



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

ÉVES JELENTÉS 2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

ÉVES JELENTÉS  
2008

2008

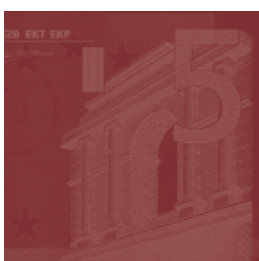


EURÓPAI KÖZPONTI BANK



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER



Az EKB 2009.  
évi kiadványain  
az 200 eurós bankjegy  
egy-egy motívuma  
látható.

**ÉVES JELENTÉS**  
**2008**

© Európai Központi Bank (2009)

**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.europa.eu>

**Fax:**

+49 69 1344 6000

*Valamennyi jog fenntartva.*

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

*Fotók:*

*Claudio Hils  
Martin Joppen*

*A jelentésben szereplő adatgyűjtés lezárásának időpontja: 2009. február 27.*

ISSN 1830-2963 (elektronikus formában)

# TARTALOM

<b>ELŐSZÓ</b>	<b>9</b>	<b>4 STATISZTIKA</b>	<b>130</b>
<b>I. FEJEZET</b>		4.1 Új és továbbfejlesztett euroövezeti statisztikák	<b>130</b>
<b>GAZDASÁGI FOLYAMATOK ÉS MONETÁRIS POLITIKA</b>		4.2 Egyéb statisztikai fejlesztések	<b>131</b>
<b>I MONETÁRIS POLITIKAI DÖNTÉSEK</b>	<b>16</b>	4.3 Az EKB statisztikai funkciójának középtávú munkaprogramja (2009–12)	<b>132</b>
<b>2 MONETÁRIS, PÉNZÜGYI ÉS GAZDASÁGI FOLYAMATOK</b>	<b>23</b>	<b>5 KÖZGAZDASÁGI KUTATÁS</b>	<b>134</b>
2.1 A nemzetközi makrogazdasági környezet	<b>23</b>	5.1 Kutatási irányok és eredmények	<b>134</b>
2.2 Monetáris és pénzügyi folyamatok	<b>27</b>	5.2 A kutatási eredmények terjesztése: kiadványok, konferenciák	<b>135</b>
2.3 Az árak és a költségek alakulása	<b>56</b>	<b>6 EGYÉB FELADATKÖRÖK ÉS TEVÉKENYSÉGEK</b>	<b>137</b>
2.4 A kibocsátás, a kereslet és a munkaerőpiac alakulása	<b>65</b>	6.1 A monetáris finanszírozás és akiváltásos hozzáférés tilalma	<b>137</b>
2.5 Fiskális folyamatok	<b>73</b>	6.2 Tanácsadói feladatkör	<b>137</b>
2.6 Az árfolyam és a fizetési mérleg alakulása	<b>82</b>	6.3 Az Európai Közösség hitelfelvételi és hitelnyújtási műveleteinek adminisztrációja	<b>142</b>
<b>3 GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK AZ EUROÖVEZETEN KÍVÜLI EU-TAGÁLLAMOKBAN</b>	<b>91</b>	6.4 Az eurorendszer tartalékkézelési szolgáltatásai	<b>142</b>
<b>2. FEJEZET</b>		<b>3. FEJEZET</b>	
<b>KÖZPONTI BANKI MŰVELETEK ÉS TEVÉKENYSÉGEK</b>		<b>SZLOVÁKIA CSATLAKOZÁSA AZ EUROÖVEZETHEZ</b>	
<b>I MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK, DEVIZAMŰVELETEK ÉS BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉGEK</b>	<b>104</b>	<b>I GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK SZLOVÁKIÁBAN</b>	<b>146</b>
1.1 Monetáris politikai műveletek	<b>104</b>	<b>2 A NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA EURORENDSZERBELI INTEGRÁCIÓJÁNAK JOGI SZEMPONTJAI</b>	<b>150</b>
1.2 Devizaműveletek	<b>116</b>	<b>3 A NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA EURORENDSZERBELI INTEGRÁCIÓJÁNAK OPERATÍV SZEMPONTJAI</b>	<b>151</b>
1.3 Befektetési tevékenység	<b>116</b>	3.1 Monetáris politikai műveletek	<b>151</b>
<b>2 FIZETÉSI ÉS ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI RENDSZEREK</b>	<b>119</b>	3.2 Hozzájárulás az EKB tőkéjéhez, tartalékaihoz és devizatartalékokat megtestesítő eszközeihez	<b>151</b>
2.1 A TARGET rendszer	<b>119</b>	<b>4 A SZLOVÁK KÉSZPÉNZCSERE</b>	<b>153</b>
2.2 TARGET2-értékpapír	<b>121</b>		
2.3 A fedezetnyújtással kapcsolatos elszámolási eljárások	<b>122</b>		
<b>3 BANKJEGYEK ÉS ÉRMÉK</b>	<b>125</b>		
3.1 A bankjegyek és érmék forgalmazása, pénzfeldolgozás	<b>125</b>		
3.2 Bankjegyhamisítás és a pénzhamisítás megakadályozása	<b>126</b>		
3.3 Bankjegykibocsátás és -gyártás	<b>127</b>		

<b>4. FEJEZET</b>	<b>2</b>	<b>AZ EURÓPAI PARLAMENTTEL</b>	<b>193</b>
<b>PÉNZÜGYI STABILITÁS, PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ</b>		<b>MEGVITATOTT EGYES TÉMÁK</b>	
<b>I PÉNZÜGYI STABILITÁS</b>	<b>158</b>	<b>7. FEJEZET</b>	
1.1 A pénzügyi stabilitás nyomon követése	158	<b>KÜLSŐ KOMMUNIKÁCIÓ</b>	
1.2 Pénzügyi stabilitási intézkedések	160	<b>I KOMMUNIKÁCIÓS POLITIKA</b>	<b>198</b>
<b>2 PÉNZÜGYI ELLENŐRZÉS, PÉNZÜGYI FELÜGYELET</b>	<b>163</b>	<b>2 KOMMUNIKÁCIÓS TEVÉKENYSÉG</b>	<b>199</b>
2.1 Általános kérdések	163	<b>8. FEJEZET</b>	
2.2 Banki tevékenység	164	<b>INTÉZMÉNYI KERET, SZERVEZETI FELÉPÍTÉS, ÉVES BESZÁMOLÓ</b>	
2.3 Értékpapírok	165	<b>I AZ EKB DÖNTÉSHOZÓ SZERVEI ÉS SZERVEZETIRÁNYÍTÁSI RENDSZERE</b>	<b>204</b>
<b>3 PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ</b>	<b>166</b>	1.1 Az eurorendszer és a Központi Bankok Európai Rendszere	<b>204</b>
<b>4 A FIZETÉSI RENDSZEREK ÉS A PIACI INFRASTRUKTÚRA FELVIGYÁZÁSA</b>	<b>171</b>	1.2 A kormányzótanács	<b>205</b>
4.1 Nagy összegű fizetési rendszerek és háttérszolgáltatók	171	1.3 Az Igazgatóság	<b>208</b>
4.2 Kis összegű fizetési rendszerek és módok	174	1.4 Az Általános Tanács	<b>210</b>
4.3 Értékpapírlíring és -elszámolás, derivatívaklíring és -elszámolás	174	1.5 Az eurorendszer/KBER szakbizottságai, a Költségvetési bizottság, az emberi erőforrások konferenciája és az Eurorendszer Informatikai Operatív Bizottsága	<b>211</b>
4.4 Egyéb tevékenységek	177	1.6 Szervezetirányítási rendszer	<b>212</b>
<b>5. FEJEZET</b>		<b>2 SZERVEZETI VÁLTOZÁSOK</b>	<b>215</b>
<b>EURÓPAI NEMZETKÖZIKAPCSOLATOK</b>		2.1 Emberi erőforrások	<b>215</b>
<b>I EURÓPAI KITEKINTÉS</b>	<b>180</b>	2.2 Az emberi erőforrások konferenciája	<b>217</b>
1.1 Gazdaságpolitikai kérdések	180	2.3 Az EKB új székháza	<b>217</b>
1.2 Intézményi kérdések	183	2.4 Az eurorendszer beszerzési koordinációs hivatala	<b>218</b>
1.3 Az EU tagjelölt országokban zajló folyamatok és a velük fenntartott kapcsolatok	184	<b>3 A KBER TÁRSADALMI DIALÓGUSA</b>	<b>219</b>
<b>2 NEMZETKÖZI KÉRDÉSEK</b>	<b>185</b>	<b>4 AZ EKB ÉVES BESZÁMOLÓJA</b>	<b>220</b>
2.1 A nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszer legfontosabb folyamatai	185	Jelentés a 2008. december 31-ével záruló év gazdálkodásáról	<b>221</b>
2.2 Együttműködés az EU-n kívüli országokkal	188	A mérleg a 2008. december 31-i fordulónapon	<b>224</b>
<b>6. FEJEZET</b>		Kiegészítő melléklet a nyereség/veszteség felosztásáról	<b>226</b>
<b>FELELŐSSÉG</b>		Az EKB számviteli politikája	<b>227</b>
<b>I FELELŐSSÉGVÁLLALÁS A KÖZVÉLEMÉNY, VALAMINT AZ EURÓPAI PARLAMENT FELÉ</b>	<b>192</b>	A mérlegsorokat leíró, részletező adatok	<b>232</b>

Az eredménykimutatás sorait leíró, részletező adatok	244	2	Az euroövezet pénzpiacának alakulása a pénzügyi zavarral összefüggésben	32
A független könyvvizsgáló jelentése	249	A) ábra:	EKB-kamatlábak és az egynapos kamatláb	34
Kiegészítő melléklet a nyereség/veszteség felosztásáról	251	B) ábra:	Három hónapos, 2009 márciusában lejáró EURIBOR határidős kamatok opcióiból származtatott implikált volatilitás	35
<b>5 AZ EUORENDSZER KONSZOLIDÁLT MÉRLEGE 2007. DECEMBER 31-ÉVEL VÉGZŐDŐ PÉNZÜGYI ÉVRE</b>	<b>252</b>	3	Volatilitás és likviditás a részvény- és államkötvénypiacokon	45
<b>FÜGGELÉKEK</b>		A) ábra:	Heti részvény- és kötvényhozamok realizált volatilitása	46
<b>AZ EKB ÁLTAL ELFOGADOTT JOGI DOKUMENTUMOK</b>	<b>256</b>	B) ábra:	A heti részvény- és kötvényhozamok közötti összefüggés	46
<b>AZ EKB ÁLTAL KIADOTT JOGI VÉLEMÉNYEK</b>	<b>260</b>	C) ábra:	Határidős államkötvények kereskedési volumenei	47
<b>AZ EUORENDSZER MONETÁRIS POLITIKAI INTÉZKEDÉSEINEK IDŐRENDI ÁTTEKINTÉSE</b>	<b>268</b>	D) ábra:	Kereskedési volumenek a részvénypiacokon	47
<b>AZ EKB EUROLIKVIDITÁS NYÚJTÁSÁVAL KAPCSOLATOS KÖZLEMÉNYEINEK ÁTTEKINTÉSE</b>	<b>271</b>	4	A nyersanyagárak és a HICP-infláció	57
<b>AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK 2008 ÓTA MEGJELENT KIADVÁNYAI</b>	<b>285</b>	A) ábra:	Nyersanyagárak	58
<b>FOGALOMTÁR</b>	<b>291</b>	B) ábra:	HICP-infláció	58
<b>KERETES ÍRÁS</b>		C) ábra:	A HICP-szolgáltatások összetevőjének egyes alkotórészei	59
1 A pénzügyi piaci feszültségek hatása a monetáris folyamatokra	28	D) ábra:	Felmérésekből származó hosszabb távú inflációs várakozások és a kiegyenlítő inflációs ráta	59
A) ábra: Havi beáramlások pénzügyi alapok befektetési jegyeibe és rövid lejáratú MPI adósságpapírokba és az azokból való kiáramlások	29	5	Az euroövezetbeli munkaerőpiacok alakulása 2008-ban	70
B) ábra: Havi be- és kiáramlások a forgalomban levő pénzmennyiségbe és napi betétekbe, illetve betétekből	30	A) ábra:	Az euroövezeti reál-GDP és az összefoglalkoztatás növekedése	70
C) ábra: Havi hiteláramlások EPK-knak, MPI-k által vásárolt hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok és MPI-k kivezetett hitelei	31	B) ábra:	A ledolgozott órák növekedésének részletezése	71
D) ábra: Hitelintézetek eszközállományai és a magánsektornak nyújtott hitelek	31	C) ábra:	A foglalkoztatás növekedése szerződéstípus szerint	71
		D) ábra:	Részmunkaidős foglalkoztatás az euroövezetben	72
		6	Az euroövezeti államháztartás által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kibocsátásának és hozamszpjedjeinek alakulása	74

A) táblázat: Az euroövezeti kormányok által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok éves növekedési ütemei	<b>74</b>	<b>TÁBLÁZATOK</b>	
A) ábra: A kamatfizetések alakulása az 1999-2008-as időszakban	<b>75</b>	1. Az árak alakulása	<b>56</b>
B) táblázat: Az euroövezeti kormányok által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állományainak szerkezete	<b>75</b>	2. A munkaerőköltség mutatói	<b>62</b>
B) ábra: Államkötvényhozamok különbözetei a német államkötvényekhez viszonyítva	<b>76</b>	3. A reál-GDP-növekedés összetétele	<b>65</b>
C) ábra: Szuverén CDS-ek	<b>76</b>	4. A munkaerőpiac alakulása	<b>69</b>
7 A pénzügyi válság statisztikai elszámolási hatásai az államháztartási hiányra és az államadósságra	<b>78</b>	5. Fiskális pozíciók az euroövezetben és az euroövezet országaiban	<b>73</b>
8 A pénzügyi válság és a fiskális politika	<b>81</b>	6. Reál-GDP-növekedés az euroövezeten kívüli EU-tagállamokban és az euroövezetben	<b>91</b>
9 Az euroövezet versenyképességének közelmúltbeli alakulása	<b>85</b>	7. HICP-infláció az euroövezeten kívüli EU-tagállamokban és az euroövezetben	<b>92</b>
A) ábra: Az euro nominál- és reálieffektív árfolyamai	<b>85</b>	8. Fiskális pozíciók az euroövezeten kívüli EU-tagállamokban és az euroövezetben	<b>93</b>
B) ábra: Az egyes euroövezeti országok harmonizált versenyképességi mutatóinak változásai	<b>87</b>	9. Az euroövezeten kívüli EU-tagállamok és az euroövezet fizetési mérlege	<b>95</b>
C) ábra: Az euroövezeten belüli és kívüli harmonizált versenyképesség-mutatók alakulása	<b>88</b>	10. Az euroövezeten kívüli EU-tagállamok hivatalos monetáris politikai stratégiái	<b>98</b>
10 Monetáris politikai műveletek a közelmúltban elkezdődött pénzügyi piaci volatilitás idején	<b>105</b>	11. A TARGET-ben lebonyolított fizetési forgalom	<b>120</b>
A) ábra: Likviditásnyújtás nyílt piaci műveleteken keresztül és a jegybanki rendelkezésre állás igénybevételével	<b>107</b>	12. Az eurobankjegyek gyártásának megoszlása 2008-ban	<b>128</b>
B) ábra: Az EONIA-és az IRM-kamatláb közötti különbsége	<b>107</b>	13. Főbb gazdasági mutatók – Szlovákia	<b>146</b>
11 Az euroövezet Szlovákiával történt kibővítésének statisztikai vonzatai	<b>148</b>	<b>ÁBRÁK</b>	
12 A GMU tíz éve	<b>182</b>	1. EKB-kamatlábak és pénzügyi kamatlábak	<b>17</b>
		2a. Főbb gazdasági folyamatok a fejlett ipari gazdaságokban	<b>23</b>
		2b. Főbb gazdasági folyamatok a jelentősebb feltörekvő gazdaságokban	<b>26</b>
		3. A nyersanyagpiacok alakulása	<b>27</b>
		4. Az M3 és a magánszektorban nyújtott hitelek	<b>27</b>
		5. Az M3 főbb összetevői	<b>37</b>
		6. MPI-kamatlábak rövid lejáratú betétekre és pénzügyi kamatláb	<b>37</b>
		7. Betétek szektorok szerint	<b>38</b>
		8. Az euroövezet rezidenseinek nyújtott hitelek	<b>39</b>

9. Fedezetlen pénzüpi kamatlábak	<b>41</b>	34. Euroövezeti exportvolumenek kiválasztott kereskedőpartnerek felé	<b>85</b>
10. Három hónapos EUREPO, EURIBOR és egynapos kamatswap	<b>42</b>	35. Euroövezeten kívüli áruimport	<b>88</b>
11. Hosszú lejáratú államkötvényhozamok	<b>43</b>	36. Euroövezeti közvetlentőke- és portfólióbefektetések	<b>89</b>
12. Euroövezeti zérókupon kiegyenlítő inflációs ráták	<b>44</b>	37. Nettó nemzetközi befektetési pozíció	<b>89</b>
13. Főbb részvénypiaci indexek	<b>48</b>	38. Az ERM-II alakulása	<b>96</b>
14. Implikált részvénypiaci volatilitás	<b>49</b>	39. Az ERM-II-be nem tartozó EU-valuták alakulása	<b>97</b>
15. Háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek	<b>50</b>	40. Az EKB irányadó kamatlábai és az EONIA	<b>104</b>
16. Háztartásoknak és nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek kamatlábai	<b>51</b>	41. Likviditási tényezők az euroövezetben 2008-ban	<b>110</b>
17. A háztartások adóssága és a kamatfizetések	<b>52</b>	42. Forgalomban lévő bankjegyek	<b>111</b>
18. Az euroövezet nem pénzügyi vállalatai külső finanszírozásának reálköltsége	<b>52</b>	43. Elfogadható fedezet eszköztípusonként	<b>114</b>
19. A nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozásának éves reálnövekedési üteme	<b>54</b>	44. Rendelkezésre bocsátott fedezet az eurorendszer hitelműveleteiben és fennálló hitel a monetáris politikai műveletekben	<b>114</b>
20. Az euroövezet tőzsdén jegyzett nem pénzügyi vállalatainak profitrátái	<b>54</b>	45. Fedezetként rendelkezésre bocsátott eszközök összetétele (a hitelköveteléseket is beleértve) eszköztípusonként	<b>115</b>
21. Nem pénzügyi vállalatok finanszírozási rése és annak főbb összetevői	<b>55</b>	46. A forgalomban lévő eurobankjegyek száma 2002 és 2008 között	<b>125</b>
22. Nem pénzügyi vállalatok adóssághányadai	<b>55</b>	47. A forgalomban lévő eurobankjegyek értéke 2002 és 2008 között	<b>125</b>
23. A HICP-infláció összetétele: főbb komponensek	<b>56</b>	48. A forgalomban lévő eurobankjegyek száma 2002 és 2008 között	<b>126</b>
24. A főbb összetevők hozzájárulása a HICP-inflációhoz	<b>60</b>	49. A forgalomból kivont hamis eurobankjegyek száma 2002 és 2008 között	<b>127</b>
25. Az ipari termelői árak összetétele	<b>62</b>	50. A hamis bankjegyek címlet szerinti megoszlása 2008-ban	<b>127</b>
26. Az egy alkalmazottra jutó szektoronkénti javadalmazás	<b>63</b>		
27. Az euroövezeti lakóingatlanárak alakulása	<b>64</b>		
28. Euroövezeti fogyasztói kvalitatív inflációs észlelések és várakozások	<b>64</b>		
29. A negyedéves reál-GDP-növekedés összetevői	<b>66</b>		
30. Bizalmi mutatók	<b>67</b>		
31. Munkanélküliség	<b>69</b>		
32. Fiskális folyamatok 1999-2009	<b>80</b>		
33. A folyó fizetési mérleg és összetevői	<b>84</b>		



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

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

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

# ELŐSZÓ



Az Európai Központi Bank 2008-ban ünnepelte fennállásának tizedik évfordulóját. Mivel az infláció az euroövezetben éves szinten alig haladta meg a 2%-ot, elmondhatjuk, hogy az utóbbi évtizedben viszonylag szilárdak voltak az árak, így az EKB teljesítette feladatát, azaz megőrizte az árak stabilitását. Ugyanígy ebben az időszakban a hosszabb távú inflációs várakozások is összességükben az árstabilitásnak megfelelően alakultak, ami az EKB monetáris politikájának nagyfokú hitelességét tükrözi. A siker az euorendszer intézményi erejét, összetartását és egységét is bizonyítja; egyértelműen mutatja, hogy a rendszer a közös értékek, a magas színvonal és a közös elvek alapjain valóban európai szellemben tevékenykedik. A kezdettől fogva szilárd pénznemként funkcionáló eurót ma már 16 ország 329 millió állampolgára használja, de a nemzetközi pénzügyi piacon is széles körben elfogadják. Ezúton is szeretném megragadni az alkalmat, hogy üdvözljem Szlovákia lakosait az euroövezetben. Ciprus és Málta 2008-ban vezette be a közös pénzt, majd 16. tagországgént 2009. január 1-jén Szlovákia következett.

2008 kivételes esztendő volt, amelyet rendkívüli gazdasági és pénzügyi fejlemények jellemeztek. Az év első felében a meredeken emelkedő nyersanyagárak miatt jelentősen nőtt az infláció, és az árstabilitást övező felfelé mutató kockázatok is megszorodtak. Az éves HICP-infláció júniusban és júliusban 4,0%-on tetőzött. Különösen a béroldali nyomás erősödésére mutatott egyre több jel. A monetáris elemzés is igazolta, hogy az árstabilitásra ható kockázatok többsége felfelé irányul. Az EKB Kormányzótanácsa 2008 júliusában felemelte az irányadó kamatokat, hogy megelőzze a gazdaság nagy részét érintő közvetett hatások kialakulását, és továbbra is tartósan rögzítse az inflációs várakozásokat. Szeptember közepétől azután jelentősen kiéleződtek a pénzügyi feszültségek, és világszerte egyre jobban éreztették reálgazdasági hatásukat. Az energia- és egyéb nyersanyagárak gyors esésével párhuzamosan mindez azt eredményezte, hogy az inflációs nyomás az egész világon, így az euroövezetben is enyhült. A rendkívüli méreteket öltő bizonytalanság ugyanakkor kihatott a likviditásra, az eszközárakra és a mérlegekre is. Ezek a fejlemények összességükben arra utaltak, hogy középtávon a növekedést övező kockázatok határozottan a lassulás irányába mutatnak, miközben az inflációs nyomás nagymértékben enyhül.

Az EKB és más nagyobb központi bankok 2008. október 8-án összehangoltan csökkentették az irányadó kamatokat. 2008 októbere és 2009 márciusa között a Kormányzótanács összesen 275 bázisponttal vitte le az EKB kamatait. Az egynapos pénzügyi kamatok még ennél is meredekebben estek, mivel az EKB jelentősen kibővítette az euroövezeti bankoknak nyújtott likviditást. A példátlan intézkedéssorozat messzemenően összhangban állt az EKB-nak az árstabilitás megőrzését előíró megbízatásával, figyelembe véve, hogy az inflációs nyomás és a kockázat is csökkenően volt. A monetáris elemzés rámutatott, hogy a felfelé irányuló árstabilitási kockázatok különösen 2008 második felében fokozatosan háttérbe szorultak, miközben a pénztömeg bővülése is lelassult. Az év folyamán a nem pénzügyi magánszektorban

nyújtott hitelek növekedése is mérséklődött, ami összhangban állt a szigorodó finanszírozási feltételekkel és a gyengülő konjunktúrával.

Bár a HICP-infláció 2008 közepétől egyértelműen lassulni kezdett, 2008-ban az éves átlagos ütem 3,3% volt, azaz nagyobb, mint az euro bevezetése óta bármikor. Ezzel szemben áll a korábbi években mért 2% körüli érték. Az infláció erős ingadozása ellenére az EKB monetáris politikájának egész évben sikerült a közép- és hosszú távú inflációs várakozásokat szilárdan az árstabilitásnak megfelelő szinten rögzítenie. Ezzel párhuzamosan az euroövezet reál-GDP-jének növekedése 2008-ban 0,8%-ra lassult, szemben a 2007-ben mért 2,7%-kal és a 2006. évi 3,0%-kal. Míg az övezet gazdasági növekedése 2008 elején a sokkokkal szemben viszonylag ellenállóan bizonyult, az év további részében a világgazdaság érezhető visszaesésével párhuzamosan rohamosan lassult.

A fiskális politika terén az elmúlt évek viszonylag kedvező folyamatai 2008-ban visszajukra fordultak, mivel elhatalmasodott a pénzügyi válság, és kedvezőtlené vált a makrogazdasági környezet. Az Európai Bizottság 2009. januári évközi jelentése szerint az euroövezetben az átlagos államháztartási hiány a 2007. évi GDP-arányos 0,6%-ról 2008-ban 1,7%-ra emelkedett, és 2009-ben várhatóan eléri a GDP 4,0%-át. 2008 októberében az euroövezeti országok megállapodtak, hogy összehangolt intézkedéseket hoznak, például a pénzügyi intézmények újratőkésítésével, továbbá hitel- és betétgarancia nyújtásával stabilizálják a bankrendszert. 2008 decemberében az Európai Tanács jóváhagyta az Európai Gazdasági Fellendülési Tervet, amelynek célja, hogy az aggregált kereslet élénkítésével és a lisszaboni stratégiában kitűzött strukturális reform-erőfeszítések felgyorsításával támogassa a gazdasági fellendülést. Az emelkedő fiskális hiány- és adósságmutatók, valamint az igen bizonytalan kilátások miatt hatalmas feladatok hárulnak az euroövezeti fiskális politikára. Az állami finanszírozás fenntarthatóságába vetett közbizalom megerősítéséhez elengedhetetlen, hogy a döntéshozók hitelesen ráálljanak a szilárd fiskális pozíciók visszaál-

lítását célzó konszolidációs pályára, ami természetesen megfelel a Stabilitási és növekedési paktumban előírtaknak.

A strukturális politika terén a jelenlegi gyenge konjunktúra és a gazdasági kilátásokat övező nagyfokú bizonytalanság miatt fontos, hogy az euroövezeti gazdaság megerősítse ellenálló képességét, rugalmasságát. A mostani helyzetben elengedhetetlen, hogy a gazdaságpolitika a szabadverseny, nyitott piacgazdaság alapelveivel összhangban alakuljon, és ellenálljon mindennemű protekcionista nyomásnak. Áru- és szolgáltatási reformokkal kell támogatni a versenyt. A munkaerőpiac átalakításával lehetővé kell tenni a megfelelő bérezési struktúrát, ami védi a foglalkoztatottságot, valamint erősíti a munkaerő ágazatok és régiók közti mobilitását. Ez különösen a negatív keresleti sokkhatástól leginkább sújtott ágazatokban és térségekben fontos. Több országban is igen lényeges, hogy intézkedéseket hozzanak a versenyképesség terén az elmúlt években felhalmozódott veszteségek kezelésére.

\*\*\*

2008-ban jelentősen megszorodtak a pénzügyi piacokat érő kihívások. Az euroalapú pénzügyi piacot továbbra is a nagy hitelfelár és a csekély kereskedési volumen jellemezte, pedig az EKB 2007-től kezdve, majd 2008-ban is különleges intézkedéseket hozott az említett változók stabilizálására. Az intézkedések között szerepelt, hogy a bankrendszer a tartalékolási periódus alatt „előszállítva” kapta a likviditást, meghosszabbították az eurorendszer refinanszírozási műveleteinek átlagos futamidejét, és a Szövetségi Tartalékbankrendszerrel (Fed) együttműködve USA-dollárban is biztosították likviditást.

Amikor 2008. szeptember közepén minden pénzügyi szegmensben és lejáraton kiéleződtek a feszültségek, az eurorendszer újabb likviditáskézelési intézkedéseket hozott, hogy biztosítsa a folyamatos banki önrefinanszírozás lehetőségét. Kiemelendő az irányadó refinanszírozási, valamint minden hosszabb lejáratú refinanszírozási



művelet céljára kialakított teljes allokációjú, rögzített kamatú tendereljárás bevezetése, valamint az, hogy átmenetileg kibővítették a refinanszírozási műveletekre elfogadott jegybankképes fedezetek körét. További intézkedésként ideiglenesen szűkítették az állandóan rendelkezésre álló konstrukciók kamatfolyosóját is. Az intézkedések eredményeképpen a bankok általában továbbra is széles körben hozzáfértek az euroalapú forrásokhoz, noha — különösen a hosszabb lejáratú eszközöknél — a feszültségek nem tűntek el teljesen.

\*\*\*

Az EKB tevőlegesen is hozzájárult a legfontosabb monetáris politikai és szabályozási válasz lépésekhez, amelyeket 2008-ban a pénzügyi válság kezelésére és a pénzügyi rendszer megerősítésére fogantatosítottak. Globális szinten részt vett azokon a tanácskozásokon, amelyek eredményeként 2008 áprilisában a Pénzügyi Stabilitási Fórum számos ajánlást fogalmazott meg a hetek csoportja pénzügyminiszterei és központi banki elnökei számára. Ezek célja a prudenciális követelmények, az átláthatóság és az értékelési feltételrendszer megerősítése, valamint a hitelminősítés felhasználásának, a közintézmények kockázati reakcióképességének és a pénzügyi rendszer stresszoldó technikáinak jobbá tétele volt. Szerepet játszott emellett más nagyobb globális gazdaságpolitikai válaszlépések, nevezetesen a húszak csoportjába tartozó országok által 2008. november 15-én elfogadott akcióterv kidolgozásában is.

Európai szinten az EKB tanácsokat adott a közintézményeknek, hogy milyen intézkedésekkel támogathatják a bankszektor működését. Az euroövezeti országok 2008. október 12-i Párizsi Nyilatkozata, amelyet október 16-án az Európai Tanács is jóváhagyott, összehangolt intézkedésekből álló cselekvési tervet irányzott elő a bizalom helyreállítására, a gazdaság finanszírozási feltételeinek javítására. Az intézkedések között szerepel, hogy kormányzati garanciát nyújtanak a banki kötvénykibocsátásra, és újratőkésítik a bankokat. A Kormányzótanács ajánlásokat fogalmazott meg a kormánygaranciák

és az újratőkésítési eszközök főbb jellemzőiről és árstruktúrájáról is. Ezek célja az volt, hogy maradjon fenn az esélyegyenlőség a pénzügyi intézmények közötti versenyben, javuljon a pénzügyi rendszer stabilitása, álljon helyre a megszokott piaci helyzet, és legyen biztosítva a gazdaság megfelelő finanszírozása. A tagállamok intézkedéseik meghozatalakor figyelembe vették az ajánlásokat, az Európai Bizottság is ezek alapján fogalmazta meg a Szerződés állami segítségnyújtásról szóló szabályainak betartására vonatkozó útmutatásait.

2009 elején az EKB egyike volt azoknak, akik lefektették az eszköz-felszabadítási intézkedésekre vonatkozó alapelveket, amelyek célja a pénzügyi intézmények mérlegeiben kimutatott egyes értékpapírosított eszközök értékelését övező bizonytalanság eloszlata volt. A bizottsági útmutatásokban az EKB javaslatait is figyelembe vették.

\*\*\*

Az EKB 2008-ban is aktívan támogatta az európai pénzügyi integráció folyamatát. Különösen a pénzügyi szabályozással és felügyelettel, az értékpapír-klíringgel és -elszámolással, valamint a fizetési rendszerekkel kapcsolatban adott tanácsokat. Emellett a közös fellépés szorgalmazásával a magánszektor működésében is változatlanul katalizátori szerepet töltött be. Az egységes euro-pénzforgalmi övezet (SEPA) kezdeményezés, amelyet az EKB kezdettől fogva messzemenően támogat, 2008 januárjában érkezett az első komoly mérföldkőhöz, amikor bevezették a SEPA-formátumú átutalási megbízásokat és kártyás fizetési keretrendszert. Azóta már a bankok számára is beérték a SEPA használatának előnyei, amelyeket — s ez még fontosabb — már a pénzforgalmi szolgáltatásokat igénybevevők is érzékelnek.

A pénzügyi integrációt elősegítő központi banki szolgáltatások terén a decentralizált első generációs TARGET-rendszer, az eurorendszer nagy értékű fizetési megbízásokat feldolgozó rendszere helyét 2008 májusában teljes egészében átvette a TARGET2, az egységes platformon

működő második generációs rendszer. Ez az első olyan piaci infrastruktúra, amelyet teljes egészében európai szinten egységesítettek és hangoltak össze. 2008 júliusában a Kormányzótanács határozatot hozott egy új értékpapír-elszámolási platform, a TARGET2-Értékpapír (T2É) létrehozásáról. A T2É az összehangolt, országhatártól független, semleges euro- és egyéb devizaalapú elszámolási szolgáltatások kínálatával jelentős előrelépést jelent az európai integrált értékpapírpiac megteremtése felé. A Kormányzótanács 2008 júliusában úgy döntött, hogy egységes, megosztható platformot (CCBM2) hoz létre az eurorendszer partnerei számára a fedezetmozgósítás lehetővé tételére, és ehhez likviditás- és fedezetkezelési konstrukciókat biztosít.

\*\*\*

2008 végén az EKB jóváhagyott dolgozói állománya 1357,5 teljes munkaidős pozíciónak felelt meg; 2007 végén ez a szám 1348 volt. Az EU mind a 27 országból érkeznek munkavállalók, akiket a bank honlapján meghirdetett szabad álláshelyek nyílt pályáztatásával választanak ki. Az EKB mobilitási politikájának megfelelően 2008 folyamán 165 munkavállalót helyeztek át a bankon belül, 23-an meghatározott időre más szervezethez kerültek át, 30-an pedig fizetés nélküli szabadságot vettek ki, legtöbbször azért, hogy más szervezetnél helyezkedjenek el. Az EKB emberierőforrás-stratégiájának sarokköve továbbra is a munkavállalói, benne a vezetői készségek és szakértelem folyamatos bővítése.

2008-ban megkezdődött a munkavállalói nyugdíjrendszer felülvizsgálata, hogy a várható élettartam és a fenntartható finanszírozás terén lezajlott változásokat figyelembe vegyék. Az eredmények alapján várhatóan 2009 tavaszán tesszük meg a szükséges lépéseket.

\*\*\*

A 2008-as év az EKB új székházának megépítésével kapcsolatban is új kihívásokat támasztott, mivel a nyílt fővállalkozói pályázat gazdaságos-

sági szempontból nem járt kielégítő eredménnyel.

A nyári hónapokban az összes lehetőséget alaposan megvizsgáltuk, áttekintettük a költségszámításokat és a pályázati stratégiát. Az elemzés alapján a Kormányzótanács úgy határozott, hogy a beszerzési és az építkezési munkákat főbb szakágazatokra, több kisebb egységre bontja, és ennek alapján új nyilvános tendereket ír ki. Az építőipari piacon végzett újabb vizsgálódások eredményeit figyelembe véve az EKB-nak változatlanul feltett szándéka, hogy a projektet a tervezett költségkereteken belül valósítsa meg.

\*\*\*

Az EKB a 2008-as évet 2,66 milliárd eurós többlettel zárta, szemben a 2007-ben elért 0,29 milliárd eurós többlettel. A Kormányzótanács úgy határozott, hogy 2008. december 31-ével 1,34 milliárd eurót átvezet a devizaárfolyam-, kamat- és aranyárfolyam-kockázatra képzett céltartalékba. A céltartalék nagyságát, amely a 2008. évi átutalás után most 4,01 milliárd eurót tesz ki, évente felülvizsgálják. Az EKB 2008. évi nettó eredménye a céltartalékba való átvezetés után 1,32 milliárd euro. Ezt az összeget az euroövezeti nemzeti központi bankok között osztották fel, mégpedig az EKB tőkéjébe befizetett részesedéseik arányában.



Jean-Claude Trichet



Az Európai Központi Bank első Kormányzótanácsa 1998-ban



Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa 2008-ban

Megjegyzés: Mario Draghi és Athanasios Orphanides a fénykép készítésekor nem voltak jelen.



I. FEJEZET

GAZDASÁGI  
FOLYAMATOK  
ÉS MONETÁRIS  
POLITIKA



## I MONETÁRIS POLITIKAI DÖNTÉSEK

2008-ban az EKB a 2007 augusztusa óta megfigyelhető folyamatos pénzügyi zavarok közepette folytatta monetáris politikáját. 2008 első felében a Kormányzótanács változatlanul hagyta az EKB irányadó kamatlábait, majd júliusban 25 bázisponttal emelte azokat, mielőtt a negyedik negyedévben három lépésben, összesen 175 bázisponttal ismét kamatlábat csökkentett. Az EKB irányadó kamatlábainak 2008. évi alakulása az árstabilitás középtávú kockázatainak kibontakozását tükrözte, amelyeket erősen befolyásolt két globális jelenség: a nemzetközi nyersanyagárak (különösen az energia és az élelmiszerek) alakulása, valamint a folyamatban lévő, szeptember közepén fokozódott pénzügyi zavar gazdasági hatása.

2008 első felében – főként a nemzetközi nyersanyagárak igen gyors növekedésének eredményeképpen – az euroövezetben erősödtek az inflációs nyomások. Ebben az időszakban az éves HICP-infláció jóval 2% felett maradt, a januári 3,2%-ról a júniusi és júliusi 4,0%-ra emelkedve, aminek oka elsősorban az energia- és élelmiszerárak alakulásában keresendő. Miközben a viszonylag szűk munkaerőpiacok mellett emelkedtek az inflációs nyomások, nőtt a másodlagos hatások kockázata. Ráadásul, a tágan értelmezett pénz növekedésének alapul szolgáló üteme élénk maradt, annak ellenére, hogy a 2007 második felében megfigyelt csúcsokról fokozatosan mérséklődött. Az árstabilitás felfelé irányuló kockázatainak visszafogása, valamint annak biztosítása érdekében, hogy a hosszú távú inflációs várakozások szilárdan leborgonyozva maradjanak az EKB árstabilitási definíciójával összhangban, a Kormányzótanács 2008 júliusában 25 bázisponttal 4,25%-ra emelte az irányadó refinanszírozási műveletek minimális ajánlati kamatlábát.

A harmadik negyedévbe lépve, szeptember közepéig a rendelkezésre álló adatok arra utaltak, hogy az árstabilitás kockázatai középtávon továbbra is felfelé irányulóak voltak. A gazdasági konjunktúra kilátásaival kapcsolatos bizonytalanság jelentős maradt, többek között a nagyon magas és volatilis nyersanyagárak, valamint a pénzügyi piacokon továbbra is meglévő

feszültségek következtében. Mindent egybevetve, a gazdasági kilátások lefelé irányuló kockázatai túlsúlyban voltak.

Szeptember közepétől a pénzügyi turbulencia jelentősen fokozódott, ami súlyos fennakadásokat és likviditáshiányokat okozott sok pénzügyi piaci szegmensben, továbbá a globális gazdasági kilátások lényeges romlásához vezetett. Az év utolsó néhány hónapjában az infláció is meredeken esett, és gyengültek az inflációs nyomások. A nyersanyagárak – különösen az olajárak – csökkenése miatt az éves HICP-infláció az év második felében esett, és decemberben 1,6%-ot ért el. A monetáris trendek – amelyek az év második felében tovább mérséklődtek – alátámasztották azt a nézetet, hogy az inflációs nyomások csökkenőben voltak. Ezzel összefüggésben az irányadó refinanszírozási kamatlábat október 8-án – más jelentősebb központi bankokkal összehangolt lépés keretében – 50 bázisponttal 3,75%-ra csökkentették. Ezt követően az irányadó refinanszírozási kamatláb további 50, illetve 75 bázispontos mérséklésére került sor novemberben és decemberben. Így az irányadó refinanszírozási kamatláb az év végén 2,50% volt (lásd az 1. ábrát).

Az euroövezetben fennmaradt a reál-GDP-növekedés, de az év első felében némileg a trend alatt volt, bár a szokatlan időjárás viszonyoknak az építőipari tevékenységre gyakorolt hatása volatilitást eredményezett a negyedéves növekedési rátákban. 2008 második felében rosszabbodtak a gazdasági feltételek, különösen a pénzügyi piaci feszültségek szeptember közepi fokozódását követően. A pénzügyi válság a korábban vártnál szélesebb körben terjedt át a reálgazdaságra. Az előző negyedévhez képest a harmadik negyedévben az euroövezeti reál-GDP 0,2%-kal zsugorodott, elsősorban a nettó kereskedelem jelentős negatív hozzájárulását tükrözve, amely a gyenge exportnövekedés és az erősen megélnkült import kombinációjából adódott. A negyedik negyedévben fokozott bizonytalanság közepette általános gazdasági zsugorodás következett be, amikor is a reál-GDP további 1,5%-kal esett vissza. Összességében az euroövezet reál-GDP-je 2008-ban

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

(százalék/év; napi adatok)

- minimális ajánlati kamatláb/fix kamatláb az irányadó refinanszírozási műveletekben
- ... betéti kamatláb
- - - aktív oldali rendelkezésre állás kamatlába
- egynapos kamatláb (EONIA)



Forrás: EKB.

Megjegyzés: Az utolsó megfigyelés 2009. február 27-ére vonatkozik.

0,8%-kal nőtt, jelentősen elmaradva a 2007-ben regisztrált 2,7%-tól.

Az átlagos éves HICP-infláció 2008-ban igen magas, 3,3% volt, amely a legmagasabb szintet jelenti az euro bevezetése óta. A korábbi években az inflációs ráta 2% közelében volt (2007-ben pl. 2,1%). Az infláció a januári 3,2%-ról júniusban és júliusban érte el a 4,0%-os rekordot, mielőtt csökkenni kezdett volna, hogy decemberben 1,6%-ot tegyen ki. Ezeket az inflációs folyamatokat főként a nyersanyagárak – különösen az energia- és élelmiszerárak – globális alakulása vezérelte. Főleg az olajárak emelkedtek, a januári, hordónként 100 USA-dollár körüli árról a júliusi csaknem 150 dolláros csúcsra, mielőtt hordónként mintegy 40 dollárra csökkentek decemberben. 2008 nagy részében az infláció jelentősen meghaladta az EKB árstabilitási definícióját, aminek elsősorban a nyersanyagárak fent leírt alakulása volt az oka. A jelentősebben emelkedő bérek miatt a fajlagos munkaerőköltség továbbra is erőteljesen nőtt, szűkebb munkaerőpiacok, bizonyos másodlagos hatások, valamint a munkatermelékenység növekedésének az év vége felé bekövetkezett

ciklikus lassulása mellett. A pénzügyi piaci eszközökből származtatott hosszú távú inflációs várakozások felfelé mozgásának jelei az év közepe felé láthatóak voltak, de eltűntek a júliusi kamatlábemelését, valamint azt követően, hogy visszafordultak a nyersanyagok (különösen az olaj) árai, ami csökkentette a másodlagos hatások kialakulásával kapcsolatos aggodalmakat. Mindent egybevetve, a nyersanyagárak jelentős változásai miatti hirtelen inflációs mozgások ellenére a hosszú távú inflációs várakozások felméréseken alapuló mértékei lényegében az árstabilitásnak megfelelő szinteken maradtak lehangonyozva, az EKB monetáris politikájának középtávú orientációjával összhangban.

A monetáris bővülés alapvető üteme 2008 folyamán mérséklődött, de élénk maradt. Miközben az M3 növekedése hajlamos volt túlhangsúlyozni a monetáris dinamika irányát a lapos hozamgörbe és más, különösen az év első felét jellemző ideiglenes tényezők miatt, az összetevőknek és az M3 ellenpárjainak széles körű értékelése megerősítette, hogy az alapul szolgáló monetáris növekedés erős maradt. A nem pénzügyi magánszektorban nyújtott hitelek növekedése

ugyancsak mérséklődött az év folyamán, összhangban a finanszírozási feltételek szigorodásával és a gyengébb gazdasági konjunktúrával. A pénzügyi feszültségek szeptemberi fokozódásának eredményeként a pénzügyi rendszerben megfigyelhető megnövekedett feszültség az év vége felé nyilvánvalóvá vált a monetáris adatokból. A monetáris aggregátumokat illetően ez a megnövekedett feszültség főként inkább az M3 összetevői között idézett elő áttrendeződéseket, és nem annyira magára az M3-ra volt hatással. A hitelek év végi mérsékelt alakulása igazolta, hogy a dinamikus növekedés hosszantartó időszakát követően a vállalati hitelezés jelentősen gyengült. Ezek a folyamatok főként a reálgazdasági tevékenység lassulását tükrözték, bár kínálati tényezők is szerepet játszhattak, amint azt az eurorendszer banki hitelezési felmérése jelezte. Mindent egybevetve, a monetáris trendek alátámasztották azt a nézetet, hogy 2008 vége felé gyengültek az inflációs nyomások.

#### **2008 JÚLIUSÁBAN AZ INFLÁCIÓS NYOMÁSOK AZ EKB IRÁNYADÓ KAMATLÁBAINAK EMELKEDÉSÉHEZ VEZETTEK**

Közelebbről vizsgálva 2008 monetáris politikai döntéseit, az év két részre osztható: a 2008 nyáráig tartó időszakra, amikor az akkor rendelkezésre állt adatok az árstabilitás felfelé irányuló kockázatainak fokozódását jelezték, valamint a nyár utáni időszakra, amikor új információk a folyamatban levő pénzügyi nyugtalanságnak és a globális gazdasági lassulásnak az euroövezet konjunktúrájára gyakorolt erősebb hatására és az inflációs nyomások gyengülésére utaltak.

Az év első felében a gazdasági viszonyokat a pénzügyi piacokban rejlő kockázat folyamatban levő újraértékelésével és e kockázatnak a reálgazdaságra gyakorolt lehetséges hatásával kapcsolatos erős bizonytalanságok jellemezték. A negyedéves növekedés 2007 folyamán mérséklődni kezdett. Az üzleti és fogyasztói bizalom mutatói ugyancsak hanyatlani kezdtek, de 2008 elején olyan szinten maradtak, amelyek kitaró növekedést jeleztek. 2008 elején a gazdasági növekedés kilátásai némileg mérsékeltebbé váltak, de még mindig viszonylag kedvezőek voltak. A várakozások arról szóltak, hogy a bel- és

külföldi kereslet mérséklődni fog, de továbbra is támogatni fogja a folytatódó növekedést. A magasabb nyersanyagárak tompító hatása ellenére azt várták, hogy a fogyasztás növekedése hozzájárul a gazdasági bővüléshez, összhangban az emelkedő foglalkoztatással, mivel a munkanélküliségi ráták 25 éve nem látott szintekre estek. A várakozások arról szóltak, hogy a feltörekvő piacgazdaságok rugalmas gazdasági konjunktúrája csillapítja azt a hatást, amelyet az Egyesült Államok gazdasági lassulása gyakorol az euroövezet külföldi keresletére, és így várhatóan a külső kereslet továbbra is támogatja az euroövezet exportját.

Valóban, az év első felében a beérkező makrogazdasági adatok arra utaltak, hogy a reál-GDP-növekedés mérséklődni fog, de csak kissé. Az eurorendszer szakértőinek 2008. júniusi makrogazdasági prognózisai azt jelezték előre, hogy az átlagos éves reál-GDP-növekedés 2008-ban 1,5% és 2,1% között, míg 2009-ben 1,0% és 2,0% között lesz. Miközben a 2008-ra vonatkozó előrejelzések a 2007 decemberében publikált tartománynak az alsó részében maradtak, a 2009-re vonatkozó prognózisokat némileg lefelé módosították. A gazdasági növekedés kilátásait övező bizonytalanság jelentős volt, és a kockázatokat lefelé irányulónak vélték. Ezek a kockázatok főként azzal a lehetőséggel voltak kapcsolatosak, hogy a pénzügyi piaci folyamatoknak a vártnál kiterjedtebb hatása lesz a finanszírozási feltételekre és a gazdaságról alkotott véleményre, valamint negatív hatása a világ és az euroövezet növekedésére. További lefelé irányuló kockázatok eredtek az olaj és más nyersanyagok újabb áremelkedéseinek mértékéből, protekcionista nyomásokkal kapcsolatos aggodalmakból, valamint a globális egyensúlyhiányok miatti rendkívüli fejlemények lehetőségéből.

Ugyanakkor az euroövezet az éves inflációs ráták emelkedésének időszakát élte, ami első sorban az energia- és élelmiszerárak globális szintű hirtelen növekedéseinek eredménye volt. 2008 elején az éves HICP-infláció 3% felett volt, és a januári 3,2%-ról májusra 3,7%-ra nőtt, miközben rövid távon erős felfelé irányuló nyo-

más nehezedett a fogyasztóiár-index alapján mért inflációra. Következésképpen júniusban a Kormányzótanács tudomásul vette, hogy az árstabilitás középtávú kockázatai tovább nőttek. Várható volt, hogy a HICP-infláció a korábban véltnél hosszabb ideig magas marad. A hosszú távú inflációs várakozások felfelé sodródásának jelei is mutatkoztak. Az eurorendszer szakértőinek 2008. júniusi makrogazdasági prognózisai azt jelezték előre, hogy az átlagos éves HICP-infláció 2008-ban 3,2% és 3,6% között, míg 2009-ben 1,8% és 3,0% között lesz. Így a 2008-as és 2009-es inflációra előre jelzett tartományok a korábbi szakértői előrejelzésekben megadottaknál kifejezetten magasabbak voltak, ami főként a megemelkedett olaj- és élelmiszerárakat és a szolgáltatási szektorban tapasztalt növekvő inflációs nyomásokat tükrözte. Azzal kapcsolatos aggodalom is felmerült, hogy a bérnövekedés a vártnál erősebbnek bizonyulhat, figyelembe véve a kapacitáskihasználtság magas szintjeit, a szűk munkaerő-piaci feltételeket és a másodlagos hatások kockázatát.

A mérséklődés ellenére az M3 monetáris aggregátum éves növekedési üteme élénk maradt. Számos átmeneti tényező – különösen a viszonylag lapos hozamgörbe – arra utalt, hogy az M3 növekedése túlhangsúlyozza az alapul szolgáló monetáris bővülés ütemét. Még az ilyen hatások figyelembevételével is, a monetáris adatok kiterjedt értékelése megerősítette, hogy a pénzmennyiség- és hitelnövekedés alapul szolgáló üteme erőteljes maradt. A háztartások hitelfelvételének növekedése némileg mérséklődött, tükrözve az EKB irányadó kamatlábai 2005 decemberétől történő emelkedéseinek hatását, valamint a lakáspiacok lanyhulását az euroövezet különböző részein. Ugyanakkor a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek növekedése robusztus maradt.

Ezzel összefüggésben a Kormányzótanács úgy vélte, hogy az árstabilitás kockázatai nyilvánvalóan továbbra is felfelé irányulóak voltak és tovább nőttek. Ezek a kockázatok különösen a bér- és ármegállapításra gyakorolt másodlagos hatások lehetőségéből, valamint az esetleges további olaj- és élelmiszerár-emelkedésekből

eredtek. A szabályozott áraknak és a közvetett adóknak a korábban előre látottat meghaladó mértékű emelkedéseinek lehetősége ugyancsak az inflációs kilátások felfelé irányuló kockázatát jelentette. Ezt az értékelést alátámasztotta a pénzmennyiség- és hitelnövekedésre vonatkozó adatokkal való összevetés. Tekintettel a pénz- és hitelaggregátumok terén tapasztalt erőteljes növekedésre, a monetáris elemzés megerősítette a közgazdasági elemzésből származó jeleket, amelyek szerint közép- és hosszú távon túlsúlyban vannak az árstabilitás felfelé irányuló kockázatai. A Kormányzótanács hangsúlyozta eltökéltségét, hogy az árstabilitásnak megfelelően szilárdan lehorgonyozza a közép- és hosszú távú inflációs várakozásokat.

Miután 2007 júniusától a kamatlábakat változtatlanul tartotta, a kiterjedt másodlagos hatások meggátlása és az árstabilitás felfelé irányuló növekvő középtávú kockázatainak kivédése érdekében a Kormányzótanács 2008. július 3-án úgy döntött, hogy – tekintettel a fennálló pénzügyi nyugtalansággal összefüggésben megnövekedett bizonytalanságra – 25 bázisponttal felemeli az EKB irányadó kamatlábait. A Kormányzótanács hangsúlyozta erős elhárítását, hogy az árstabilitásnak megfelelően szilárdan lehorgonyozva tartja a közép- és hosszú távú inflációs várakozásokat. Ez középtávon megőrzi a vásárlóerőt, valamint továbbra is támogatja a fenntartható növekedést és a foglalkoztatást az euroövezetben.

2008 harmadik negyedévébe lépve arról szóltak a várakozások, hogy a 2008 második negyedévére vonatkozóan publikálandó reál-GDP-növekedési adatok lényegesen gyengébbek lesznek, mint az első negyedév adatai. Miközben ez részben technikai reakció volt az év első néhány hónapjában tapasztalt erőteljes növekedésre, a GDP-növekedésnek a globális szinten bekövetkezett lassúbb bővülés miatti gyengülését, valamint a magas és volatilis olaj- és élelmiszerárak tompító hatásait is tükrözte. A gazdasági konjunktúra kilátásaival kapcsolatos bizonytalanság jelentős maradt, többek között a nagyon magas és volatilis nyersanyagárak, valamint a pénzügyi piacokon továbbra is meglévő feszültségek

következtében. Mindent egybevetve, továbbra is a lefelé irányuló kockázatok uralkodtak.

Ugyanakkor az augusztusban és szeptemberben rendelkezésre álló információk megerősítették, hogy az éves inflációs ráták valószínűleg hosszabb ideig jóval az árstabilitással konzisztens szintek felett maradnak. Az adatok azt is sugallták, hogy az árstabilitás középtávú kockázatai felfelé irányulóak maradtak. A júniusban elért 4,0%-ot követően júliusban az infláció 4,0% maradt, és augusztusban 3,8%-ot tett ki, ami főként az energia- és élelmiszerárak korábbi erőteljes globális szintű emelkedései közvetlen és közvetett hatásainak eredménye volt. Ezenkívül igazolást nyert, hogy a bérnövekedés jelentősen gyorsult. A munkatermelékenység növekedésének lassulásával ez a fajlagos munkaerőköltségek hirtelen emelkedéseit eredményezte.

#### **2008 MÁSODIK FELÉBEN A GYENGÜLŐ INFLÁCIÓS NYOMÁSOK MONETÁRIS POLITIKAI KÖNNYÍTÉSHEZ VEZETTEK**

Szeptemberben fokozódtak a pénzügyi feszültségek, amiben az Egyesült Államok piacainak eseményei játszottak a főszerepet, különösen a Lehman Brothers szeptember 15-i csődjét követően. Ez minden pénzügyi piaci szegmensben jelentős volatilitáshoz, valamint számos piaci szegmensben alacsony likviditási szintekhez, különböző nagy pénzintézeteknél jelentős átszervezésekhez, Izlandon pénzügyi válsághoz és más országokra kiterjedő fertőző hatásokhoz, továbbá kormányok példátlan monetáris politikai intézkedéseikhez vezetett. A pénzügyi piacok zavara a kockázatkörülés lényeges növekedését is eredményezte. Ez – többek között – a vállalati- és szuverénkötvény-szpredek jelentős kiszélesedésében is látható, aminek fontos lefelé irányuló hatása volt a reálgazdaságra. Október 2-i ülésén a Kormányzótanács kimerítően tárgyalta a pénzügyi piaci nyugtalanság közelmúltbeli fokozódását és annak a gazdasági konjunktúrára és az inflációra gyakorolt esetleges hatását, felismerve a közelmúltbeli fejleményekből eredő bizonytalanság rendkívül magas szintjét. Ahogy a világgazdaság egésze érezte a pénzügyi piaci zavar e hosszan tartó és intenzív

időszakát, a konjunktúra az euroövezetben is gyengülőben volt.

Az inflációs nyomások az euroövezetben, valamint a világgazdaság számos más jelentősebb országában is mérséklődni kezdtek, főként az energia és más nyersanyagok árának észrevehető csökkenését tükrözve. Az inflációs várakozások csökkentek, és visszatértek az EKB árstabilitási definíciójának megfelelő szintekre. A növekedés lefelé irányuló kockázatainak fokozásával a pénzügyi válság erősödése egyidejűleg az árstabilitás felfelé irányuló kockázatait is csökkentette.

Október 8-án, egy összehangolt lépés keretében a Bank of Canada, a Bank of England, az EKB, a Szövetségi Tartalékrendszer, a Sveriges Riksbank és a Svájci Nemzeti Bank meghirdette irányadó kamatlábainak csökkentését. Ezzel összefüggésben a Kormányzótanács 50 bázisponttal leszállította az EKB irányadó kamatlábait, elismerve, hogy az utóbbi időben az euroövezetben csökkentek a felfelé irányuló inflációs kockázatok, és az inflációs nyomások mérséklődni kezdtek. A Kormányzótanács két ideiglenes intézkedést is elfogadott a monetáris politika végrehajtásának támogatására, szűkítve a rendelkezésre állás kamatlábai által alkotott folyosót, és rögzített kamatlábak melletti teljes elosztást hirdetve tenderműveleteiben.

A feszültségek növekvő mértékben terjedtek át a pénzügyi szektorból a reálgazdaságba, valamint a fejlett gazdaságokból a feltörekvő piacgazdaságokba. A globális növekedés kilátásai meredeken romlottak, utalva a külföldi kereslet zsugorodására, aminek negatív hatása van az euroövezet konjunktúrájára. Az üzleti bizalom mutatói, amelyek 2007 közepén kezdtek hanyatlani, gyorsabb esésbe kezdtek, és minden hónapban újabb negatív rekordokat értek el. A negyedik negyedévet kiterjedt gazdasági lassulás és magas fokú bizonytalanság jellemezte, és a kormányok jelentős gazdasági ösztönző csomagokat hirdettek meg. Az aktuális gazdasági fejleményekről beérkező információk indokolták a borúlátóbb kilátásokat, amelyeknek oka külö-

nösen a pénzügyi piaci feszültségekből eredő korábban azonosított kockázatok bekövetkezése volt. Előre tekintve, azt várták, hogy a globális gazdasági gyengeség és az igen enyhe belföldi kereslet várhatóan a következő néhány negyedévben is megmarad. Valóban, az eurorendszer szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2008. decemberi makrogazdasági előrejelzései a kilátások jelentős rosszabbodására utaltak. A prognózisok arról szóltak, hogy az éves reál-GDP-növekedés 2009-ben -1,0% és 0,0% között, míg 2010-ben 0,5% és 1,5% között alakul. A szakértők korábbi előrejelzéseihez képest ezek az adatok lényeges lefelé történő módosításokat jelentettek. A gazdasági kilátásokat továbbra is különösen magas fokú bizonytalanság övezte, és a gazdasági növekedés kockázatai lefelé irányulóak maradtak.

Ami az árak alakulását illeti, az éves HICP-infláció jelentősen csökkent, a szeptemberi 3,6%-ról és az októberi 3,2%-ról a novemberi 2,1%-ra. A várakozások az inflációs ráták csökkenésének folytatódását vetítették előre a következő hónapokra. Valószínű volt, hogy a pénzügyi piaci nyugtalanság fokozódása és kiterjedtebbé válása hosszabb időre mérsékelni fogja a globális és az euroövezeti keresletet. Egy ilyen környezetben, figyelembe véve a nyersanyagárak utóbbi hónapokban megfigyelt erőteljes visszaeséseit, az euroövezetben az ár-, költség- és bérnyomások mérséklődése is várható volt. Az eurorendszer szakértőinek 2008. decemberi prognózisai 2009-re 1,1% és 1,7% közötti, míg 2010-re 1,5% és 2,1% közötti éves HICP-inflációt jeleztek. 2009-re vonatkozóan ezek a prognózisok lényeges csökkentéseket jelentettek a korábbi szakértői előrejelzésekhez képest, ami főként a nyersanyagárakban megfigyelhető nagymértékű esést és a gyengülő kereslet hatását tükrözte. Az árstabilitás kockázatait a monetáris politika szempontjából releváns középtávú időhorizonton kiegyensúlyozottabbnak tartották, mint az előző negyedévben.

A monetáris elemzésre térve, a 2008 vége felé rendelkezésre álló adatok azt mutatták, hogy a szélesebb értelemben vett pénz- és hitelaggregátumok – bár még mindig erősek

maradtak – tovább csökkentek. A pénzügyi piaci nyugtalanság szeptember közepe óta megfigyelhető fokozódását potenciális vízváltásznak látták a monetáris folyamatok alakulásában, amikor is az októberi pénz- és hiteladatok a piaci szereplők viselkedésére gyakorolt jelentős hatást jeleztek. Novemberben viszont néhány arra utaló jel volt, hogy a monetáris folyamatok visszatérnek a Lehman Brothers fizetésektől megelző viselkedésformához. Mindent egybevetve, mind a szélesebb értelemben vett M3 aggregátum, és különösen az M3-nak a folyamatban levő pénzügyi feszültségekhez leginkább kötődő összetevői – úgymint a pénzpiaci alapok állományai – hónapról hónapra jelentős volatilitást mutattak 2008 utolsó hónapjaiban. E volatilitást vizsgálva, a szélesebb értelemben vett pénznövekedés alapul szolgáló üteme fokozatosan tovább lassult a 2007-ben elért csúcstól. Ugyanakkor a pénzügyi feszültségek 2008 szeptembere óta megfigyelt fokozódása jelentős átrendeződéshez vezetett az M3 összetevői között. Monetáris elemzés is jelezte a nem pénzügyi magánszektorban nyújtott hitelek növekedési rátájának folytatódó mérséklődését. December előtt ez jórészt a háztartásoknak nyújtott – különösen a lakásvásárlási – hitelek gyengesége miatt volt, de az év végére a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek növekedési ütemében is nyilvánvaló visszaesés lehetett megfigyelni. Úgy tűnik, a hitelek e mérsékelt alakulása főként a reálgazdasági tevékenység lassulását tükrözi, bár az eurorendszer banki hitelezési felmérése arra utal, hogy kínálati tényezők is szerepet játszhattak. A pénzügyi rendszer megemelkedett feszültség szintje látható maradt a monetáris adatokban az év vége felé. Mindent egybevetve, a monetáris trendek alátámasztották azt a nézetet, hogy az inflációs nyomások gyengülése folytatódott.

A gazdasági konjunktúra és így az infláció kilátásainak e felülvizsgálatai jelentős monetáris politikai könnyítést indokoltak. Rendszeres közgazdasági és monetáris elemzései alapján november 6-i ülésén a Kormányzótanács úgy határozott, hogy további 50 bázisponttal csökkenteni az EKB irányadó kamatlábait, összhangban az árstabilitás felfelé irányuló kockázatainak

csökkenésével, ami a növekedés lefelé irányuló kockázatainak bekövetkezéséből adódott. Ezt követően, december 4-i ülésén a Kormányzótanács az EKB irányadó kamatlábainak további 75 bázispontos csökkentése mellett döntött. A legutóbbi ülés óta beszerzett bizonyíték azt mutatta, hogy az inflációs nyomások tovább gyengültek, és – előre tekintve – a várakozások szerint az inflációs ráták összhangban lesznek az árstabilitással a monetáris politika szempontjából releváns időhorizonton.

## 2 MONETÁRIS, PÉNZÜGYI ÉS GAZDASÁGI FOLYAMATOK

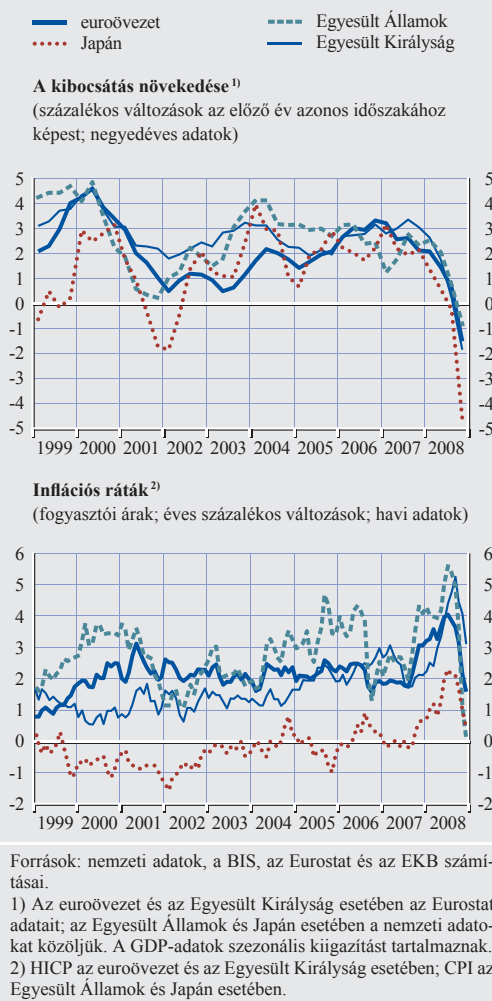
### 2.1 A NEMZETKÖZI MAKROGAZDASÁGI KÖRNYEZET

#### A PÉNZÜGYI PIACI NYUGTALANSÁG KÖVETKEZMÉNYEI A GLOBÁLIS KONJUNKTÚRÁRA NÉZVE

2008-ban fokozódott a pénzügyi piaci turbulencia, és évtizedek óta nem látott szinteket ért el, ami az év második felében súlyos következményekkel járt a reálgazdaságra nézve. Az év első felében a gazdasági gyengeség az Egyesült Államokban kiterjedt a háztartási szektoron túlra, és a pénzügyi nyugtalanság globális következményei a jelentősebb fejlett gazdaságokban a gazdasági növekedés lassulását váltották ki. Mindent egybevetve, a globális gazdasági konjunktúrát továbbra is viszonylag jól támogatta a feltörekvő piacok gazdasági feltételeinek rugalmassága. Ugyanakkor szeptember közepétől, amikor a pénzügyi válság az egyik legjelentősebb egyesült államokbeli befektetési bank összeomlását és a globális pénzügyi rendszer számos nagy szereplőjének felbomlását eredményezte, a gazdasági konjunktúra kihívásai erősödtek. Az ingadozó fogyasztói és üzleti bizalom, az egész világon jellemző szigorúbb hitelfeltételek és a csökkenő lakásárakból, valamint részvényértékelésekből eredő káros vagyongyorsorok következtében a globális gazdasági feltételek gyorsan romlottak. Miközben kormányok és központi bankok világszerte fontos és példátlan intézkedéseket tettek a rendszerkockázatok csökkentése és a pénzügyi stabilitás helyreállítása érdekében, a pénzügyi piaci nyugtalanság oda vezetett, hogy a globális hanyatlás egyre inkább összehangolódott, ami felerősítette a pénzügyi válság és a reálgazdasági tevékenység közötti kedvezőtlen visszacsatolást. Az év vége felé a legtöbb fejlett gazdaság már recesszióban vagy ahhoz közel volt. Ráadásul a gazdasági gyengeség kezdett erőteljesebben áttérjedni a feltörekvő gazdaságokra is. Különösen a nagy külső és belső egyensúlyhiányokkal bíró országokban romlottak gyorsan a gazdasági viszonyok, és a kis nyitott gazdaságokban igen rövid időn belül jelentősen mérséklődött a gazdasági növekedés.

A globális infláció alakulását erősen befolyásolták a nyersanyagárak hirtelen mozgásai

2a. ábra: Főbb gazdasági folyamatok a fejlett ipari gazdaságokban



és a globális gazdasági feltételek. Az év első felében emelkedtek a globális inflációs nyomások. 2008 júliusában az OECD-országokban a fogyasztóiár-index alapján mért éves infláció 4,8%-os csúcst ért el. Ennek legfőbb okát az emelkedő élelmiszer- és energiaárak jelentették. 2008. július 11-én a Brent nyersolaj hordónkénti ára 147,5 USD-s rekord szintre ugrott. A feltörekvő gazdaságok, ahol a fogyasztói kosárban nagyobb az élelmiszerek súlya, még erősebb inflációs nyomásokat tapasztaltak. Az év második felében viszont a nyersanyagáraknak a globális gazdasági lassuláshoz kötődő hirtelen visszafordulása jelentősen csökkentette



a globális inflációs rátákat. Az év második felében zuhantak az olajárak, és 2008 végére a hordónkénti 40 USD közelében voltak. Így a júliusi csúcsot elhagyva az OECD-országok éves inflációja decemberben 1,5%-ra lassult. Az élelmiszert és energiát nem tartalmazó fogyasztói árak a decemberig tartó egy év alatt 2,0%-kal emelkedtek.

### EGYESÜLT ÁLLAMOK

2008-ban az Egyesült Államokban határozottan lassult a gazdasági konjunktúra. 2008 egészét tekintve a reál-GDP 1,1%-kal nőtt. Míg az év első felében – részben ideiglenes fiskális ösztönző intézkedések és a külkereskedelem hozzájárulása révén – pozitív növekedés volt, 2008 második feléve során a fokozódó pénzügyi piaci feszültségek, a korlátozó hitelfeltételek és a gyengébb külföldi kereslet egyaránt hozzájárultak a kibocsátás általános zsugorodásához. Azon túlmenően, hogy a háztartások vagyona a zuhanó lakásárak és a részvényértékelések következtében csökkent, a magánfogyasztásra negatív hatással volt a romló fogyasztói bizalom és a munkaerő-piaci feltételek. Ugyanakkor a csökkenő vállalati nyereségek, szigorúbb hitelfeltételek, valamint az általában gyengülő keresleti kilátások közepette gyengültek az üzleti beruházások. A folyamatban lévő lakáspiaci korrekció – amelyet fokozott a pénzügyi zavar – továbbra is jelentősen fékezte a gazdaságot, és a lakásberuházások 0,9 százalékpontot vettek el a 2008. évi GDP-növekedésből. 2008 nagy részében a külkereskedelem volt a növekedés egyik legfontosabb összetevője, ami az év első részének élénk külső keresletét és az amerikai dollár múltbeli leértékelődésének késleltetett hatásait tükrözte. Az év vége felé viszont a pozitív kereskedelmi hatás gyengült, mivel az Egyesült Államok számos kereskedelmi partnerének hirtelen gazdasági lassulása visszafogta a külföldi keresletet és az exportot. Mindamelllett a folyó fizetési mérleg hiánya, amely 2007-ben a GDP 5,3%-ának felelt meg, 2008 első három negyedévében átlagosan 5,0%-ra csökkent, bár ezt a javulást némileg korlátozták az adott időszak nagy részét jellemző magasabb olaj- és egyéb nyersanyagárak,

amelyek az előző évhez képest felvitték az importált áruk átlagértékét.

Az egyesült államokbeli áralakulásokat illetően, a fogyasztóiár-index (CPI) éves változásának üteme az előző év 2,9%-áról 2008-ban 3,8%-ra emelkedett. A fogyasztóiár-index alapján mért infláció a szokásosnál szélesebb tartományban ingadozott, az olaj és más nyersanyagok árainak volatilitását tükrözve. 2008 első feléve során a CPI-infláció magas szinteken mozgott, és gyorsan emelkedő energiaköltségek közepette júliusban 5,6%-os csúcsot ért el. Az év vége felé a CPI változásának éves üteme a recesszió mélyülésével, a nyersanyagárak meredek zuhanása és a fokozódó gazdasági pangás következtében decemberben hirtelen 0,1%-ra esett. Az élelmiszert és energiát nem tartalmazó éves CPI-infláció 2008-ban (csakúgy, mint 2007-ben) 2,3% volt. Az év nagy részében megfigyelt csökkenő trend bizonyos mértékig azt tükrözte, hogy lassult a CPI azon komponense, amely azt mutatja, hogy mennyit fizetne egy tulajdonos, ha bérelné a lakását.

A Szövetségi Tartalékrendszer Szövetségi Nyiltpiaci Bizottsága (FOMC) a 2008. eleji 4,25%-ról az év végére 0,0% és 0,25% közötti tartományra csökkentette a szövetségi alapok kamatcélkitűzését. 2008. decemberi ülésén a Bizottság azt jelezte előre, hogy a gyenge gazdasági feltételek valamennyi ideig valószínűleg az irányadó kamatláb kivételesen alacsony szintjeit indokolják. A FOMC számos célzott programra vállalkozott, hogy – tekintettel a romló feltételekre – növelje a likviditást, és támogatást nyújtson a pénzügyi piacoknak.

Ami a fiskális politikát illeti, az előző évhez képest a – 2007 októberében kezdődött – 2008-as költségvetési évben nőtt a szövetségi költségvetés hiánya. Ennek az volt az oka, hogy a gazdaság lassulása miatt alacsonyabbak voltak az adóbevételek, ugyanakkor nőttek az állami kiadások, ami részben fiskális ösztönző intézkedések bevezetését tükrözte. A Kongresszus Költségvetési Hivatalának becslései szerint a 2008-as költségvetési évben a szövetségi költségvetés hiánya 3,2%-ot tett ki.

## JAPÁN

Japánban a gazdasági bővülés 2008-ban hirtelen véget ért, miután az első negyedév enyhén pozitív növekedését később a teljes termelés feltűnő csökkenése követte. Az erős külső kereslet és a belföldi beruházások az első negyedévben támogatták a reál-GDP-növekedést. Ugyanakkor a korábbi években a japán fellendülés hajtóerejét jelentő nettó export és az üzleti beruházások jelentős visszaesései, együtt a fokozódó munkaerő-piaci bizonytalanságból fakadó visszafogott fogyasztással és a csökkenő reáljövedelmekkel, ellensúlyozták az első negyedév pozitív növekedését, és az év további részében negatív GDP-növekedési rátákat eredményeztek. Az év első felében a fogyasztói árakon számított infláció észrevehetően gyorsult, és júliusban 2,3%-on tetőzött, de decemberre 0,4%-ra lassult. Miközben a japán bankrendszer viszonylag rugalmas maradt a globális pénzügyi piaci nyugtalansággal szemben, a jelentős részvénytapi veszteségek és a pénzügyi zavar fokozódása negatív hatással voltak a vállalatok beruházásaira és fogyasztására az év második felében. A japán jen effektív árfolyamának erős felértékelődése további lefelé irányuló nyomást gyakorolt az exportorientált iparágak nyereségességére és beruházásaira. Tekintettel a gazdasági feltételek gyors romlására, 2008. október 31-i és december 19-i ülésein a Bank of Japan úgy döntött, hogy összesen 40 bázisponttal 0,1%-ra csökkenteni a biztosíték nélküli egnapos kamatlábra vonatkozó célkitűzését, miután a célkitűzés 2007 februárja óta nem változtatta.

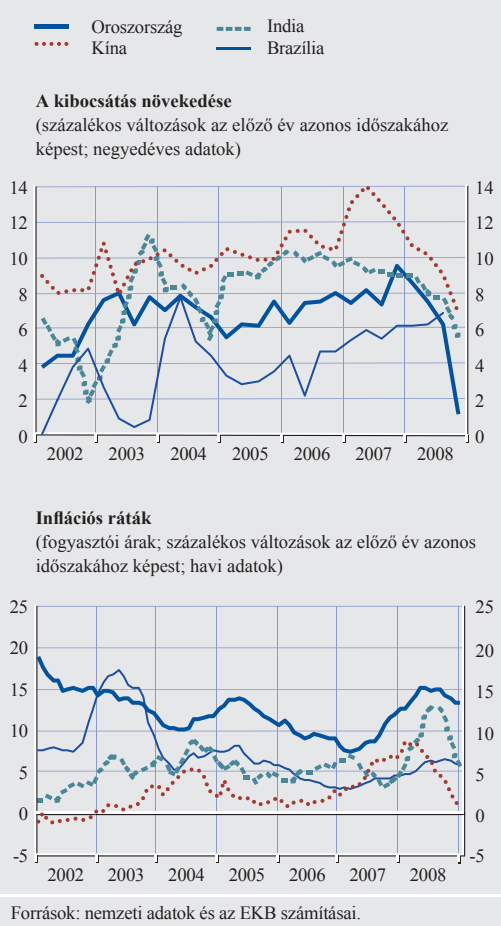
## FELTÖREKVŐ ÁZSIA

2008 folyamán a feltörekvő Ázsiában fokozatosan lassult a gazdasági konjunktúra. A gazdasági lassulás terjedése és a szűk globális pénzügyi feltételek közepette az év második felében erősen visszaesett az exportnövekedés, különösen az olyan kicsi, nyitott gazdaságokban, mint Szingapúr, Tajvan Kínai Tartomány és Hongkong Különleges Közigazgatási Terület. A gazdasági konjunktúra általános lassulásához ugyancsak hozzájárult a romló fogyasztói és üzleti bizalom miatt gyengülő belföldi kereslet, valamint az ingatlanberuházások hanyatlása.

Az emelkedő nyersanyag- és élelmiszerárak azt eredményezték, hogy az év első felében sok országban nőtt a fogyasztói árakon számított infláció. Néhány országban ez a fogyasztói vásárlóerő eróziójához és a fogyasztási kiadások némi gyengüléséhez vezetett. Ugyanakkor az év második felében az olaj és az élelmiszertermékek árainak jelentős csökkenése miatt az inflációs nyomások enyhülni kezdtek. Tekintettel ezen országok viszonylag erős makrogazdasági teljesítményére és a másodrendű jelzőlogokhoz kötődő derivatíváknak való korlátozott közvetlen kitettségére, szeptember közepéig a pénzügyi zavara csak csekély mértékben gyűrűzött be gazdasági tevékenységbe. Azóta viszont a kockázatkerülés irányába bekövetkezett hirtelen váltás és a kinnlevő eszközök globális szintű leépítése jelentős piacra dobást indukált a részvénytapiacokon, valamint a helyi valuták erős leértékelődését a feltörekvő Ázsia nagy részén. A pénzügyi piaci volatilitás az egyes országokban meglehetősen eltérő volt. Kínára gyakorolt hatása visszafogottabb volt az ország viszonylag zárt és kevésbé fejlett pénzügyi rendszere miatt, miközben Koreában és Indonéziában erősebb pénzügyi piaci volatilitást figyeltek meg a belső adósság magas szintjével, illetve a zuhanó nyersanyagárakkal kapcsolatos aggodalmak közepette.

A kínai gazdaságról szólva, a reál-GDP-növekedés a 2007-es 13%-ról 2008-ban 9%-ra esett. A gazdasági lassulás mind külső, mind belső tényezőkre visszavezethető. Tükrözve a kereskedelmi többletet, valamint a kitaró árfolyam-felértékelődésre és a 2008 szeptemberéig jellemző pozitív kamatláb-különbözetre vonatkozó várakozások által gerjesztett pénzbeáramlásokat, a devizatartalékok emelkedése folytatódott, és összegük 2008-ban 1,9 trillió USD-t tett ki. A fogyasztói árakon számított infláció februárban 8,7%-on tetőzött, de aztán – a belföldi élelmiszerárak stabilizálódására reagálva – jelentősen csökkent. Szeptemberben, amikor az infláció visszahúzódott, és a globális pénzügyi válság fokozódott, a kínai hatóságok politikát váltottak a gazdasági növekedés segítését célzó intézkedések irányába. A People's Bank of China könnyíteni kezdett monetáris politikája

**2b. ábra: Főbb gazdasági folyamatok a jelentősebb feltörekvő gazdaságokban**



beállítottságán: az egyéves irányadó hitel és betéti kamatokot öt, illetve négy alkalommal csökkentette, összesen 216, illetve 189 bázisponttal, míg a kötelezőtartalék-rátát – intézménytől függően – 200–400 bázisponttal szálította le. Ezenkívül a negyedik negyedévben megállt a júnnak az amerikai dollárral szembeni folyamatos ütemű felértékelődése.

#### LATIN-AMERIKA

2008 első felében Latin-Amerikában erőteljes volt a gazdasági növekedés (5% körüli Dél-Amerikában, de mindössze 2,1% Mexikóban), miközben az inflációs nyomások magasak voltak, és az év folyamán emelkedtek. A régió inflációs rátája a 2007. évi 6,1%-ról 2008-ban

8,7%-ra nőtt. A rögzített vagy kvázi-rögzített árfolyamokkal bíró országok magasabb inflációs rátákat regisztráltak, mint azok, ahol inflációs célkövető rendszer van. 2008 első felében a jobb makrogazdasági fundamentumok, a magas nyersanyagárak és az erős belföldi kereslet továbbra is támogatták a gazdasági kilátásokat, de megnövekedett inflációs nyomásokat is eredményeztek. 2008 szeptemberének közepétől kezdődően viszont a globális pénzügyi válság kibontakozásával romlottak a külső pénzügyi feltételek. Különösen a latin-amerikai országok adósságai hitelnemfizetési swapjainak különbözetei növekedtek jelentősen, főként Argentínában és Venezuelában (mintegy 4 000 illetve 3 000 bázisponttal az év végén). Ráadásul, a valuták erősen leértékelődtek az amerikai dollárhoz képest, a részvénypiacok az év során jelentősen, mintegy 50%-kal estek, és likviditáshiányok alakultak ki. A likviditáshiányok különösen Brazíliát és Mexikót sújtották, mivel nagymértékű kiáramlások befolyásolták a régió pénzügyi környezetét.

#### 2008 MÁSODIK FELÉBEN A NYERSANYAGÁRAK MEREDEKEN ESTEK

2008 folyamán a nyersanyagárak alakulása nagy figyelmet keltett. Az év első felében az olajárak növekvő lendülettel tovább emelkedtek, és július 11-én a Brent nyersolaj hordónkénti 147,5 USD-s árával tetőztek (lásd a 3. ábrát). Ezt követően az árak csökkenni kezdtek, és a csökkenő trendet fokozta a pénzügyi piaci zavar. 2008 végén a hordónkénti ár 39,5 USD-t tett ki. Euróban kifejezve ez körülbelül a 2004 decemberében regisztrált szintnek felel meg. A teljes évet tekintve a Brent nyersolaj átlagára 98,3 USD volt, azaz 35%-kal haladta meg az előző év átlagát.

Az év első felét igen szűk piaci feltételek jellemezték. Kínálati oldalon a nem OPEC kínálati adatok ismételtlen csaldást keltettek a várakozásokhoz képest. Ez a fejlemény arra készítette az OPEC-et, hogy a kereslet kielégítése érdekében növelje a termelést. Ez viszont oda vezetett, hogy az OPEC tagországainak kivételesen alacsonyak lettek a tartalékkapacitásai, ami fokozta a geopolitikai események miatti esetleges ellátásbeli fennakadásokkal kapcsolatos aggodalmakat.

Másrészt folytatódott a kereslet erőteljes növekedése. Miközben az emelkedő árak a kereslet mérséklődését okozták az OECD-országokban, mindez nem következett be a feltörekvő gazdaságokban, ahol az erős gazdasági növekedés és az állami támogatások miatt az olajimport élénk volt. Eközben az OECD-országokban csökkentek a készletek, és az árak különösen érzékenyen reagáltak bármilyen hírre vagy szóbeszédre, amely a kereslet és kínálat egyensúlyának borúsabb viszonyára utalt.

Július közepén az Egyesült Államokban a részvények a szezonálissal ellentétesen emelkedni kezdtek, ami kiváltotta a későbbi árkorrekciót. A hanyatlást súlyosbította a pénzügyi piaci nyugtalanság és annak a globális gazdasági kilátásokra gyakorolt hatása. Ez a keresleti prognózisok súlyos lefelé irányuló revízióihoz vezetett a feltörekvő gazdaságokra vonatkozóan is. Mindközben az OPEC jelentős kínálatcsökkentés révén intézkedett az árstabilizálás érdekében.

Az energián kívüli nyersanyagok árai ugyancsak rendkívül volatilisek voltak az év során (lásd a 3. ábrát). 2008 első negyedévében – főként a

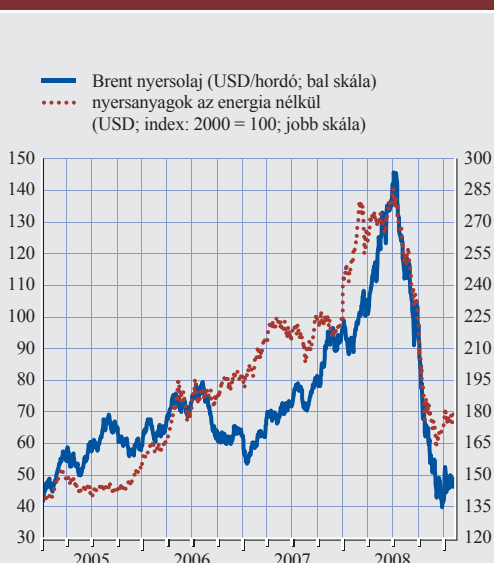
mezőgazdasági termények miatt – az index erősen emelkedett, majd horizontálisan mozgott. Az energiaárak csökkenni kezdtek, amit követek az energián kívüli nyersanyagok árai is, és a későbbi pénzügyi piaci nyugtalanság különösen a fémárakat sújtotta. Aggregált alapon (amerikai dollárban számolva) az energiát nem tartalmazó nyersanyagok árai az előző évhez képest 2008-ban átlagosan körülbelül 14%-kal nőttek.

## 2.2 MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

### A SZÉLESEBB ÉRTELEMBEN VETT PÉNZMENNYISÉG NÖVEKEDÉSÉNEK ALAPUL SZOLGÁLÓ ÜTEME AZ ÉV SORÁN MÉRSÉKLŐDÖTT, MÉGIS ROBUSZTUS MARADT

A 2007. negyedik negyedévi csúcsot követően az euroövezetben a szélesebb értelemben vett pénzmennyiség- és hitelnövekedés alapul szolgáló üteme 2008 folyamán mérséklődött. Ezt tükrözi mind a széles értelemben vett M3 monetáris aggregátum, mind a magánszektornak nyújtott MPI-hitelek éves növekedési ütemeinek csökkenése, amelyek 2008 decemberében 7,3%-ra, illetve 5,8%-ra estek. Ezek lényegesen

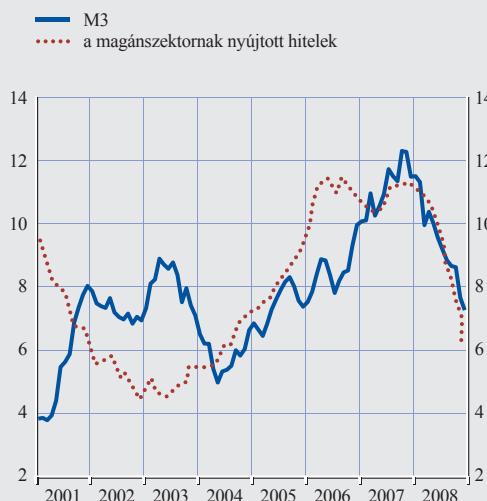
3. ábra: A nyersanyagpiacok alakulása



Források: Bloomberg és Hamburg Institute of International Economics.

4. ábra: Az M3 és a magánszektornak nyújtott hitelek

(éves százalékos változások; szezonális és naptári hatásokkal kiigazítva)



Forrás: EKB.

alacsonyabbak az egy évvel korábbi 11,5%-os és 11,2%-os értékeknél (lásd a 4. ábrát).

A folyamatos mérséklődés ellenére az M3 növekedése 2008-ban erőteljes maradt. Ez részben a viszonylag lapos euroövezeti hozamgörbéből eredő serkentő hatást tükrözte, amely ösztönözte a váltást a hosszabb lejáratú eszközökről a rövid lejáratú monetáris eszközökre (különösen MPI lekötött betétekre), amelyek hasonló jövedelmezőségi szinteket kínáltak, de kevesebb kockázatnak voltak kitéve. Az ilyen hatások valószínűleg nem folytatódnak, amint a hozamgörbe lejtése normalizálódik. Ugyanakkor, ha a monetáris adatok széles alapokon nyugvó elemzését alkalmazva figyelembe vesszük ezeket és más ideiglenes hatásokat, a szélesebb értelemben vett monetáris bővülés trendszerű üteme az év végén robusztus maradt, amint az például a háztartások betéteinek erőteljes növekedésében tükröződik.

A szélesebb értelemben vett pénzmennyiség- és hitelnövekedés 2008 folyamán bekövetkezett mérséklődése nagyban tükrözte a kamatlábak múltbeli emelkedéseinek hatását, az általában szigorúbb finanszírozási feltételeket és a gazdasági konjunktúra lassulását. Jóllehet időnként az uralkodó pénzügyi feszültségek jelentős hatással voltak az M3 azon sajátos összetevőire és ellenpárjaira, amelyek a legszorosabb összefüggésben voltak a zavar természetével (pl. pénzpiaci alapok befektetési jegyeinek állományai), a pénzügyi nyugtalanság összességében nem okozott éles töréseket a szélesebb értelemben vett pénzmennyiség- és hitelnövekedés mérséklődő trendjében. Közben az eurorendszer banki hitelezési felmérésének eredményei arra utalnak, hogy a hitelfeltételek az év folyamán fokozatosan szigorodtak. A pénzügyi nyugtalanságnak a monetáris elemzésre gyakorolt euroövezeti szintű hatása részletesebb elemzését az 1. keretes írás tartalmazza.

## I. keretes írás

### A PÉNZÜGYI PIACI FESZÜLTSEGEK HATÁSA A MONETÁRIS FOLYAMATOKRA

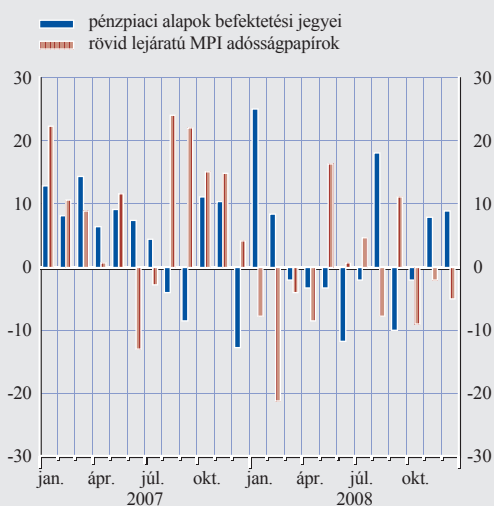
A 2007 augusztusában kezdődött pénzügyi feszültségeknek mélyreható befolyásuk volt az MPI-mérleg néhány tételének rövidebb távú alakulására, ami számos esetben jelentősen magasabb volatilitáshoz és a növekedés irányának változásaihoz vezetett. Ez a keretes írás az ilyen látható hatások példáit tárgyalja a feszültség időszakának különböző fázisaiban. Referenciapontként három átfogó fázist használunk: azt a fázist, amelyben a feszültségek kezdődtek, vagyis a 2007 augusztusa és 2008 februárja közötti időszakot (ebbe beletartoznak a bizonytalanságok, amelyek 2007 végén uralkodtak); a 2008 márciusa és 2008 szeptemberének közepe közötti fázist; valamint a 2008 szeptemberének közepén kezdődött időszakot, amelyben a feszültségek fokozódtak.

#### Az M3 összetevőit ért látható hatások

A pénzügyi feszültségek által az M3 monetáris aggregátum összetevőire gyakorolt nyilvánvaló hatás egyik példáját jelenti a piacképes eszközökre, úgymint a pénzpiaci alapok befektetési jegyeire vagy az MPI-k rövid lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírjaira gyakorolt hatás. Az ezen eszközökből történő havi kiáramlások, illetve az ezekben történő beáramlások volatilitása megnőtt, bár a kiáramlásoknak és beáramlásoknak voltak elhatárolható időszakai (lásd az A) ábrát). Ez a megnövekedett volatilitás egybeesett ezen instrumentumok éves növekedési ütemeinek lényeges csökkenéseivel.

**A) ábra: Havi beáramlások pénzpiaci alapok befektetési jegyeibe és rövid lejáratú MPI adósságpapírokba és az azokból való kiáramlások**

(milliárd EUR; szezonális és naptári hatásokkal kiigazítva)



Forrás: EKB.

volt, amelyet a Lehman Brothers összeomlása és az annak kereskedelmi papírjaiba fektető egyesült államokbeli pénzpiaci alapok által elszenvedett veszteségek váltottak ki. Mindezt súlyosbította az a tény, hogy a bankok finanszírozási viselkedése a pénzeszközöknek a pénzpiaci alapokból a jobban jövedelmező bankbetétekbe történő átszámításához vezetett. Ugyanakkor, 2008 utolsó két hónapjában, annak ellenére, hogy a kormányok által meghirdetett megnövelt betétgaranciák rendszerei nem terjednek ki a pénzpiaci alapokra, ismét pozitív áramlásokat regisztráltak, ami arra utal, hogy megszűnőben vannak az euroövezeti rezidensek ilyen alapok esetleges bukásával kapcsolatos félelmei.

A rövid, legfeljebb kétéves lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok alakulása bizonyos mértékig a pénzpiaci alapok alakulásának tükörképe volt, ami arra utalt, hogy a szélesebb értelemben vett monetáris aggregátumok rövid távú folyamataira gyakorolt összehatás korlátozott volt. Ezt a rövid lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok vonzó kamatozása magyarázhatja, amely különösen az intézményi befektetőknek azt eredményezhette, hogy kezdetben tartásukat pénzpiaci alapok befektetési jegyeinek helyettesítőiként, amikor utóbbiakról úgy vélték, hogy partnerkockázatnak vannak kitéve. A második fázisban az érzékelt partnerkockázat fokozatosan áttérrelődött a hitelintézetekre, és azt a trendet eredményezte, hogy a pénztartók sokkal kisebb mennyiségben vásároltak az MPI-k rövid lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírjaiból. A harmadik fázisban, jóllehet szeptemberben jelentős beáramlás történt a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokba, 2008 utolsó három hónapjában a havi áramlások negatívvá váltak, ami azt tükrözte, hogy nettó alapon a pénztartó szektor vonakodott ezen instrumentumok beszerzésétől.

A piacképes eszközökkel ellentétben az M3 többi összetevőjét kevés látható hatás érte. M1-re gyakorolt hatás csak a válság harmadik fázisában volt látható, amikor a Lehman Brothers fizetésképtelenné válása szélesebb körben elterjedt aggodalmakat váltott ki a bankrendszer stabilitásáról, és azt eredményezte, hogy jelentős összegekben vontak ki készpénzt euroövezetbeli bankokból (lásd a B) ábrát). 2008 októberében mintegy 35 milliárd euróval több készpénz volt

A bizonytalanságnak a feszültségek első fázisa idején megfigyelt növekedései a pénzpiaci alapokból történő jókora kiáramlásokban tükröződtek mindjárt a feszültségek 2007. augusztusi kezdetekor, majd 2007 decemberében. Mindezt néhány euroövezeti pénzpiaci alap eszközalapú értékpapíroknak való kitettséggel kapcsolatos aggodalmak vezérelték. Ugyanakkor úgy tűnik, hogy ezek a kiáramlások a későbbi hónapokban megfordultak, és a 2008. januári volt a legnagyobb beáramlás a Monetáris Unió kezdete óta. A második fázisban a havi áramlások többnyire negatívak, de csekélyek voltak, és e kumulált kiáramlásokat többé-kevésbé kiegyenlítette egy erős augusztusi beáramlás, éppen a feszültségek fokozódását megelőzően. A harmadik fázisban aztán kiáramlások következtek be szeptemberben és októberben, amelyeknek oka – ellentétben az első fázis kiáramlásaival – a pénzpiaci alapokkal szembeni nagyobb arányú kockázatkerülés

forgalomban, mint a korábbi hónapokban. Novemberben és decemberben a pénzáramlások ismét normalizálódtak, bár az októberi emelkedés nem húzódott vissza, ami arra utal, hogy a forgalomban levő plusz pénz jelentős részaránya főként nem rezidensek általi keresletet tükrözhet. Hasonló folyamat volt megfigyelhető az egynapos betétek erőteljes októberi beáramlásainál, amint a bizonytalanság magas szintje arra készítette a pénztartókat, hogy pénzeszközeiket magas likviditású betétekben tartsák. Ebben a vonatkozásban az egynapos betéteket a más típusú betétekből származó pénzeszközök vagy olyan pénzeszközök átmeneti tárolására használták, amelyek hosszú lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok és részvények eladásából eredtek. E beáramlások novemberben megfordultak, összhangban a bankrendszer támogatását célzó kormányzati intézkedések meghirdetésével és ezáltal a jövedelmezőségi megfontolások visszatérésével a pénzeszközök allokálásában. Decemberben ismét beáramlásokat könyveltek el, de lehet, hogy ezek egyszerűen a pénztartók – és különösen a biztosítótársaságokon és nyugdíjalapokon kívüli nem pénzügyi közvetítők (egyéb pénzügyi közvetítők – EPK-k) – óhaját jelezték, hogy likvid eszközöket tartsanak az év végén.

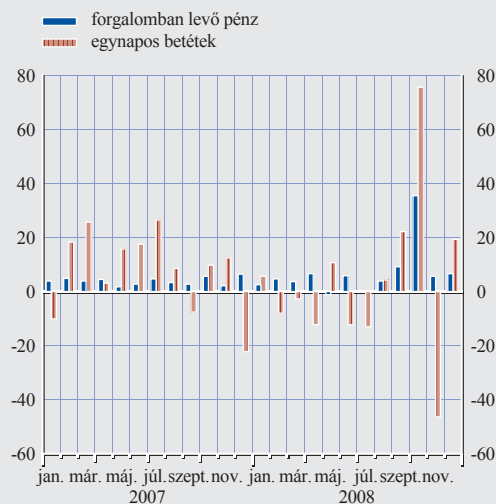
### Az M3 ellenpárjait ért látható hatások

Az M3 ellenpárjaira térve, a magánszektorban nyújtott összes hitel dinamikája a pénzügyi feszültségek következményeként nem változott lényegesen. Ugyanakkor részletesebb bontásban láthatóbb változások voltak.

Különösen az EPK-knak nyújtott hitelek áramlása volt erős a feszültségek első fázisában, ami azt a tényt tükrözte, hogy a bankok által alapított és EPK-ként besorolt hitelközvetítők – szembeesülve azzal, hogy a befektetők egyre inkább vonakodtak finanszírozni őket – folyamatosan az őket támogató bankok által garantált hitelkereteket bocsátottak ki (lásd a C) ábrát). Az áramlás a második fázis nagy részében is számottevő maradt; ugyanakkor valószínű, hogy növekvő mértékben tükrözte a befektetési alapok rövidebb távú finanszírozási és likviditásipuffer-szükségletét. Míg az első fázis során az MPI-k közvetlenül hiteleken keresztül biztosítottak finanszírozást az EPK-szektorban levő hitelközvetítőiknek, a második fázisban ezt úgy tették, hogy megvásárolták a hitelközvetítők hitelviszonyt megtestesítő értékpapírjait. Ez fokozott mértékben a „visszatartott értékpapírosítási műveletek” formájában történt, amikor az MPI-k kölcsönállományuk egy részét speciális célú társaságoknak adták el, és visszavásárolták az alapul szolgáló értékpapírokat, hogy biztosítékként használják azokat az eurorendszerben bonyolított műveletekben. Ez oda vezetett, hogy csökkent a hiteleknek a teljes MPI-hitelállomány bővüléséhez való hozzájárulása, és ennek megfelelően nőtt a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok hozzájárulása. A feszültségek harmadik fázisában a visszatartott értékpapírosítási műveletek és azoknak az MPI-mérlegre gyakorolt hatása még fontosabbá vált, mivel az MPI-k megnövekedett mértékben használtak hitelviszonyt

**B) ábra: Havi be- és kiáramlások a forgalomban levő pénzmennyiségbe és napi betétekbe, illetve betétekből**

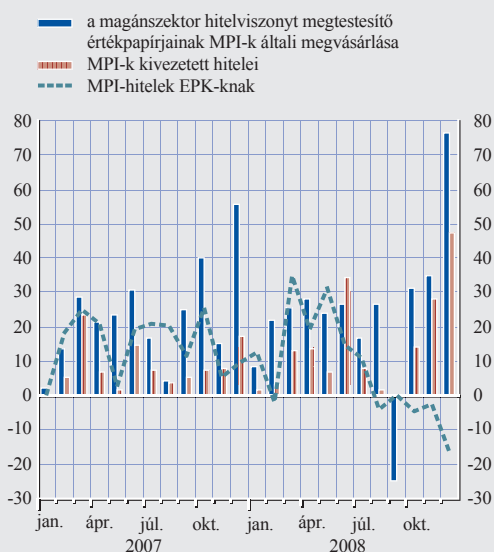
(milliárd EUR; szezonális és naptári hatásokkal kiigazítva)



Forrás: EKB.

**C) ábra: Havi hiteláramlások EPK-knak, MPI-k által vásárolt hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok és MPI-k kivezetett hitelei**

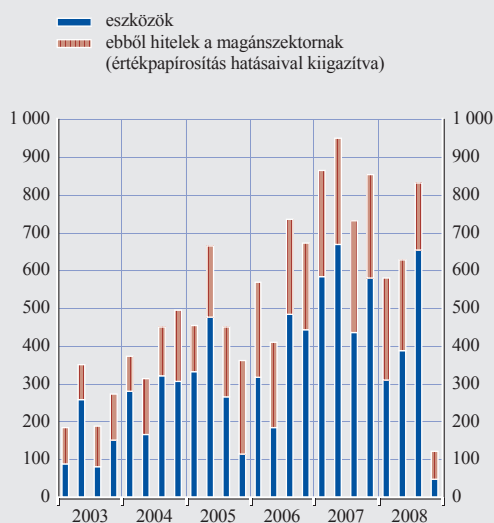
(milliárd EUR; szezonális és naptári hatásokkal kiigazítva)



Forrás: EKB.

**D) ábra: Hitelintézetek eszközállományai és a magánszektorban nyújtott hitelek**

(negyedéves áramlások; milliárd EUR; szezonális hatásokkal kiigazítva)



Forrás: EKB.

megtettesítő értékpapírokat arra, hogy likviditást kapjanak az eurorendszerből. Ugyanakkor az EPK-knak történő hitelezés hanyatlott, tükrözve a közvetítésnek a reálkonjunktúra lassulásával összefüggő visszaesését.

Az értékpapírosítási műveletek nagy száma – különösen a feszültségek második és harmadik fázisában – ugyancsak hatással volt a magánszektorban (és főként a háztartásoknak) nyújtott hitelek dinamikájára, mivel az értékpapírosított hitelek kivezetése akár havi 35 milliárd euróval is csökkentette a nettó hiteláramlásokat. Mindent egybevetve, ez a ténylegesnél erősebb csökkenésre utalt a nem pénzügyi magánszektorban nyújtott finanszírozás elérhetőségében. A magánszektorban nyújtott hitelek növekedési ütemének visszaesése ellenére e hiteleknek az összes MPI-eszközbe való beáramlás és az onnan történő kiáramlás változásaihoz való hozzájárulása jellemzően stabil volt. Az MPI-eszközök áramlásaiban megfigyelt volatilitás fő okát a magánszektorban kihelyezett hiteleken kívüli eszközök jelentették (lásd a D) ábrát). Ugyanakkor ez az év utolsó két hónapjában megváltozott, amikor a hitelintézetek eszközeiből kiáramlást regisztráltak, míg decemberben a magánszektorba irányuló hiteláramlások – még az értékpapírosítás hatásának korrekciója után is – negatívak voltak. Ezt magyarázhatja a kinnlevő eszközök év végi fokozott leépítése, amelynek célja a mérlegek „szépítése” volt.

**Következtetések**

A pénzügyi feszültségek időszaka jelentős rövid távú mozgásokat váltott ki a szélesebb értelemben vett pénz- és hitelaggregátumok meghatározott alkotórészeiben. Ez nagyobb erőpróbává tette a monetáris folyamatok alapját képező, a monetáris politika szempontjából releváns trendek megállapítását, de ugyanakkor fontos betekintést nyújtott a pénzügyi szektor viszonyaiba, valamint a nem pénzügyi szektor finanszírozáshoz való hozzáférésebe.



### **A PÉNZÜGYI FESZÜLTSEGEK SZEPTEMBER KÖZEPÉN BEKÖVETKEZETT FOKOZÓDÁSA KIHATÁSSAL VOLT A MONETÁRIS FOLYAMATOKRA**

A Lehman Brothers szeptember közepi csődjét követő pénzügyi piaci folyamatok változásokat váltottak ki a bank- és pénztartó szektorok viselkedésében. Tekintettel arra a lehetőségre, hogy a pénzügyi zavar fokozódása kihatással lesz az eszközárakra, a vagyonra, a pénzintézetekre és a bizalomra, az MPI-mérleget valószínűleg különféle módokon befolyásolni fogják az intenzitás különböző fokai és a különböző fáziseltolódások. Például a pénzügyi piaci feszültségeknek ez a fokozódása portfólióátrendeződéseket válthat ki mind a monetáris és nem monetáris eszközök, mind az egyes monetáris instrumentumok között. Következésképpen a teljes hatást nehéz előre látni.

A 2008 decemberéig rendelkezésre álló adatok arra utalnak, hogy a pénzügyi feszültségek égetőbbé válása a szélesebb értelemben vett pénz különböző összetevői között jelentős átrendeződésekhez vezetett. Például az M1-be történő áramlások szeptemberben és októberben lényegesen nőttek, ami a likvid eszközök iránti megnövekedett preferenciát tükrözte egy pénzügyi bizonytalansággal jellemzett környezetben (ideértve a bankszektor „egészségi állapotával” kapcsolatos bizonytalanságot), és az M1 általános csökkenő trendjének megfordulásához vezetett. Ugyanakkor a trend M3-ra gyakorolt teljes hatása viszonylag jelentéktelen volt, különösen, ha a hónapról hónapra bekövetkező volatilitást vizsgáljuk. Ezenkívül, miközben a bankoknak

különböző finanszírozási mechanizmusokhoz kellett folyamodniuk (amint azt hitelviszonyt megtestesítő értékpapírjaik kibocsátása és állományai tükrözik), csekély jele van annak, hogy szeptember közepe után olyan hirtelen törés következett volna be a bankhitelek kínálatában, amely a nem pénzügyi magánszektorban nyújtott hitelek kiszáradásával járna, bár azóta a havi folyamatok mérséklődtek. Ugyanakkor az eurorendszer banki hitelezési felméréseinek eredményei egyre szigorúbb hitelfeltételek alkalmazását jelzik.

### **AZ M3 ÖSSZETEVŐINEK ALAKULÁSÁT FŐKÉNT A LAPOS HOZAMGÖRBE BEFOLYÁSOLTA**

Az összetevők oldalán, az M1 éves növekedési rátája 2008 harmadik negyedévéig tovább mérséklődött, és augusztusban 0,2%-ot tett ki, feltűnően elmaradva a 2007 negyedik negyedévében regisztrált 6% körüli ütemtől. Ezt a mérséklődést főként az egynapos betétek alakulása vezérelte, amelyeknél a harmadik negyedévben negatív éves áramlás volt megfigyelhető. Mindent egybevetve, az M1 növekedését 2008-ban továbbra is főként az M1 tartásának emelkedő alternatívaköltségéből eredő csillapító hatás vezérelte, amely a kamatlábak 2005 decemberében kezdődött emelkedésével kapcsolatos. Ez egy olyan hatás, amelyet részben valószínűleg ellensúlyozott az a vágy, hogy az M1-et pufferként tartsák a pénzügyi piaci nyugtalansággal összefüggésben. Ugyanakkor úgy tűnt, hogy szeptember közepétől az M1 állományai némi lendületet vettek a pénzügyi feszültségek növekedését követően (lásd a 2. keretes írást).

## **2. keretes írás**

### **AZ EUROÖVEZET PÉNZPIACÁNAK ALAKULÁSA A PÉNZÜGYI ZAVARRAL ÖSSZEFÜGGÉSSEN**

A 2007 augusztusában kezdődött pénzügyi zavar 2008-ban is folytatódott, és az év őszén fokozódott, ami komoly kihívást jelentett a bankközi pénzpiac működését és az eurorendszer likviditásgazdálkodását illetően. Jelen keretes írás ismerteti az euroövezeti pénzpiac főbb szegmenseinek 2008. évi alakulását, összeköti a folyamatokat a globális pénzügyi piacok alapvető tényezőivel, és megmagyarázza az eurorendszernek a feszültségekre adott válaszként hozott likviditásgazdálkodási döntéseit.

## A válság eredete

2007 augusztusában a globális pénzügyi rendszer jelentős turbulencia időszakába lépett, amelyet elsősorban az egyesült államokbeli másodrendű jelzálogok emelkedő késedelmes törlesztési rátáinak a jelzálogalapú értékpapírok értékelésére gyakorolt hatása váltott ki. A strukturált értékpapírok összetettsége és átlátszatlansága, valamint az, hogy sok esetben nem volt piaci áruk, nehezítette e termékek értékelését, ami hátrányos következményekkel járt a bankok összesített mérlegeinek értékelésére nézve. Pontosabban, a befektetők visszahúzódtak a strukturált befektetési társaságoktól (SIV-ek) és az egyesült államokbeli másodrendű jelzálogok értékpapírosításából származó eszközalapú értékpapírokon alapuló hitelközvetítőktől, és vonakodtak attól, hogy e befektetési társaságok által kibocsátott eszközzel fedezett kereskedelmi papírokat (ABCP) tartsanak, vagy forgassanak vissza. Következésképpen a bankok azzal a kockázattal szembesültek, hogy az ilyen SIV-eket vissza kell irányítaniuk mérlegeikbe és/vagy finanszírozást kell biztosítaniuk a SIV-eknek és az ABCP-eket kibocsátó hitelközvetítőknél. Ahogy a bankokat egyre inkább aggasztotta likviditásuk és mérlegük, egyre kevésbé voltak hajlandóak más bankokat pénzeszközökkel ellátni. Sok ilyen termék összetettsége és átlátszatlansága következtében egyre jellemzőbbé vált a bankok vonakodása a bankközi tranzakciókban való részvételtől, egyrészt mert a bankok kételkedtek potenciális partnereik hitelképességében, másrészt mert a bankok bizonytalanok voltak a hitelközvetítőktől és SIV-ektől eredő saját kitettségeküket illetően (a tőkével és a likviditással kapcsolatban). Ennek következményeként a bankok likviditást halmoztak fel. A bankközi piacon csökkent a likviditás, ami különösen a hosszabb lejáratú fedezetlen betétek piacainak (mert a bankok partnereik esetleges kockázati kitettségeivel voltak elfoglalva), a nem kormányzati repopiacoknak, a kereskedelmipapír-piacoknak és a devizaswappiacoknak a működését gyengítette.

Jóllehet azóta jelentős előrelépést értek el a piaci turbulencia epicentrumában lévő összetett értékpapíroknak való kitettségek azonosításában és becslésében, még mindig tart a bizonytalanság, hogy végül is milyen veszteségeket szenvednek el a világ befektetői és pénzügyi intézményei. Ezért a pénzpiacok 2007-ben és 2008-ban is feszültek maradtak.

## A válság kialakulása 2008-ban

A pénzpiacok 2008. évi folyamatainak áttekintésekor célszerű az évet négy átfogó időszakra osztani: január–február; március–június; június–szeptember; valamint a szeptembertől kezdődött időszak. Ezen időszakok mindegyikére vonatkozóan a meghatározó eseményeket, a piaci reakciókat és az EKB által alkalmazott intézkedéseket ismertetjük.

### A 2008. január–februári időszak

Az első időszak a 2008-as év első két hónapját fedi le, amikor semmilyen lényeges zavaró esemény nem történt az euroövezet pénzpiacán. Ugyanakkor a fedezetlen pénzpiacok volatilisak maradtak; a kamatlábak a 2007 végén megfigyelt csúcsokról az év végi hatások elmosódásával általában estek (lásd a 9. ábrát). A fedezett kamatlábak nagyjából stabilak maradtak, tekintettel az EKB monetáris politikájának változatlanságára. Következésképpen a fedezett és fedezetlen pénzpiaci kamatlábak közötti különbség nagyjából csökkent (lásd a 10. ábrát).

2008-ban az EKB továbbra is hangsúlyozta az elkülönítést, amelyet a monetáris politikai döntések és a piacok zökkenőmentes működésének biztosításához szükséges likviditásgazdálkodás

között tart fenn. Az EKB irányadó refinanszírozási műveletei során tovább folytatta a referenciaösszeget meghaladó likviditás allokálásának politikáját, ugyanakkor a tartalékolási időszakok végén még mindig kiegyensúlyozott feltételekre törekedett. Ezenkívül az EKB meghosszabbította műveletei lejáratú idejét, hogy növelte a hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletekben allokált összegeket az irányadó refinanszírozási műveletek rovására azzal a céllal, hogy kisimítsa a határidős pénzpiacok feltételeit, és finomhangoló műveleteket végzett a tartalékolási időszakok végén a likviditási egyensúlyhiányok kiegyenlítésére. Mindent egybevetve, az EKB teljes mértékben kihasználta a végrehajtási keretek által biztosított rugalmasságot. A likviditási keretrendszert szeptemberig változatlanul tartották. Következésképpen az EONIA – bár meglehetősen volatilis volt – az irányadó refinanszírozási műveletek minimális ajánlati kamatlábjának viszonylagos közelében maradt (lásd az A) ábrát).

### A 2008. március–júniusi időszak

Az Egyesült Államok egyik legnagyobb befektetési bankja, értékpapír-kereskedő és brókercege, a Bear Stearns március közepén bekövetkezett összeomlása – a folytatódó banki veszteségekkel, a romló makrogazdasági környezettel és emelkedő olajárakkal kapcsolatos aggodalmak közepette – a piaci feszültség újabb időszakát váltotta ki. Ez körülbelül június közepéig tartott. Ebben az időszakban a fedezetlen pénzpiaci kamatlábak – különösen a hosszabb lejáratúak – feltűnően emelkedtek. Ez a folyamat részben megnövekedett pénzpiaci feszültségeket tükrözött (különösen a hosszabb lejáratokat illetően), valamint az EKB irányadó kamatlábainak jövőbeli pályájával kapcsolatos piaci várakozások emelkedését, amelyek akkoriban a 2008-as év utolsó részére vonatkozóan határozottabbak voltak, és így nagyobb hatásuk volt a hosszabb lejáratú kamatlábakra. A fedezett kamatlábak továbbra is nagyjából stabilak voltak, aminek eredményeként a fedezetlen és fedezett kamatlábak közötti különbséget megint csak elsősorban a fedezetlen kamatlábak viselkedése határozta meg. Ebben az időszakban nagyobb volt az EONIA volatilitása, és megnövekedett igény volt az eurorendszer által biztosított likviditásra, amint arra az irányadó refinanszírozási műveletek magasabb aktív oldali kamatlábai utaltak. Az eurorendszer likviditási intézkedéseinek folytatódása nagyban segítette a szükségletek kielégítését.

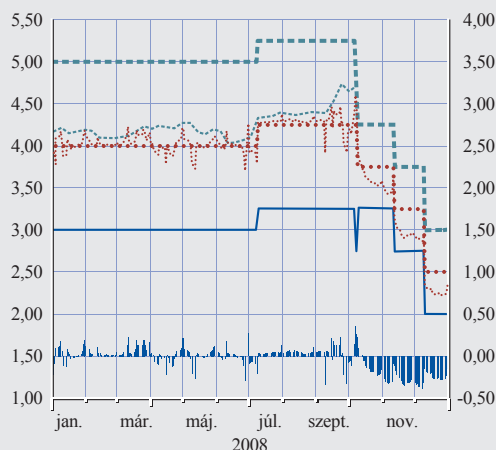
### A 2008. június–szeptemberi időszak

Mindent egybevetve, a 2008 júniusának közepe és szeptemberének közepe közötti időszak a stabilitás időszaka volt a piacokon. A más jelentős gazdaságok pénzügyi stabilitásával kapcsolatos további események (úgy mint az, hogy az Egyesült Államok kormánya szeptember 7-én megszerezte az ellenőrzést a Fannie Mae és a Freddie Mac kormányzati támogatású vállalkozások felett)

### A) ábra: EKB-kamatlábak és az egynapos kamatláb

(százalék/év; napi adatok)

- az EONIA és az irányadó refinanszírozási műveletek minimális ajánlati kamatlábjához/fix kamatlábjához közti különbség (jobb skála)
- ... minimális ajánlati kamatláb/fix kamatláb az irányadó refinanszírozási műveletekben (bal skála)
- - - aktív oldali rendelkezésre állás kamatlábjához (bal skála)
- betéti kamatlábjához (bal skála)
- ... egynapos kamatláb (EONIA; bal skála)
- - - az irányadó refinanszírozási művelet aktív oldali kamatlábjához (bal skála)



Források: EKB, Bloomberg és Reuters.

nem keltettek nyugtalanságot a pénzpiacokon. A fedezetlen piacok, bár még mindig feszültek, de stabilabbak voltak, miközben inkább a kamatlábak enyhe emelkedése volt megfigyelhető a fedezett piacokon, ami összhangban volt a Kormányzótanács július 3-i azon döntésével, amely az irányadó refinanszírozási műveletek minimális ajánlati kamatlábát 4,25%-ra emelte. Ennek következményeként a fedezetlen és fedezett kamatlábak közötti különbség a három hónapos horizonton csökkent, de nem érte el a januári és februári alacsony szinteket. Az EONIA az alacsony volatilitás időszakát élvezte júliustól szeptember elejéig, amikor a szeptember közepi eseményeket megelőzően a feszültségek ismét a felszínre kerültek.

### A 2008 szeptemberétől kezdődött időszak

Szeptember közepén egy nyugtalanabb időszak következett, amely az év végéig erősen befolyásolta a pénzpiacok viselkedését. Szeptember közepén példátlan szinteket elérve kiújultak a feszültségek. Ekkor néhány napon belül a piacok tanúi lehettek (a megmaradt négy globális befektetési bank közül kettő) a Merrill Lynch eladásának, a Lehman Brothers csődjének, továbbá annak, hogy az Egyesült Államok kormánya rendkívüli likviditásnyújtással segítette ki a legnagyobb egyesült államokbeli biztosítótársaságot, az AIG-t, valamint szövetségi hivatalnokok zár alá vették a Washington Mutualt, az Egyesült Államok legnagyobb takaré- és hitel-szövetkezetét. A továbbgyűrűző hatások szélesebb körben októberben váltak érezhetővé az euroövezetben, miközben a pénzpiacok további feszültségektől szenvedtek a részvénypiacok hirtelen esésének eredményeként, egy rosszabbodó makrogazdasági környezetben.

A piaci feszültségek jelentősen fokozódtak, és a hitelkockázati prémiumok a pénzügyi nyugtalanság idején korábban látott szinteket meghaladó magasságokba emelkedtek. A fedezetlen piaci kamatlábak (különösen a rövid lejáratúak) a Lehman Brothers bukását követően hirtelen megemelkedtek, ahogy e csőd hatásai végigvonultak az euroövezet bankrendszerén. A három hónapos EURIBOR határidős kontraktusok opcióiból származtatott implikált volatilitás, amely márciustól szeptemberig tartóan csökkent, szeptember közepén drámai módon megnőtt, és októberben soha nem látott szinteket ért el (lásd a B) ábrát).

A nyugtalanság újbóli súlyos fokozódására az eurorendszer gyorsan és határozottan reagált. A Kormányzótanács számos ideiglenes változtatást hajtott végre likviditásnyújtó rendszerében, különösen azzal a céllal, hogy megerősítse közvetítő funkcióját és megnyugtassa a piacokat a likviditási kockázatokkal kapcsolatban. Így október 8-án az eurorendszer azt a

**B) ábra: Három hónapos, 2009 márciusában lejáró EURIBOR határidős kamatok opcióiból származtatott implikált volatilitás**

(százalék/év; bázispontok; napi adatok)



Források: Bloomberg, Reuters és az EKB számításai.

Megjegyzés: A bázispont mutatót a százalékos implikált volatilitás és a megfelelő kamatláb szorzataként kapjuk (lásd még az EKB Havi jelentése 2002. májusi számának "Measures of implied volatility derived from options on short-term interest rate futures" című keretes írását).

kivételes és ideiglenes döntést hozta, hogy irányadó refinanszírozási műveleteit rögzített kamatú tendereljárásokként bonyolítja az irányadó refinanszírozási kamatláb melletti teljes elosztással, és az irányadó refinanszírozási műveletek kamatlába körüli rendelkezésre állás folyosóját 200 bázisponttól 100 bázispontra csökkenti (ezt a döntést december 18-án 2009. január 21-i hatállyal visszavonták). Ezenkívül, október 15-én az eurorendszer úgy döntött, hogy 2009 első negyedévéig fokozott hosszabb távú refinanszírozást nyújt, valamint kibővíti fedezeti rendszerét. Ugyanakkor az euroövezetbeli kormányok összehangolt lépéseket tettek a banki fizetőképesség támogatására.

Mindezek eredményeképpen 2008 októberétől a fedezetlen kamatlábak ismét csökkentek, és az év korábbi részében megfigyeltnél alacsonyabb szintekre estek. Ezekhez a csökkenésekhez az arról szóló piaci várakozások is hozzájárultak, hogy az EKB az elkövetkező hónapokban tovább mérsékli irányadó kamatlábait. A három hónapos EURIBOR határidős kontraktusok opcióiból származtatott implikált volatilitás ugyancsak hajlamos volt a csökkenésre, bár sokkal magasabb szinten maradt, mint a szeptember előtt megfigyelt szintek.

Jelentős és példátlan növekedést könyveltek el a három hónapos fedezett és fedezetlen piaci kamatlábak közötti különbségben a Lehman Brothers csődjét követő hetekben. Abban az időszakban a fedezett és fedezetlen piaci kamatlábak ellentétes irányban mozogtak, amint a fedezett kamatlábak gyorsan estek az irányadó kamatlábak jövőbeli csökkentéseire számítva. A fedezett kamatlábak meredek esése október végétől az év végéig folytatódott, összhangban az EKB irányadó kamatlábainak csökkentéseivel és a további kamatcsökkentésekről szóló piaci várakozásokkal. A fedezett és fedezetlen piaci kamatlábak október végén kezdődött esésének ténye azt jelentette, hogy a különbség viszonylag nagy és volatilis maradt.

Végül, a nagyon rövid lejáratú kamatlábakat tekintve, a szeptember–októberi időszak folyamán a nyugtalanság drámai módon megemelte a bankok likviditáskeresletét, amit bizonyít a jelentős különbség, amely az aktív oldali kamat és az irányadó refinanszírozási műveletek minimális ajánlati kamatlába között keletkezett. Ez ahhoz vezetett, hogy az eurorendszer bőségesen kínált likviditást, ami az EONIA-t az irányadó refinanszírozási műveletek kamatlába alatti szintre vihetné. Az új rendszer bevezetése előtt ezeket a csökkenéseket minden tartalékolási időszak vége előtt visszafordították. Ugyanakkor a rendszer októberi és novemberi változtatásait követően az EONIA gyakran tartózkodott az irányadó refinanszírozási műveletek rögzített kamata alatti szinteken, összhangban a piacoknak biztosított bőséges likviditással.

Mindent egybevetve, 2008 folyamán az euroövezeti pénzpiacok viszonylag volatilisak voltak, és jelentős kihívásokkal kellett szembenéznük. 2007-hez képest a pénzügyi piacok feszültségei különösen a negyedik negyedévben fokozódtak, amikor a bank- és pénzügyi rendszert számos káros sokk érte. Ugyanakkor a makrogazdasági feltételek folyamatosan romlottak, és jelentősen terhelték a már egyébként is törékeny pénzügyi piacokat. Következésképpen a pénzpiaci feszültségek 2008 negyedik negyedévében sokkal erősebbek voltak, és tartósabb hatásuk volt a pénzpiaci kamatlábakra. Mindazonáltal az eurorendszer fokozta arra irányuló erőfeszítéseit, hogy biztosítsa a piaci szereplők likviditáshoz jutását, ami – a kormányok intézkedéseivel kombinálva – segítette a bank-szektor további hanyatlásának elkerülését. Ebben a vonatkozásban az év során az EKB teljes mértékben kihasználta a végrehajtási keretrendszer által biztosított rugalmasságot, és kommunikációjában továbbra is hangsúlyozta, hogy a piacok zökkenőmentes működésének biztosítása érdekében el kell választani a monetáris politikai döntéseket a likviditási politikától. A monetáris politika az árstabilitási cél elérésére irányult, míg a likviditásgazdálkodási intézkedések célja a folytonosság és a pénzpiacok zökkenőmentes működésének támogatása volt.

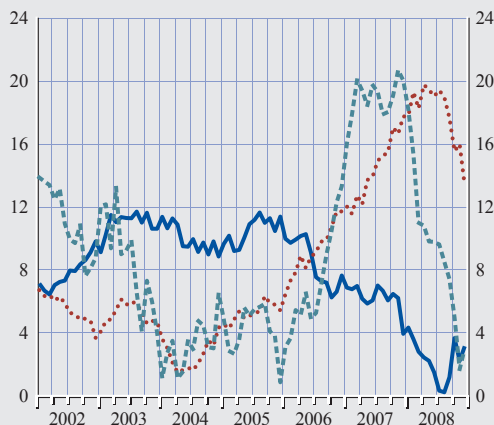
2008-ban az egynapos betéteken kívüli rövid lejáratú betétek (azaz M2-M1) maradtak az M3 legdinamikusabb összetevői. Ugyanakkor, a 2004 közepén kezdődött és 2008 első feléig – jölehet mérsékeltebb ütemben – folytatódott tartós erősödést követően az egynapos betéteken kívüli rövid lejáratú betétek éves növekedési üteme az év második felében csökkent, és 2008 decemberében 13,3%-ra esett (lásd az 5. ábrát). E betétek hozzájárulása az M3 éves növekedéséhez 2008 folyamán tovább növekedett, és a harmadik negyedévben 7,4 százalékpontot ért el, részben ellensúlyozva az M3 más összetevőiben megfigyelt visszaeséseket. Azonban a növekedési ütem visszaesésével összhangban a negyedik negyedévben elvesztette lendületét. Ugyanakkor ez az erőteljes növekedés a különféle alkomponensek eltérő alakulásait takarja, mivel a rövid lejáratú lekötött betétekbe (azaz a legfeljebb kétéves lejáratú betétekbe) való folytatódó erőteljes beáramlásokat, amelyeknek éves növekedési üteme 2008-ban 40% körül volt, továbbra is a legfeljebb három hónapos felmondásos betétek állományának csökkenése kísérte, amelyek az év folyamán átlagosan több, mint 2%-kal estek.

A negyedik negyedévig a rövid lejáratú lekötött betétek jövedelmezősége nagyjából követte a rövid távú pénzügyi kamatlábak emelkedését. Így a rövid lejáratú takarékbetétek és az egynapos betétek díjazása közötti különbség nagyobb lett, mivel e betétek jövedelmezősége általában lassabban és mérsékeltebben nőtt (lásd a 6. ábrát). Ez segítette az M3-on belüli átrendeződéseket, nevezetesen az M1-ből és a takarékbetétekből a lekötött betétekbe. Ugyanakkor a viszonylag lapos hozamgörbével a rövid lejáratú lekötött betétek a hosszabb lejáratú eszközökéhez hasonló kamatlábat kínálnak. Mivel a hosszabb lejáratú eszközök kevésbé likvidek, és tartásuk jellemzően valamelyest nagyobb kockázatot is jelent, a lapos hozamgörbe általában vonzóbbá teszi a pénzeszközök monetáris eszközökbe való átrendezését az M3-on kívülről. A pénzügyi feszültségek negyedik negyedévi fokozódása tovább növelte a lekötött betétek vonzerejét, amint a bankok külön erőfeszítéseket tettek az ilyen betétek gyűjtésére egy olyan időszakban, amikor nehéz volt finanszírozáshoz jutni a bankközi piacokon, és a bankbetéteket védő garanciák emelkedtek.

5. ábra: Az M3 főbb összetevői

(éves százalékos változások; szezonális és naptári hatásokkal kiigazítva)

- M1
- egyéb rövid lejáratú betétek (M2-M1)
- - - - - forgalomképes instrumentumok (M3-M2)

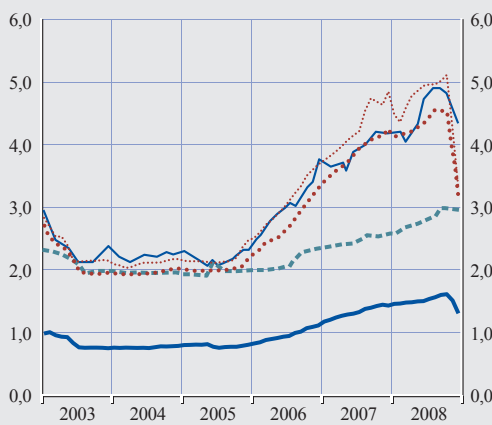


Forrás: EKB.

6. ábra: MPI-kamatlábak rövid lejáratú betétekre és pénzügyi kamatláb

(százalék/év)

- egynapos betétek
- legfeljebb egyéves lejáratú betétek
- - - - - három hónapon belüli felmondásos betétek
- egy év és két év közötti lejáratú lekötött betétek
- három hónapos EURIBOR



Forrás: EKB.

A 2007-ben tapasztalt kitarító növekedéseket követően a piacképes eszközök (vagyis M3-M2) éves növekedési üteme 2008 folyamán jelentősen visszaesett, és novemberben 1,7%-os mélypontot ért el. Később azonban kissé fellendült, és decemberben 3,0%-ot tett ki, bár ez csökkenést jelent a 2007. decemberi 20,0%-hoz képest. Ezen instrumentumok alakulása főként a pénzügyi alapok befektetési jegyei és a legfeljebb kétéves futamidejű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok éves növekedési ütemében bekövetkezett markáns csökkenés eredménye volt. Ennek eredményeképpen a piacképes instrumentumoknak az M3 éves növekedési rátájához való hozzájárulása csökkent, és 2008 negyedik negyedévében 0,6 százalékpontot tett ki, szemben a 2007-es év negyedik negyedévének 2,7 százalékpontjával.

#### A HÁZTARTÁSOK PÉNZÁLLOMÁNYAINAK NÖVEKEDÉSE ERŐTELJES MARADT

Az M3 komponenseinek legszélesebb aggregátumát, amelyekre vonatkozóan megbízható ágazati bontás rendelkezésre áll, a rövid lejáratú betétek és a visszavásárlási megállapodások alkotják (a továbbiakban: „M3-betétek”). A háztartások M3-betéteinek éves növekedési üteme 2008 decemberében 8,8%-ot ért el (lásd a 7. ábrát), amely a legnagyobb hozzájárulást

jelentette az aggregált M3-betétek növekedéséhez. Így a háztartások M3-betéteinek növekedési ütemében 2004 közepe óta megfigyelt emelkedő trend 2008-ban is folytatódott, annak ellenére, hogy a gyengülő konjunktúrának megfelelően a stabilizálódás jeleit mutatta. A háztartások M3-betéteinek (ez az a szektorális összetevő, amely megragadja a hagyományos bankbetétek zömét, amelyeket legkevésbé befolyásol a pénzügyi innováció) folytatódó robusztus növekedése alátámasztja azt a nézetet, hogy a szélesebb értelemben vett pénzmennyiség-növekedés 2008 végén erőteljes maradt.

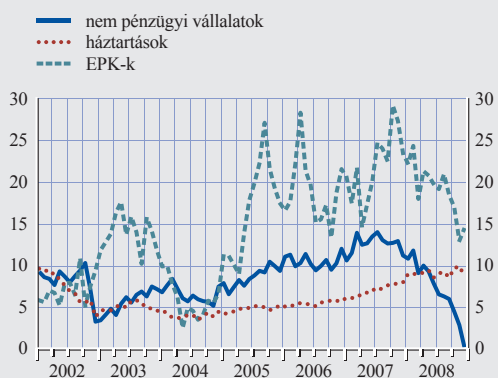
Ezzel szemben a nem pénzügyi vállalatok által tartott M3-betétek éves növekedési üteme, amely 2007 közepén kiegyenlítődött, majd az év második felében némileg csökkent, 2008 folyamán tovább hanyatlott, és decemberben 0,3%-ot tett ki, szemben a 2007. végi 11,3%-kal. Ez a nem pénzügyi vállalatok pénzáramlásának folyamatban lévő feltűnő romlását tükrözheti, tekintettel e szektor pénzkeresletének ciklikus természetére. Ez azt is jelezheti, hogy a nem pénzügyi vállalatok *cash flow*-ikat a hitel-növekedés csökkenésének kompenzálására használják. Hasonlóképpen, az EPK-k által tartott M3-betétek növekedési üteme az év folyamán nagyfokú volatilitást mutatott, és 2008-ban több, mint 5 százalékponttal csökkent, éves alapon 17,5%-ot érve el decemberben. Ugyanakkor az EPK-k M3-betéteinek éves növekedési rátája sokkal erősebb maradt, mint az egyéb szektorokban megfigyelt éves növekedési ütemek. Ez valószínűleg azt a tényt tükrözte, hogy az adott pénzügyi környezetben a befektetési alapoknak szükségük volt készpénzpufferek fenntartására az esetleges visszafizetések teljesítése érdekében. E puffereket támogathatták az alapító MPI-ktől származó hitelek is.

#### A MAGÁNSZEKTORNAK NYÚJTOTT HITELEK NÖVEKEDÉSE MÉRSÉKLŐDÖTT

A 2007. évi erősödést követően az euroövezeti rezidenseknek nyújtott MPI-hitelek éves növekedési üteme 2008-ban csökkent, a 2007. decemberi 10,1%-ról a 2008. decemberi 6,5%-ra (lásd a 8. ábrát). Ez főként a magánszektorban nyújtott hitelek éves növekedési ütemé-

7. ábra: Betétek szektorok szerint

(éves százalékos változások; szezonálisan és naptári hatásokra nem kiigazítva)

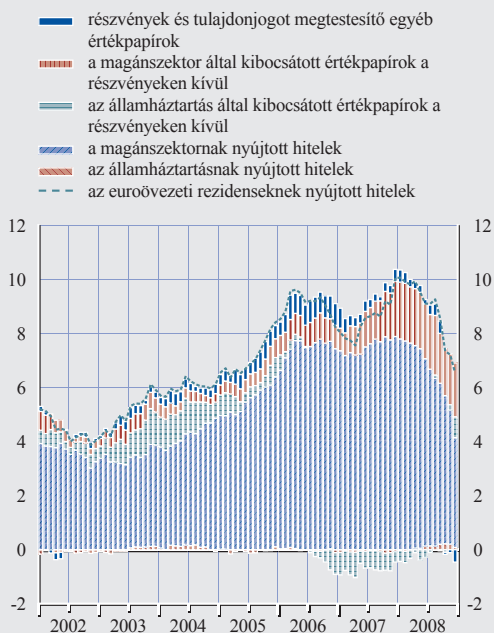


Forrás: EKB.

Megjegyzés: Az adatközlő szektor tartalmazza az MPI-ket, de nem tartalmazza az eurorendszer és a központi kormányzatot.

### 8. ábra: Az euroövezet rezidenseinek nyújtott hitelek

(éves százalékos változások; hozzájárulások százalékpontban)



Forrás: EKB.

Megjegyzés: Az adatszolgáltató szektor az MPI-ket tartalmazza, kivéve az eurorendszert.

nek jelentős csökkenését tükrözte, miközben az államháztartásnak nyújtott kölcsönök éves növekedési rátája pozitívvá vált. A rövid távú folyamatokat jelző évesített három hónapos növekedési ütemek markánsabban csökkentek, és a 2007. decemberi 12,0%-ról 2008 szeptemberében 6,9%-ra, míg 2008 decemberében 3,9%-ra estek.

Különösen az államháztartásnak nyújtott MPI-hitelek nőttek valamennyire, főként az év második felében, és míg az év elején csökkent, az utolsó negyedévben erősen nőtt az államháztartás hitelviszonyt megtestesítő értékpapírjainak mennyisége az MPI-k portfólióiban. Ezzel kapcsolatban azt is meg kell említeni, hogy az év vége felé némi volatilitás volt megfigyelhető, mivel szeptemberben és októberben csökkentek az MPI-szektor állampapír-állományai, ami a hitelintézetek kinnlevő eszközeinek leépítésével kapcsolatos, tekintettel az államkötvénypiacok likviditására és az áralakulások kedvező

természetére. Ez a csökkenés annak jeleként tekinthető, hogy a hitelintézetek a likvidebb eszközeiket pufferként használták, hogy csillapítsák a tőkepozícióikra és finanszírozásukra nehezedő nyomásokat alapvető, kapcsolaton alapuló tevékenységük, nevezetesen a cégeknek és a háztartásoknak történő hitelnyújtás megővése érdekében. Ezzel szemben a novemberi és decemberi adatok az államháztartás által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állományának jelentős növekedését jelzik.

Folytatva a 2007-ben megfigyelt trendet, a magánszektorban nyújtott MPI-hitelek éves növekedési üteme 2008 elején robusztus maradt, majd az év második felében csökkent. A határozott lassulás ellenére a magánszektorban nyújtott hitelek 2008-ban is az MPI-k által nyújtott hitelek domináns formáját képezték, jóllehet mérsékelten nőtt az MPI-k részvényeken kívüli értékpapír-vásárlásainak hozzájárulása. Ez a megnövekedett hozzájárulás nagyban tükrözte az MPI-k vásárlásait azon értékpapírokból, amelyeket az EPK-k az értékpapírosítási tevékenységekkel összefüggésben bocsátottak ki.

A magánszektorban nyújtott hitelek legnagyobb összetevője, azaz a magánszektorban nyújtott MPI-hitelek éves növekedési üteme visszaesett, és 2008 negyedik negyedévében 7,3%-ot, decemberben pedig 5,8%-ot tett ki, miután az év elején 11% körül lebegett. Ez a visszaesés összhangban volt a banki hitelkamatok 2005 vége óta tapasztalt növekedéseinek várt hatásával, a lakáspiac folytatódó lassulásával, a hitelfeltételeknek az év folyamán megfigyelt szigorodásával, valamint általánosabban a konjunktúra alakulásával. Az évesített három hónapos növekedési ütem 2008 végén erősen csökkent, a szeptemberi 6,8%-ról a decemberi 2,7%-ra esve, figyelembe véve az értékpapírosítás hatását.

A magánszektorban nyújtott hitelezés általános lassulása széles alapokon nyugodott a különböző pénztartó szektorokra kiterjedten, bár a korrekció szintje szektorról szektorra változó volt. A háztartásoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme – folytatva a 2007-ben megfigyelt trendet – észrevehető csökkenést mutatott, míg



a nem pénzügyi vállalatoknak és a nem monetáris pénzügyi közvetítőknek nyújtott hitelek éves növekedési ütemeiben megfigyelt visszaesések kissé enyhébbek voltak. Valójában a nem pénzügyi vállalatoknak és a nem monetáris pénzügyi közvetítőknek nyújtott hitelekben 2007 végén megfigyelt lendület 2008 első negyedévében is tartott, és a második negyedévig nem regisztráltak csökkenést a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedési rátáiban.

A háztartásoknak nyújtott hitelek éves növekedési ütemében megfigyelt mérséklődés fő oka a lakásvásárlási hitelek éves növekedési rátájának esése volt, ami a számos euroövezeti gazdaság lakáspiaci dinamikájában végbemenő mérséklődést tükrözte, valamint a szigorodó finanszírozási feltételeket, a kamatlábak korábbi növekedéseinek hatását és a gyengülő gazdasági kilátásokat. Ugyanakkor az értékpapírosítási tevékenység bizonyos mértékig továbbra is torzította a hitelnövekedést. Valójában a valódi értékesítés típusú értékpapírosítási tevékenységek által az éves áramlásokra gyakorolt hatás decemberben mintegy 1,7 százalékponttal (kissé az éves átlag felett) csökkentette a magánszektorban nyújtott MPI-hitelek éves növekedési ütemét. Ugyanakkor ezen értékpapírosítási tevékenységek természetűe különbözött a piaci zavar kezdete előtt megfigyelttől, mivel az MPI-k az értékpapírosított eszközeiket saját mérlegeikben tartották, hogy fedezetként benyújtsák az eurorendszer műveleteiben. Mindazonáltal, még ezt a korrekciót is figyelembe véve, a hitelállomány növekedése az év során lényegesen lassult.

A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott MPI-hitelek éves növekedési üteme 2008-ban csökkent, jóllehet historikusan erőteljes maradt. E vállalatok hitelkereslete az év első felében erőteljes maradt, bár az eurorendszer banki hitelezési felmérése enyhe mérséklődést jelzett. A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme 2008 második felében csökkenni kezdett, de robusztus maradt. E hitelek folytatódó dinamizmusát különféle tényezők támogatják. Egyrészt az a tény, hogy a hosszabb lejáratú hitelek alkotják a legrugalmasabb összetevőt, azt jelezheti, hogy a hitelek

rendelkezésre állásának jövőbeli romlását előre látva előzetes hitelfelvetelekre került és kerül sor. Ezenkívül ez egy átrendeződést is tükrözhet a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokból a hitelekbe a nem pénzügyi vállalatok MPI-k általi finanszírozásában. A 2008 negyedik negyedévére vonatkozó adatok a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek rövid távú dinamikájának további mérséklődését jelzik, ami összhangban van a ciklikus környezettel és a szigorúbb finanszírozási feltételekkel, bár kínálati tényezők is szerepet játszottak.

Összefoglalva, úgy tűnt, hogy a hitelek 2008. évi alakulása a bankoktól a nem pénzügyi vállalatokhoz és háztartásokhoz áramló finanszírozás robusztus, mégis hanyatló voltát tükrözte, és kevés bizonyíték utalt arra, hogy e szektorok bankhitelhez jutása jelentősen romlott volna, akár a pénzügyi feszültségek szeptember közepi fokozódása után is. Ugyanakkor az év végén a vállalati hitelezés növekedésének jelentős gyengülése volt megfigyelhető. Ezenkívül az eurorendszer banki hitelezési felmérésének eredményei a hitelfeltételek jelentős szigorításait jelzik.

Az M3 egyéb ellenpárjai közül a pénztartó szektorok által tartott hosszabb lejáratú MPI pénzügyi kötelezettségek (a tőke és a tartalékok kivételével) éves növekedési üteme jelentősen visszaesett, és a 2007. végi 8,5%-ot követően 2008 negyedik negyedévében 1,0%-ot, decemberben pedig -0,1%-ot ért el. A folyamatok különösen relevánsak két alkomponens, nevezetesen a hosszabb lejáratú betétek és az MPI-k hitelviszonyt megtestesítő értékpapírjai esetén. A hosszabb lejáratú betétek állományainak növekedési ütemében megfigyelt csökkenés a rövidebb lejáratok irányába történő átrendeződést tükrözhet, tekintettel a hozamgörbe alakjára és a pénzügyi feszültségek fokozódására, míg az MPI-k által kibocsátott hosszabb lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok alakulása az e forráson keresztül történő finanszírozáshoz jutás nehézségére utal.

Az MPI-szektor nettó külsőeszköz-pozíciója 2008 folyamán két különböző trendet mutatott.

Az év első felében tekintélyes tőkekiáramlások voltak megfigyelhetők, amelyeknek havi átlaga meghaladta a 30 milliárd eurót, majd a második félévben kisebb beáramlásokra került sor. Ezeket a kiáramlásokat valószínűleg nagy mértékben a nem euroövezeti rezidensek euroövezetieszköz-eladásai vezérelték (vagyis az euroövezeti eszközökből való átrendeződés), míg a beáramlások azt a ténytet tükrözik, hogy a külföldi adósságok erőteljesebben csökkentek, mint a külföldi követelések. Ennek eredményeképpen a 2007 folyamán az MPI-k nettó külső-eszköz-pozíciójában megfigyelt éves beáramlások 2008 elején éves kiáramlásokká változtak. Ezek az éves kiáramlások júliusban csaknem 300 milliárd eurón tetőztek, majd azt követően csökkentek. Ezek a folytatódó kiáramlások valószínűleg a nemzetközi portfóliók folyamatban lévő újbóli kiegyensúlyozását tükrözik, különösen az euroövezet gazdasági kilátásainak romlásával és a likviditásszerzés szükségességével összefüggésben. A fizetési mérleg monetáris bemutatása felfedi, hogy az MPI-k nettó külső-eszköz-pozíciójában megfigyelt éves kiáramlások főként a részvényekbe történő nettó portfólióbefektetések csökkenését tükrözik.

### A PÉNZÜGYI PIACI ZAVARRAL ÖSSZEFÜGGÉSSEN FOKOZÓDTAK A PÉNZPIACI FESZÜLTSEGEK

A globális pénzügyi zavar 2007. augusztusi kezdetét követően 2008 folyamán az euro pénzpiacok továbbra is súlyos feszültségeket mutattak. A bankközi kereskedési volumenek – különösen hosszabb lejáratokon – igen szerények maradtak, és a fedezett és fedezetlen pénzpiaci kamatlábak közötti különbségek történelmi léptékkal mérve igen magasak maradtak.

Január és október eleje között a fedezetlen pénzpiaci kamatlábak a teljes lejáratú spektrumban emelkedtek, majd jelentősen csökkentek. A 2008. januári közel 4%-os értékről a három hónapos EUREPO kamatláb július végén és augusztus elején 4,35% körüli csúcsra emelkedett. Ezt követően szeptember közepéig e szint körül maradt, majd csökkent, és 2009. februárjának végén 0,94% körül alakult. Ez elsősorban az EKB irányadó kamatlábainak és az azokkal

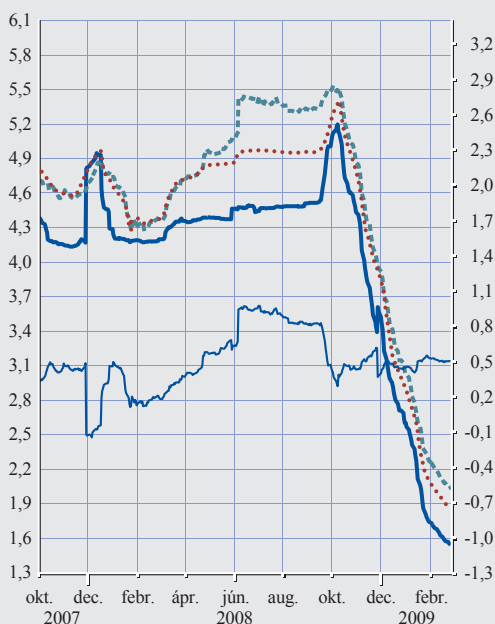
kapcsolatos piaci várakozásoknak az alakulását tükrözte (lásd e fejezetet 1. részét).

Az irányadó kamatlábak alakulásán túlmenően a meglévő pénzügyi piaci feszültségek intenzitásának változásai és e feszültségeknek a hitel- és likviditási prémiumokra gyakorolt hatása ugyancsak fontos szerepet játszott a fedezetlen pénzpiaci kamatlábak meghatározásában (lásd a 2. keretes írást). Konkrétabban, a három hónapos EURIBOR a január 29-i 4,29%-os mélypontról október 9-én az 5,39%-os csúcsra emelkedett. Az emelkedés különösen meredek volt a Lehman Brothers szeptember közepi fizetésképtelenné válását követően (lásd a 9. ábrát). Ezután a három hónapos EURIBOR esett, és a kamatlábcsökkentésről szóló várakozások eredményeként, valamint amiatt, hogy a tagállamok a pénzügyintézeteket támogató állami csomagokat hirdettek meg, 2008 végén

9. ábra: Fedezetlen pénzpiaci kamatlábak

(százalék/év; napi adatok)

- egy hónapos EURIBOR (bal skála)
- ... három hónapos EURIBOR (bal skála)
- - - tizenkét hónapos EURIBOR (bal skála)
- a tizenkét hónapos és egy hónapos EURIBOR közötti különbség (jobb skála)



Források: EKB és Reuters.

2,89%-ot tett ki. 2009 februárjának végén a három hónapos EURIBOR 1,83%-on állt.

A pénzügyi hozamgörbe lejtése – a tizenkét havi és az egyhónapos EURIBOR kamatlábak közötti különbözettel mérve – 2008 folyamán némi volatilitást mutatott, és az említett különbség a 2008. január végi alacsony 12 bázisponttól júniusban 97 bázispontos csúcsra emelkedett, mielőtt 2009. februárjának végén 50 bázispont körüli szintre esett, és ott stabilizálódott.

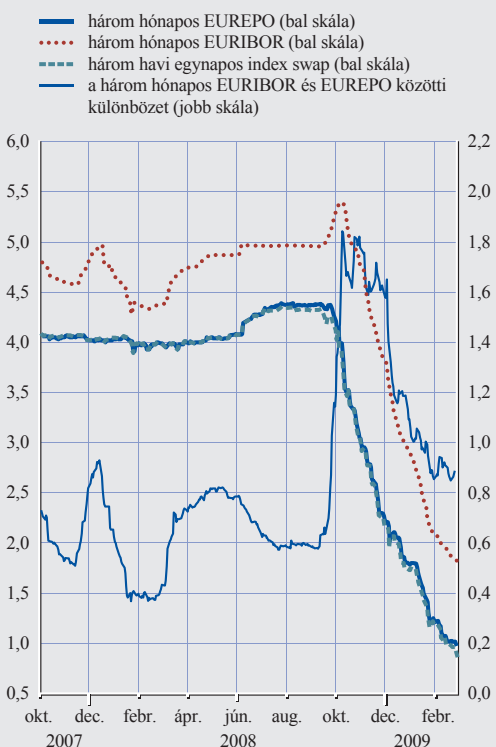
A fedezett és fedezetlen pénzügyi kamatlábak közötti különbség ugyancsak nagyon volatilis volt 2008-ban, és historikusan magasan maradt, meghaladva a 2007 második felében, a pénzügyi zavar kezdeti időszakaiban megfigyelt szinteket. A három hónapos EURIBOR és EUREPO kamatlábak közötti különbség a 2008. január

közepi mintegy 40 bázispontból márciusban körülbelül 70 bázispontra emelkedett, miután a JPMorgan átvette a Bear Stearns feletti ellenőrzést. Október elején 184 bázispontos csúcsot ért el, majd 2009 februárjának végén körülbelül 90 bázispontra csökkent (lásd a 10. ábrát).

A három hónapos EURIBOR határidős kontraktusok opcióiból származtatott implikált volatilitások ugyancsak jelentősen ingadoztak 2008 folyamán, tükrözve a pénzügyi feltételek volatilitását, valamint a makrogazdasági kilátásokat és így a monetáris politika irányát övező bizonytalanságot. A Lehman Brothers fizetésképtelenné válását követő bizonytalanság magas szintjeitől vezérelve a kamatláb-volatilitás e mutatója (vagyis a 2009 márciusában lejáró három hónapos EURIBOR határidős kontraktusokból származtatott implikált volatilitás) október 10-én érte el a legmagasabb értéket.

**10. ábra: Három hónapos EUREPO, EURIBOR és egynapos kamatswap**

(százalék/év; napi adatok)



Források: EKB, Bloomberg és Reuters.

### 2008-BAN AZ ÁLLAMKÖTVÉNYEK HOZAMAI MAGAS VOLATILITÁS KÖZEPETTE CSÖKKENTEK

2008-ban az államkötvénypiacokat az euroövezetben és a világ többi részén egyaránt nagy hozamingadozások jellemezték, amelyeket főként az elmélyült pénzügyi válság közvetlen és közvetett következményei vezéreltek. A napról napra tapasztalt magas volatilitás közepette 2008-ban a hosszú távú államkötvényhozamok általában feltűnően csökkentek mind az euroövezetben, mind az Egyesült Államokban, ami nagyrészt azt tükrözte, hogy a befektetők továbbra is a magas likviditású és biztonságos értékpapírokat részesítették előnyben, az irányadó kamatlábak erősen csökkentek, és végül a piac konjunkturális és inflációs kilátásainak jelentős lefelé módosításaira került sor. A rendkívüli bizonytalanság, hogy a pénzügyi válság végül milyen hatásokat fog gyakorolni a világ-gazdaság majdani állapotára, és ebből milyen monetáris politikai döntések következnek, tükröződött a tényleges és a várt kötvénypiaci volatilitás megemelkedett szintjeiben, és a befektetők bizonytalansága különösen az év vége felé öltött jelentős méreteket, a Lehman Brothers csődjét követő fokozott pénzügyi feszültségekkel összefüggésben. Ráadásul 2008-ban tovább nőttek a különbözések a hosszú lejáratú

euroövezeti államkötvények hozamai és a hosszú lejáratú német államkötvények hozamai között, tükrözve a hitelkockázat- és likviditási prémiumbeli különbségeket (további részleteket lásd a 6. keretes írásban). 2008 végén az euroövezeti és egyesült államokbeli tízéves államkötvényhozamok 3,6% illetve 2,2% körül alakultak, vagyis az egy évvel korábban jellemző szinteknél 75 illetve 184 bázisponttal alacsonyabban (lásd a 11. ábrát).

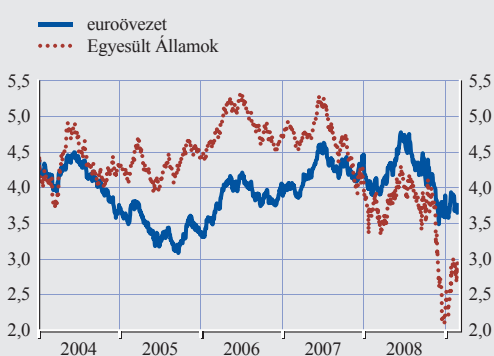
A folyamatban levő pénzügyi zavarral kapcsolatos események, a nyugtalanság 2008 szeptembere óta tartó további eszkalációja és annak a realgazdaságra gyakorolt hatása magyarázhatják – legalábbis részben – a főbb kötvénypiacok alakulását. 2008 folyamán a pénzügyi környezet – számos meglepetésként elhangozó esemény közepette – drámai átalakuláson ment keresztül. Ennek következtében a kormányok mind az Egyesült Államokban, mind az euroövezetben számos intézkedést hirdettek meg azzal a céllal, hogy támogassák a pénzügyi rendszert, erősítsék a fogyasztói bizalmat, fenntartsák a gazdasági konjunktúrát és biztosítsák a hitelek rendelkezésre állását a háztartások és a vállalatok részére. Attól kezdve, hogy márciusban a JPMorgan Chase átvette az ellenőrzést a Bear

Stearns felett az Egyesült Államokban megszűnt a függetlenül működő befektetési bank üzleti modellje. A pénzügyi válság a nyár végén/ősszel eszkalálódott, amikor – többek között – az Egyesült Államok kormánya által támogatott Fannie Mae és Freddie Mac vállalatokat állami tulajdonba vették, a Lehman Brothers csődöt jelentett, és a Szövetségi Tartalékbank 80%-os érdekeltségért cserébe rendkívüli hitelt nyújtott az AIG biztosítócsopornak. Szeptember végére a súlyos pénzügyi bajok az euroövezetre is áterjedtek, és több pénzintézetet feszült helyzetbe hoztak. Ennek következményeként az euroövezetben számos beavatkozásra került sor a bankrendszer tehermentesítése céljából. Amint azt az Európai Bizottság egy az euroövezeti országok összehangolt európai cselekvési tervéről szóló, az október 12-i csúcserkeztelen elhangzott nyilatkozattal kapcsolatban jelentette, e beavatkozások célja „a nemzeti erőfeszítések összehangolása a bankok támogatása, a betétek védelme és a hiteláramlás fokozása érdekében. A terv értelmében a nemzeti kormányok bevásárolnák magukat bankokba, hogy erősítsék azok pénzeszközeit, és ideiglenesen garantálják a banki refinanszírozást a hitel-szűke enyhítése érdekében.” Ilyen körülmények között, és szembesülve a makrogazdasági kilátások rosszabbodásával, mind a Szövetségi Tartalékbank, mind az EKB egy sor kezdeményezést vállalt, hogy erősítse likviditási eszközeit, és támogatást nyújtson a pénzügyi piacoknak. Ezenkívül két központi bank ismételt csökkentette irányadó kamatlábát, befolyásolva ezzel a kötvényhozamokat. Külön említést érdemel, hogy 2008. december 16-án a Szövetségi Tartalékbank intézkedései az irányadó kamatlábak addigi legalacsonyabb szintre csökkentésével kulmináltak. A szövetségi alapok kamatcélkitűzését nem egy ponton, hanem a nulla és 0,25% közötti tartományon belül tartották. Ezenkívül, többek között, a Szövetségi Tartalékbank meghirdette hosszabb lejáratú kincstári értékpapírok vásárlásának lehetőségét, ami ugyancsak hozzájárulhatott a kötvényhozamok lenyomásához.

Mindeközben 2008 tavaszának elejéig a hosszú lejáratú államkötvényhozamok az Atlanti-óceán mindkét oldalán folytatták hanyatló

**11. ábra: Hosszú lejáratú államkötvényhozamok**

(százalék/év; napi adatok)



Források: Bloomberg, EuroMTS, Reuters, EKB.  
Megjegyzés: 2007 januárja előtt az euroövezeti hosszú lejáratú államkötvényhozamok tízéves kötvényekre vonatkoznak vagy a legközelebbi rendelkezésre álló kötvénylejáratra. 2007 januárjától az euroövezet tízéves kötvényhozamát az euroövezeti szuvern AAA kötvényekből származtatott tízéves névértékű hozam reprezentálja.

trendjüket, amely 2007 közepén kezdődött, amikor az Egyesült Államok ingatlanpiacának állapotával kapcsolatos aggodalmak növekedni kezdtek. Ez az epizód a kockázati étvágy határozott csökkenését hozta, ami a részvényekből és más kockázatos eszközökből államkötvényekbe való portfólióátrendeződéseket és ebből következően hozamesést eredményezett. A tízéves államkötvényhozamok a tavasz és a nyár vége között emelkedtek, majd ezt követően erősen csökkentek. Miközben a hozamok emelkedése – a nyersanyag- és élelmiszerárakra nehezedő erős felfelé irányuló nyomás közepette – a megnövekedett globális inflációs kockázatok érzékelésének tudható be, későbbi csökkenésüket a minőségbe menekülés és a likviditáshoz menekülés epizódjai magyarázhatják, amelyekre azért került sor, mert ismét aggodalmak merültek fel a pénzügyi szektort, pontosabban a pénzügyi zavar további fokozódását illetően. Ráadásul az ősszel a kötvényhozamok eséséhez bizonyára hozzájárultak azok a beérkezett makrogazdasági adatok, amelyek a globális növekedés feltűnő lassulását és a lefelé módosított inflációs kockázatok érzékelésében bekövetkezett változást jelezték. Nem meglepő módon, az Egyesült Államokban, ahol a pénzügyi válság meglehetősen súlyossá vált, a kötvényhozamok esése erősebb volt, mint az euroövezetben. Általában az Egyesült Államok államkötvényeit átlagosan likvidebbnek is tekintették, mint az euroövezeti államkötvényeket, ami ugyancsak hozzájárult az államkötvények hozamainak további eséséhez az Egyesült Államokban.

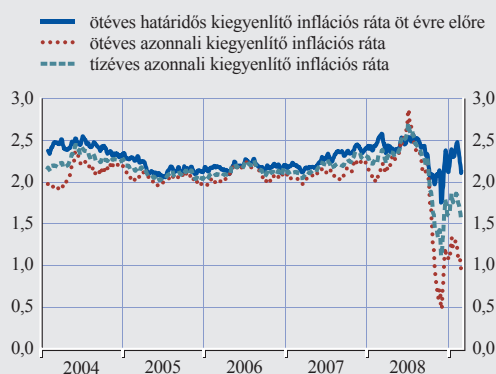
Az euroövezetben az év elejétől körülbelül szeptember közepéig az államkötvények reálhozamai 2% körül lebegtek. Később, körülbelül október végéig, a reálhozamok emelkedtek. Az októberi, mintegy 3%-os csúcstól követően az év végén az ötéves határidős reálhozamok öt év távlatában éppen 2% alatt voltak. Míg szeptember és október között a reálhozamok az alacsony likviditás és az inflációhoz kötött kötvénypiacon zavarokat okozó technikai tényezők miatt emelkedtek, a trend később a makrogazdasági kilátásokkal kapcsolatos aggodalmak közepette megfordult.

2008 folyamán a piaci szereplők hosszú távú inflációs várakozásait és a kapcsolódó kockázati prémiumokat mérő öt évre előre vonatkozó ötéves határidős kiegyenlítő inflációs rátát szintén befolyásolta a pénzügyi piacok alakulása és a makrogazdasági kilátások. Míg a piaci szereplők hosszú távú inflációs várakozásainak és a kapcsolódó kockázati prémiumoknak ez a mutatója – fokozódó nyomásokat tükrözve a nyersanyagok és élelmiszerek árban – az euroövezetben a nyárig emelkedett, és 2,5% körül állt, az ősszel jelentősen esett (lásd a 12. ábrát). 2008 végén ez a ráta 2% körül volt. Ehhez az eséshez mind a gyengülő gazdasági kilátásokkal összefüggésben mérséklődő inflációs várakozások, mind azok a technikai tényezők hozzájárultak, amelyek torzítják a hagyományos névleges kamatlábú kötvények viszonylagos árazását a jellemzően kevésbé likvid inflációhoz kötött államkötvényekkel szemben. Ennélfogva a kiegyenlítő inflációs rátáknak a piaci szereplők inflációs várakozásai és a vonatkozó kockázati prémiumok mutatóiként való értelmezését különleges piaci tényezők súlyosan gátolták, különösen a pénzügyi válság szeptemberi fokozódása óta.

Az év folyamán tovább nőtt a piaci szereplőknek az implikált volatilitással mért, az államkötvények bizonytalanságára vonatkozó érzékelése az euroövezetben és az Egyesült Államokban, és ez szeptembertől fokozódott a

**12. ábra: Euroövezeti zéró kupon kiegyenlítő inflációs ráták**

(százalék/év; a napi adatok ötnapos mozgóátlagai; szezonális kiigazítással)



Források: Reuters és az EKB számításai.

globális pénzügyi piacok nagyfokú nyugtalan-sága közepette. Az évek ebben az időszaká-ban, a pénzügyi rendszer számos nagy szereplőjének szétesését és az emiatti biztonságba és likviditásba menekülést követően, a kötvény-piaci volatilitás különösen markáns szinteket ért el az Egyesült Államokban. Ugyanakkor szeptember végére, amikor a pénzügyi ingatag-ság Európában is súlyosbodott, a kötvénypiaci volatilitás az Atlanti-óceánnak ezen az olda-lán is megnövekedett (további részleteket a 3. keretes írás tartalmaz).

2009 első két hónapjában az euroövezeti hosszú lejáratú kötvényhozamok mérsékelten, mintegy 10 bázisponttal nőttek, miközben az egyesült államokbeli kötvényhozamok emelkedése erő-sebb, és körülbelül 80 bázisponttal egyenlő volt.

Február 27-én az euroövezeti és az amerikai tízéves államkötvényhozamok 3,7%-ot, illetve 3,0%-ot tettek ki. A hosszú távú kötvényhoza-mok alakulását az Atlanti-óceán mindkét oldalán befolyásolták a gyengülő gazdasági kilátások, a megnövekedett kockázatkerülés és az ezzel kapcsolatos biztonságba menekülés, valamint az államkötvény-kibocsátók finanszírozási szük-ségeiteivel kapcsolatos növekvő aggodalmak. Miközben az első két tényező hajlamos lenne lefelé nyomni a hozamokat, a harmadik – amely nyilvánvalóan uralkodott a másik kettő felett, különösen az Egyesült Államokban – a hozamok felfelé nyomására hajlana. Ugyanezen időszak-ban az euroövezetben a hosszú lejáratú, infláció-hoz kötött kötvények hozamai is nőttek, valószí-nűleg az inflációhoz kötött kötvények piacának továbbra is meglévő korlátait tükrözve.

### 3. keretes írás

#### VOLATILITÁS ÉS LIKVIDITÁS A RÉSZVÉNY- ÉS ÁLLAMKÖTVÉNYPIACOKON

Amint az A) ábra mutatja, a pénzügyi válság során a részvény- és kötvénypiacok egyre volatilisabbá váltak.<sup>1</sup> A piaci volatilitásnak ez a magas foka a tőkeáttételes pozíciók leépülésé-nek, a piacokat ért információs sokkok nagy számának, a jelentős bizonytalanságnak és a piaci szereplők emelt szintű kockázatkerülésének kombinációjából fakad. A fokozott kockázatkerülés valószínűleg növelte az információs sokkok és a bizonytalanság által az árak alakulására gyako-rolt hatást, aminek eredményeként az áringadozások nagyobbak lettek, mint alacsonyabb szintű kockázatkerülés esetén lettek volna.

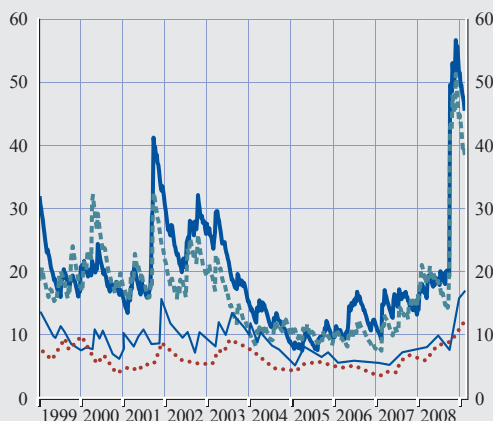
A válság során hosszú időszakokon keresztül erős negatív korreláció volt a részvény- és köt-vényhozamok között (lásd a B) ábrát). Ez a negatív korreláció értelmezhető annak bizonyítéka-ként, hogy a pénzek a részvénypiacokról a biztonságos menedéket jelentő államkötvénypiacok leglikvidebb szegmenseibe áramoltak. Ilyen erős negatív korrelációt utoljára akkor figyeltek meg, amikor a részvénypiac 2003-ban mélypontra jutott. 2008 utolsó hónapjai során a negatív korreláció e piacok között kevésbé markánsná vált, mivel a kötvénypiacok is volatilisabbak let-tek. Ez annak egyre nyilvánvalóbbá válása után következett be, hogy a pénzügyi piacok folya-matai jelentősen átterjedtek a reálgazdaságra. Az inflációs várakozások és a kockázati prémiumok megnövekedett változékonysága mellett valószínűleg az is közrejátszott a hosszú lejáratú kötvényhozamok fokozott volatilitásában, hogy a piaci szereplők jelentősen módosították az irányadó kamatlábak jövőbeli alakulására vonatkozó várakozásaikat.

<sup>1</sup> Lásd az EKB Havi jelentése 2008. novemberi számának „Szokatlan volatilitás a globális részvénypiacokon” (*Abnormal volatility in global stock markets*) című keretes írását.

**A) ábra: Heti részvény- és kötvényhozamok realizált volatilitása**

(százalék/év; heti adatok)

— euroövezeti részvények  
 ..... euroövezeti kötvények  
 - - - amerikai részvények  
 — amerikai kötvények

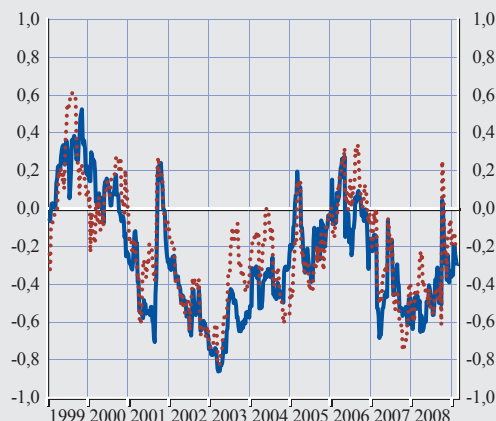


Források: Bloomberg és az EKB számításai.  
 Megjegyzések: A részvényhozamokat az euroövezetre vonatkozóan a Dow Jones EURO STOXX index, míg az Egyesült Államokra vonatkozóan a Standard & Poor's 500 index alkalmazásával számítottuk ki. A kötvényhozamok kiszámítása a Bloomberg-től beszerzett egyesült államokbeli és német zéró kupon hozamokból történt. A volatilitások számítása exponenciálisan súlyozott mozgóátlagok alkalmazásával készült.

**B) ábra: A heti részvény- és kötvényhozamok közötti összefüggés**

(heti adatok)

— euroövezet  
 ..... Egyesült Államok



Források: Bloomberg és az EKB számításai.  
 Megjegyzések: A hozamok kiszámítása az A) ábránál jelzettek szerint történt. A korrelációk számításához exponenciálisan súlyozott mozgóátlagokat használtunk.

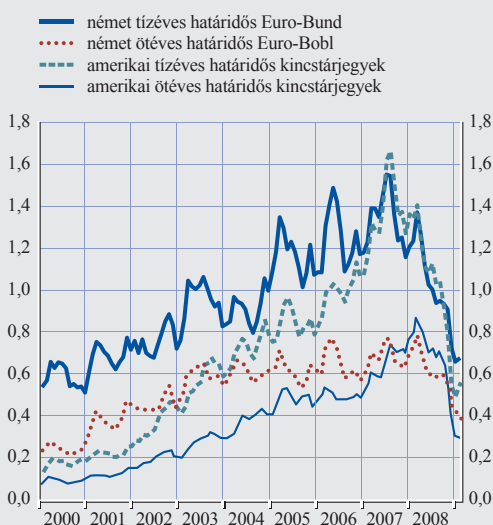
Az államkötvénypiac megnövekedett volatilitása általában kevésbé hajlamossá tette a piaci szereplőket arra, hogy folyamatos likviditást biztosítsanak egymásnak azzal, hogy nagy összegekre vonatkozóan forgalomképes ajánlatot tegyenek a limitáras megbízások piacán. Jóllehet a leglikvidebb államkötvények, úgymint az Egyesült Államok és Németország kormányai által kibocsátott államkötvények, biztonságos menedékként szolgáltak a befektetők számára a pénzügyi válság idején, a likviditás még ebben az eszközosztályban is nyomás alatt volt.<sup>2</sup> A részvényekkel ellentétben az államkötvényekkel jobbra tőzsdéken kívül kereskednek, ami óhatatlanul azt jelenti, hogy ezeken a piacokon a kereskedési tevékenység képe töredezettebb. Az európai államkötvények kereskedésére használt elektronikus platformokról rendelkezésre álló adatok még a leglikvidebb értékpapírok esetén is tekintélyes csökkenéseket jeleznek mind a forgalmazott volumeneket, mind a jegyzett mélységeket illetően. A piaci likviditás romlásának jelei nyilvánvalóak a jegyzett bid-ask szpredekben is, amelyek jelentősen tágultak. Csakúgy, mint a likviditási feszültség korábbi időszakaiban, például az 1998-as zavar idején, a likviditás romlása azon értékpapírok esetében volt a legsúlyosabb, amelyek már a pénzügyi válság kezdete előtt is viszonylag illikvidek voltak. Úgy tűnik például, hogy az inflációhoz kötött kötvények hozamait néhány piacon erősen befolyásolták a likviditási prémiumok.<sup>3</sup>

2 A biztonságba menekülésnek az euroövezeti államkötvénypiacokra gyakorolt hatása további elemzését lásd a 6. keretes írásban.

3 Lásd az EKB Havi jelentése 2008. novemberi számának „A reálhozamok közelmúltbeli emelkedései és azok következményei az inflációs várakozások elemzésére nézve” (*Recent increases in real yields and their implications for the analysis of inflation expectations*) című keretes írását.

### C) ábra: Határidős államkötvények kereskedési volumenei

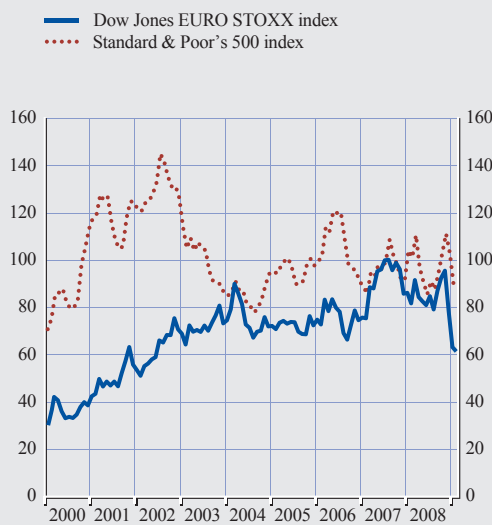
(millió szerződés; napi adatok három havi mozgóátlagai)



Források: Chicago Mercantile Exchange/Chicago Board of Trade és Eurex Deutschland.  
Megjegyzés: Az egyes Euro-Bobl és az Euro-Bund határidős kontraktusok feltételezett nagysága 100 000 EUR, míg az öt éves és tízéves határidős kincstárjegy-kontraktusoké 100 000 USD.

### D) ábra: Kereskedési volumenek a részvénypiacokon

(index: 2007. július = 100; havi adatok három havi mozgóátlagai)



Források: Bloomberg és az EKB számításai.  
Megjegyzés: A volumenek mérése a kereskedett részvények teljes számaként történik az indexeket alkotó cégekre vonatkozóan.

Piaci szereplők szerint a nagyobb ügyleteket különösen növekvő mértékben végzik értékpapír-kereskedőket összekötő brókerek, aminek az az eredménye, hogy a kereskedési volumenek csökkenése az elektronikus platformokon valószínűleg eltúlozza a teljes kereskedési tevékenység visszaesését. Ugyanakkor az euroövezeti államkötvénypiac kereskedési tevékenységének szintjét a határidős piacból is lehet mérni. A határidős államkötvények a világon a legnagyobb kereskedési forgalommal bíró eszközök között vannak, és azon néhány piacok egyikét jelentik, ahol a likviditás viszonylag sértetlen. A piaci tevékenység mérésekor a határidős ügyletek nyilvánvaló előnye, hogy azok tőzsdén forgalmazott eszközök, amelyekkel kapcsolatban a teljes tevékenységre vonatkozó adatok azonnal rendelkezésre állnak.

Anekdotikus bizonyítékok arra utalnak, hogy a kötvénykereskedők jelentősen csökkentették mérlegeik méretét, válaszul a hozamok megnövekedett volatilitására és a magasabb finanszírozási költségekre. Tekintve, hogy a határidős kötések igen gyakran a kereskedők kötvényportfóliói kamatkockázatának fedezésére használják, az ilyen okból kötött határidős ügyletek száma csökkenhetett. A C) ábra azt mutatja, hogy a határidős ügyletek kereskedési volumene valóban csökkent a pénzügyi válság 2007. közepi kezdete óta. Különösen a leggyakrabban alkalmazott instrumentum, a tízéves államkötvényre kötött határidős ügyletek száma csökkent több mint kétharmaddal az Egyesült Államokban, és több mint a felével Németországban 2007 közepe óta. Valamivel kisebb csökkenések voltak megfigyelhetőek az öt éves kötvények határidős ügyleteinek kereskedési volumeneiben.

A D) ábra azt mutatja, hogy a részvénypiacokon a – kereskedett részvények átlagos havi számával mért – volumenek viszonylag rugalmasak maradtak mind az euroövezetben, mind az Egyesült



Államokban, annak ellenére, hogy 2009 elején – különösen az euroövezetben – némileg csökkentek. Amint fentebb megjegyeztük, a részvénypiacokon megfigyelt viszonylag robusztus kereskedési volumenek a piacokat befolyásoló sok információs sokkot tükrözhetik. Ha a többi feltétel megegyezik, a piaci áraknak igazodniuk kell, amikor új információ áll rendelkezésre. Így amikor a piacokat a szokásosnál gyakrabban érik információs sokkok, az ügyletek gyakorisága is növekszik. A részvénypiacok esetén ezek az információs sokkok tükrözhetik mind a jövőbeli osztalékokra vonatkozó felülvizsgált elvárásokat, mind a diszkonttényező változásait. Ezzel szemben a szabvány államkötvényekből eredő készpénzáramlások névlegesen rögzítettek, és így az értékelések csak a diszkonttényező változásaira reagálnak.

A piaci szereplők mérlegeinek csökkentésével kombinálva a 2008 folyamán tapasztalt makrogazdasági bizonytalanság jelentős növekedése a volatilitás megugrásait, valamint sok pénzügyi piaci szegmensben a piaci likviditás súlyos rosszabbodását okozta. Ez még azokra a piacokra is kihatással volt, amelyeket egyébként igen likvidnek tartanak, és amelyeket általában minimális kockázati szintek jellemeznek. Ilyenek az euroövezeti államkötvénypiacok. A volatilitásnak végül mérséklődnie kell, amint a makrogazdasági bizonytalanság elül, és a kinnlevő eszközök leépítésének időszaka elmúlik, ami a piaci likviditás valamilyen normalizálódásához vezet.

### 2008-BAN MEREDÉKEN ESTEK A RÉSZVÉNYÁRFOLYAMOK

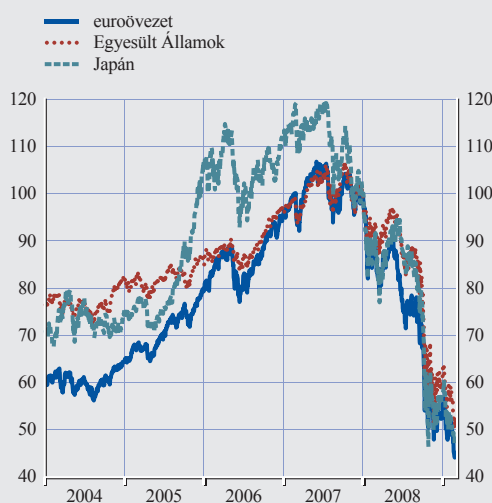
A 2008-as évet az egész világon a magas volatilitás és a részvényárfolyamok meredek esései jellemezték, számos, a pénzügyi környezetet – különösen az Egyesült Államokban – átformáló esemény, valamint rosszabbodó globális makrogazdasági feltételek közepette. Mindent egybevetve, 2008 végén a Dow Jones EURO STOXX, a Standard & Poor's 500 és a Nikkei 225 indexekkel mérve a részvényárak az euroövezetben, az Egyesült Államokban, illetve Japánban mintegy 46%-kal, 39%-kal, illetve 42%-kal voltak alacsonyabbak, mint 2007 végén (lásd a 13. ábrát). A részvényárfolyamok ingadozásai különösen erőssé váltak márciusban és szeptembertől, tükrözve a globális pénzügyi piacok nyugtalanságát. Ezenkívül mind a tényleges, mind a várt nyereségek növekedésének visszaesése az Atlanti-óceán mindkét oldalán szintén hozzájárult a részvénypiacok negatív teljesítményéhez. Ezek az ármozgások magas volatilitás közepette zajlottak, amely októberben és novemberben kivételes szintekre emelkedett.

Az év elejétől 2008 márciusának közepéig a részvényárak az euroövezetben, az Egyesült Államokban és Japánban hanyatló trendet követtek. Ez a trend részben megfordult, amikor a JP Morgan Chase átvette a Bear Stearns

ellenőrzését, miután a Szövetségi Tartalékbanktól olyan kölcsönt kapott, amelyet csak a befektetés nyereségessége esetén kell visszafizetni. A Bear Stearns mentőcsomagját kedvezően fogadták a piaci szereplők, akik változtatták kockázati megítélésüket, hozzájárulva ezzel a

13. ábra: Főbb részvénypiaci indexek

(indexek új bázisa: 2007. december 31. = 100; napi adatok)



Források: Reuters és Thomson Financial Datastream.

Megjegyzés: Az alkalmazott indexek a Dow Jones EURO STOXX átfogó index az euroövezetre, a Standard & Poor's 500 index az Egyesült Államokra és a Nikkei 225 index Japánra vonatkozóan.

részvénypiacok életben tartásához. Ilyen körülmények között, március közepétől június elejéig a Dow Jones EURO STOXX csaknem 10%-kal, a Standard & Poor's 500 mintegy 8,5%-kal, míg a Nikkei 225 22,5%-kal emelkedett.

Ugyanakkor a nyár folyamán a részvényárfolyamok jelentősen visszaestek amiatt, hogy ismét teret nyertek a pénzügyi szektorral és a világgazdaság kilátásaival kapcsolatos aggodalmak. Ebben az időszakban nőtt az Egyesült Államok kormánya által támogatott vállalkozásokra (GSE-kre), azaz a Fannie Mae-re és a Freddie Mac-re, valamint a kötvénybiztosítókra nehezedő nyomás. Továbbá a nyár első felében gyorsan emelkedtek a nyersanyagárak, beárnyékolva ezzel a világgazdasági kilátásokat. Szeptemberben tovább eszkalálódtak az események a pénzügyi piacokon, amikor az Egyesült Államokban a fent említett GSE-eket állami tulajdonba vették, a Szövetségi Tartalékbank az Egyesült Államok Pénzügyminisztériumával együtt gondoskodott az AIG biztosítócsoport megmentéséről, és a Lehman Brothers csődje, a Merrill Lynch-nek a Bank of America általi átvétele, valamint a Goldman Sachs és a Morgan Stanley bankholdingtársaságokká alakulása után megszűnt a függetlenül működő befektetési bank üzleti modellje. E rendkívüli eseményeket követően, és válaszul arra, hogy a nyugtalanság az Egyesült Államok pénzügyi rendszerén kívülre terjedt, számos európai pénzügyi intézet számára is államilag támogatott megmentési terveket kezdeményeztek. Az Atlanti-óceán mindkét oldalán kormányok és állami intézmények egyaránt számos intézkedést hoztak a pénzügyi rendszer stabilizálása céljából. Ezen intézkedések közé tartoztak a betéti garanciák a magánszámlák tulajdonosai számára, a bankok újratökésítését szolgáló intézkedések, valamint a banki likviditást erősítő rendelkezések. Ezenkívül a jelentősebb központi bankok csökkentették irányadó kamatlábaikat, miközben fokozódott a pénzügyi nyugtalanság, és romlottak a makrogazdasági kilátások.

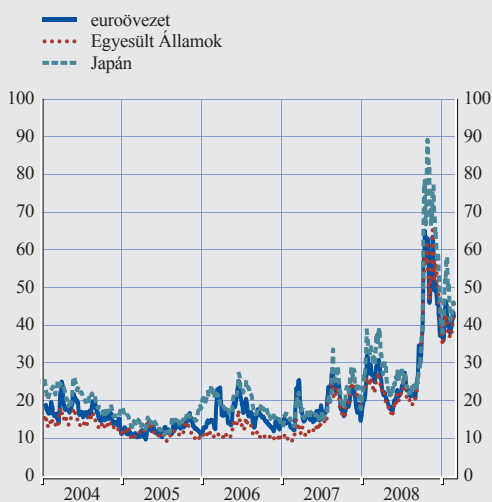
A részvénypiacok esését fokozta a tényleges és a várt nyereségek növekedésének mérséklődése az Atlanti-óceán mindkét oldalán. 2007 decembere

és 2008 decembere között a tényleges nyereség-növekedés, amelyet a Dow Jones EURO STOXX indexben szereplő vállalatok egy részvényére eső nyereségként számolnak ki, negatívvá vált, körülbelül -16%-ra. Hasonlóképpen erősen lefelé módosították a nyereségekkel kapcsolatos várakozásokat is. Az egy részvényre jutó nyereség 12 hónapra előre jelzett éves növekedési üteme a 2007. december végi mintegy 9%-ról a 2008. december végi körülbelül 1,6%-ra esett. Az euroövezeti vállalatok nyereségességének csökkenése, a makrogazdasági mutatókból származó negatív hírekkel együtt, negatívan hatott a részvénytársaságok értékelésére.

A pénzügyi piacok folytatódó nyugtalansága és romló makrogazdasági feltételek mellett a részvénypiacokat a részvényopciókból származtatott implikált volatilitással mért bizonytalanság magas foka jellemezte. A részvényvolatilitás különösen magas volt a pénzügyi piacokat megrázó főbb események idején, azaz márciusban és szeptember óta (lásd a 14. ábrát). Mindezeket

#### 14. ábra: Implikált részvénypiaci volatilitás

(százalék/év; a napi adatok ötnapos mozgóátlaga)



Forrás: Bloomberg.

Megjegyzések: Az implikált volatilitás a részvényárfolyamok százalékos hozamának a következő, legfeljebb három hónapban várt szórása, amely az árfolyammutatókban szereplő opciós árakból származtatható. Az implikált volatilitás a következő részvényindexekre utal: az euroövezet esetében a Dow Jones EURO STOXX 50, az Egyesült Államok esetében a Standard & Poor's 500, Japánban pedig a Nikkei 225 indexre.

figyelembe véve valószínű, hogy a részvénykockázati felárak mind az euroövezetben, mind az Egyesült Államokban nőttek, hozzájárulva ezzel a nyomott tőzsdei árfolyamokhoz.

Szektorális szempontból mind az euroövezetben, mind az Egyesült Államokban a részvényárfolyamok a pénzügyi iparban szenvedték el a legnagyobb veszteségeket 2007 decembere és 2008 decembere között, mintegy 57%-os illetve 51%-os visszaeséssel. A részvényárfolyamok a nem pénzügyi szektorban is jelentősen estek, az euroövezetben körülbelül 41%-kal, míg az Egyesült Államokban 36%-kal.

2009 elején a rosszabbodó globális gazdasági kilátások, valamint a pénzügyi rendszer „egészségét” illetően kiújult aggodalmak még inkább lenyomták a részvényárfolyamokat. 2008 vége és 2009. február 27. között a Dow Jones EURO STOXX és a Standard & Poor’s 500 index mintegy 17%-kal, illetve 19%-kal csökkent.

### TOVÁBB MÉRSÉKLŐDÖTT A HÁZTARTÁSOK HITELFELVÉTELE

2008 folyamán tovább lassult a háztartások hitelfelvételének dinamikája, ami olyan tényezők hatását tükrözte, mint a szigorúbb finanszírozási feltételek, a gazdasági kilátások gyengülése és a lakáspiaci dinamika folyamatban levő mérséklődése.

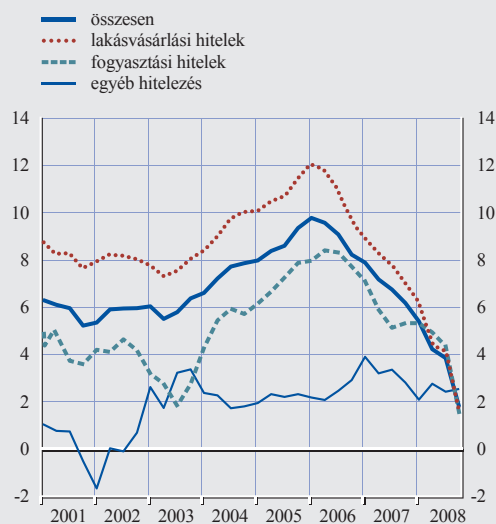
A háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek – amelyek a háztartások hitelfelvételének fő forrását jelentették 2008-ban – éves növekedési üteme a 2007 végi 6,2%-ról decemberre 1,8%-ra csökkent. Ugyanakkor a nem MPI-k (azaz EPK-k, biztosítótársaságok és nyugdíjalapok) által a háztartásoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme 2008-ban továbbra is meghaladta az MPI-k által a háztartásoknak nyújtott hitelek növekedési ütemét, amely 2008 harmadik negyedévében 10,4%-ot tett ki. Ez részben az ún. „true-sale” (valódi értékesítés típusú) értékpapírosítási tevékenységek hatását tükrözi, ahol a hiteleket kivonják és eltávolítják az MPI-k mérlegeiből, hogy azután egyéb pénzügyi közvetítők (EPK-k) által nyújtott hitelként kerüljenek elszámolásra.

A háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek felhasználási cél szerinti bontása azt mutatja, hogy a mérséklődés fő mozgatórugója a lakásvásárlási célú hitelfelvétel növekedési ütemének visszaesése volt. 2008 decemberében a háztartásoknak nyújtott lakáscélú hitelek éves növekedési üteme 1,7% volt, a 2007. decemberi 7,1%-ot követően (lásd a 15. ábrát). Ez a visszaesés megfelelt a lakásárak növekedésében és a lakáspiaci konjunktúrában számos euroövezeti gazdaságban megfigyelt lassulásnak. Az eurorendszer banki hitelezési felmérésének eredményei alátámasztják ezt az értékelést, mivel 2008 folyamán a bankok megállapították, hogy a rosszabbodó lakáspiaci kilátások és a romló fogyasztói bizalom voltak azok a fő tényezők, amelyek hozzájárultak a háztartások lakáshitel-keresletének mérséklődéséhez. Ráadásul, a rosszabbodó lakáspiaci kilátások részben felelősek voltak a bankok hitelezési feltételeinek szigorodásáért is, amelyek fontos szerepet játszottak a hitelállomány növekedésének mérséklődésében.

A lakáscélú hitelek éves növekedési rátájának mérséklődése az EKB irányadó kamatlábai 2005 decembere óta tartó emeléseinek

15. ábra: Háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek

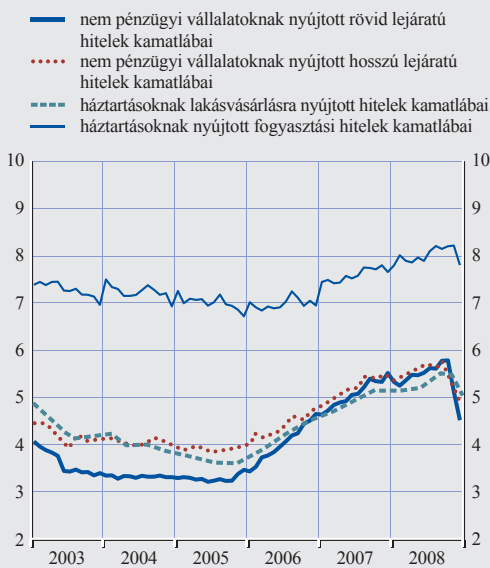
(éves százalékos változások)



Forrás: EKB.

**16. ábra: Háztartásoknak és nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek kamatlábai**

(százalék/év; díjak nélkül; új szerződések kamatlábai)



Forrás: EKB.

csökkentő hatását is tükrözte. A 2006-ban és 2007-ben megfigyelt trendet folytatva, bár lassúbb ütemben, de az MPI-k lakásvásárlási hiteleinek kamatlábai 2007 decembere és 2008 szeptember/októberté között 31 bázisponttal emelkedtek, mielőtt a negyedik negyedévben 10 bázisponttal csökkentek (lásd a 16. ábrát). Az év első három negyedévében megfigyelt emelkedés széles alapokon nyugodott a teljes lejáratú spektrumban, bár kissé nagyobb volt a legfeljebb egyéves, valamint az egy és öt év közötti eredeti kamatfixálási időszakú hitelek esetén.

A fogyasztási hitelek éves növekedési üteme ugyancsak csökkent, és 2008 decemberében 1,5%-ra esett, mintegy 4 százalékponttal elmaradva a 2007. végi értéktől. Az utóbbi negyedévekben a fogyasztási hitelek éves növekedési üteme a csökkenő fogyasztói bizalommal és az euroövezet magánfogyasztásának fokozatos mérséklődésével összhangban csökkent. Ezenkívül az eurorendszer banki hitelezési felmérésének eredményei azt jelzik, hogy 2008-ban tovább szigorodtak a fogyasztási hitelek esetén alkalmazott hitelfeltételek, 2007 negyedik

negyedévének folyamataival összhangban, az általános gazdasági konjunktúrával kapcsolatos várakozások rosszabbodása, valamint a hitelfelvevők hitelképességében megfigyelt romlás következtében. A fogyasztási célú MPI-hitelek kamatlábai, amelyek 2008-ban jóval a lakásvásárlási hitelek kamatlábai felett maradtak, 2007 decembere és 2008 novemberé között 56 bázisponttal emelkedtek, mérsékelve ezáltal a fogyasztási hitelek iránti keresletet. Ezt követően csökkentek, és a 2008 decemberében megfigyelt kamatlábak 15 bázisponttal haladták meg a 2007. decemberieket.

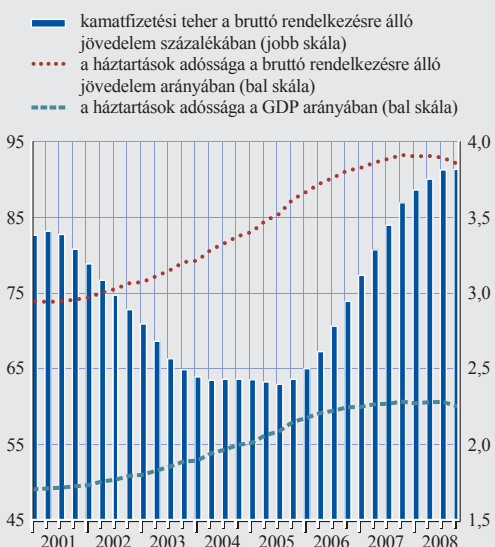
#### **A HÁZTARTÁSOK ELADÓSODOTTSÁGA STABILIZÁLÓDOTT**

2008 második felében a lakáscélú hitelezés növekedési ütemében megfigyelt elhúzódó mérséklődés és a rendelkezésre álló jövedelem folytatódó növekedése a háztartások adósságának a rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított aránya enyhe csökkenéséhez vezetett. Becslések szerint ez az arány a negyedik negyedévben 92% körül volt (lásd a 17. ábrát). Ugyanez figyelhető meg az adósság-GDP arányban, amely – az euroövezet integrált számláiból származó adatok szerint – 2008 negyedik negyedévében mintegy 60%-ra esett. Következésképpen az euroövezetbeli háztartások eladósodottságának szintje viszonylag mérsékelt az olyan országokhoz képest, mint az Egyesült Államok vagy az Egyesült Királyság. A háztartások eladósodottságának mérséklődése segített stabilizálni kitettséget a kamatlábak, a jövedelem és az eszközárak változásainak. Azt is érdemes megemlíteni, hogy szerte az euroövezetben nagyfokú heterogenitás van a háztartások eladósodottságában. Különösen magas kockázati szintek vonatkoznak a háztartásokra az euroövezet azon részein, ahol észrevehetőbb a gazdasági lassulás, vagy még mindig vannak jelei a túlértékelésnek a lakáspiacokon.

Ugyanakkor, jóllehet a háztartások eladósodottsági szintje 2008-ban stabilizálódott, a háztartásoknak nyújtott hitelek kamatainak múltbeli emelkedései a háztartások adósságszolgálati terhének – amelyet úgy mérünk, hogy a

**17. ábra: A háztartások adóssága és a kamatfizetések**

(százalékok)

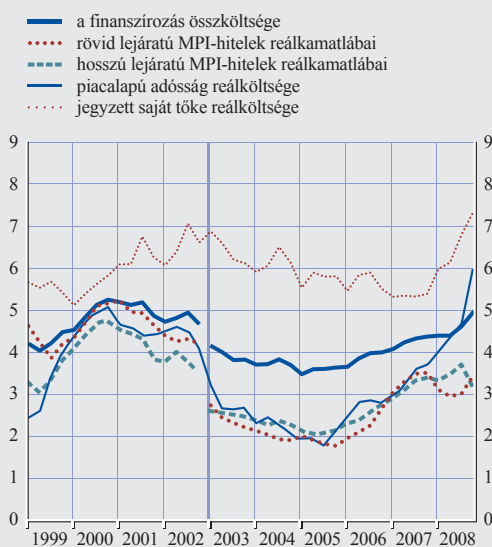


Források: EKB és Eurostat.

Megjegyzések: A háztartások adóssága tartalmazza a háztartásoknak valamennyi intézményi szektor és a külföld által nyújtott összes hitelt. A kamatfizetések nem tartalmazzák a háztartások által fizetett teljes finanszírozási költségeket, mert nem tartalmazzák a pénzügyi szolgáltatások díjait. A legutolsó feltüntetett negyedév adatai részben becslések.

**18. ábra: Az euroövezet nem pénzügyi vállalatai külső finanszírozásának reálköltsége**

(százalék/év)



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

Megjegyzések: A nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozásának reálköltségét a bankok által adott kölcsönök, a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok költsége és a saját tőke költsége súlyozott átlagként számítják ki, állományaik alapján és az inflációs várakozásokkal deflálva (lásd az EKB Havi jelentése 2005. márciusi számának 4. keretes írását). A harmonizált MPI-hitelkamatlábak 2003 elején történt bevezetése megtörte a statisztikai idősort.

kamatfizetéseket plusz a tőketörlesztéseket a rendelkezésre álló jövedelem százalékában fejezzük ki – további növekedéséhez vezettek. Becslések szerint így a kamatfizetési teher 2008 második felében 3,8%-ot ért el, emelkedve a 2007 végi 3,6%-ról, és meghaladva a 2001-ben megfigyelt előző csúcst.

### 2008-BAN JELENTŐSEN NŐTT A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK KÜLSŐ FINANSZÍROZÁSÁNAK KÖLTSÉGE

Az utóbbi évekhez viszonyítva 2008-ban – a pénzügyi piaci nyugtalanság közepette – az euroövezetben jelentősen emelkedett a nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozásának reálköltsége. Jóllehet 2008 első felében a vállalati nyereségesség rugalmas maradt, az év hátralévő részében – különösen az utolsó negyedévben – gyors romlás jeleit mutatta. Egy első negyedévi kiugrást követően, amelynek oka az

MPI-hitelek erős dinamikája volt, a nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozásának növekedése mérséklődött. Ugyanakkor a nem pénzügyi vállalati szektor tőkeáttétele 2008-ban vélhetően tovább nőtt.

A pénzügyi és hitelpiacok fokozódó feszültségei közepette az euroövezetbeli nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozásának teljes reálköltsége 2008-ban meredeken emelkedett (lásd a 18. ábrát). 2008 utolsó negyedévében mind a makrogazdasági feltételek, mind a makrogazdasági kilátások nyilvánvaló romlása hozzájárult a külső vállalati finanszírozás költségének hirtelen emelkedéséhez, miközben a nemfizetésekkel kapcsolatos fokozott várakozások és a nyereségek lefelé módosításai nyomásztólag hatottak a befektetők hitel- és piacokkockázat-becsléseire. Az év folyamán a növekedést főleg a piaci alapú hiteltől történő

és részvényeladással való finanszírozás reálköltségének meredek emelkedése vezérelte.

A külső vállalati finanszírozás költségének összetevőit vizsgálva, 2007 végéhez képest a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott MPI-hitelek reálkamatlábai csökkentek (lásd a 18. ábrát). Az évvégek közötti pontról pontra történő összehasonlítás erős évközi dinamikát rejt. A névleges rövid lejáratú kamatlábak az év nagy részében nagy általánosságban növekedtek, szorosan követve a három hónapos EURIBOR emelkedő trendjét, bár a reálhatást szeptemberig tompította a rövid távú inflációs várakozások élénkülése. Novemberben és decemberben a rövid lejáratú kamatlábak jelentősen estek, tükrözve az irányadó kamatlábak csökkentéseit és a pénzpiaci kamatlábak mérséklődését. Mindezek eredményeként a változó kamatú és legfeljebb egyéves eredeti kamatfixálási időtartamú hitelek névleges kamatlábai a kis és nagy hitelek esetén 70 illetve 106 bázisponttal estek.

A szeptemberig tartó emelkedést követően a hosszú lejáratú MPI-hitelkamatlábak az utolsó negyedévben csökkentek, és ez a csökkenés markánsabb volt a nagy összegű hiteleknél. 2007 végéhez képest a kisebb hitelek hosszú lejáratú MPI-kamatlábai lényegében változatlanok maradtak, míg a nagy összegűeké 72 bázisponttal estek. A hasonló lejáratú államkötvények hozamai ugyancsak vegyes trendet mutattak az év során: előbb emelkedtek, majd meredeken csökkentek. Mindent egybevetve, 2007 végéhez képest az ötéves államkötvények hozamai 2008 decemberében 85 bázisponttal voltak alacsonyabbak. E folyamatok eredményeként az év második felében a hosszú távú banki hitelkamatlábak és az összehasonlítható piaci kamatlábak közötti különbség nagy átlagban a szélesedés felé tendált. A különbségek növekedése a bankok tőkepiaci finanszírozása magasba szökő költségével együtt következett be.

A nem pénzügyi vállalatok piaci alapú adósságának reálköltsége 2008 folyamán megemelkedett, megerősítve a 2007 végén kezdődött emelkedő trendet. 2008 decemberére ez a költség 200 bázisponttal haladta meg az előző év szint-

jét, és 420 bázisponttal volt a 2005-ben elért történelmi mélypont felett. A 2008 végén elért szint a GMU kezdete óta legmagasabb szintet jelentette, és jóval meghaladta a 2000-ben regisztráltat. Ezzel szemben – amint fentebb említettük – a hasonló lejáratú államkötvények hozamai csökkentek. Ennek eredményeképpen 2008 második felében a vállalatkötvényszpredek jelentősen szélesedtek. A szpredek növekedése a hitelfeltételek szigorodását és a befektetők magasabb hitelkockázat-érzékelését is tükrözi.

A nem pénzügyi vállalatok jegyzett részvényeinek reálköltsége az év folyamán markánsan emelkedett. 2008 második felében nyilvánvaló romlás következett be, amikor a tőzsdei árfolyamok (például a Dow Jones EURO STOXX átfogó euroövezeti indexszel mérve) zuhantak, és a kockázatkerülés kivételesen magas szintet ért el. Az év első felében mutatott figyelemre méltó rugalmasságot követően a tőzsdén jegyzett vállalatok jövedelemnövekedése ugyancsak meredeken romlott, és éves alapon számítva novemberben negatívvá vált.

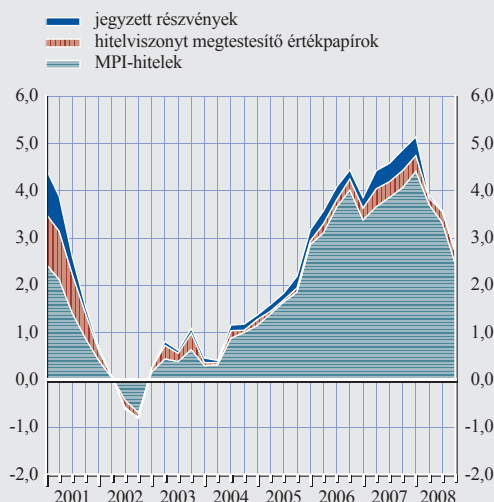
#### **A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK ÁLTALI KÜLSŐ FINANSZÍROZÁS ÜTEME MÉRSÉKLŐDÖTT**

2008 folyamán a nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozása fokozatosan mérséklődött. 2008 negyedik negyedévében a nem pénzügyi vállalatok finanszírozásának éves reálnövekedési rátája 2,7% volt, vagyis csökkent a 2007. negyedik negyedévi 4,9%-hoz és 2008 első negyedévének 5,1%-ához képest. Ezt a fejleményt elsősorban az MPI-k által nyújtott hitelek hozzájárulásának – jóllehet magas szintekről bekövetkezett – lassulása vezérelte, valamint – kisebb mértékben – a tőzsdén jegyzett részvények kibocsátásának visszaesése, miközben a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok hozzájárulása lényegében stabil maradt (lásd a 19. ábrát).

A tőzsdén jegyzett cégek vállalati pénzügyi kimutatásaiból származó aggregált cégszintű adatok szerint a nyereségek 2008 első feléve során rugalmasak maradtak (lásd a 20. ábrát). Ugyanakkor 2008 második felében a vállalati nyereségesség

### 19. ábra: A nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozásának éves reálnövekedési üteme<sup>1)</sup>

(éves százalékos változások)

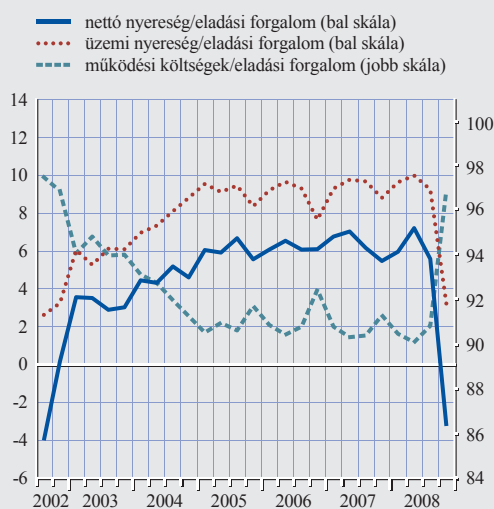


Forrás: EKB.

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

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

(negyedéves adatok; százalékok)



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

mutatói jelentősen estek. Ezzel párhuzamosan, 2008 utolsó negyedévében az euroövezetben hirtelen lefelé módosították a jövedelmekkel kapcsolatos várakozásokat. A tőzsdén jegyzett euroövezetbeli cégek eredményeire vonatkozó várakozások lefelé módosításainak száma az év vége körül példátlan csúcsot ért el.

A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott MPI-hitelek növekedési üteme 2008-ban lelassult. A 2008. márciusi nominális 15,0%-os csúcsot követően ez a növekedési ütem decemberben 9,4%-ra mérséklődött. Ez a még mindig robusztus tizenkét havi növekedési ütem némileg elrejti a vállalati szektornak nyújtott MPI-hitelek növekedésének gyengülő alapidinamikáját, a 2008 első félévében tapasztalt erőteljes növekedés áthúzódó hatása révén. Valóban, amint azt a rövid távú növekedési ütemek mutatják, az év vége felé – leginkább decemberben – a lassulás fokozódása következett be, a finanszírozási feltételek romlásának eredményeként. A lassulás lényegében összhangban van a finanszírozási feltételeknek az év folyamán az eurorendszer banki hitelezési felmérésében jelentett szigorodásával, a vállalattegyesítési és felvásárlási tevékenységek visszaesésével és a gazdasági konjunktúra mérséklődésével. Számos lehetséges magyarázata lehet annak, hogy az MPI-hitelek növekedése – miközben lassult – továbbra is viszonylag erőteljes maradt, legalábbis novemberig. 2008 első felében a vállalati folyamatok az euroövezetben viszonylag rugalmasak maradtak, fenntartva így a hitelkeresletet a finanszírozási tevékenységek számára. Egy másik összetevő tényező lehetett a kedvezőbb időkben kialakított hitelkeretek lehívása. A bankhitelek iránti keresletet támogathatta a nehézkes tőkepiaci finanszírozásból eredő helyettesítési hatás, a belsőleg generált pénzeszközök csökkenése és az áruhitelek szűkülése. Ráadásul a gyártókapacitás azonnali átállításának és költségcsökkentő programok megvalósításának akadályai gyakran meggátolják a vállalati kiadások rövid távú alkalmazkodását. Ez részben magyarázhat a hitelkeresletnek az év második felében – a gyengülő növekedési kilátások ellenére – tapasztalt rugalmasságára.

A piaci alapú (mind a hitelből történő, mind a részvényes) finanszírozás növekedése lelassult, párhuzamosan e finanszírozási források költségének megugrásával. A nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok éves növekedési üteme az év eleji mintegy 9,0%-ról 2008 decemberére 6,6%-ra csökkent. A rövid lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kibocsátása, amely a pénzügyi nyugtalanság 2007 nyarán bekövetkezett kezdetét követően fel lendült, ugyancsak fokozatosan mérséklődött. Ezt a folyamatot igazolja a szezonálisan kiigazított adatok rövid távú alakulása. A vállalati szpredek emelkedéséhez hozzájárulva ezek a folyamatok is tükrözhetik a vállalatgyesítési és felvásárlási tevékenység hanyatlását. A nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott tőzsdei részvények éves növekedési üteme 2008 folyamán jelentősen esett, és decemberben nullát ért el. A tőzsdei részvények nettó kibocsátásának az euroövezet vállalati szektora nettó finanszírozásához való elhanyagolható hozzájárulása a részvények emelkedő reálköltségének és az igen volatilis részvénypiaci feltételeknek tulajdonítható.

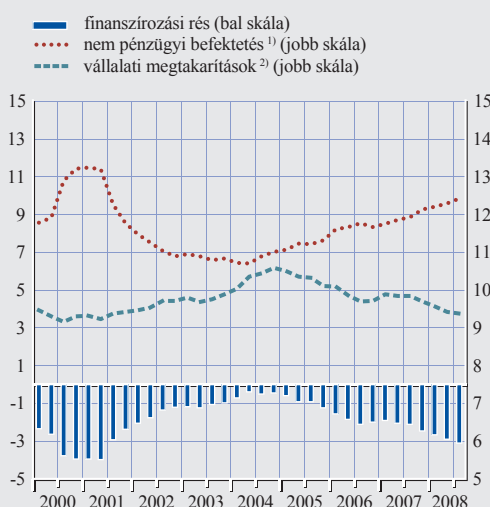
A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott külső finanszírozás – jöllehet mérséklődő – növekedése a szélesedő finanszírozási réssel vagy a nettó hitelfelvétellel lehet kapcsolatban, amelyet a bruttó megtakarítás és a bruttó állítóke-felhalmozás közötti egyenlegként számítunk ki (lásd a 21. ábrát). Az euroövezetben a nem pénzügyi vállalatok által 2007-ben és 2008 harmadik negyedévéig tapasztalt finanszírozási rés a vállalati megtakarítások csökkenéseinek és – kisebb mértékben – a GDP arányában kifejezett reálberuházások növekedéseinek az eredménye volt. 2008 első felében a vállalati megtakarítások esése elsősorban az emelkedő kamatfizetések eredménye volt.

#### A VÁLLALATI ADÓSSÁGOK EMELKEDÉSE FOLYTATÓDOTT

Az euroövezetbeli nem pénzügyi vállalatok mérlegpozíciójának alakulását illetően, a hitelből történő finanszírozás elhúzódó emelkedése az adósságráta további növekedéséhez vezetett (lásd a 22. ábrát). 2008 negyedik negyedévében a GDP-arányos adósságállomány és az adósságnak a bruttó működési többletkez viszonyított

**21. ábra: Nem pénzügyi vállalatok finanszírozási rése és annak főbb összetevői**

(a GDP százalékában; négy negyedévi mozgóátlag)



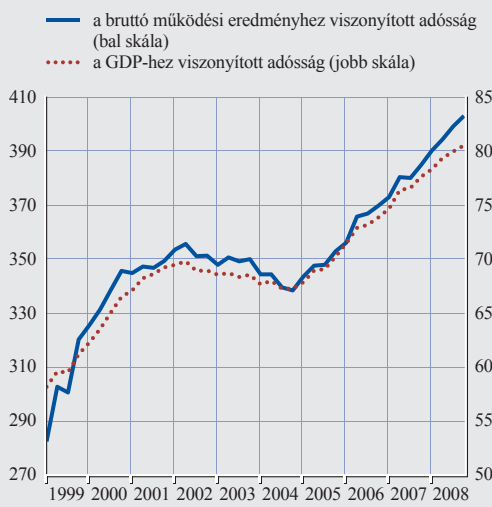
Forrás: EKB.

1) Magában foglalja a készleteket és a nem pénzügyi eszközök felhalmozódását.

2) Magában foglalja a nettó tőketranszfereket.

**22. ábra: Nem pénzügyi vállalatok adóssághányadai**

(százalékok)



Források: EKB, Eurostat és az EKB számításai.

Megjegyzések: Az adósságot a negyedéves európai ágazati elszámolások alapján jelentik, és magában foglalja a hiteleket, a kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat és a nyugdíjalap-tartalékokat. Az adatokat 2008 negyedik negyedévéig foglalja magában.



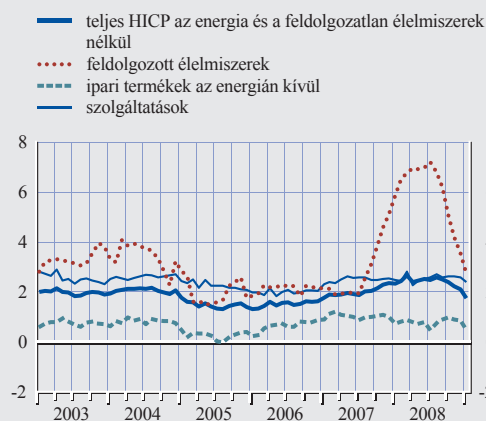
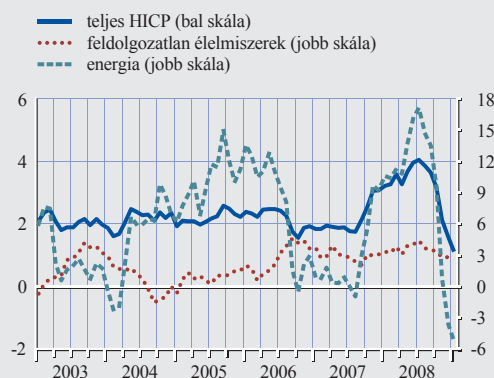
aránya 80,5%-ra, illetve 403%-ra emelkedett. A 2002 és 2004 közötti konszolidációs időszakot követően a nem pénzügyi vállalatok adósságrátái az utóbbi négy évben folyamatosan nőttek. A nem pénzügyi vállalatok adósságának a pénzügyi eszközökhöz viszonyított aránya 2008 túlnyomó részében emelkedett, megszakítva a 2003 első negyedéve óta megfigyelt csökkenő trendet. A magasabb adósság és az emelkedő kamatlábak kombinációja 2008 folyamán a nem pénzügyi vállalatok nettó kamatterheinek jelentős növekedésében jelentkezett.

### 2.3 AZ ÁRAK ÉS A KÖLTSÉGEK ALAKULÁSA

2008-ban a teljes HICP-infláció átlagosan 3,3%-ot tett ki, ami meredek emelkedést jelentett az előző évekhez képest, amikor az éves inflációs ráták 2,2% körül alakultak, és jóval meghaladta az EKB középtávú árstabilitási definícióját (lásd az 1. táblázatot). A 2008 egészére vonatkozó emelkedés a HICP év közbeni alakulása két jól megkülönböztethető folyamatának eredménye volt: a már eleve magas 2007. végi 3,1%-os szintről indulva az éves inflációs ráták tovább nőttek, és 2008 júniusában, valamint júliusában 4,0%-os csúcstól értek el, azt követően az év utolsó néhány hónapjában gyors ütemben visszahúzódtak, és decemberben 1,6%-ot tettek ki.

23. ábra: A HICP-infláció összetétele: főbb komponensek

(éves százalékos változások; havi adatok)



Forrás: Eurostat.

1. táblázat: Az árak alakulása

(eltérő jelzés hiányában éves százalékos változások)

	2006	2007	2008	2007 IV. n.év	2008 I. n.év	2008 II. n.év	2008 III. n.év	2008 IV. n.év	2008 dec.	2009 jan.
<b>A HICP és összetevői</b>										
Teljes index	2,2	2,1	3,3	2,9	3,4	3,6	3,8	2,3	1,6	1,1
Energia	7,7	2,6	10,3	8,1	10,7	13,6	15,1	2,1	-3,7	-5,3
Feldolgozatlan élelmiszerek	2,8	3,0	3,5	3,1	3,5	3,7	3,9	3,0	2,8	2,6
Feldolgozott élelmiszerek	2,1	2,8	6,1	4,5	6,4	6,9	6,7	4,3	3,5	2,7
Ipari termékek energia nélkül	0,6	1,0	0,8	1,0	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,5
Szolgáltatások	2,0	2,5	2,6	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,4
<b>Egyéb ár- és költségmutatók</b>										
Ipari termelői árak <sup>1)</sup>	5,1	2,8	6,2	4,0	5,4	7,1	8,5	3,7	1,6	.
Olajárak (EUR/hordó) <sup>2)</sup>	52,9	52,8	65,9	61,0	64,2	78,5	77,6	43,5	32,1	34,3
Nyersanyagárak <sup>3)</sup>	24,8	9,2	4,4	1,6	11,9	7,1	8,6	-10,7	-17,1	-20,7

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

Megjegyzés: Az ipari termelői árakra vonatkozó adatok az euroövezetre vonatkoznak, beleértve Szlovákiát.

1) Kivéve építőipar.

2) Brent Blend (egy hónapos határidős szállításra).

3) Energiát kivéve; euróban.

A teljes HICP-infláció 2008. évi alakulásának élesen különböző folyamataiban a globális nyersanyagárak (az energiaárak, valamint más nyersanyagok árai, beleértve az élelmiszerekét) domináltak (lásd a 23. ábrát). Az év első felében a világban mutatkozott élénk kereslet továbbra is felfelé nyomta a globális nyersanyagárakat, amelyek rendkívül magas szinteket értek el, míg az év második felében a konjunktúra gyors ütemű lassulása az év végére kifejezett visszaesésbe ment át, hirtelen ismét lenyomva az árakat. 2007 gyors emelkedéseit követően a legfeltűnőbbben az olajárak megugrása folytatódott 2008 első felében, történelmi magasságra jutva július elején, szűk kínálati és keresleti feltételek közepette. Az év második felében az olajárak meredeken estek, és végül jóval az év elején látott szintek alá kerültek. Ezzel párhuzamosan a feldolgozott élelmiszerek árainak inflációja, amely 2007 végén már eleve magas szintekről indult, az év első felében meredeken nőtt, aminek oka az élelmiszer-nyersanyagok készleteinek világszerte bekövetkezett szűkülése volt. Az év vége felé aztán a feldolgozott élelmiszerek árai gyorsan visszahúzódtak. Ezzel szemben az energiát és (feldolgozott és feldolgozatlan) élelmiszereket nem tartalmazó HICP-infláció lényegében stabil maradt (2008-ban 1,9%-on, a 2007. évi 1,8%-hoz képest).

2008 első felében gyorsultak a munkaerőköltségek, miközben jelentős felfelé irányuló nyomás

nehezedett a fajlagos munkaerőköltségekre a munkatermelékenység növekedésében bekövetkezett markáns ciklikus hanyatlással összefüggésben. Ez súlyos és növekvő aggodalmakat keltett az euroövezetben jelentkező jelentős másodlagos hatások kockázata miatt, amelyek az év közepe táján tetőztek. Ezek az aggodalmak az ősszel csillapodtak, ahogy a gazdaság egy kifejezett zsugorodási fázisba lépett.

Ennek megfelelően a fogyasztói inflációs érzékelések és várakozások, amelyek az év első felében markánsan emelkedtek, az euro bevezetése óta legmagasabb szintjeiket érve el, az év vége felé mérséklődni kezdtek.

#### **A HICP-INFLÁCIÓT JELENTŐSEN BEFOLYÁSOLTA AZ ENERGIA- ÉS ÉLELMISZERÁRAK ALAKULÁSA**

A nyersanyagárak volatilitása volt az a fő tényező, amely 2008 folyamán az euroövezeti HICP-infláció erős mozgásait vezérelte. Az éves ráta folyamatos, júniusban és júliusban 4,0%-os csúcsot elért emelkedése az energia, ipari- és élelmiszernyersanyag-árak példátlan növekedését követte (lásd a 4. keretes írást). Ellenben a HICP-infláció későbbi gyors csökkenése az év végi 1,6%-ra annak az eredménye volt, hogy erősen estek a nyersolajárak, és a globális (élelmiszereket is tartalmazó) nyersanyagok széles körének árai mérséklődtek, valamint még egy kedvező bázishatás is volt, miközben a gazdasági konjunktúra gyorsan romlott.

#### **4. keretes írás**

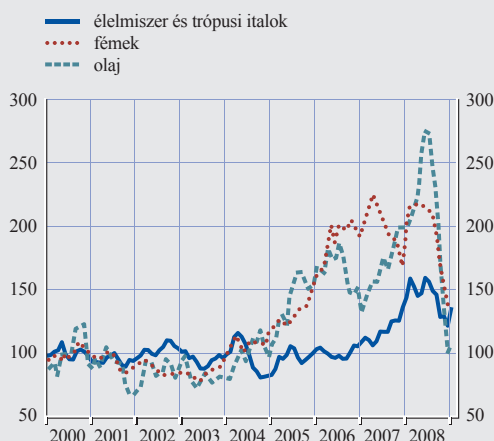
##### **A NYERSANYAGÁRAK ÉS A HICP-INFLÁCIÓ**

Nyersanyagok széles skálájának árai nőttek meredeken a 2005 eleje és 2008 júliusa közötti időszakban (lásd az A) ábrát). Azóta gyorsan csökkennek, a globális gazdasági konjunktúra észrevehető romlása közepette. A nyersanyagok – különösen az olaj és az élelmiszerek – árainak ilyen alakulása jelentős kihatással volt a fogyasztói árakra az euroövezetben, ami nagyban magyarázza a teljes HICP-infláció 2008-as csúcsát. Ez a keretes írás a nyersanyagáraknak az euroövezetbeli inflációra gyakorolt hatásait tekinti át.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Lásd az EKB Havi jelentése 2004. novemberi számának „Olajárak és az euroövezet gazdasága” (*Oil prices and the euro area economy*) című cikkét és 2004. júliusi számának „Az olajárak közelmúltbeli alakulása és hatásuk az euroövezeti árakra” (*Recent oil price developments and their impact on euro area prices*) című keretes írását.

### A) ábra: Nyersanyagárak

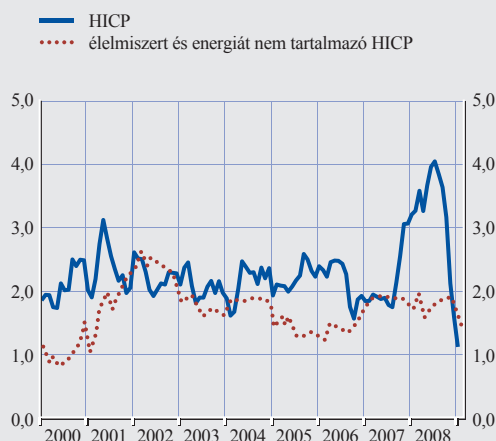
(havi adatok euróban; index: 2000 = 100)



Források: Hamburg Institute of International Economics és az EKB számításai.

### B) ábra: HICP-infláció

(éves százalékos változások; havi adatok)



Források: Eurostat és az EKB számításai.

### Közvetlen és közvetett hatások

A nyersanyagár-emelkedések a HICP-inflációt közvetlenül befolyásolják a teljes HICP csaknem 30%-át képviselő energia és az élelmiszerek fogyasztói áaira gyakorolt azonnali hatásukon keresztül. Közvetett hatások is lehet a fogyasztói árakra a termelői árakon keresztül, mivel a magasabb inputköltségekkel szembesülő cégek ezeket a költségnövekedéseket – haszonkulcsaik fenntartása vagy helyreállítása érdekében – továbbhárítják az eladási árakba.

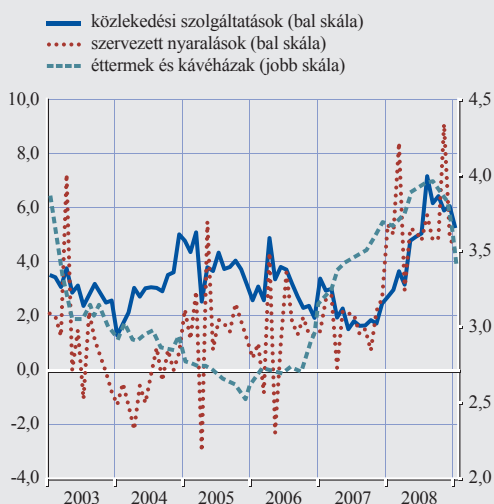
A költségnövekedéseknek a termelés további szakaszaira és a fogyasztókra történő áthárításának mértéke több tényezőtől függ, ideértve a piacon jelentkező kompetitív nyomásokat és a konjunktúraciklus feltételeit. Tekintve, hogy a költségsokkok végigvonulása az ellátási láncon időt igényel, az általános vélekedés szerint a közvetett hatások hosszabb időeltelődással érvényesülnek, és hosszabb ideig tartanak, mint a közvetlen hatások.

Az adatokat vizsgálva kitűnik, hogy 2007 augusztusa óta a fogyasztóiár-index alapján mért HICP-infláció nagyobb része a nyersanyagársokk közvetlen és közvetett hatásai miatt következett be. Ezzel összhangban a feldolgozott és feldolgozatlan élelmiszerek és az energia árai – amelyek a soknak közvetlenebbül kitett HICP-összetevők – 2008 júliusáig jelentősen emelkedtek, miközben az élelmiszert és energiát nem tartalmazó inflációs mutatók ebben az időszakban nagyjából változatlanok maradtak (lásd a B) ábrát).

Úgy tűnt, hogy a HICP más, termelési inputként olajat és nyers élelmiszert felhasználó összetevőiben is jelentkeztek közvetett hatások. A szolgáltatások összetevőn belül például a közlekedéssel kapcsolatos szolgáltatások és a szervezett társasutazások árai, valamint az éttermi árak – amelyeknél olajat és élelmiszert használnak fel termelői inputként – emelkedtek jelentősen 2008-ban, ahogy a nyersanyagárak tetőztek (lásd a C) ábrát). Ugyanakkor ezek az emelkedések az olaj- és élelmiszerár-emelkedéseken túlmenően más tényezőket is tükrözhetnek, úgymint a bérek alakulását és a fogyasztói kereslet erejét, különösen az év első felében.

### C) ábra: A HICP-szolgáltatások összetevőjének egyes alkotóelemei

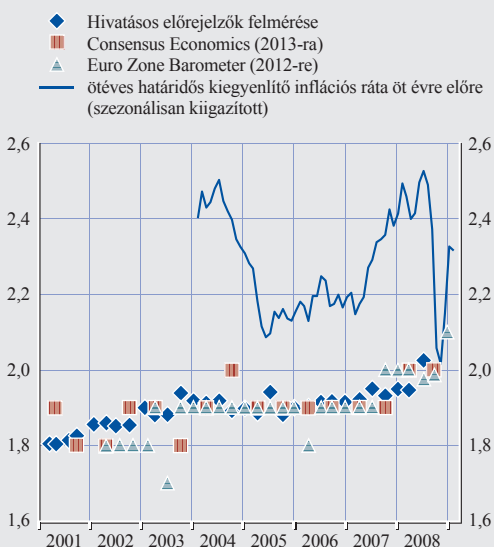
(éves százalékos változások; havi adatok)



Forrás: Eurostat.

### D) ábra: Felmérésekből származó hosszabb távú inflációs várakozások és a kiegyenlítő inflációs ráta

(éves százalékos változások)



Források: Consensus Economics, Euro Zone Barometer, EKB, Reuters és az EKB számításai.

Megjegyzés: A hosszabb távú inflációs várakozások felmérése a Consensus Economics előrejelzéseiben általában félfévente, míg a Hivatásos előrejelzők felmérésében és a Euro Zone Barometerben negyedévente történik.

A legutóbbi megfigyelések: kiegyenlítő inflációs ráta: 2009. február 27.; Hivatásos előrejelzők felmérése és Euro Zone Barometer: 2009. január; Consensus Economics: 2008. október.

### Másodlagos hatások

Az általában elsődlegesként leírt közvetlen és közvetett hatásokon kívül egy nyersanyagársokk a másodlagos hatásokként ismert kockázattal jár, amely további felfelé irányuló nyomást gyakorolhat a fogyasztói árakra. A másodlagos hatások jellemzően a fogyasztói áraknak az elsődleges hatásokon túlmenő, a sokk által a béralkura és az árazási viselkedésre gyakorolt hatás miatti emelkedésére utalnak. Egy nyersanyagársokk közvetlen és közvetett hatásai miatti infláció-növekedés másodlagos hatásokhoz vezethet, ha a gazdasági szereplők (különösen az ár- és bér meghatározók) megpróbálják kompenzálni a múltbeli inflációs sokkok által okozott reáljövedelem-veszteséget. Ez viszont kihatással lehet az inflációs várakozásokra, és tovább befolyásolhatja az ár- és bérmegállapító magatartást. Ily módon egy átmeneti inflációs sokk tartóssá válhat, ezért költségesebb lesz a megszüntetése.

Annak a valószínűsége, hogy egy nyersanyagársokk másodlagos hatásokhoz vezet, számos tényezőtől függ, ideértve a gazdaság ciklikus helyzetét, az áru- és munkaerőpiacok rugalmasságát (különösen, ha a béralku- és ár-meghatározási folyamatokat automatikus indexálási mechanizmusok meglete befolyásolja), az inflációs várakozások kialakulásának mechanizmusát, valamint – ami a legfontosabb – a központi bank hitelességét.

A másodlagos hatások kockázatának megfigyelésére felhasználhatóak az inflációs várakozások és a munkaerőköltség alakulása. A hivatásos előrejelzők felméréseiből származtatott inflációs várakozások 2007 közepe és 2008 közepe között némileg emelkedtek. A kötvényhozamokból származtatott kiegyenlítő inflációs ráták által implikált várakozások ugyanezen időszakban egyértelműen emelkedő trendet követtek, de a pénzügyi nyugtalanság fokozódásával és az olajárak ezt követő zuhanásával ez a trend később megfordult (lásd a D) ábrát). A béralkufolyamatok 2008-as alakulásából származó bizonyítékok is arra utalnak, hogy az euroövezet különböző országaiban

erőteljesen nőttek a bérek, bár azt nehéz kimutatni, hogy az emelkedésből mennyi tulajdonítható a másodlagos hatásoknak (az euroövezetbeli bérek közelmúltbeli alakulásáról további részletek az 5. keretes írásban találhatóak).

Miközben egy nyersanyagársoknak a fogyasztói árakra gyakorolt közvetlen, „mechanikus” hatásai elkerülhetetlenek, és közvetett hatások – a soknak az árláncon keresztüli transzmissziójától függően – lehetségesek, a másodlagos hatásokhoz kötődő kiterjedt inflációs nyomásokat feltétlenül el kell kerülni. A középtávú árstabilitás fenntartására beállított monetáris politika szerepe annak biztosítása, hogy egy nyersanyagársok ne befolyásolhassa a hosszabb távú inflációs várakozásokat, és ne válthasson ki kiterjedtebb árnyomásokat. Következésképpen, a fokozódó inflációs nyomásokkal összefüggésben, 2008 júliusában az EKB úgy határozott, hogy az inflációs várakozások stabilizálása érdekében emeli irányadó kamatlábait. Ugyanakkor később az év folyamán levitték a kamatlábakat, amikor nyilvánvalóvá vált, hogy az inflációs nyomásokat lényegesen enyhíteni fogja a nyersanyagárak meredek zuhanása és a gazdasági visszaesés.

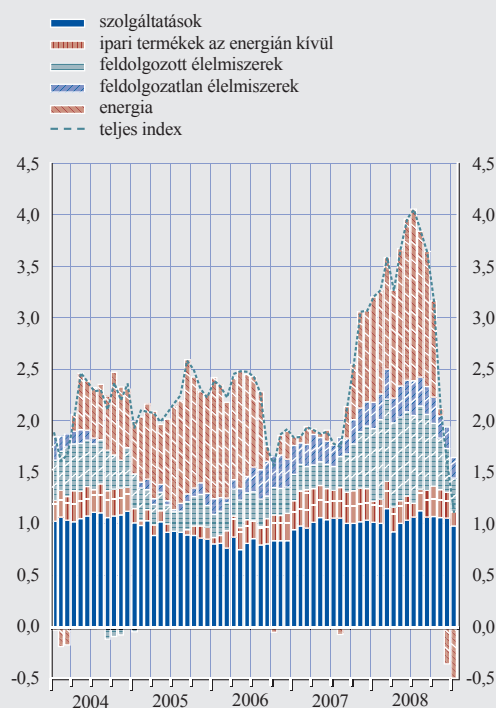
A teljes HICP-ben 9,8%-os súllyal szereplő energia komponens markáns mozgása a folyékony fűtőanyagok (úgy mint benzin, dízelolaj és fűtőolaj) árainak hirtelen változásait tükrözte. Ezeket a változásokat a globális olajárak vezérelték, kombinálva az olajon kívüli energia komponensek (úgy mint villanyáram és gáz) késleltetett reakciójával, mivel ezek hajlamosak némi késéssel követni a nyersolajárakat (lásd a 24. ábrát). 2008 júniusában az euróban kifejezett olajárak körülbelül 63%-kal voltak magasabbak, mint egy évvel korábban. 2008 decemberére 49%-kal voltak az egy évvel korábbi szint alatt, mintegy 63%-ot esve a 2008. júniusi csúcstól. Az éves folyamatnak ezt a feltűnő változását még a finomítók haszonkulcsának markáns mozgása is felerősítette. A HICP energiaárak tizenkét havi változása 2008 júliusában 17,0%-os csúcsra ért, szemben a 2007. decemberi 9,1%-kal, mielőtt gyorsan visszahúzódott, sőt decemberben – amikor -3,6%-ot tett ki – még negatívvá is vált.

Az euroövezet HICP-inflációja feldolgozott-élelmiszer komponensének éves növekedési üteme az energia komponenséhez hasonló módon alakult, és 2007 őszén számottevően emelkedett, mielőtt 2008 közepétől kezdődően erőteljesen esett. A feldolgozott élelmiszerek árváltozásának éves üteme 2008 júliusában 7,2%-os csúcsot ért el, vagyis nöött a 2007. júliusi 2,0%-hoz képest, mielőtt 2008 decemberében 3,6%-ra esett vissza. A feldolgozott élelmiszerek árának megugrása és későbbi csökkenése azon

komponensekkel volt összefüggésben, amelyekre erős befolyással vannak a globális mezőgazdasági alapanyagárak; ilyen komponensek például a kenyér és a cereáliák, a tejtermékek,

**24. ábra: A főbb összetevők hozzájárulása a HICP-inflációhoz**

(hozzájárulások éves százalékpontban; havi adatok)



Forrás: Eurostat.

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

valamint az olajok és a zsírok. A teljes évre vonatkozóan a feldolgozott élelmiszerek árának inflációja 2008-ban átlagosan 6,1%-ot ért el, szemben a 2007. évi 2,8%-kal. A feldolgozatlan élelmiszerek árai viszont a 2007-es 3,0%-hoz képest 2008-ban 3,5%-kal nőttek.

Az energiát és (feldolgozott és feldolgozatlan) élelmiszert nem tartalmazó HICP-infláció 2008 folyamán jórészt stabil volt. A magas (energia és nem energia) nyersanyagárakból adódó érzékelhetően magasabb inputárak hatását kiegyenlítette az alacsonyabb importárnyomások tompító hatása. Ez utóbbi az eurónak az év közepéig tartott felértékelődésével, az erős nemzetközi versennyel, valamint a kedvező bázishatással volt összefüggésben, hogy a Németországban 2007. január 1-jétől bevezetett 3 százalékpontos áfaemelés 2008 elején kezdett kiesni az éves inflációs rátákból.

Az energián kívüli ipari termékek árai 2008-ban 0,8%-kal nőttek, némi lassulást mutatva a 2007-ben regisztrált 1,0%-hoz képest. A belső gyártók által jelzett inputköltségnyomások és a gyártókapacitások magas kihasználtsági rátája ellenére az energián kívüli ipari termékek árának inflációja 2008 első felében mérséklődött. Júliustól némileg megélelénkült, aminek oka – többek között – az amerikai dollár második félévben megfigyelt hirtelen felértékelődésének, valamint néhány, a textilárakat a nyáron befolyásoló kivételes szezonális leárazásnak a hatása volt.

A szolgáltatásárak inflációja 2008 nagy részében lényegében stabil volt, bár viszonylag magas, 2,5% körüli szinteken maradt a 2007-es markáns emelkedést követően. Miközben a globális nyersanyagárak – különösen az olaj- és élelmiszerárak – növekedésének közvetett hatása hozzájárulhatott a szolgáltatások néhány komponensére – úgymint közlekedési szolgáltatások, valamint éttermek és kávéházak – gyakorolt tartós felfelé irányuló hatáshoz, ezt nagy mértékben ellensúlyozták más szolgáltatáskomponensek (mint például a távközlés) kifejezett visszaesései.

## **2008-BAN MAGASABB VOLT A TERMELŐI ÁRAKON SZÁMÍTOTT ÁTLAGOS INFLÁCIÓ, DE AZ ÉV VÉGE FELÉ ERŐS LEFELÉ IRÁNYULÓ NYOMÁSOK JELENTKEZTEK**

Az ellátási láncbeli árnyomások – magas nyersanyagár-infláció közepette – a tavasz végén rendkívül magas szinteket értek el, növelve az inflációval kapcsolatos aggodalmakat. Ugyanakkor ezek a nyomások folyamatosan visszahúzódtak a nyár folyamán, majd – ahogy az (energiát és az építőipart nem tartalmazó) indexárak októbertől estek – még erősebb ütemben az év utolsó néhány hónapjában, mivel a nyersanyagárak gyorsan zuhanni kezdtek, és a termelési tényezőkre (a tőkére és a munkaerőre egyaránt) nehezítő nyomások enyhültek.

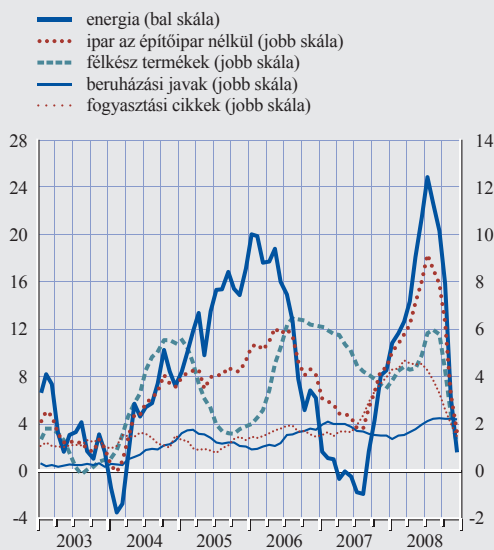
Az (építőipart nem tartalmazó) ipari termelői árak változásának éves üteme az euroövezetben 2008-ban átlagosan 6,2% volt, jelentősen meghaladva a 2007. évi (2,8%-os) értéket. A 2008 júliusában elért 9,2%-os történelmi csúcsot követően decemberben a termelői árakon számított tizenkét havi infláció gyorsan 1,7%-ra csökkent, elsősorban az energia- és élelmiszerárak alakulásának köszönhetően. Az energia termelői árainak éves változási üteme 2008 júliusában 24,9%-os csúcsot ért el, de decemberben 1,6%-ra esett vissza.

Az építőipart és az energiát nem számítva az ipari termelői árak éves növekedési rátája 2008. évi csúcsát júliusban érte el 4,4%-kal, mielőtt decemberben 1,6%-ra csökkent. Ez a jelentős mozgás – jóllehet változó mértékben és különböző időkben – kihatással volt a félkész termékekre és a fogyasztási cikkekre, de kevésbé érintette a beruházási javakat (lásd a 25. ábrát).

A félkész termékek árának inflációja az év első nyolc hónapja során gyorsult, és augusztusban 6,0%-on tetőzött. Az év első felében a félkész termékek árait még mindig befolyásolta az ipari nyersanyagok és az energia egyre magasabb áraiból eredő felfelé irányuló nyomás. Az év második felében az energia világpiaci árának esése és a konjunktúra lassulása a félkész termékek szektorának sok részében tompította a termelői árak

## 25. ábra: Az ipari termelői árak összetétele

(éves százalékos változások; havi adatok)



Forrás: Eurostat.  
Megjegyzés: Az adatok az euroövezetre vonatkoznak, Szlovákiát is beleértve.

alakulását. Az év végére a konjunktúra hirtelen zsugorodásával összefüggésben sok termelői ár esett.

A beruházási javak árai éves növekedési ütemének mozgásai késleltetettek és enyhébbek voltak; (megfordítva a 2007-ben megfigyelt csökkenő trendet) szeptemberben enyhe gyorsulás következett be 2,2%-ra, amely az év vége felé kiegyenlítődött, amint a verseny a kereslet gyors visszaesésével összefüggésben fokozódott.

Tovább haladva a termelési láncban, a 2007 utolsó néhány hónapjában a fogyasztási cikkek áraiban megfigyelt hirtelen gyorsulás 2008 első felében is folytatódott. A fogyasztási cikkek árainak átfogó éves változási üteme 2008 márciusában 4,7%-ra nőtt, amely a Monetáris Unió 1999-es kezdete óta a legmagasabb ráta. Ezt a növekedést főként a nem tartós fogyasztási cikkek árai vezérelték, ami globális élelmiszerár-nyomásokat tükrözött. A dohány- és élelmiszerárakat nem tartalmazó fogyasztásicikkárak változásának éves üteme az év során változatlan maradt.

Mindent egybevetve, az év végére az euroövezeti kereslet általános gyengülése lényegesen kompetitívabb piaci viszonyokat eredményezett a termelés különböző szakaszaiban. Ez a kompetitívabb környezet, a világpiaci nyersanyagárak esésével kombinálva, tükröződött az input- és az outputárak eséséről (vagy az árstabilizációról) szóló általánosan elterjedt beszámolóknak, a feldolgozóiparra és a szolgáltatásokra vonatkozóan egyaránt.

## HATÁROZOTTAN NŐTTEK A MUNKAERŐKÖLTSÉGEK

Több év mérsékelt bémővekedését követően az euroövezetre vonatkozóan rendelkezésre álló munkaerőköltség-mutatók jelentős gyorsulást jeleznek 2007 végére és 2008 elejére. Az év első három negyedévében az egy munkavállalóra jutó jövedelem átlagos éves növekedési üteme 3,3% volt, azaz érzékelhetően magasabb, mint a 2005–2007-es időszakban regisztrált 1,8% és 2,5% közötti átlagos éves növekedési ráták (lásd a 2. táblázatot). Hasonló képet mutat az egy munkaóra

## 2. táblázat: A munkaerőköltség mutatói

(eltérő jelzés hiányában éves százalékos változások)

	2006	2007	2008	2007 IV. n. év	2008 I. n. év	2008 II. n. év	2008 III. n. év	2008 IV. n. év
Kialkudott bérek	2,3	2,1	3,2	2,1	2,8	2,9	3,4	3,5
Egy órára eső összes munkaerőköltség	2,5	2,6	.	2,9	3,5	2,8	4,0	.
Egy alkalmazottra jutó javadalmozás	2,2	2,5	.	2,9	3,1	3,4	3,5	.
<i>Emlékeztető tételek</i>								
Munkatermelékenység	1,3	0,8	.	0,4	0,5	0,2	-0,1	.
Fajlagos munkaerőköltség	0,9	1,7	.	2,5	2,6	3,2	3,6	.

Források: Eurostat, nemzeti adatok és az EKB számításai.

jutó bér, bár az első negyedévet 2008-ban befolyásolta a korai hűsvét, amely abban a negyedévben egy kiemelkedő értéket eredményezett az adatsorban. 2008 folyamán a kialakult bérek is gyorsultak, így a 2,1% és 2,3% közötti sávból, amelyen belül a korábbi években ingadoztak, az év első felében 2,9%-ra, majd a harmadik negyedévben 3,4%-ra, végül a negyedik negyedévben 3,5%-ra emelkedett a növekedési ütemük.

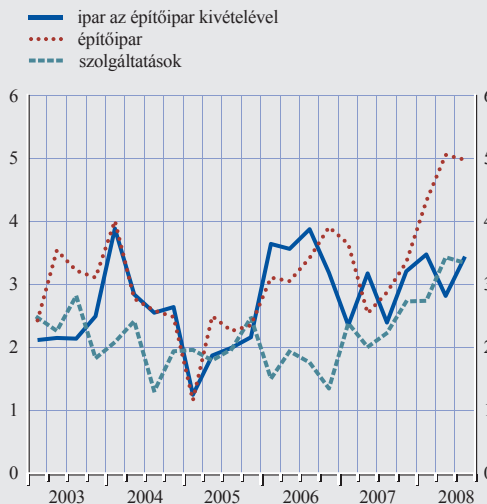
A bérnövekedésnek az év első felében bekövetkezett gyorsulása az egyes bérszinteken a foglalkoztatás növekedési rátáiban meglévő néhány különbségen felül a munkaerőpiacon uralkodó szűkösset, valamint a HICP múltbeli alakulásának közvetlen vagy közvetett hatásait tükrözhetette. Figyelembe véve, hogy a globális nyersanyagárak jelentős emelkedése, az igen szűk munkaerő-piaci feltételek és a gazdasági konjunktúra mozgásaihoz szükséges hosszú időkülönbséget döntő hatással vannak a munkaerőköltségekre, 2008 közepére jelentős kockázata volt annak, hogy – különösen a béreknek a magas inflációs eredményekhez való kötéséből eredő – másodlagos hatások (ha csak ideiglenesen is) esetleg meghaladják a bérköltségeket mérséklő azon lehetséges hatást, amely a konjunktúra akkoriban előre látott fokozatos lassulásából eredt.

A globális inflációs nyomások gyors enyhülése, amikoris a fogyasztóiár-index alapján mért HICP-infláció 2008 decemberére 2% alá esett vissza, valamint az euroövezeti konjunktúra hirtelen és a vártnál erőteljesebb zsugorodása számottevően gyengítette kiterjedtebb másodlagos hatások kialakulását. Tekintettel az euroövezet kilátásait övező bizonytalanságra az volt várható, hogy a cégek a munkaerőköltségeket visszafogó intézkedéseket foganatosítanak, és a munkaerő-piaci feltételek gyors romlása ugyancsak hozzájárult a bérköltségnyomások mérséklődéséhez.

Szektoronkénti adatok az egyes szektorok némileg eltérő viselkedését jelzik. 2008-ban valamennyi munkabéreköltség-mutató növekedési üteme különösen magas volt az építőipari szektorban, ami talán valamilyen összetételi hatásokat tükrözött, amikoris az elbocsátások az alacsonyabban fizetett munkásokra

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

(éves százalékos változások; negyedéves adatok)



Források: Eurostat és az EKB számításai.

Megjegyzés: Az adatok az euroövezetre vonatkoznak, Szlovákiát is beleértve.

koncentrálódtak, markáns regionális különbségek közepette. Az egy munkavállalóra jutó jövedelem a szolgáltatási szektorban is erőteljesen nőtt, különösen a nem piaci szolgáltatások terén (lásd a 26. ábrát). Ezzel szemben a munkabéreköltségek inflációja az ipari szektorban átlagosan csak mérsékelt emelkedett, és 2008 folyamán magas fokú volatilitást mutatott.

Tekintettel a konjunktúra lassulására és a munka termelékenységére gyakorolt várt kedvezőtlen ciklikus hatásra, a fajlagos munkaerőköltségek erősen gyorsultak, csökkentve az üzleti hasznot. 2008 első három negyedévében a munkatermelékenység éves növekedése átlagosan 0,2%-ra lassult, sőt a harmadik negyedévben negatívvá is vált, szemben a 2006–2007-ben megfigyelt 1% körüli átlagos éves növekedési ütemekkel. Így a fajlagos munkaerőköltségek éves növekedési üteme a 2007. harmadik negyedévi 1,6%-ról 2008 harmadik negyedévére 3,6%-ra ugrott. 2008 első három negyedévében a fajlagos munkaerőköltségek éves növekedési üteme 3,2%-ot tett ki, szemben a 2007-es és 2006-os 1,7%-os illetve 0,9%-os átlagos növekedési rátákkal. 2008 folyamán a fajlagos munkaerőköltségek



gyors emelkedése csökkentette a nyereségeket, mivel a vállalatok ezeket a magasabb költségeket nem tudták teljes mértékben áthárítani. Az általános haszonkulcsnak a GDP-deflátor és a fajlagos munkaerőköltségek növekedési rátái közötti különbséggel mért mutatója több év növekedés után a haszonkulcsok csökkenését jelzi. Az előző év hasonló időszakához képest 2008 első három negyedévében a haszonkulcsok átlagosan 0,9 százalékponttal estek, miután 2007-ben 0,9 százalékponttal nőttek.

### TOVÁBB LASSULT A LAKÓINGATLANOK ÁRAINAK EMELKEDÉSE

2008 első felében lassultak a – HICP mérésében egyébként nem szereplő – lakóingatlanárak, folytatva a 2005 második fele óta megfigyelt lassulási trendet. A legfrissebb becslések szerint 2007 második felének 3,9%-áról 2008 első felében a lakóingatlanok árainak éves növekedési üteme a teljes euroövezetre vonatkozóan 2,7%-ra csökkent (lásd a 27. ábrát). Az egyes országok adatai alátámasztják, hogy a lakásárak inflációjának fokozatos mérséklődése az euroövezetben 2008 első felében nagyrészt széles alapokon nyugodott, az országok közötti különbség ellenére. A 2006–2007-es időszakhoz képest a lakásárak emelkedése jelentősen lelassult Belgiumban, Spanyolországban és Franciaországban. Írországban a lakásárak 2007 második felében, Máltán 2008 első felében esni kezdtek. Ugyanakkor

2008 első felében a lakásárak emelkedése Olaszországban, Hollandiában, Portugáliában és Ausztriában körülbelül a 2007-ben megfigyeltetekhez volt hasonlítható. Egy mérsékelt folyamattal jellemzett időszakot követően az adatok azt mutatták, hogy 2008-ban Németországban a lakásárak kis mértékben emelkedtek.

### AZ INFLÁCIÓS ÉRZÉKELÉSEK ÉS VÁRAKOZÁSOK ALAKULÁSA

A fogyasztóiár-index alapján mért infláció 2008 első félévi meredek emelkedése fokozta az inflációs érzékelésekre és várakozásokra irányuló összpontosítást az infláció jövőbeli folyamatainak becslése érdekében. Az Európai Bizottságnak az utóbbi 12 havi fogyasztói minőségi inflációs érzékeléseire vonatkozó mutatója tovább emelkedett, és 2008 közepére olyan szinteket ért el, amelyek messze meghaladták a 2002. januári euróra való átállást követően látottakat (lásd a 28. ábrát).

Az év végére ezek az érzékelések némileg csökkentek. Hasonlóképpen, a fogyasztóknak az elkövetkező 12 hónapra vonatkozó várakozásai 2008 első hónapjaiban, a nyárig tartóan, növekedésre hajlottak (a felmérésben közölt várakozásokat a közölt érzékelésekre való hivatkozással kell megítélni), mielőtt az év végére alacsonyabb szintek felé közelítettek. Ugyanakkor az Európai Bizottság felmérése a rövid távú várakozások

27. ábra: Az euroövezeti lakóingatlanárak alakulása



Forrás: az EKB számításai, nem harmonizált nemzeti adatok alapján.  
Megjegyzés: A 2008. évi adatok az év első felére vonatkoznak.

28. ábra: Euroövezeti fogyasztói kvalitatív inflációs észlelések és várakozások



Forrás: Az Európai Bizottság üzleti és fogyasztói felmérései.  
Megjegyzés: Az adatok az euroövezetre vonatkoznak, Szlovákiát is beleértve.

mutatóját adja meg, amely szoros összhangban van a megfigyelt inflációval. Nem méri a hosszú távú várakozásokat, amelyek a monetáris politika kialakítása szempontjából fontosabbak. Hivatásos előrejelzőktől származó információ azt mutatja, hogy a felméréseken alapuló hosszú távú inflációs várakozások (5 évre előre) 2,0% körül maradtak lehorgonyozva, bár az év közepén voltak jelei némi felfelé történő mozgásoknak és megnövekedett kockázatoknak. Ezek a Consensus Economicstól, a Euro Zone Barometertől és az EKB szakmai előrejelzői felméréséből származó felmérési adatok szerint később az év folyamán megfordultak. Az euroövezetben az inflációhoz kötött kötvényekből és swapokból származtatott kiegyenlítő inflációs ráták (a négy évre előre vonatkozó implikált egyéves határidős kiegyenlítő inflációs rátát alkalmazva) 2008 közepére fokozatosan több mint 2,5%-ra emelkedtek, majd ősszel visszahúzódtak, és az év végére körülbelül 1,8%-ra estek. Ugyanakkor ezeket a piaci

alapú mutatókat (különösen a kötvényalapúakat) akkor torzították a befektetői preferenciák és a portfólióátrendeződések hirtelen mozgásai. Mindent egybevetve, 2008 közepére számos felmérés és piaci alapú mutató azt a nyilvánvaló kockázatot jelezte, hogy az inflációs várakozások lehorgonyozottsága megszűnőben volt, ami világos, de kiegyensúlyozott jelzést kívánt meg az EKB részéről, és az év végére az inflációs várakozások kielégítőbb szintekre estek vissza.

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

### HATÁROZOTTAN LASSULÓ GAZDASÁGI KONJUNKTÚRA

A 2007. évi 2,7%-os és a 2006. évi 3,0%-os szilárd növekedési ütemeket követően 2008-ban az euroövezet reál-GDP-növekedése 0,8%-ra lassult (lásd a 3. táblázatot). Jóllehet az év viszonylag

3. táblázat: A reál-GDP-növekedés összetétele

(eltérő jelzés hiányában százalékos változások, szezonális kiigazítással)

	Éves ráták <sup>1)</sup>									Negyedéves ráták <sup>2)</sup>				
	2006	2007	2008	2007	2008	2008	2008	2008	2008	2007	2008	2008	2008	2008
				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	3,0	2,7	0,8	2,2	2,1	1,5	0,7	-1,2		0,3	0,7	-0,2	-0,2	-1,5
<i>ebből:</i>														
Belföldi kereslet <sup>3)</sup>	2,9	2,4	.	2,1	1,7	1,1	0,8	.		0,1	0,6	-0,3	0,4	.
Magánfogyasztás	2,1	1,7	.	1,3	1,3	0,4	0,1	.		0,2	0,0	-0,2	0,1	.
Állami fogyasztás	1,9	2,2	.	2,0	1,4	2,0	2,2	.		0,3	0,3	0,8	0,7	.
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	5,8	4,2	.	3,2	3,7	2,6	0,9	.		1,0	1,4	-0,9	-0,6	.
Készletek változása <sup>4)</sup>	0,0	0,0	.	0,2	-0,1	-0,2	0,1	.		-0,3	0,2	-0,2	0,4	.
Nettó export <sup>5)</sup>	0,2	0,3	.	0,1	0,4	0,4	-0,1	.		0,3	0,1	0,1	-0,6	.
Export <sup>5)</sup>	8,6	6,0	.	4,0	5,3	3,9	2,0	.		0,5	1,7	-0,1	0,0	.
Import <sup>5)</sup>	8,4	5,4	.	3,9	4,4	3,1	2,2	.		-0,2	1,6	-0,5	1,4	.
Reál bruttó hozzáadott érték														
<i>ebből:</i>														
Ipar az építőipar kivételével	3,9	3,6	.	3,3	2,7	1,3	-1,1	.		0,5	0,2	-0,6	-1,3	.
Építőipar	3,0	3,2	.	1,7	2,8	1,6	0,4	.		0,9	2,6	-1,8	-1,2	.
Tisztán piachoz kapcsolódó szolgáltatások <sup>6)</sup>	3,6	3,2	.	2,7	2,6	1,9	1,2	.		0,4	0,6	0,2	0,0	.

Források: Eurostat és az EKB számításai.

Megjegyzések: A feltüntetett adatok szezonálisan és részben munkanaphatással kiigazított adatok, mivel nem minden euroövezeti ország szolgáltat olyan negyedéves nemzetiszámla-idősört, amely a munkanapok számával korrigálva van. Az adatok a Szlovákiát is tartalmazó euroövezetre vonatkoznak.

1) Százalékos változás az előző év azonos időszakához képest.

2) Százalékos változás az előző negyedévhez képest.

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

4) Beleértve a felvásárlásokat, leszámítva az értéktárgyak elidegenítését.

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

6) Tartalmazza a kereskedelmet és javításokat, a szállodákat és éttermeket, a szállítást és hírközlést, a pénzügyi közvetítést, az ingatlan- és bérleti, valamint az üzleti szolgáltatásokat.

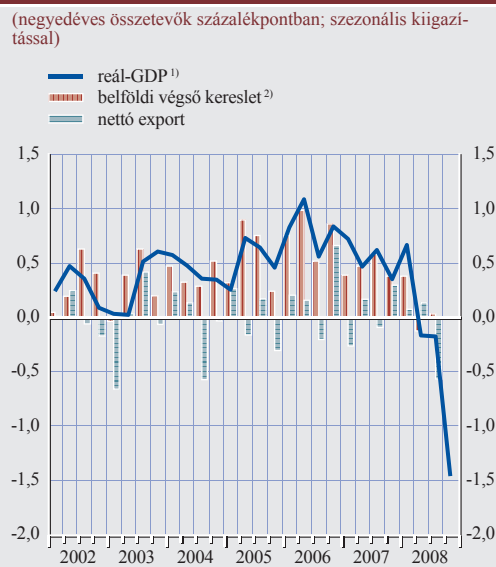
élénken indult, az év közepétől a konjunktúra gyorsan romlott, gyengülő belső kereslet és a világgazdaság kifejezett lassulása közepette. Az év a konjunktúra erős zsugorodásával végződött a megújult pénzügyi zavar, valamint a globális gazdasági konjunktúra és kereslet gyakorlatilag példátlan visszaesése mellett.

A negyedéves növekedési rátákat bizonyos technikai tényezők befolyásolták. Az első negyedév erőteljes, 0,7%-os GDP-növekedési üteme részben az Európa sok területén tapasztalt szokatlanul enyhe – az építőipart és ezzel együtt a beruházásokat élénkítő – telet tükrözte, valamint a készletek év eleji pozitív hozzájárulását a növekedéshez. E tényezők gyengülése hozzájárult a GDP 0,2%-os negyedéves zsugorodásához 2008 második negyedévében. Mindezen technikai tényezők ellenére, 2008 első fele egészében véve a 2007 folyamán megfigyelt enyhe konjunktúralassulás folytatódását mutatta, amikor is a negyedéves GDP-növekedési trend 1/2%-ról 1/4%-ra lassult. Az év első felében az előző negyedévhez viszonyított negyedéves növekedésnek csak a fele keletkezett belső keresletből, különösen mérsékelt fogyasztás és gyengülő lakásberuházások közepette, míg a másik fele a nettó exportból származott.

Ugyanakkor a külső kereslet a nyáron a jelentős visszaesés jeleit kezdte mutatni, amint ismét jelentkeztek az Egyesült Államok gazdaságának gyengeségei, és a feltörekvő piacok – amelyekkel kapcsolatban korábban úgy érzékelték, hogy védettek a globális lassulás hatásaitól – konjunktúrája lassult (lásd a 29. ábrát).

2008 szeptemberétől kezdődően a pénzügyi nyugtalanság hirtelen és rendkívüli fokozódása és kiszélesedése, valamint az ebből következő megnövekedett bizonytalanságok az eurovezeti GDP gyors zsugorodásához vezettek (az előző negyedévhez képest -1,5%). A cégek kezdtek erélyesen reagálni rendelésállományaik kimerülésére, és a drágább, valamint korlátozottabb finanszírozáshoz jutás mellett elhalasztották bővítési terveiket, továbbá csökkentették készleteiket, miközben a háztartások növelték megtakarításukat, reagálva a rövid távú foglalkoztatási

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



Források: Eurostat és az EKB számításai.

1) Százalékos változás az előző negyedévhez képest.

2) Belföldi keresletként meghatározva, nem foglalja magában a készletek változását.

kilátásokkal kapcsolatosan megnövekedett bizonytalanságra és a negatív vagyonthatásokra.

### A GDP-NÖVEKEDÉS LASSULÁSA SZÉLES ALAPOKON NYUGODOTT

2008 folyamán a kereslet gyengülése egyenletesen megoszlott a GDP összetevői között. A külső kereslet lelassult, ahogy a fejlett gazdaságok is lassultak, és a feltörekvő piacokat fokozódó mértékben érintette a pénzügyi nyugtalanság. A belföldi kereslet ugyancsak jelentősen mérséklődött. Az év első felében az emelkedő nyersanyagárak erős kihatással voltak a háztartások reáljövedelmére, miközben a mérséklődő lakáspiacok a lakásberuházások gyors visszaeséséhez vezettek. A csökkenő kapacitásnyomások, az ismét jelentkező bizonytalanság és a szigorúbb finanszírozási feltételek a vállalati beruházások megnyirbálását eredményezték.

A lecsökkent reáljövedelem-növekedéssel, apadó pénzügyi vagyonnal, szigorodó hitelfeltételekkel és rosszabbodó munkaerő-piaci kilátásokkal szembeesülve a háztartások kiadásai az év folyamán jelentősen mérséklődtek. A 2007-

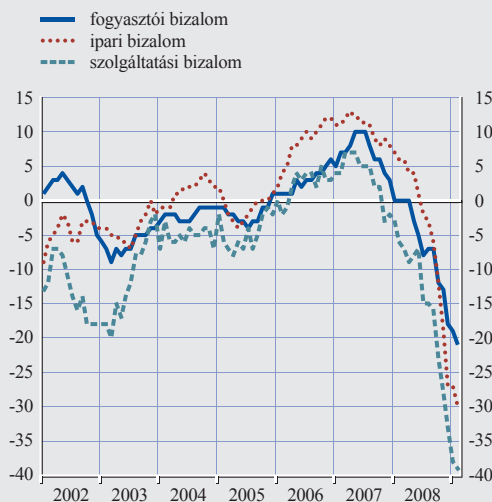
es 1,7%-kal szemben 2008 egészét tekintve a magánfogyasztás körülbelül 0,6%-kal nőtt – teljes mértékben az éves növekedési ütemre gyakorolt, 2007-ről áthúzódó hatás miatt, mivel 2008 folyamán a fogyasztás csupán egy negyedévben nőtt. Jóllehet az alkalmazottak bérének szilárd növekedése következtében (amely az egy munkavállalóra jutó jövedelem gyorsulásából és a még mindig rugalmas foglalkoztatásból eredt) a háztartások nominális jövedelemnövekedése az év nagy részében meglehetősen robusztus volt, a háztartások rendelkezésre álló reáljövedelmére jelentős lefelé irányuló nyomást gyakorolt a gyorsuló HICP-infláció. A nyersanyagárak nagy emelkedései megemelték a háztartások jellemző fogyasztói kosarának költségét, és a háztartások rendelkezésre álló reáljövedelmének tizenkét havi növekedése 2003 óta a legalacsonyabb szintre esett (2008 első három negyedévében átlagosan körülbelül 0,7%-ra). A háztartások óvatosan reagáltak, és inkább a kiadások korlátozását választották, nem pedig a fogyasztás simítását és a megtakarítások csökkentését.

Míg a legutóbbi ciklust általában viszonylag mérsékelt háztartási kiadások jellemzik, a jelenlegi pénzügyi zavar valószínűleg egy további tényező, amely miatt a háztartások vonakodnak költeni. A pénzügyi vagyonnak a részvényt piacok esésével járó nagy zuhanásai arra késztették a háztartásokat, hogy csökkentsék kiadásaikat, és óvatossági megtakarításokat halmozzanak fel. Ez a készletelés lehetett amiatt, hogy bizonyos veszteségeket állandónak érzékeltek, vagy amiatt, hogy megnőtt a gazdasági kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság. A munkaerőpiac romló kilátásai ugyancsak hozzájárultak a fogyasztói bizalom csökkenéséhez. A fogyasztói bizalmi mutatók, amelyek 2007 közepén érték el a csúcst, 2008 első hónapjaiban hosszú távú átlagos szintjeikre estek, majd meredeken tovább romlottak, és az év végére igen alacsony szinteket értek el (lásd a 30. ábrát).

Két év gyors növekedését követően (2006-ban 5,8%, 2007-ben 4,2%) a beruházások teljes növekedése 2008-ban meredeken, mintegy 0,6%-ra esett, amikoris az utolsó három negyedéves zsugorodásai kiegyenlítették

30. ábra: Bizalmi mutatók

(százalékos egyensúlyok; szezonális kiigazítással)



Forrás: Az Európai Bizottság üzleti és fogyasztói felmérései.

Megjegyzés: Az adatok számítása a fogyasztói és ipari bizalom esetében az 1985 januárjától kezdődő időszak, a szolgáltatási bizalom esetében pedig az 1995 áprilisától kezdődő időszak átlagától való eltérés alapján történik.

a 2007-ből eredő pozitív áthúzódó hatást és az erős első negyedévet, amely a szokatlanul jó idő miatt kedvező volt (mechanikusan csökkentve a második negyedév adatait). Ez a lassulás markánsabb volt a lakásberuházások terén, mint az egyéb magánberuházások esetén.

Valóban, a lakásberuházások 2008-ban csökkentek, a lakásépítési ciklus 2007-es bővülő fázisának végét követően, összefüggésben a lakásárak lassuló emelkedésével. A lassulás általában jelentősebb volt azokban az országokban, ahol a korábbi években nagyon gyors növekedést tapasztaltak. Az eurorendszer banki hitelezési felmérése ugyancsak a lakáscélú hitelek iránti kereslet jelentős visszaesését jelezte a pénzügyi zavar 2007. nyári kezdete óta, ami a lakáspiac hanyatlását tükrözte. Ugyanakkor a hitelfeltételek lényegesen szigorodtak.

A vállalati beruházások, amelyek 2007-ben – erős nyereségességet és magas kapacitáskihasználtsági rátákat tükrözve – élénk ütemben bővültek, 2008-ban ugyancsak feltűnően lassultak, és a dinamikus első félév után a második

félévben zsugorodtak. A vállalati beruházásoknak ezt a visszafordulását – különböző mértékben – a következő tényezők okozták: a gyengülő kereslet és az emiatt mérséklődő kapacitásnyomások; az év első felében bekövetkezett nyersanyagársokk nem teljes áthárításából és a fajlagos munkaerőköltségeknek az év folyamán bekövetkezett megugrásából eredően lecsökkent nyereségesség, valamint a szigorúbb hitellezési feltételek.

A finanszírozási feltételek szigorítása, amely már a pénzügyi nyugalanság kezdete óta tartott, 2008 szeptemberében hirtelen felgyorsult, jelentősen megemelve a piaci alapú finanszírozás költségét, valamint a finanszírozás teljes reálköltségét (ez egy aggregált mutató, amely a piaci hitelből történő finanszírozás, a részvényes finanszírozás és a banki alapú finanszírozás költségeit kombinálja). Mindazonáltal 2008-ban alacsony maradt azon cégek aránya, amelyek a finanszírozást jelölték meg termeléskorlátozó tényezőként. Ez nagyrészt amiatt volt, hogy a szigorúbb hitelfeltételek hatása általában késleltetetten jelenik meg, mert a cégek korábban szerződött hitelkeretekre tudnak támaszkodni, és a belsőleg generált pénzalapok magas szinten maradtak. Ezenkívül, a 2007 harmadik negyedében elért csúcsot követően azon iparvállalatok részaránya, amelyek a berendezés- vagy helyhiányt jelölték meg a termelést korlátozó tényezőként, meredeken esett, míg az ipari kapacitások kihasználtsági rátája 2008 októberében visszatért hosszú távú átlagához. Továbbá a cégek a gazdasági kilátásokat illetően fokozott bizonytalansággal szembesültek, amint azt – különösen 2008 utolsó néhány hónapjában – a pénzügyi piacok kivételes volatilitása, valamint az EKB szakmai előrejelzői felmérésében a 2008 negyedik negyedévére vonatkozó GDP-előrejelzések szokatlanul széles szórása tanúsította.

A 2007. év 6%-ához képest az euroövezet exportjának növekedése 2008-ban feltűnően, mintegy 1,8%-os éves rátára lassult, és az utolsó három negyedévben negatívvá vált. 2008-ban jelentősen rosszabbodott a külső környezet, amit súlyosbított a pénzügyi válság, miközben lassult a fejlett gazdaságok növekedése, és a feltörkvő piacokat is egyre kedvezőtlenebb hatások

érték. Az év utolsó néhány hónapja során az ipari exportmegrendelésekre vagy rendelésállományokra vonatkozó különböző felmérési indexek történelmileg alacsony szintekre estek. A pangó belföldi keresletet tükrözve az euroövezet importja ugyancsak lassult 2008-ban. Két év pozitív hozzájárulásait követően 2008-ban a nettó kereskedelemnek semleges hatása volt a növekedésre úgy, hogy az év második felének erősen negatív adatai kiegyenlítették az első félévben elkönyvelt pozitív számokat és a 2007-ről áthúzódó hatásokat.

Szektorális szempontból a konjunktúra lassulása széles alapokon nyugodott, bár markánsabb volt az ipari szektorban, amely hajlamos fokozottabb érzékenységet mutatni a gazdasági ciklusokra. Az év második felében a feldolgozóipari tevékenység hirtelen esett, különösen a beruházási javakat illetően, amelyek megszenvedték a gyengébb külső keresletet, a teljesítésre váró megrendelések gyors fogyását és az autóipari tevékenység rendkívüli csökkentéseit. Az első negyedévi jó időjárás viszonyoknak köszönhető ideiglenes fellendülés ellenére az építőipar továbbra is gyengén teljesített; a lakásépítési szektorban folyamatos volt a romlás, amely néhány országban különösen súlyos méreteket öltött. Nagyobb rugalmasságuk ellenére a szolgáltatások 2004 óta a leglassúbb ütemben nőttek, aminek a hátterében a gyenge magánfogyasztás és a lanyhuló konjunktúra állt.

#### **HANYATLÁS A MUNKAERŐPIACON**

Két év lényeges javulását követően 2008-ban rosszabbodtak a feltételek az euroövezet munkaerőpiacán.

Az előző néhány évben az euroövezetbeli munkaerőpiacok nagyon pozitívan teljesítettek, erőteljesen nőtt a foglalkoztatás, emelkedtek a részvételi szintek, alacsonyak voltak a munkanélküliségi ráták, amelyek 2008 elején az 1980-as évek óta a legalacsonyabb szintet (7,3%-ot) érték el. Így 2007 végére a munkaerőpiacok különösen szűkek voltak, és emelkedni kezdtek a bérnyomások. Ugyanakkor ezek a trendek 2008 folyamán megfordultak; az év második felében zsugorodott a foglalkoztatás, és a munkanélküliségi ráta

#### 4. táblázat: A munkaerőpiac alakulása

(százalékos változások az előző időszakhoz képest; százalékok)

	2005	2006	2007	2006			2007			2008			
				II. n.év	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
Munkaerő	1,0	1,0	0,9	0,3	-0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,1
Foglalkoztatás	1,0	1,6	1,8	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,3	0,4	0,2	-0,0
Mezőgazdaság <sup>1)</sup>	-0,7	-1,9	-1,2	0,8	-1,3	-0,3	0,4	-0,5	-1,0	-0,4	0,5	-1,2	-0,8
Ipar <sup>2)</sup>	-0,0	0,6	1,4	0,2	0,3	0,5	0,6	0,3	0,0	0,1	0,2	-0,3	-0,7
– kivéve építőipar	-1,1	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,3
– építőipar	2,7	2,7	3,9	0,5	0,8	1,5	1,8	0,6	-0,1	0,0	0,0	-1,2	-1,5
Szolgáltatások <sup>3)</sup>	1,4	2,2	2,1	0,7	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,2
<b>Munkanélküliségi ráták<sup>4)</sup></b>													
Összesen	9,0	8,4	7,5	8,5	8,2	8,0	7,7	7,5	7,4	7,3	7,3	7,4	7,6
25 év alatt	17,5	16,3	14,9	16,5	15,9	15,9	15,2	14,8	14,8	14,7	14,6	15,1	15,5
25 év és felett	7,9	7,4	6,6	7,5	7,2	7,0	6,8	6,6	6,5	6,4	6,4	6,5	6,6

Források: Eurostat és az EKB számításai.

Megjegyzés: Az adatok az euroövezetre vonatkoznak, Szlovákiát is beleértve.

1) Beleértve a halászatot, vadászatot és erdészetet.

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

3) Kivéve területen kívüli testületeket és szervezeteket.

4) A munkaerő százaléka az ILO ajánlása szerint.

a második negyedévtől növekedni kezdett, majd az év vége felé gyorsult (további részleteket az 5. keretes írás tartalmaz).

Szektoronként vizsgálva, az igen erős 2007. évi 3,9%-os növekedési rátát követően 2008 harmadik negyedévére az építőipari szektorban a foglalkoztatás évi 2,7%-os ütemben zsugorodott (lásd a 4. táblázatot). A foglalkoztatás az építőipart nem tartalmazó iparban az év első felében nőtt, a megszűnt munkahelyekkel jellemzett több év után követve a 2007-ben kezdődött szokatlan mintát, de aztán az év második felében visszatért a történelmi csökkenő trendhez. A foglalkoztatás növekedése a szolgáltatási szektorban viszonylag rugalmas volt, és az év első felében az évesített negyedéves változási üteme 1,6%-ot tett ki.

2008 folyamán a munkanélküliek számának havi átlagos emelkedése 170 000 fő körül volt. 2008 decemberében a munkanélküliségi ráta 8,1%-ot tett ki (lásd a 31. ábrát).

A teljes foglalkoztatottsággal osztott GDP-vel mérve a munkatermelékenység növekedése (a második félévi zuhanásokkal) 2008-ban átlagosan csaknem nullára lassult a 2007. évi 1%-ról. A munkatermelékenység növekedésének ez az erős lassulása főként a konjunktúraciklus miatt következett be. A cégek számára

költséges dolog az alkalmazottak felvétele és elbocsátása, különösen a határozatlan idejű szerződéssel bíróké, mert ez gyakran a cég-specifikus humán tőke nagy veszteségeivel jár. Így lehet, hogy egy lassulás első időszakában a vállalatok megtartják alkalmazottaikat, ha arra számítanak, hogy a lassulás enyhe vagy viszonylag rövid ideig tartó lesz, vagy amennyiben várni kívánnak, hogy felbecsüljék a visszaesés mértékét.

31. ábra: Munkanélküliség

(havi adatok; szezonális kiigazítással)



Forrás: Eurostat.

1) Az éves változások nincsenek szezonálisan kiigazítva.

### AZ EUROÖVEZETBELI MUNKAERŐPIACOK ALAKULÁSA 2008-BAN

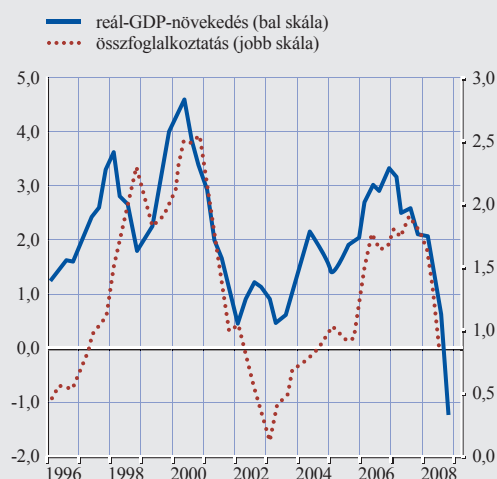
Három év élénk foglalkoztatásnövekedését és gyorsan csökkenő munkanélküliségét követően az euroövezet munkaerőpiacain 2008-ban egyértelmű lassulás volt tapasztalható. A munkanélküliség a második negyedévben kezdett növekedni, és 2008 végére 8,1%-ot ért el, miközben a foglalkoztatás növekedésének éves üteme a harmadik negyedévben 0,8%-ra lassult, több mint 1 százalékponttal elmaradva az előző év átlagos ütemétől. Jelen keretes írás az euroövezetbeli munkaerőpiacok hanyatlásának háttérében álló tényezőket vizsgálja.

Általában a munkaerő-piaci változók alakulása lemarad a gazdasági konjunktúra változóitól. Az A) ábra világosan mutatja, hogy a foglalkoztatás növekedése elmarad a gazdasági növekedéstől. Amikor a kereslet először csökken, a cégek nem tudják, hogy ez a visszaesés átmeneti vagy esetleg tartósabb. Ezért hajlamosak úgy reagálni, hogy fenntartják a termelési és foglalkoztatási szinteket, ami az eladatlan áruk készleteinek felhalmozódásához vezet. Amennyiben idővel a keresletcsökkenés tartósabbá válik, a cégeknek le kell állítaniuk a készletek felesleges felhalmozását, és el kell kezdeniük csökkenteni a termelést. Ugyanakkor általában továbbra is fenntartják a foglalkoztatási szinteket. Amikor a munkaadók nem biztosak egy visszaesés lehetséges mélységét vagy időtartamát illetően, valószínűleg inkább a munkaidő variálásával szabályozzák a munkaerőinputot, nem pedig az alkalmazottak számának változtatásával. Ennek okai nyilvánvalóak: tekintettel az alkalmazottak felvételével, képzésével és elbocsátásával kapcsolatos jelentős költségekre, a munkaadók egészen addig vonakodnak attól, hogy egyszerűen „leírják” a személyzetbe történt befektetéseiket, amíg meg nem győződnek arról, hogy a termékpiacon hanyatlása valószínűleg elhúzódó. Következésképpen a cégek inkább fenntartják a foglalkoztatási szinteket, és a kapacitáskihasználás csökkentése révén visszafogják a termelést (pl. rövidítik a munkaidőt vagy csökkentik az egy dolgozóra jutó kibocsátást). Jóllehet a legújabb negyedéves adatokból (a 2008-as korai hűsvét torzító hatása miatt) nem látszik közvetlenül, de úgy tűnik, hogy a ledolgozott órák számának növekedési ütemében 2008 folyamán némi lassulás következett be (lásd a B) ábrát). A 2007 első felében és a 2008 első felében ledolgozott órák átlagolása az összes ledolgozott órák növekedési ütemének meredek csökkenését mutatja (évesített alapon a 2007. első félévi mintegy 1,7%-ról alig 1,2%-ra 2008 első félévében; lásd a pontozott vonalat). Ráadásul úgy tűnik, hogy 2008-ban inkább a munkaórák, és nem annyira a foglalkoztatás szintje játszottak egyre fontosabb szerepet az összes ledolgozott órák számában az előző évekhez képest bekövetkezett növekedés meghatározásában.

A foglalkoztatási szintek jelentős csökkentése csak akkor figyelhető meg, amikor a kereslet esése és a termelés szükséges visszafogása várhatóan tartós és nagy mértékű lesz, mert

**A) ábra: Az euroövezeti reál-GDP és az összfoglalkoztatás növekedése**

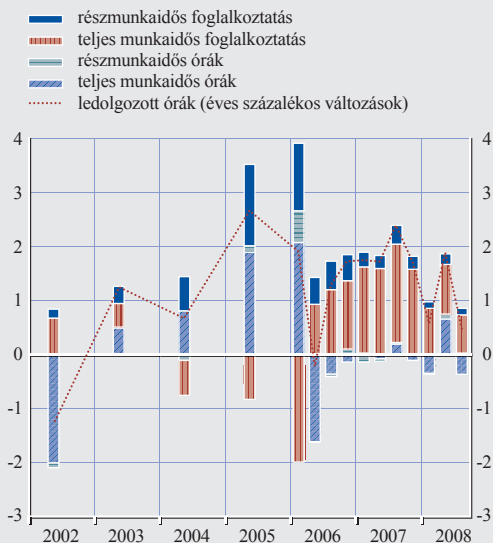
(éves százalékos változások)



Forrás: Eurostat.

**B) ábra: A ledolgozott órák növekedésének részletezése**

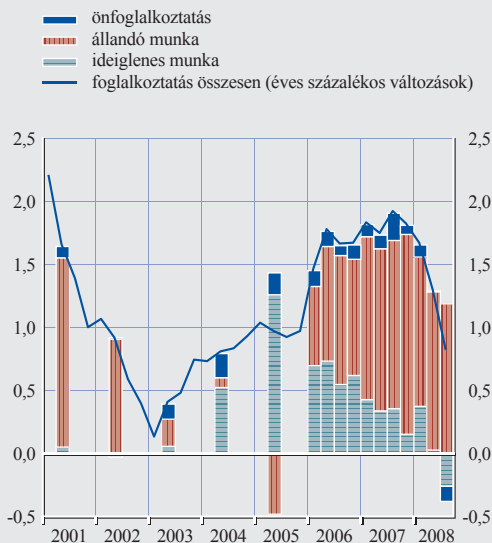
(eltérő jelzés hiányában százalékpontban)



Forrás: Eurostat.

**C) ábra: A foglalkoztatás növekedése szerződéstípus szerint**

(eltérő jelzés hiányában százalékpontban)



Forrás: Eurostat.

ilyenkor a cégek a munkaerőköltségek lefaragására törekcszenek. A munkaerő-kereslet észrevehető romlása valószínűleg először az olyan rugalmasabb munkafeltételekkel bíró dolgozói kategóriákat sújtja, mint például az ideiglenes munkások, akiket kevésbé költséges elbocsátani. Jelenleg számottevő empirikus bizonyíték van arra, hogy gyengülő konjunktúra és gazdasági hanyatlás időszakában az ideiglenes foglalkoztatás más mintákat követ, mint az állandó alkalmazás.<sup>1</sup> Amint az gyakran megesik egy gazdasági lassulás korai szakaszaiban, 2008-ban az ideiglenes foglalkoztatás növekedése gyorsabban esett vissza, mint az állandó foglalkoztatásé (lásd a C) ábrát).

Gazdasági visszaesés idején valószínűleg megfigyelhető a részmunkaidős foglalkoztatás növekedése is, aminek számos oka van. Az első, hogy a gazdasági konjunktúra gyengülése a gazdaság szerkezetének változásait eredményezheti, beleértve egy átrendeződést olyan szektorok irányába, amelyek jellemzően jobban támaszkodnak a részmunkaidős állásokra. A második, hogy a munkaadók a kereslet változásaival összhangban módosíthatják a munkaidőt, olyannyira, hogy a korábbi teljes munkaidős pozíciókat részmunkaidős állásokká alakítják.<sup>2</sup> A harmadik, hogy azok a dolgozók, akik jobban szeretnének teljes munkaidőben dolgozni, a részmunkaidős állás megfontolására kényszerülhetnek, mert nem találnak teljes munkaidős pozíciót. Végül, újabb dolgozók léphetnek be a munkaerőpiacra, mert a háztartások más tagjai esetleg részmunkaidős állásokat vállalnak, hogy kompenzálják az adott háztartás fő dolgozójának munkanélküliségét vagy

1 Lásd például: S. Bentolila és G. Saint-Paul, „A rugalmas munkaszerződések makrogazdasági hatása Spanyolországra vonatkoztatva” (*The macroeconomic impact of flexible labor contracts, with an application to Spain*), *European Economic Review*, 36. évf., 1992, 1013–1047. o.; B. Holmlund és D. Storrie, „Ideiglenes munka nyugtalan időkben: a svéd tapasztalatok” (*Temporary work in turbulent times: the Swedish experience*), *Economic Journal*, 112. évf., 2002. június, F245–F269 o.

2 Az Eurostat munkaerő-felmérése többnyire a válaszadók értékelése alapján tesz különbséget a teljes és részmunkaidős foglalkoztatás között.



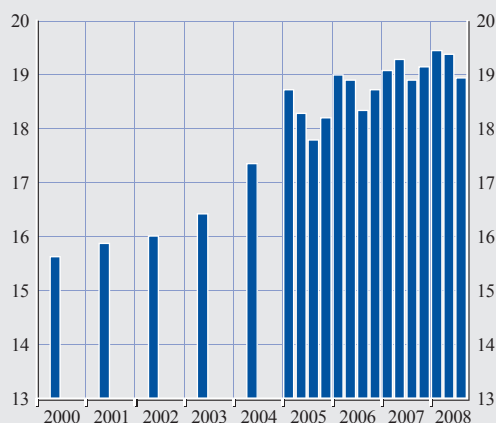
alulfoglalkoztatottságát.<sup>3</sup> Ugyanakkor ezeket a ciklikus hatásokat nem mindig könnyű azonosítani az adatokban, mivel a részmunkaidős foglalkoztatás növekedése az euroövezetben egy világos hosszú távú emelkedő trendet követett, nagyrészt azon munkaerő-piaci reformok miatt, amelyeknek célja a munkaerő fokozott részvételének elősegítése (lásd a D) ábrát).

Eközben a munkaerő potenciális kínálata – a gazdasági lassulás következtében – valószínűleg kevésbé gyorsan növekszik. Jól ismert jelenség, hogy bizonyos dolgozók kedvét elveszi az álláskereséstől, ha látják, hogy a rendelkezésre álló munkahelyek száma csökken. A jelenlegi lassulás természete azzal járhat, hogy a dolgozók egy része új helyre kerül a gazdasági visszaesés által leginkább sújtott szektorokból (pl. pénzügyi szolgáltatások, ingatlan és építőipar, valamint az autóipar), miközben a keresett és kínált szakmák között ebből adódó eltérés – ahogy az emberek számára időbe telik az átképzés és az átköltözés – a munkaerő-kínálat lassulását eredményezheti. Előre tekintve, a ciklikus visszaeséseknek a szakismeretek visszafejlődésén keresztül negatív hosszú távú hatása lehet a munkaerő-kínálat növekedésére. Ez a probléma különösen akkor válik időszerűvé, ha egyének hosszú ideig maradnak munka nélkül: minél tovább maradnak munkanélküliek, annál inkább eltávolodnak a munkaerőpiactól. Mivel ezek az emberek egyre nehezebben találnak munkát, valószínűleg nő a hosszú távú munkanélküliség.

Ilyen körülmények között a munkaerő-piaci intézkedéseknek el kell kerülniük a munkanélküliségi szintek strukturális romlását, valamint a munkaerő hosszú távú részvételének csökkenését. Ezen intézkedések közé kell tartoznia a bérrugalmasság támogatásának és a mérsékelt bérnövekedés elősegítésének, nem utolsósorban a bérindexálási rendszerek megszüntetése vagy átalakítása révén. Az ilyen politikák csökkentenék a cégekre nehezedő költségnyomásokat, javítanák a versenyképességet, és támogatnák a foglalkoztatást. Az aktív munkaerő-piaci politikák eredményességét és hatékonyságát elősegítő reformok könnyebbé tennék a munkanélküliek számára a(z át)képzést és az elhelyezkedést. Ami a foglalkoztatottakat illeti, a munkaidő finomhangolásában nagyobb rugalmasságot lehetővé tevő politikák némi mozgásteret adnának a vállalatoknak a munkaidő csökkentésében anélkül, hogy elbocsátások miatt humán tőkét veszítenének. A munkaerő-piaci reformokat azzal a céllal kell megvalósítani, hogy javítsák az euroövezet gazdaságának válsággal szembeni rugalmasságát, és kedvező környezetet teremtsenek a fellendülés, a hosszú távú gazdasági növekedés és a munkahelyteremtés számára.

#### D) ábra: Részmunkaidős foglalkoztatás az euroövezetben

(az összefoglalkoztatás százalékában)



Forrás: Eurostat.

<sup>3</sup> Lásd például: H. Buddelmeyer és mások, „Miért dolgoznak az európaiak részmunkaidőben? Több országra kiterjedő panelemzés” (Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis), EKB-füzet (Working Paper) 872. sz., 2008. február.

## 2.5 FISKÁLIS FOLYAMATOK

### 2008-BAN VISSZAFORDULTAK A KÖLTSÉGVETÉSI POZÍCIÓK

Az utóbbi években elért viszonylag kedvező fiskális eredmények 2008-ban – a pénzügyi válság kibontakozásával és a makrogazdasági környezet gyors romlásával párhuzamosan – részben megfordultak. Az Európai Bizottság 2009. januári időközi előrejelzése szerint az átlagos államháztartási egyenleg az euroövezetben a GDP -0,6%-ának megfelelő 2007-es adathoz képest 2008-ban a GDP -1,7%-ára rosszabbodott (lásd az 5. táblázatot). A hiánynövekedés okai az

alacsonyabb bevételek, valamint az adócsökkentések és a magasabb elsődleges kiadások voltak, összefüggésben a gazdasági konjunktúra lassulásával. A pénzügyi rendszer stabilizálására szánt állami beavatkozásoknak elhanyagolható hatása volt a 2008. évi hiányra.

Írországban, Görögországban, Spanyolországban, Franciaországban és Máltán az államháztartás hiánya 2008-ban a GDP 3%-ának megfelelő referenciaérték fölé emelkedett, miután 2007-ben csak Görögország deficitje haladta meg a GDP 3%-át. A 2008. őszi értesítés Eurostat általi jóváhagyásában a 2007.

5. táblázat: Fiskális pozíciók az euroövezetben és az euroövezet országaiban

(a GDP százalékában)			
Államháztartási többlet (+) / hiány (-)	2006	2007	2008
Belgium	0,3	-0,3	-0,9
Németország	-1,5	-0,2	-0,1
Írország	3,0	0,2	-6,3
Görögország	-2,8	-3,5	-3,4
Spanyolország	2,0	2,2	-3,4
Franciaország	-2,4	-2,7	-3,2
Olaszország	-3,4	-1,6	-2,8
Ciprus	-1,2	3,4	1,0
Luxemburg	1,3	3,2	3,0
Málta	-2,3	-1,8	-3,5
Hollandia	0,6	0,3	1,1
Ausztria	-1,5	-0,4	-0,6
Portugália	-3,9	-2,6	-2,2
Szlovákia	-3,5	-1,9	-2,2
Szlovénia	-1,2	0,5	-0,9
Finnszág	4,1	5,3	4,5
Euroövezet	-1,3	-0,6	-1,7
Államháztartás bruttó adóssága	2006	2007	2008
Belgium	87,8	83,9	88,3
Németország	67,6	65,1	65,6
Írország	24,7	24,8	40,8
Görögország	95,9	94,8	94,0
Spanyolország	39,6	36,2	39,8
Franciaország	63,6	63,9	67,1
Olaszország	106,9	104,1	105,7
Ciprus	64,6	59,4	48,1
Luxemburg	6,6	7,0	14,4
Málta	63,8	61,9	63,3
Hollandia	47,4	45,7	57,3
Ausztria	62,0	59,5	59,4
Portugália	64,7	63,6	64,6
Szlovákia	30,4	29,4	28,6
Szlovénia	26,7	23,4	22,1
Finnszág	39,2	35,1	32,8
Euroövezet	68,3	66,1	68,7

Forrás: Európai Bizottság.

Megjegyzések: Az adatok az ESA 95 definícióin alapulnak. A Bizottság előrejelzésében az euroövezet átlagába beletartozik Szlovákia is, amely 2009. január 1-jén csatlakozott az euroövezetbe.

évi görög hiányt a 2008. tavaszi értesítésben szereplő 2,8%-ról 3,5%-ra vizsgálták felül. A felülvizsgálat abból eredt, hogy korrigálták az EU-s támogatások nyilvántartását, és javult a költségvetésen kívüli, önkormányzati és társadalombiztosítási alapok lefedettsége. Összehasonlítva a 2008. évi adatokat a 2007 végén és 2008 elején kiadott frissített stabilitási programokban kitűzött célokkal, az euroövezet átlagos egyenlege a GDP 0,8 százalékpontjának megfelelő elmaradást mutat.

A gazdasági és fiskális rosszabbodás és a kormányoknak a pénzügyi rendszer stabilizálása érdekében végrehajtott beavatkozásainak eredményeképpen az euroövezetben az államadósság GDP-hez viszonyított átlagos aránya a

2007-es 66,1%-ról 2008-ban a GDP 68,7%-ára nőtt. Az adósság növekedése még nagyobb is lehetett volna a pénzügyi mentési műveleteknek az Eurostat általi statisztikai osztályozásától függően, amelyet még véglegesíteni kell (lásd a 7. keretes írást). Az államadósság különösen azokban az országokban nőtt jelentősen, ahol nagy mértékben avatkoztak be a pénzügyi intézkedésekbe, vagy ahol hirtelen makrogazdasági lassulást tapasztaltak. 2007-hez viszonyítva 2008-ban figyelemre méltóan emelkedett az euroövezetbeli kormányok által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok éves növekedési üteme, miközben a Németországgal szembeni szuverén szpredek néhány országra vonatkozóan jelentősen szélesedtek (lásd a 6. keretes írást).

## 6. keretes írás

### AZ EUROÖVEZETI ÁLLAMHÁZTARTÁS ÁLTAL KIBOCSÁTOTT HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK KIBOCSÁTÁSÁNAK ÉS HOZAMSZPREDJEINEK ALAKULÁSA

Az euroövezeti államháztartás által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok éves növekedési üteme 2008-ban 8,0% volt. Jóllehet ez jóval meghaladta a 2007. évben elkönyvelt 2,8%-ot (lásd az A) táblázatot),<sup>1</sup> összehasonlítható a lassuló gazdasági növekedés korábbi időszakában regisztrált adatokkal. Az államháztartás hitelviszonyt megtestesítő értékpapírjai nettó kibocsátásának e növekedése – a GDP-növekedés 2008-ban megfigyelt hirtelen lassulásával együtt – tükröződött az euroövezet GDP-arányos államháztartási hiányának rosszabbodásában is, amely a 2007. évi 66,1%-ról 2008-ban 68,7%-ra nőtt.<sup>2</sup>

1 A növekedési rátákat a pénzügyi tranzakciók alapján számítják ki, ezért nem tartalmazzák az újraosztályozásokat, átértékeléseket, árfolyam-ingadozásokat és más olyan változásokat, amelyek nem tranzakciókból erednek. A részleteket lásd az EKB Havi jelentésének „Az euroövezet statisztikai adatai” című része 4.3 és 4.4 táblázataira vonatkozó technikai megjegyzésekben.

2 2009 januárjában a bankszektor számára meghirdetett állami támogatásnak az euroövezet államadósságára gyakorolt potenciális közvetlen hatását 284,6 milliárd euróra becsülték (amely az euroövezet GDP-jének mintegy 3%-a).

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

(százalékok; időszak vége)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Államháztartás összesen	3,4	2,7	3,3	5,0	5,5	5,8	4,7	2,4	2,8	8,0
Hosszú lejáratú	5,6	3,6	2,8	3,9	4,8	6,2	5,5	3,4	2,3	3,6
Fix kamatozású		5,2	5,6	4,6	5,7	6,4	5,4	3,4	2,0	3,6
Változó kamatozású		-2,5	-13,4	-4,5	-1,6	7,0	8,3	3,0	5,4	3,5
Rövid lejáratú	-16,5	-7,1	8,7	18,5	13,6	2,1	-4,0	-8,8	9,5	62,6

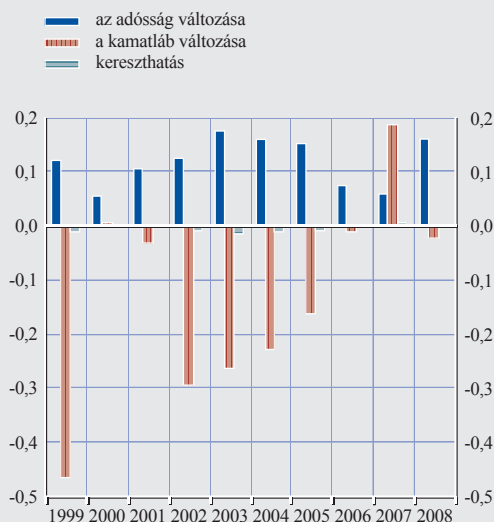
Forrás: EKB.

A nettó kibocsátás 2008. évi összetételét vizsgálva, az euroövezeti rövid lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok elsődleges piacának aktivitása szokatlanul erős volt. Ez részben azt a tényt tükrözi, hogy 2008 folyamán a hozamgörbe meredekebbé vált, viszonylag olcsóbbá téve a rövid távú finanszírozást. Ez egy olyan jellemző, amely általános a csökkenő rövid távú kamatlábakkal járó lassúbb gazdasági növekedés más epizódjaiban. Ennek eredményeképpen 2008-ban a hosszú lejáratú adósság a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állományának körülbelül 88,7%-át tette ki, amely a GMU harmadik szakaszának kezdete óta a legalacsonyabb szint (lásd a B) táblázatot).

Az A) ábra a következőkre bontja a kamatfizetések változásait: i) az államadósság változásaiból következő hatás, ii) a kamatlábak változásaiból eredő hatás és iii) egy maradék keresztthatás.<sup>3</sup> 2008-ban a kamatkiadások körülbelül a GDP 0,2 százalékpontjával nőttek. Ez jobbra az adósságszint növekedésének tükröződése volt, miközben a kamatlábak csökkenésének és a keresztthatásoknak a befolyása marginális volt.

**A) ábra: A kamatfizetések alakulása az 1999–2008-as időszakban**

(a GDP százalékában; éves adat)



Forrás: Európai Bizottság (AMECO adatbázis).

3 A nominális kamatfizetések változása, az  $I$ , az alábbiak szerint bontható fel:

$$\Delta I = \Delta B \times i + \Delta i \times B + \Delta B \times \Delta i$$

$\left\{ \begin{array}{l} \text{Adósság-} \\ \text{változáson} \\ \text{keresztüli hatás} \end{array} \right\}$ 

 $\left\{ \begin{array}{l} \text{Kamatláb-} \\ \text{változáson} \\ \text{keresztüli hatás} \end{array} \right\}$ 

 $\left\{ \begin{array}{l} \text{Kereszthatás} \\ \text{(maradék)} \end{array} \right\}$

ahol  $B$  az államháztartás nominális adóssága és  $i$  az átlagos implicit kamatláb ( $I/B$ ).

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

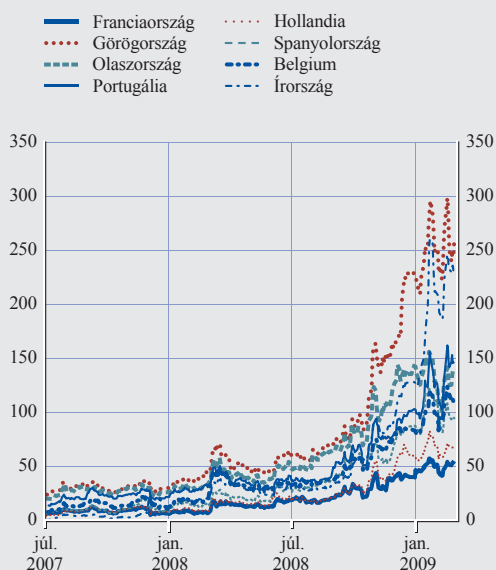
(az államháztartás által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő összes értékpapír százaléká; időszak vége)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Központi kormányzat	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,8	93,4	93,2	93,5
Hosszú lejáratú értékpapírok	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86,0	86,5	86,1	82,7
Rövid lejáratú értékpapírok	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	6,8	7,1	10,8
Egyéb államháztartás	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,2	6,6	6,8	6,5
Hosszú lejáratú értékpapírok	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4	6,0
Rövid lejáratú értékpapírok	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5
Államháztartás összesen										
Hosszú lejáratú	92,3	93,0	92,6	91,7	91,0	91,4	92,1	92,9	92,5	88,7
Fix kamatozású	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3	79,9
Változó kamatozású	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2	7,8
Rövid lejáratú	7,7	7,0	7,4	8,3	9,0	8,6	7,9	7,1	7,5	11,3
Államháztartás összesen										
milliárd euróban	3 453,4	3 549,1	3 775,5	3 949,4	4 151,7	4 386,7	4 604,8	4 706,6		5 239,6

Forrás: EKB.

## B) ábra: Államkötvényhozamok különbözetei a német államkötvényekhez viszonyítva

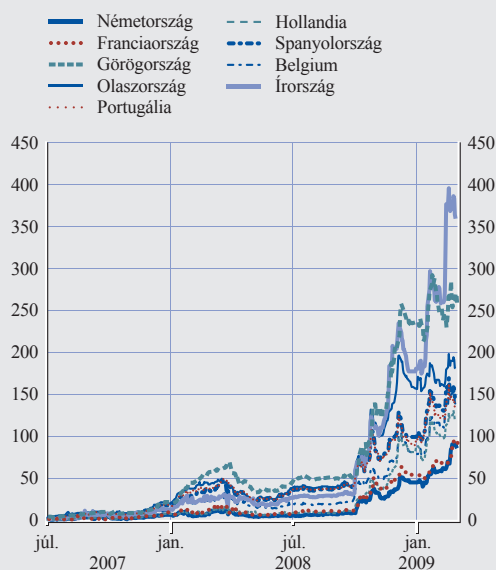
(napi adatok; bázispont)



Forrás: Thomson Financial Datastream.  
Megjegyzés: Tízéves lejáratú államkötvények.

## C) ábra: Szuverén CDS-ek

(napi adatok; bázispont)



Forrás: Thomson Financial Datastream.  
Megjegyzés: 5 éves lejáratú hitel-visszanemfizetési swapok (CDS-ek).

A pénzügyi zavar 2007. augusztusi kezdete által kiváltott fejleményeket követően a hosszú lejáratú euroövezeti államkötvények hozamai és a német kötvények hozamai közötti szpredek 2008-ban – különösen az év második felében – jelentősen szélesedtek. Ezt illusztrálja a B) ábra, amely nyolc euroövezeti országra (Belgium, Írország, Görögország, Spanyolország, Franciaország, Olaszország, Hollandia és Portugália) vonatkozóan mutatja a Németországgal szembeni szpredeket. Az egyes euroövezetbeli országok államkötvényhozamai közötti különbségek végül is tükrözik a hitelkockázat- és likviditási prémiumbeli különbségeket.

Először, a pénzügyi nyugtalanság 2008. második félévi fokozódására reagálva, az euroövezeti országok október 12-i párizsi csúcstalálkozóján összehangolt mentőcsomagokat hirdettek, beleértve banki adósságokra vállalt garanciákat, bankoknak szánt tőkeinjekciókat és bankok kockázatos eszközeinek végleges megvásárlását. Az ilyen intézkedések várt fiskális terhe növelhette az államkötvények nem fizetésének érzékelt valószínűségét. A hitelkockázati prémiumok valamennyi euroövezeti országban – bár különböző mértékben – nőttek, amint azt a C) ábra illusztrálja, amely a szuverén hitelbukásswap-szpredeket mutatja.<sup>4</sup>

Másodszor, 2008 nagy részében az euroövezeti államkötvények hozamainak változásai a befektetők minőségbe menekülési viselkedését is tükrözték. Ezt a folyamatot a befektetők közötti fokozott különbségtétel is jellemezte a minőségbe menekülés célállomásait illetően. A német kötvényeket valamennyi euroövezeti államkötvény közül általában a leglikvidebbnek tartják, aminek az az eredménye, hogy ezek vonzották a legtöbb minőségbe menekülő pénzáramlást,

<sup>4</sup> Az egyes országokra vonatkozó hitelbukásswap-szpredeknek megvan az az előnye, hogy az érintett országok *benchmark* kötvényeinek változásai nem torzítják őket, valamint nem befolyásolja őket a lejáratok illeszkedésének hiánya, továbbá fogékonyabbak a piaci változásokra.

ami részben megmagyarázza a Németországgal szembeni szuverén szpredek szélesedését, még azon országok esetén is, amelyekre vonatkozóan azonos – vagy még jobb – fiskális kilátásokat érzékeltek (lásd az 5. lábjegyzetet).

5 Lásd az EKB Havi jelentése 2008. novemberi számának „Az euroövezeti szuverén kötvényhozamok szpredjeinek újabban megfigyelhető szélesedése” (*Recent widening in euro area sovereign bond yield spreads*) című keretes írását.

Az Európai Bizottság becslései szerint az euroövezet átlagos strukturális költségvetési egyenlege (a ciklikusan kiigazított, egyszeri és más ideiglenes intézkedéseket nem tartalmazó egyenleg) 2008-ban 0,7 százalékponttal a GDP -2,3%-ára rosszabbodott. A strukturális egyenlegek romlása az átlagos államháztartási hiány emelkedésének több mint a felét tette ki, ami arra utal, hogy a ciklikus feltételeknek (átlagosan) korlátozottabb hatása volt. Ezenkívül volt egy kedvező „összetételi hatás”. Az adóban gazdag bérek, fizetések és a (nominális) magánfogyasztás növekedése néhány országban továbbra is támogatta az adóbevételeket, az általában rosszabbodó gazdasági helyzet ellenére. Ugyanakkor meg kell jegyezni, hogy a strukturális egyenlegre vonatkozó becslések a jelenlegi helyzetben jelentős bizonytalanságnak vannak kitéve, és lehet, hogy később felülvizsgálatra kerülnek. Az egyes országokat tekintve, az euroövezeti országok közül csak Ciprus, Luxemburg, Hollandia és Finnország teljesítette középtávú költségvetési célját, míg Spanyolország és Szlovénia eltávolodott középtávú céljától.

### **VÁLASZINTÉZKEDÉSEK A PÉNZÜGYI VÁLSÁGRA ÉS A GAZDASÁGI VISSZAESÉSRE**

2008 októberében az euroövezetbeli országok és az Egyesült Királyság összehangolt intézkedésekről állapodtak meg a pénzügyi szektor stabilizálása érdekében, ideértve a pénzintézetek újratőkésítését, valamint a hitelek és betétek garantálását, amit az Európai Tanács később jóváhagyott. E beavatkozásoknak az euroövezeti állami pénzügyekre gyakorolt hatásait nehéz felbecsülni (lásd még a 7. keretes írást). 2009. január 1-jén a bankszektor számára meghirdetett állami támogatásnak az euroövezet államadósságára gyakorolt potenciális közvetlen hatását 284,6 milliárd euróra becsülték (amely az euroövezet GDP-jének mintegy 3%-a), míg

az állam feltételes kötelezettségeire gyakorolt hatást körülbelül 19%-ra. Becslések szerint e beavatkozásoknak az euroövezet államháztartási hiányára gyakorolt hatása 2008-ban elhanyagolható volt.

A súlyos gazdasági visszaesésre reagálva 2008. december 11-én és 12-én tartott ülésén az Európai Tanács elfogadta „Az európai gazdasági fellendülés tervét”. E terv szerint az egyes EU-tagállamok 170 milliárd euróval járulnak hozzá az összesen 200 milliárd eurós fiskális ösztönzéshez (az EU GDP-jének 1,5%-a), míg a fennmaradó összeg az EU költségvetéséből és az Európai Beruházási Banktól érkezik. Ezzel az összehangolt törekvéssel a tagállamoknak az a szándéka, hogy támogassák a gazdasági fellendülést az aggregált kereslet erősítése és a lisszaboni stratégiában előirányzott szerkezeti reformok megvalósítására irányuló erőfeszítések fokozása révén. Nemzeti körülményektől függően az intézkedések megnövekedett állami kiadások, az adóterhek vagy társadalombiztosítási járulékok csökkentésének, valamint a vállalkozások vagy háztartások bizonyos kategóriáinak nyújtott támogatás formáit ölthetik. Ugyanakkor az Európai Tanács megerősítette teljes mértékű elkötelezettségét a Stabilitási és növekedési paktum végrehajtása és a fenntartható államháztartás iránt. A tagállamokat felszólították, hogy a lehető leghamarabb térjenek vissza középtávú költségvetési céljaikhoz.

Sok euroövezetbeli ország fogantatosított az aggregált keresletet ösztönző fiskális intézkedéseket. 2008 őszén a német kormány elfogadott egy – többnyire a költségvetés bevételi oldalán jelentkező – intézkedéscsomagot, amely 2009-ben és 2010-ben a GDP 1,3%-ának felel meg. 2009 elején a kormány meghirdetett egy

második ösztönzőcsomagot, amely ugyanezen két évben a GDP mintegy 2%-át kitevő további intézkedésekből áll. Franciaországban 2008 végén körülbelül a GDP 1,5%-ának megfelelő intézkedéseket hirdettek meg a 2009–2011-es időszakra, beleértve a felgyorsított állami beruházásokat, valamint a kisvállalkozások és meghatározott iparágak támogatását. 2008-ban az olasz kormány expanzív, többnyire a kiadási oldalra összpontosító intézkedéseket fogantatosított, amelyek a GDP fél százalékpontját teszik ki 2009-re és 2010-re vonatkozóan. A tervek szerint ezeknek a nettó hitelfelvételre gyakorolt hatásait a kompenzáló intézkedések nagyban kiegyenlítik. Spanyolországban 2008 első felében számos bevételi intézkedést hoztak a gazdaság ösztönzésére, és novemberben további állami beruházási terveket hirdettek meg, amelyek a GDP-nek több, mint a 3%-át képviselik a 2008–2010-es időszakban. Az említetteken kívüli országok többsége is jelen-

tős fiskális ösztönző intézkedéseket fogantatosított.

Jóllehet az ösztönző politikák mélyebb értékelésével várni kell, amíg a pontos intézkedések és azok megvalósítása ismertté válnak, az nyilvánvaló, hogy a kormányok jelenlegi szándékai bizonyos kockázatokkal járnak (lásd még a 8. keretes írást). Az emelkedő hiányok alááshatják a fiskális stabilitásba vetett bizalmat, különösen mivel sok esetben nem foglalkoznak az ösztönző intézkedések visszavonhatóságával, ami nehéznek bizonyulhat. A Németországgal szembeni államkötvényszpredek meredek emelkedése figyelmeztető jel, hogy a pénzügyi piacok nagyon gondosan figyelik a potenciális kockázatok alakulását. Az ösztönző intézkedések hatékonysága néha kétséges, mivel intézkedések széles skáláját irányozták elő. Nem minden intézkedés kötődik egyértelműen a jelenlegi gazdasági problémák gyökeréhez, és lehet, hogy néhány intézkedés inkább politikai kompromisszumokat tükröz,

## 7. keretes írás

### A PÉNZÜGYI VÁLSÁG STATISZTIKAI ELSZÁMOLÁSI HATÁSAI AZ ÁLLAMHÁZTARTÁSI HIÁNYRA ÉS AZ ÁLLAMADÓSSÁGRA

Válaszul a globális pénzügyi válságra és annak következményeire az európai pénzintézetekre nézve, az európai kormányok, központi bankok és más állami hatóságok intézkedéseket fogantatosítanak a pénzügyi piacok és általában a gazdaság stabilizálása érdekében. Ezen kormányzati műveletek közé tartoznak a (részleges) államosítások, tőkeinjekciók (újrátökésítések), pénzügyi eszközök megvásárlása és/vagy cseréje, valamint garanciák nyújtása (betétekre és bankok új adósság-kibocsátásaira, továbbá bankközi hitelezésre).

A Stabilitási és növekedési paktum alapján figyelemmel kísért két kulcsfontosságú fiskális változó, azaz az államháztartási hiány és az államadósság nyilvántartása a Nemzeti Számlák Európai Rendszere 1995-ként („ESA 95”) ismert európai statisztikai elszámolási szabályokkal, valamint a kormányzati hiányról és az államadósságról szóló ESA 95 kézikönyvvel összhangban történik. Az Európai Bizottság (Eurostat) az ESA 95 és a kézikönyv alapján továbbfejlesztette a fent említett kormányzati műveletek nyilvántartására vonatkozó módszertani útmutatót annak biztosítása érdekében, hogy az államháztartási hiányra és az államadósságra vonatkozó statisztikák összeállítását valamennyi tagállamban következetesen és homogén módon történjen. Ebben a folyamatban az Eurostat konzultált a Monetáris, Pénzügyi és Fizetésimérleg-statisztikák Bizottságával (amelyben az EU-tagállamok nemzeti statisztikai hivatalai és nemzeti központi bankjai, valamint az Európai Bizottság és az EKB

képviseltetik magukat) a számviteli szabályok alkalmazási módjának meghatározása érdekében. Minden egyes esetben számos kérdés megválaszolása szükséges, hogy döntsenek a helyes számbavételről:

- A pénzügyintézetek újratőkésítésére vagy a pénzügyintézeteknek történő garancianyújtás céljára létrehozott jogi személyek az állami szektorhoz tartoznak a nemzeti számlákban? Amennyiben igen, hiányuk és adósságuk növelni fogja az államháztartási hiányt és az államadósságot.
- A kormányok piaci árakon vásároltak tulajdonrészt pénzügyintézetekben, ami azt jelzi, hogy pénzügyi eszközt szereztek meg (a hiányra gyakorolt hatás nélkül) vagy a pénzügyintézetekbe injektált összeg egy részét tőketranszfernek (szubvenciónak) kell tekinteni?
- Ha a kormány pénzt kölcsönöz egy pénzügyintézetnek, van a pénzügyintézetnek kamatfizetési és hitel-visszafizetési kötelezettsége? Amennyiben nincs, akkor ezt tőketranszferként kell nyilvántartani, nem pedig pénzügyi tranzakcióként.
- Amennyiben a kormány átveszi a pénzügyintézet tartozásainak egy részét, és cserébe érdekeltséget szerez a pénzügyintézetben, ez a tulajdonrész ugyanannyit ér, mint a tartozások? Ha nem, a tartozások átvétele (annak egy része) olyan tőketranszfernek számít, amelynek negatív hatása van az állami költségvetés egyenlegére.
- Mikor nagyon valószínű az állami garanciák lehívása, aminek következtében hatásuk lehet a hiányra és az adósságra a garanciák nyújtásakor? Rendszerint a garanciáknak csak akkor van hatása a hiányra és az adósságra, amikor lehívják őket.
- Amennyiben egy pénzügyintézetet teljesen államosítanak, át kell sorolni a kormányzati szektorba? Általános szabályként állami vállalatává válik, de nem kormányzatszervvé. Ugyanakkor, ha a kormány egy különleges egységet hoz létre egy pénzügyintézet részvényeinek megszerzésére, lehet, hogy ezt az egységet a kormányzati szektorba tartozónak kell besorolni, ha nem autonóm vagy nem tartják piaci tevékenységét végzőnek.

Az EU-tagállamok 2008. évi államháztartási hiányára és államadósságára vonatkozó előzetes statisztikákat az Eurostat 2009 áprilisának második felében hozza nyilvánosságra.

mint közgazdasági megfontolásokat. Az állami beavatkozás azt a kockázatot is hordozza, hogy torzítja a gazdasági szereplők viselkedését.

### **2009-BEN A FISKÁLIS HELYZET TOVÁBBI ROMLÁSA VÁRHATÓ**

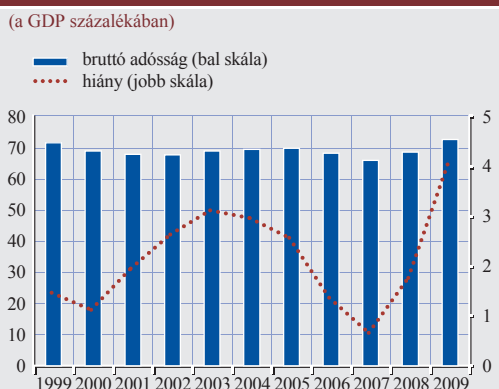
Az euroövezetbeli országok fiskális kilátásai 2009-ben várhatóan tovább romlanak. Az Európai Bizottság időközi előrejelzése szerint, amely tartalmazza a stabilitási programok 2008 végén és 2009 elején rendelkezésre álló frissítéseit, az euroövezetben az átlagos államháztartási hiány

várhatóan 2,3 bázisponttal a GDP 4,0%-ára fog emelkedni (lásd a 32. ábrát). Az állami kiadások várhatóan a GDP 2,1 százalékpontjával nőnek, míg a bevételek a GDP 0,1 százalékpontjával csökkennek. 2009-ben az átlagos államadósság-rátája az euroövezetben várhatóan 4,0 százalékponttal a GDP 72,7%-ára fog nőni.

A Bizottság időközi előrejelzése szerint Málta kivételével várhatóan valamennyi euroövezetbeli országban romlani fog az államháztartás egyenlege. Írország, Görögország, Spanyolország, Franciaország, Olaszország, Portugália és Szlo-



**32. ábra: Fiskális folyamatok 1999–2009**



Forrás: Európai Bizottság (AMECO adatbázis).  
Megjegyzések: Az euroövezeti átlag 2009. január 1-jétől 16 országra vonatkozik; ESA 95 definíció; a hiány nem tartalmazza az UMTS-bevételeket.

vénia 2009-ben várhatóan megszegi a GDP 3%-ának megfelelő referenciaértéket vagy a felett marad, és az eltérés néhány esetben jelentős lesz. Belgiumban és Ausztriában a hiány várhatóan a 3%-os referenciaértéken lesz, míg Németországban és Szlovákiában éppenhogy az alatt. Egyértelmű jelei vannak, hogy a tényleges eredmények még a vártnál is rosszabbak lehetnek.

### ELENGEDHETLEN A FISKÁLIS FENNTARTHATÓSÁGRA VALÓ ÖSSZPONTOSÍTÁS

A fiskális eredmények visszafordulása és az erősen bizonytalan kilátások jelentős kihívásokat jelentenek a fiskális politika számára az euroövezetben. Az állami pénzügyekre négy fejlemény gyakorol nyomást. Az első, hogy a hiányok jelentősen emelkednek az automatikus stabilizátoroknak a makrogazdasági lassulásban való működése eredményeként. A második, hogy az utóbbi évek váratlan bevételeinek elfogyásával további bevételkiesésekre kerülhet sor – más tényezők mellett – a pénzügyi eszközök árainak meredek esései, valamint a néhány országban tapasztalt lakáspiaci hanyatlás következtében. A harmadik, hogy jelentős

fiskális kockázatokat hordoznak a rendszerű bankválság és a még súlyosabb makrogazdasági fennakadások megelőzését szolgáló állami beavatkozások a pénzügyi szektorban. A negyedik, hogy a gazdasági lassulás leküzdését célzó ösztönző intézkedések nyomás alá helyezik a fiskális kilátásokat.

Ebben a kihívásokkal teli környezetben döntő a fiskális fegyelem és egy középtávú perspektíva fenntartása. A közvéleménynek az államháztartás fenntarthatóságába vetett bizalma megőrzésének előfeltétele az EU szabályokon alapuló fiskális keretrendszere integritásának biztosítása. Ezért elengedhetetlen, hogy minden érintett fél tartsa magát vállalásához, és teljes mértékben alkalmazza a Stabilitási és növekedési paktum rendelkezéseit, amelyek biztosítják a szükséges rugalmasságot a kedvezőtlen gazdasági körülmények kezeléséhez.

A 2008-ban és 2009 elején elfogadott jelentős ösztönzőcsomagok növelik a fiskális egyensúlyhiányokat az euroövezetben. Az államháztartás fenntarthatóságába vetett bizalom elvesztésének megakadályozása érdekében hiteles elkötelezettségre van szükség, hogy az ösztönző intézkedéseket a lehető leghamarabb visszavonják. Az ösztönzőcsomagok megvalósításakor gondosan meg kell fontolni az intézkedések minőségét azok hatékonyságának biztosítása érdekében. Az euroövezetbeli országokban a szilárd államháztartás elérése és fenntartása érdekében tett határozott erőfeszítéseket az is indokolja, hogy az elkövetkező évtizedekben meg kell birkóznunk a lakosság előregedéséből eredő kiadási nyomással. Egy helyesen megtervezett és szigorúan megvalósított kötelező középtávú nemzeti szintű fiskális keretrendszer kiegészítheti a Stabilitási és növekedési paktumban foglalt európai fiskális keretrendszert a középtávú költségvetési célokhoz való gyors visszatérés segítségével (lásd még a 8. keretes írást).

## A PÉNZÜGYI VÁLSÁG ÉS A FISKÁLIS POLITIKA

Kulcsfontosságú fiskális politikai kihívás annak megakadályozása, hogy a pénzügyi válság és a rákövetkező gazdasági visszaesés aláassa az államháztartás hitelességét és fenntarthatóságát. Az EU-ban a Stabilitási és növekedési paktum biztosítja a megfelelő kereteket a fiskális politikák folytatásához és összehangolásához – jó és rossz időkben egyaránt. Jóllehet az első tíz évben a Paktum teljesítése némileg egyenetlen volt, az EU átfogó fiskális teljesítménye a magas költségvetési hiányok és az államadósság felhalmozódásának elkerülése tekintetében sokkal jobb volt, mint a Paktumot megelőző évtizedekben.<sup>1</sup>

### Egy elszalasztott lehetőség szükségtelenül súlyossá tette a fiskális kihívást

A pénzügyi válság és a gazdasági visszaesés kezdetén sok euroövezetbeli országnak gyenge volt a fiskális pozíciója. A kormányok nem használták ki az elmúlt évek váratlan bevételei által nyújtott lehetőséget költségvetéseik konszolidálására. Ebben a tekintetben az EKB 2007. évi Éves jelentésében kifejtett érvek még mindig helytállóak, és jelentőségük most még nagyobb.<sup>2</sup> Akkor ez EKB hangsúlyozott egy fontos fiskális tanulságot, amelyet a 2000–2001-es időszakból lehet levonni, nevezetesen, hogy a bevételi kilátások rövid időn belül drámaian változhatnak. Valóban, tapasztalatok azt mutatják, hogy az állami bevételek volatilitása nagyobb, mint a kiadási oldalé, és meghaladja a gazdasági ciklusét is. A GDP-növekedés fordulópontjai kiszámításának nehézségével együtt a jó időkben ez jó okot jelent a fokozott óvatosságra, azaz arra, hogy a váratlan bevételeket inkább gyorsabb hiány- és adósságcsökkentésre használják, mint többletköltekezésre.<sup>3</sup> Ez lehetővé tenné az országok számára, hogy költségvetési mozgásteret teremtsenek az elmaradt bevételek fedezésére, és kezeljék a többletkiadásokat, ha a körülmények netán változnak. 2000–2001-ben és az azt megelőző időszak során is az volt az egyik fiskális politikai tévedés, hogy a jó időkben a költségvetési javulásokat – helytelenül – strukturális javulásokként értelmezték, amelyeket gyakran a kiadások növelésének vagy az adók csökkentésének ösztönzésére használtak.

### Az automatikus stabilizátorok szerepe

A gazdasági visszaesésre reagáló fiskális kiigazítás nagymértékben tükrözi az automatikus fiskális stabilizátorok működését, amelyek hozzájárulnak a gazdasági fluktuációk elsimításához. Ez helyénvaló, mert az ilyen típusú fiskális reakció időszerű és védve van az olyan közgazdasági kockázatoktól, amelyek alááshatják a diszkrecionális fiskális intézkedések hatékonyságát. Kiemelendő, hogy az automatikus stabilizátorok nincsenek kitéve fáziskésésnek az intézkedések azonosításában, vagy a politikai döntéshozatali és végrehajtási folyamatokban. Ezenkívül a bevételek és – kisebb mértékben – a kiadások automatikus reakciója a ciklusra önmegfordítívá teszi az automatikus stabilizátorokat. Végül, az egyes érdekcsoportok hatása a csoportspecifikus előnyök elérésében alacsony. A Stabilitási és növekedési paktumnak megfelelő euroövezetbeli országok kihasználhatják viszonylag nagy automatikus stabilizátoraikat.

1 Lásd az EKB Havi jelentés 2008. októberi számának „A Stabilitási és növekedési paktum tíz éve” (*Ten years of the Stability and Growth Pact*) című cikkét.

2 Lásd különösen az EKB 2007. évi Éves jelentésének az „Amit a 2000–2001-es fiskális politikai tapasztalatból tanulhatunk” című keretes írását.

3 Az előrejelzések pontosságának áttekintését és a fordulópontokkal kapcsolatos nehézségeket lásd M. Blix – J. Wadefjord – U. Wienecke – M. Ådahl: „Mennyire jó a főbb intézmények előrejelzési teljesítménye?” (*How good is the forecasting performance of major institutions?*), *Economic Review*, 2001:3, Sveriges Riksbank, 38–68. o.

### A fiskális aktivizmus kockázatai pénzügyi válság idején

A diszkrécionális fiskális politikai intézkedések keresletösztönzésre történő használatát illetően konszenzus alakult ki, hogy az ilyen intézkedéseknek jól időzítettnek és célzottak kell lenniük a hatékonyság biztosítása érdekében, valamint ideiglenesnek, hogy a fiskális fenntarthatóságot ne tegyék ki további kockázatoknak. Az ilyen intézkedések – hacsak nem várható a hiánynövelő fiskális intézkedések visszafordítása – különösen alááshatják az államháztartás fenntarthatóságába vetett közbizalmat, és magasabb óvatossági megtakarításokhoz vagy negatív pénzügyi piaci reakciókhoz, továbbá magasabb kamatlábakhoz vezethetnek, közömbösítve így a szándékolt expanzív hatást. Ebben a tekintetben, az 1970-es évek olajválsága idején tapasztalt fiskális aktivizmus figyelmeztetésként szolgál: a keresletélénkítés helyett végül a reálgazdaság destabilizálásához, valamint az inflációs nyomások és az államadósság növeléséhez járult hozzá – csekély, vagy lehet, hogy semmilyen nettó haszonnal.

Ami a célzottságot illeti, ott kell cselekedni, ahol a rugalmasságok a legnagyobbak, és ahol az ösztönzők torzításai a legkevésbé súlyosak. Ebből a szempontból meg kell fontolni a fiskális ösztönző minőségét, hogy olyan lépéseket tegyenek, amelyek a leginkább vezetnek a fellendülés és a hosszú távú növekedés szilárd alapjához. Lényeges a megfelelő időzítés, mivel múltbeli tapasztalatok azt mutatják, hogy a diszkrécionális politikai intézkedések gyakran prociklikusként végzik, mert csak jelentős fáziskéséssel lépnek életbe.

A fiskális politika minősége sok szempontból fontos. Jóllehet az állam optimális méretének kérdése vita tárgyát képezi,<sup>4</sup> az euroövezetbeli országok állampolgárai legalább olyan jómódúak lehetnének, mint amilyenek ma, de kevesebb adót fizetnének, ha jobb lenne az állami költségek minősége. Ráadásul arra is van némi bizonyíték, hogy a múltban az államháztartás mérete növekedésének ára az alacsonyabb gazdasági növekedés volt.<sup>5</sup> Amennyiben az euroövezeti kormányok eleget tesznek a Stabilitási és növekedési paktumnak, valószínűbb, hogy ez hosszú távon előnyös lesz gazdaságaik számára, és állampolgáraik nagyobb jólétet élvezhetnek.<sup>6</sup>

4 Vannak arra utaló bizonyítékok, hogy sok iparosodott országban az állam mérete már meghaladta az alapvető célok eléréséhez szükségeset. Lásd például A. Afonso – L. Schuknecht – V. Tanzi: „Az állami szektor hatékonysága: nemzetközi összehasonlítás” (*Public sector efficiency: an international comparison*), *Public Choice* 123. évf. (3–4. sz.), 2005, 321–347. o. és A. Afonso – D. Furceri: „Az állam mérete, összetétele, volatilitás és gazdasági növekedés” (*Government size, composition, volatility and economic growth*), EKB-füzetek sorozat (*Working Paper Series*), 849. sz., 2008.

5 Lásd A. Afonso – W. Ebert – L. Schuknecht – M. Thöne: „Az állami pénzügyek minősége és a növekedés” (*Quality of public finances and growth*), *Working Paper Series* 438. sz., EKB, 2005.

6 Az állam méretcsökkentésének költségei megfelelő tervezés és végrehajtás esetén meglehetősen korlátozottak lehetnek. Lásd például S. Hauptmeier – M. Heipertz – L. Schuknecht: „Kiadási reform az iparosodott országokban: esettanulmányi megközelítés” (*Expenditure reform in industrialised countries: a case study approach*), *Working Paper Series* 364. sz., EKB, 2006.

## 2.6 AZ ÁRFOLYAM ÉS A FIZETÉSI MÉRLEG ALAKULÁSA

### AZ EURO EFFEKTÍV ÁRFOLYAMA 2008-BAN MÉRSÉKELTEN FELÉRTÉKELŐDÖTT

A pénz- és hitelpiacokon 2007 augusztusában kezdődött pénzügyi nyugtalanság és annak következményei a reálgazdaságra nézve az egész világon jelentősen befolyásolták a devizapiacok alakulását 2008-ban. Pontosabban,

2008 első négy hónapjában az euro folytatta a 2000 végén megalapozott erősödési trendjét, amelyet támogattak az euroövezet relatív gazdasági kilátásaival kapcsolatos meglehetősen optimista piaci várakozások. Az áprilisban elért csúcsot követően a nomináleffektív árfolyam augusztusig nagyjából stabilizálódott. Ezután az euro meredek leértékelődése volt tapasztalható, és a közös valuta mindössze három hónap alatt a 2007 közepe táján jellemző szintre jutott. Az

euro meredek leértékelődése elsősorban az euroövezet gazdasági kilátásaira vonatkozó piaci várakozások felülvizsgálatával volt összefüggésben – ahogy a pénzügyi válság egyre inkább kibontakozott és globális kiterjedésére fokozatosan kezdtek ráébredni. E leértékelődésre egy megnövekedett piaci bizonytalansággal és globális kockázatkerüléssel jellemzett környezetben került sor. Az év vége felé az euro erősen feléledt, és 2008. december 18-án újabb történelmi csúcst ért el. 2008 végére az euro nomináleffektív árfolyama mintegy 2,5%-kal volt magasabb, mint az év elején, és körülbelül 7%-kal haladta meg a 2007. év átlagos szintjét. Az euro 2008. évi nomináleffektív felértékelődése javarészt annak köszönhető, hogy jelentősen erősödött az angol fonttal szemben, amit csak részben ellensúlyozott az eurónak az amerikai dollárral és a japán jennel szembeni gyengülése.

Az amerikai dollárral szemben az euro erősen felértékelődött az év első nyolc hónapja folyamán, és július közepén 1,60 USD-s csúcst ért el. Ezt a felértékelődést nagyban vezérelték az euroövezeti eszközök javára szóló bővülő kamatláb-különbszetekre vonatkozó várakozások, tükrözve azokat a piaci meggyőződéseket, hogy az euroövezetre jóval kisebb hatással lesz a folyamatban levő pénzügyi nyugtalanság, mint az Egyesült Államokra. Ettől az időszaktól kezdve viszont a közzétett adatok azt kezdték mutatni, hogy a pénzügyi zavar, amely az Egyesült Államok másodrendű jelzáloghitelpiacán 2007 augusztusában keletkezett, egy egyidejű gazdasági lassulással fejlődött valamennyi főbb gazdasági térségre kiterjedően. Ennek eredményeként augusztusban az euro elkezdett meredeken leértékelődni az Egyesült Államok valutájához képest. Az őszi folyamán a globális pénz- és hitelpiacokon megújult feszültségek fokozták az euróra nehezedő lefelé irányuló nyomást, így a közös valuta októberben 1,25 USD-t ért el. Ez a jókora leértékelődés részben egy egész világra kiterjedő dollár likviditáshiánnyal volt kapcsolatban, amely a külföldi befektetések jelentős repatriálását és összehangolt központi banki monetáris politikai intézkedéseket váltott ki. E rendkívül

magas kockázatkerüléssel és a kinnlevő eszközök leépítésével jellemzett környezetben az amerikai dollár nemzetközi státuszából adódóan talált támogatásra. Úgy tűnik, hogy az amerikai dollárt a devizapiacok más technikai – és talán átmeneti – tényezői is támogatták, ami levezethető abból is, hogy ebben az időszakban gyengült a kapcsolat a kamatláb-különbszetek és az EUR/USD árfolyam mozgásai között. Decemberben viszont az euro határozott visszakeresődése volt tapasztalható, amint a fent említett, a dollárt támogató nem ciklikus tényezők ereje az ősszel elapadt, és a devizapiacok ismét a növekedési kilátásokra, valamint a kamatláb-különbszetekre összpontosították a figyelmet a főbb gazdasági térségekben. December 31-én az eurót 1,39 USD-n jegyezték, vagyis mintegy 5%-kal gyengébben, mint 2008 elején, és körülbelül 6%-kal erősebben, mint a 2007. évi átlag.

Az EUR/USD árfolyaméhoz hasonló mintát követve 2008 folyamán az euro a japán jennel szemben is széles határok között ingadozott, és jegyzése a szokatlanul bő 115,75 JPY és 169,75 JPY közötti tartományban mozgott. Úgy tűnik, az EUR/JPY árfolyam volatilitása nemcsak a vonatkozó gazdasági kilátások piaci megítélésének változását tükrözte, hanem – ami a legfontosabb – az eszközárak volatilitására vonatkozó piaci várakozásokat is. Következésképpen, utóbbiaknak hatása volt a *carry trade*-ek várt nyereségességére. (Ezek olyan ügyletek, amelyek során alacsony hozamú devizában (mint például a jen) vesznek fel hitelt, és magas hozamú devizába fektetnek.) Általában a jen várt volatilitásának növekedése csökkentette finanszírozó valutakénti vonzerejét *carry trade*-ek számára, és hajlamos a jenre felfelé irányuló nyomást gyakorolni. Valóban, opciós kötési árfolyamokon alapuló mutatókkal mérve, az EUR/JPY árfolyam implikált volatilitása 2008 folyamán széles körforgást mutatott, és októberben tetőzött, majd ezt követően lecsillapodott. 2008-ban főként a devizapiacnak ezek a rendkívül volatilis feltételei okozták az eurónak a jennel szembeni kezdeti felértékelődését és későbbi meredek leértékelődését. 2008. december 31-én

az eurót 126,14 JPY-n jegyezték, azaz 23%-kal gyengébben, mint az év elején, és mintegy 22%-kal 2007. évi átlaga alatt.

2008-ban folytatódott az eurónak az angol fonttal szembeni felértékelődése is, és a 2007-ben megfigyelt 9%-os felértékelődést követően az év végére jelentősen, 28,5%-kal erősödött. December 29-én az eurót 0,98 GBP-n jegyezték, amely a legmagasabb szint az egységes valuta 1999-es bevezetése óta. A font figyelemre méltó gyengülése, különösen 2008 utolsó hónapjaiban, az egyesült királyságbeli gazdasági konjunktúra jelentős lassulásához kötődik, amely a monetáris politikai feltételek meglehetősen könnyítését és a hosszabb távú hozamok ezzel kapcsolatos esését váltotta ki.

Január eleje és december 31. között az euro jelentősen felértékelődött több EU-tag kereskedelmi partner valutájával szemben, például 15,3%-kal a svéd koronával, 15,3%-kal a lengyel zlotyval, 12,3%-kal a román lejjelel, 5,3%-kal a magyar forinttal és 1,9%-kal a cseh koronával szemben. Jókora erősödés volt megfigyelhető a koreai wonnal (33,6%), a norvég koronával (22,1%), valamint az ausztrál és a kanadai dollárral (21,0% illetve 17,1%) szemben is. Az euro e valutákkal szembeni felértékelődését részben ellensúlyozta a gyengülés több ázsiai partner valutájával szemben, amelyek az amerikai dollárhoz kötődnek; ezek a kínai jüan (11,4%), valamint a szingapúri és a hongkongi dollár (5,2% illetve 6%). Az euro vesztett a svájci frankkal szemben is (10,2%), a *carry trade*-ekbe történő bevételek és onnan történő kilépések közepette, mivel a svájci frank – a japán jenhez hasonlóan – finanszírozó valuta szerepét játszotta a pénzügyi tranzakciók e formájában.

A különböző költség- és ármutatókon alapuló reáeffektív árfolyam 2008 első négy hónapjában felértékelődött, majd augusztusig stabilizálódott. Miután novemberig hanyatlott, 2008 utolsó hónapjában valamennyire ismételt erősödött. 2008 utolsó negyedévében az euro – fogyasztói árakon alapuló – reáeffektív árfolyama 2%-kal volt 2007. évi átlagértéke alatt, és 4%-kal maradt el 2007 hasonló negyedévének átlagos szintjétől.

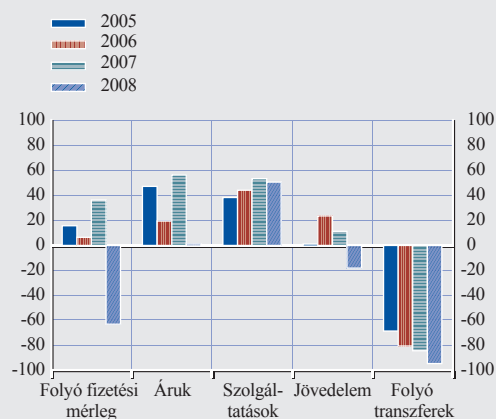
### 2008-BAN A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG HIÁNYT MUTATOTT

2008-ban az euroövezet folyó fizetési mérlegében 63,2 milliárd euro hiányt regisztráltak (amely az euroövezet GDP-jének 0,7%-ával egyenlő), szemben a 2007. év 36,3 milliárd eurós többletével. Ez jórészt abból adódott, hogy hiány keletkezett az áru egyenlegben. 2008-ban az árukereskedelemben 0,6 milliárd eurós deficitet könyveltek el, szemben a 2007. év 56,6 milliárd eurós többletével. Az e fejleményt meghatározó fő tényezők az exportnak különösen az év második felében bekövetkezett gyengülése és az importáraknak az év első nyolc hónapjában megfigyelt robusztus növekedése voltak. A folyó transzferek magasabb hiánya és a jövedelem komponens deficitté válása ugyancsak hozzájárultak a folyó fizetési mérleg egyenlegének általános romlásához. Ugyanakkor a szolgáltatások többlete, amely 2008-ban 50,6 milliárd eurót tett ki, az előző évhez képest csak kismértékben (2,6 milliárd euróval) csökkent (lásd a 33. ábrát).

Az árukivitel 2008 folyamán bekövetkezett zsugorodása többnyire a globális kereslet visszaesésével és esetleg azzal magyarázható, hogy a kereskedelmi finanszírozás feltételei világszerte romlottak. Az első negyedévben megfigyelt átmeneti élénkületet követően az euroövezetnek

33. ábra: A folyó fizetési mérleg és összetevői

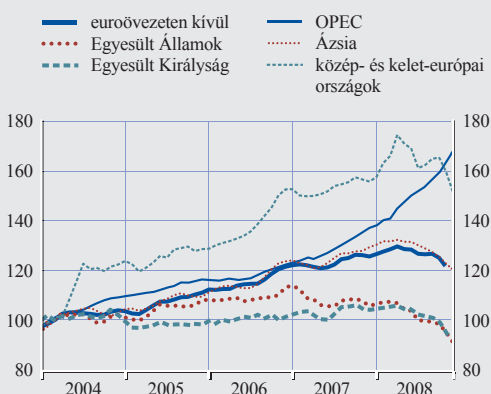
(éves adatok; milliárd euróban)



Forrás: EKB.  
Megjegyzés: 2008-as adatok 2008 októberéig.

### 34. ábra: Euroövezeti exportvolumenek kiválasztott kereskedőpartnerek felé

(indexek: 2004. I. n. év = 100; szezonális kiigazítással; három hónapos mozgóátlag)



Forrás: EKB.

Megjegyzés: A legutolsó megfigyelés 2008 decemberére vonatkozik az euroövezeten kívüli terület és az Egyesült Királyság (november) kivételével.

az Egyesült Államokba és más OECD-országokba, valamint Kínába és Ázsia többi részébe irányuló exportja csökkent, miközben az EU-hoz 2004 óta csatlakozott EU-tagállamokba irányuló kivitele szintén gyengült. Ezzel szemben az OPEC-országokba irányuló export növekedése az egész év során robusztus maradt, ezen országok erőteljes gazdasági növekedése és az olajbevételekből származó vagyonhatások közepette (lásd a 34. ábrát).

Az euroövezet ár- és költség-versenyképességének az euro leértékelődése miatti 2001 óta megfigyelt csökkenése 2008 közepe után részben megfordult. Az euroövezet exportárainak növekedésében az év első felében bekövetkezett mérséklődés azt jelezheti, hogy az euroövezeti cégek kiigazították haszonkulcsaikat, hogy ellensúlyozzák az ár- és költség-versenyképesség visszaesését (lásd még a 9. keretes írást).

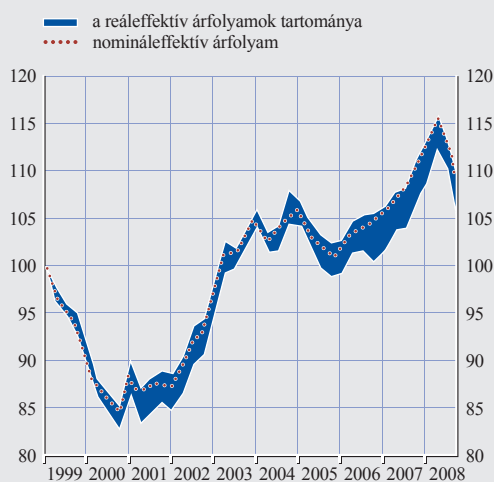
## 9. keretes írás

### AZ EUROÖVEZET VERSENYKÉPESSÉGÉNEK KÖZELMÚLTBELI ALAKULÁSA

Az euroövezet nemzetközi ár- és költség-versenyképességének – amely az egyes euroövezeti országok versenyképességét is tükrözi – értékelése fontos információt szolgáltat az euroövezet gazdaságának megfigyeléséhez. Ezért jelen keretes írás az euroövezet különféle reáleffektív árfolyamokkal mért versenyképességének alakulását vizsgálja, mind aggregált, mind tagállami szinten. Összefoglalva, ezek a mutatók az euroövezet ár- és költség-versenyképességének utóbbi évtizedbeli hanyatlását jelzik, ami jórészt az euro nominális árfolyamának ugyanezen időszakbeli felértékelődése miatt következett be. Jóllehet az eredmény az alkalmazott deflátoroktól függetlenül igaz, az egyes euroövezeti országok versenyképességének alakulásában számottevő különbségek vannak.

### A) ábra: Az euro nominál- és reáleffektív árfolyamai

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



Forrás: az EKB számításai.

Megjegyzések: Az utolsó megfigyelés 2008. negyedik negyedévére vonatkozik. 2008. utolsó negyedévének reáleffektív árfolyama csak a CPI és a PPI alapján áll rendelkezésre.

Az euroövezet egészét tekintve, az A) ábra az euro nomináleffektív árfolyamának alakulását hasonlítja össze különböző deflátorokon alapuló öt reáleffektív árfolyamindexből nyert tartománnyal.<sup>1</sup> Mindent egybevetve, a különféle mutatók mind a reál-, mind a nomináleffektív euroárfolyamok szerint a versenyképesség 1999 és 2008 közötti mintegy 5–10%-os csökkenését mutatják. Így nagyfokú együttmozgás van a nominál- és reáleffektív árfolyamok között, hasonlóságot tükrözve az euroövezet és kereskedelmi partnerei árainak alakulásában. Ezért az euroövezet versenyképességének általános visszaesését elsősorban a nominálárfolyam mozgásai magyarázzák, amelyek több epizódra oszthatóak. Az első időszakban – 1999 és 2001 között – nőtt a versenyképesség, ami az euro ekkortájt bekövetkezett leértékelődését tükrözte. Ezt a versenyképesség csökkenései követték, aminek mozgatórugója elsősorban az euro felértékelődése volt a 2002 és 2004 közötti időszakban, majd ismételtelen 2006-tól. Az utóbbi időben az euroövezet a versenyképesség emelkedését könyvelte el az euro 2008. második félévi leértékelődése következtében.

Az egész euroövezet árversenyképességének alakulása az egyes országok meglehetősen különböző folyamatait rejtheti. Az utóbbiak elemzése érdekében az EKB következetes módszert alkalmaz, és minden egyes euroövezetbeli országra vonatkozóan a többi euroövezeti országgal és az euroövezeten kívüli kereskedelmi partnerekkel szembeni harmonizált versenyképességi mutatók egy-egy sorozatát állítja össze.<sup>2</sup> Három olyan harmonizált versenyképességi mutató van, amelyek kiszámítása – az adott ország fő versenytársai relatív fontosságát tükröző – kereskedelmi súlyokon alapuló kétoldalú árfolyamok súlyozott átlagaként történik, a CPI-, a GDP- vagy a fajlagos munkaerőköltség-deflátorral deflálva. Úgy tűnik, hogy e harmonizált versenyképességi mutatók közül a CPI-alapú mutató használata a legelterjedtebb. Ennek részben az az oka, hogy a CPI definíciója a különböző országokban viszonylag homogén, valamint nem kerül sor jelentős adatrevíziókra, és viszonylag rövid késleltetéssel rendelkezésre áll. Eközben a GDP-deflátorok és a fajlagos munkaerőköltségen alapuló mutatók a versenyképesség alternatív mértékét szolgáltatják, amelyek inkább a gazdaság termelési, mintsem fogyasztási oldalára összpontosítanak.

E mutatók értelmezésekor különböző ellentmondásokat kell figyelembe venni. Az indexalapú versenyképességi mutatók nem számolnak a kezdeti árszintek különbségeivel, ezért nem lehet következtetéseket levonni, hogy abszolút értelemben melyik ország versenyképesebb. Az ilyen mutatókon alapuló következtetések érzékenyek a figyelembe vett időszak kezdő- és végpontjának megválasztására is. Továbbá, a harmonizált versenyképességi mutatók a versenyképességnek csak korlátozott szempontjait ragadják meg. Annak érdekében, hogy szélesebb képet kapjunk, egyéb tényezőket is figyelembe vehetünk egy részletesebb elemzésben. Ilyenek a kereskedelmi szakosodás vagy az általános üzleti környezet, valamint a piacra történő árazás foka és a kereskedelmi áraknak az árfolyamváltozásokra való érzékenysége.<sup>3</sup> Ráadásul az e mutatókra jelenleg alkalmazott módszer nem teljesen ismeri el az országok között a szolgáltatási szektor termelékenységében meglévő különbségeket. (E szektor kereskedelmének szerkezete nem tükröződik a kereskedelmi partnerek súlyozásában.)

1 Az öt deflátor a CPI, a termelői árak, a GDP, a feldolgozóipar fajlagos munkaerőköltségei és a teljes gazdaság fajlagos munkaerőköltségei.

2 A harmonizált versenyképességi mutatók részletesebb elemzését lásd: F. di Mauro – K. Forster: „Globalizáció és az euroövezet versenyképessége” (*Globalisation and the competitiveness of the euro area*), Műhelytanulmányok 97. sz., EKB, 2008. szeptember, valamint az EKB Havi jelentése 2008. novemberi számának „Az euroövezeti országok munkaerőköltség-folyamatainak megfigyelése” (*Monitoring labour cost developments across euro area countries*) című cikke.

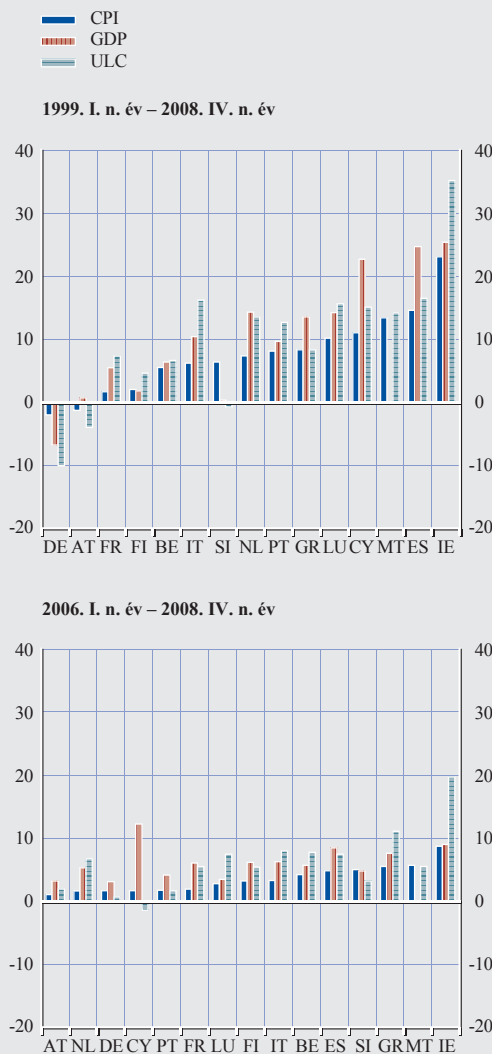
3 E kiterjedtebb versenyképességi témák elemzését lásd: a KBER Monetáris Politikai Bizottságának munkacsoportja: „Versenyképesség és az euroövezet exportteljesítménye” (*Competitiveness and the export performance of the euro area*), Műhelytanulmányok 30. sz., EKB, 2005. június, valamint U. Baumann – F. di Mauro: „Globalizáció és az euroövezet kereskedelme: kölcsönhatások és kihívások” (*Globalisation and euro area trade: interactions and challenges*), Műhelytanulmányok 55. sz., EKB, 2007. március.

A harmonizált versenyképességi mutatók múltbeli mozgásait vizsgálva a B) ábra számotévtető eltéréseket tár fel az egyes euroövezeti országok versenyképességének alakulásában. A CPI-alapú harmonizált versenyképességi mutatót alkalmazva 1999 óta Írország versenyképessége romlott a leginkább (több mint 20%-kal); ezt követte Ciprus, Málta, Luxemburg és Spanyolország (10–20%). Ugyanebben az időszakban Ausztria, Németország, Finnország és Franciaország versenyképessége romlott a legkevésbé, vagy éppen kissé még javult is. Az euro legutóbbi felértékelődési időszakára összpontosítva – azaz 2006 elejétől – a különbségek kevésbé hangsúlyosnak tűnnek, és minden ország az árversenyképesség csökkenését könyvelte el. Miközben az egyes országok versenyképességi folyamatainak nagyságrendje néha érzékeny a deflátor megválasztására, a kvalitatív végeredmények a különféle mutatók esetén azonosak maradnak.

A harmonizált versenyképességi mutatók ugyancsak lehetővé teszik a különbségtételt az euroövezeten belüli és euroövezeten kívüli versenyképesség alakulása között az országok szintjén. Ez hasznos megkülönböztetés, mivel a nominálárfolyam mozgásai az euro bevezetése óta csak a külső versenyképesség miatt fontosak, mert az euroövezeti országok közötti árversenyképességet pusztán a költségek és az árak eltérő alakulása befolyásolja. Általában az árversenyképesség csökkenései az ország szintjén kifejezettebbek az euroövezeten kívüli kereskedelmi partnereket illetően, amint azt a regressziós egyenes mutatja, amely az euroövezeten belüli és kívüli mutatók közötti kapcsolatot ragadja meg [lásd a C) ábrát]. Ez nagyban tükrözi az euro árfolyamának általános nominális felértékelődését 1999 és 2008 között. Ennek megfelelően, az olyan országok, mint Írország, amelyeknek kereskedelmében viszonylag nagy az euroövezeten kívüli partnerek aránya, az euroövezeten kívüli versenyképességben is viszonylag nagyobb csökkenést mutatnak. Ugyanakkor a legtöbb ország esetén az euroövezeten belüli és kívüli versenyképesség közötti erős összefüggés azt is sugallja, hogy az egyes euroövezeti országok relatív versenypozícióit főként a belföldi költségek és árak alakulása határozza meg. Mindent egybevetve,

**B) ábra: Az egyes euroövezeti országok harmonizált versenyképességi mutatóinak<sup>1)</sup> változásai**

(százalékpontban; negyedéves adatok)



Forrás: az EKB számításai.

1) CPI-, GDP- vagy teljes fajlagos munkaerőköltség- (ULC-) deflátorok alapján, euroövezeten belüli és kívüli kereskedelmet beleértve.

Megjegyzések: A negatív (pozitív) számok az árversenyképesség javulását (romlását) jelzik. A legutolsó megfigyelés 2008 negyedik negyedévére vonatkozik (a CPI-deflátor alapján) és 2008 harmadik negyedévére (a GDP- és ULC-deflátorok alapján). A 2006. I. negyedéve és 2008. IV. negyedéve közötti időszakra a harmonizált versenyképességi mutatókat visszakalibráltuk 2006. I. n. év = 100-ra. Málta GDP-deflátoron alapuló harmonizált versenyképességi mutatóját az EKB nem publikálja.



Ausztria az egyetlen ország, amely javította versenyképességét az euroövezeten belül és kívül egyaránt. Finnország, Franciaország és Németország ugyancsak az euroövezeten belüli versenyképesség növekedését könyvelhette el, de euroövezeten kívüli kereskedelmi partnereikkel szemben romlott a versenyképességük. A többi euroövezetbeli országnak az euroövezeten belül és kívül egyaránt csökkent a versenyképessége.

Összefoglalva, a reálegatív árfolyamok különféle mutatói szerint az utóbbi mintegy tíz évben az euroövezetben az ár- és költség-versenyképesség csökkenése volt tapasztalható, aminek oka főként az euro nominális felértékelődése. Ugyanakkor számottevő eltérések vannak az egyes euroövezetbeli országok versenyképességének fejleményeiben, ami elsősorban belföldi költségeik és áraik alakulásának különbségeit, valamint külkereskedelmük földrajzi szakosodását tükrözi.

**C) ábra: Az euroövezeten belüli és kívüli harmonizált versenyképesség-mutatók alakulása <sup>1)</sup>**

(kumulált változások százalékpontokban 1999. I. n. év – 2008. IV. n. év)

x-tengely: az euroövezeten kívüli harmonizált versenyképesség-mutatók változása  
y-tengely: az euroövezeten belüli harmonizált versenyképesség-mutatók változása



Forrás: az EKB számításai.

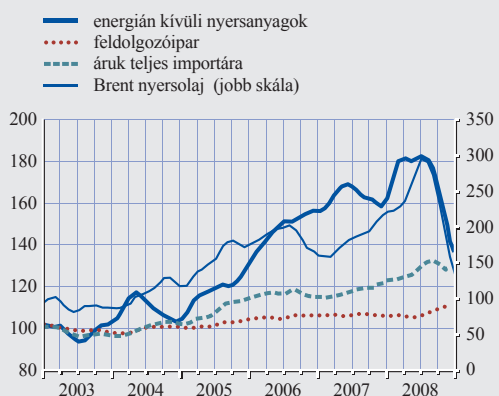
1) A CPI alapján.

Megjegyzések: A pozitív (negatív) számok az árversenyképesség romlását (javulását) jelentik. Az euroövezetre vonatkozóan az ábra az euro reálegatív árfolyamát mutatja 22 kereskedelmi partnerrel szemben, csak az euroövezeten kívüli kereskedelem alapján.

Az importált áruk volumene – különösen a közbelső termékeké – 2008-ban csökkent. Ugyanakkor az importárak 2008 harmadik negyedévéig

**35. ábra: Euroövezeten kívüli importárak**

(indexek: 2003. I. n. év = 100; szezonális kiigazítással; három hónapos mozgóátlag)



Forrás: EKB.

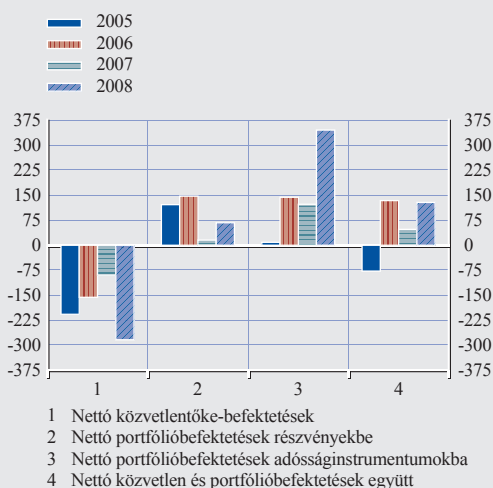
robosztusan emelkedtek, majd az utolsó negyedévben mérséklődtek. Ahogy az árak alakulása több mint kiegyenlítette az importvolumen csökkenését, az import összértéke észrevehetően emelkedett az első három negyedévben. Az árukategóriánkénti áradatok arra utalnak, hogy az importárak nyárig tartott folyamatos emelkedését és a későbbi lassulást javarészt az olaj és az energián kívüli nyersanyagok árának alakulása vezérelte (lásd a 35. ábrát). Mindazonáltal, az olajárak nyár óta tartó esése ellenére, a 2008 novemberéig tartó 12 havi kumulált időszakban az olajkereskedelem hiánya 223,6 milliárd eurót tett ki, amely jóval meghaladta a 2007 végén elkönnyvelt, már egyébként is magas, több mint 170 milliárd eurós szintet.

**2008-BAN CSÖKKENT A NETTÓ BEÁRAMLÁS A KÖZVETLENTŐKE- ÉS PORTFÓLIÓBEFEKTETÉSEK EGYÜTTES EGYENLEGÉBEN**

2008-ban a pénzügyi mérlegben az euroövezet a közvetlentőke- és portfólióbefektetések együttes egyenlegében 128,5 milliárd euro nettó beáram-

### 36. ábra: Euroövezeti közvetlentőke- és portfólióbefektetések

(éves adatok; milliárd euróban)



Forrás: EKB.

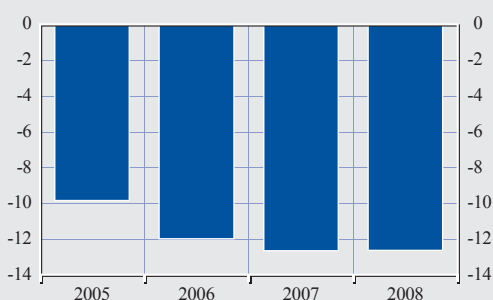
Megjegyzés: 2008-as adatok 2008 októberéig.

lást regisztrált, szemben az egy évvel korábbi 47,3 milliárd euro nettó beáramlással. Ez a növekedés az adósságinstrumentumok és a részvényportfólió-befektetések nettó beáramlásainak emelkedését tükrözte. A fenti folyamatokat részben ellensúlyozta a közvetlentőke-befektetések megnövekedett nettó kiáramlása (lásd a 36. ábrát).

2008-ban a pénzügyi nyugtalanság a pénzügyi piacok valamennyi szegmensében

### 37. ábra: Nettó nemzetközi befektetési pozíció

(a GDP százalékában)



Forrás: EKB.

Megjegyzés: Az adatok az év végére vonatkoznak, kivéve 2008-at (ahol a III. negyedévre).

megnövekedett volatilitást eredményezett, valamint – tekintettel a reálgazdaságot érő pénzügyi kihatásokra – a globális kilátások magas fokú bizonytalanságát. Ebben az összefüggésben, a globális portfólióallokációs döntéseket befolyásolta a likviditás fentiekből következő kiapadása a kulcsfontosságú piaci szegmensekben, a döntések pedig hatással voltak az euroövezeti határon átnyúló portfólióbefektetések áramlásaira. Különösen a részvénypiacon lehettünk tanúi annak, hogy globális befektetők szokatlanul magas nettó értékben adtak el euroövezeti pénzügyi instrumentumokat és euroövezeti befektetők külföldi részvényeket. Úgy tűnt, a globális befektetők csökkentették külföldi befektetéseiket, ami talán óvatosabb befektetési stratégiákat és a részvényárak globális esését tükrözi.

Ugyancsak a pénzügyi zavar nyomán, mind az euroövezetbe érkező közvetlen külföldi befektetések, mind az euroövezet külföldre irányuló befektetései lényegesen visszaestek 2008-ban, ami a hazai piacok preferálását jelezte. A nem rezidensek tőkekivonásai az euroövezetből meghaladták az euroövezet által külföldről kivont tőkét, ami összességében az euroövezet számára a közvetlen befektetések magasabb nettó kiáramlásait eredményezte.

Végül, a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok magasabb nettó beáramlásai, amelyek a 2007-es 122,8 milliárd euróval szemben 345,6 milliárd eurót tettek ki, hozzájárultak a pénzügyi mérleg nettó beáramlásainak emelkedéséhez. Ehhez a fejleményhez a fokozott kockázatkerülés, a megnövekedett likviditási szükségletek és a rövid távú kamatláb-különbségek járulhattak hozzá. Különösen a pénzügyi instrumentumok terén regisztráltak erős nettó beáramlásokat, amelyek 2008 szeptemberében és októberében 1999 óta legmagasabb szintjeiket érték el. Ezek a folyamatok valószínűleg a likviditás élenkítésére irányuló erőfeszítéseket tükrözik a pénzügyi nyugtalanság fokozódása közepette.

### NEMZETKÖZI BEFEKTETÉSI POZÍCIÓ 2008-BAN

Az euroövezet külfölddel szembeni nemzetközi befektetési pozíciójára (i.i.p.) vonatkozó 2008 harmadik negyedévéig rendelkezésre

álló adatok azt jelzik, hogy az euroövezetnek 1158 milliárd euro nettó kötelezettsége volt a külfölddel szemben (amely az euroövezeti GDP 12,5%-ának felel meg), a 2007. év végi 1131 milliárd euró nettó kötelezettséghez viszonyítva (amely ugyancsak a GDP 12,5%-ával egyenlő) (lásd a 37. ábrát). 2008-ban a nettó kötelezettségek e jelentéktelen növekedése nagyrészt az egyéb befektetések (191 milliárd euróval) és a portfólióbefektetések (76 milliárd euróval) nettó kötelezettségpozícióinak emelkedéséből eredt, amelyet csaknem teljes mértékben ellensúlyozott az euroövezet külföldön megvalósított közvetlen befektetései (182 milliárd euróval) és a pénzügyi derivatívák (35 milliárd euróval) nettó eszközpozícióinak növekedése. A tartalékeszközök is csak elhanyagolhatóan nőttek, és az eszközárak változásaiból eredő értékelési hatások, valamint az árfolyammozgások is hozzájárultak ezekhez a folyamatokhoz.

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

#### GAZDASÁGI TEVÉKENYSÉG

Több évig tartó robusztus bővülést követően 2008 folyamán a legtöbb euroövezeten kívüli EU-tagállamban visszaesett a gazdasági növekedés (lásd a 6. táblázatot).<sup>1</sup> Jóllehet ez a lassuló konjunktúra csaknem valamennyi országban megfigyelhető volt, az éves GDP-növekedési ráták és a lassulás mértéke az egyes országok között jelentősen eltért.

A legkifejezettebb lassulást a balti államok tapasztalták; az előző évhez viszonyítva Litvániában az átlagos éves növekedés több mint megfeleződött, míg Észtországban és Lettországban negatívvá vált. Ezekre a fejleményekre mindhárom országban a gazdasági tevékenység több évig tartó – kivételesen erős bér-, hitel- és inflációnövekedés, valamint nagyon nagy folyó fizetésimérleg-hiányok által kísért – igen erőteljes növekedése után került sor. Így 2008-ban a makrogazdasági egyensúlyhiányok a balti államokban jelentősek maradtak, az év folyamán megfigyelt részleges korrekció ellenére.

Az euroövezeten kívüli többi EU-tagállam többségében a GDP-növekedés lassulását főként a gyengülő külső környezet és – később az év folyamán – a fokozódó pénzügyi válság közvet-

len hatása vezérelte. A szigorúbb finanszírozási feltételek és a zuhanó eszközárak gyengítették a fogyasztói és ipari bizalmat, valamint mérsékeltek a belföldi keresletet.

Szlovákia gazdasági növekedésének lassulása a 2007. évi 10,4%-ról a 2008-as 6,4%-ra részben normalizálódás volt az előző év kivételesen magas növekedését követően. Magyarországon a 2008-as igen alacsony, 0,5%-os éves növekedés annak a 2007-es terjedelmes fiskális konszolidációs csomagnak a késleltetett hatását tükrözi, amelyből a gazdaság lassan kezdett magához térni 2008-ban, kombinálva a pénzügyi válságnak a gazdaságra gyakorolt későbbi hatásával. A 2004 előtt az EU-hoz csatlakozott három nem euroövezeti EU-tagállamban a pénzügyi válság egyaránt erős volt, ami 2008-ra az Egyesült Királyságban 0,7%-os, Svédországban -0,2%-os és Dániában -1,3%-os éves GDP-növekedési rátákat eredményezett. Úgy tűnik, Lengyelországban és a Cseh Köztársaságban valamivel kisebb hatás érte a konjunktúrát, amely

<sup>1</sup> Az e fejezetben hivatkozott euroövezeten kívüli EU-tagállamok azt a 12 EU-tagállamot jelentik, amelyek 2008 decemberének végéig euroövezeten kívüliek voltak (azaz Bulgáriát, a Cseh Köztársaságot, Dániát, Észtországot, Lettországot, Litvániát, Magyarországot, Lengyelországot, Romániát, Szlovákiát, Svédországot és az Egyesült Királyságot).

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

(éves százalékos változások)

	2004	2005	2006	2007	2008	2008 I. n.év	2008 II. n.év	2008 III. n.év	2008 IV. n.év
Bulgária	6,6	6,2	6,3	6,2	6,0	7,0	7,1	6,8	3,5
Cseh Köztársaság	4,5	6,3	6,8	6,0	3,2	4,4	4,4	4,0	0,2
Dánia	2,3	2,4	3,3	1,6	-1,3	-0,7	0,8	-1,6	-3,9
Észtország	7,5	9,2	10,4	6,3	-3,6	0,2	-1,1	-3,5	-9,7
Lettország	8,7	10,6	12,2	10,0	-4,6	0,5	-1,9	-5,2	-10,3
Litvánia	7,4	7,8	7,8	8,9	3,1	7,0	5,2	2,9	-2,0
Magyarország	4,8	4,0	4,1	1,1	0,5	1,7	2,0	0,8	-2,3
Lengyelország	5,3	3,6	6,2	6,6	5,4	6,2	5,8	5,2	2,3
Románia	8,5	4,2	7,9	6,2	7,1	8,2	9,3	9,2	2,9
Szlovákia	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4	9,3	7,9	6,6	2,5
Svédország	4,1	3,3	4,2	2,6	-0,2	0,9	3,0	0,3	-4,9
Egyesült Királyság	2,8	2,1	2,8	3,0	0,7	2,3	3,2	1,8	.
EU9 <sup>1)</sup>	5,8	4,9	6,7	6,2	4,3	5,7	5,5	4,7	0,9
EU12 <sup>2)</sup>	3,6	2,9	3,9	3,6	1,3	2,7	3,5	2,2	.
Euroövezet	2,1	1,7	2,9	2,6	0,8	1,9	2,0	0,8	-1,4

Források: Eurostat és nemzeti források.

Megjegyzés: Adatok szezonális kiigazítás nélkül valamennyi ország esetén.

1) Az EU9 aggregátum azt a kilenc euroövezeten kívüli EU-tagállamot tartalmazza, amelyek 2004. május 1-jén vagy 2007. január 1-jén csatlakoztak az EU-hoz.

2) Az EU12 aggregátum a 12 euroövezeten kívüli EU-tagállam adatait tartalmazza a 2008. december 31-i állapot szerint.

2008-ban 5,4%-ra illetve 3,2%-ra lassult. Jól-lehet Románia és Bulgária robusztus, 7,1%-os illetve 6,0%-os növekedési adatokat könyvelt el 2008-ban, az év vége felé a gazdasági konjunktúra ezekben az országokban is észrevehetőbben lassult, egy igen magas növekedéssel jellemzett hosszú időszakot követően, amikor is a növekedést élénk belföldi kereslet, erőteljes hitelállomány- és bérnövekedés fűtötte, és számottevő működőtőke-beáramlások támogatták.

### AZ ÁRAK ALAKULÁSA

2008-ban az átlagos éves infláció valamennyi euroövezeten kívüli EU-tagállamban nőtt (kivéve Magyarországot), és az inflációs célkövetést folytató országokban jelentősen meghaladta az inflációs célokat. Az emelkedés azt tükrözi, hogy az év első felében a legtöbb országban az inflációs ráták eleinte emelkedő trendet mutattak, amely később visszafordult. 2008 decemberében az infláció a legtöbb országban alacsonyabb volt, mint az év elején.

A legmagasabb inflációs rátákat a balti államokban és Bulgáriában regisztrálták, ahol az átlagos éves HICP-infláció a 10,6% és 15,3% közötti tartományban mozgott. A Cseh Köztársaságban, Magyarországon és Romániában az átlagos éves HICP-infláció 6,0% és 7,9% között volt,

míg a többi országban – azaz Dániában, Lengyelországban, Szlovákiában, Svédországban és az Egyesült Királyságban – az infláció 3,3% és 4,2% közötti értéket ért el.

Az infláció kiterjedt emelkedése mögötti egyik fő tényező – nevezetesen az élelmiszerek és az energia világgpiaci árának erőteljes növekedése – csaknem valamennyi euroövezeten kívüli EU-országban jellemző volt. Néhány országban még a szabályozott árak és a közvetett adók markáns emeléseire is sor került, és számos gazdaságban a valuta leértékelődése szintén hozzájárult az infláció emelkedéséhez. Végül, néhány esetben az élénk belföldi kereslet, a növekvő kapacitási korlátok és a mezőgazdasági kínálati sokkok is erős felfelé irányuló nyomást gyakoroltak a bérekre és az árakra.

Az infláció 2008 későbbi részében bekövetkezett számottevő mérséklődését vezérlő tényezők a legtöbb országban közösek voltak. Az egyik, hogy az éves inflációs ráták esni kezdtek, ahogy a 2007. évi és 2008. eleji globális nyersanyagársokk hatásai csillapodtak, és a világgpiaci olajárak jelentősen csökkentek. A másik, hogy – párhuzamosan a korábban leggyorsabban növekvő gazdaságok gazdasági növekedésének visszaesésével – enyhültek a

**7. táblázat: HICP-infláció az euroövezeten kívüli EU-tagállamokban és az euroövezetben**

(éves százalékos változások)

	2004	2005	2006	2007	2008	2008. I. n. év	2008. II. n. év	2008. III. n. év	2008. IV. n. év
Bulgária	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0	12,4	14,0	12,5	9,0
Cseh Köztársaság	2,6	1,6	2,1	3,0	6,3	7,6	6,7	6,5	4,4
Dánia	0,9	1,7	1,9	1,7	3,6	3,2	3,7	4,6	3,0
Észtország	3,0	4,1	4,4	6,7	10,6	11,3	11,5	11,0	8,7
Lettország	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	16,3	17,5	15,6	11,9
Litvánia	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	10,8	12,3	12,0	9,4
Magyarország	6,8	3,5	4,0	7,9	6,0	6,9	6,8	6,3	4,2
Lengyelország	3,6	2,2	1,3	2,6	4,2	4,5	4,3	4,4	3,6
Románia	11,9	9,1	6,6	4,9	7,9	8,0	8,6	8,2	6,9
Szlovákia	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	3,4	4,0	4,5	3,9
Svédország	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	3,1	3,6	4,0	2,7
Egyesült Királyság	1,3	2,1	2,3	2,3	3,6	2,4	3,4	4,8	3,9
EU9 <sup>1)</sup>	5,3	3,8	3,3	4,2	6,4	6,8	7,0	6,7	5,2
EU12 <sup>2)</sup>	2,6	2,6	2,6	2,9	4,7	4,2	4,9	5,5	4,3
Euroövezet	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	3,4	3,6	3,8	2,3

Forrás: Eurostat.

1) Az EU9 aggregátum azt a kilenc euroövezeten kívüli EU-tagállamot tartalmazza, amelyek 2004. május 1-jén vagy 2007. január 1-jén csatlakoztak az EU-hoz.

2) Az EU12 aggregátum a 12 euroövezeten kívüli EU-tagállam adatait tartalmazza a 2008. december 31-i állapot szerint.

belföldi keresleti nyomások, ami a pénzügyi válság fokozódásával a legtöbb euroövezeten kívüli EU-tagállamban szintén bekövetkezett. Mindazonáltal a bérnyomások számos országban jelentősek maradtak, ahol a reálbérnövekedés továbbra is meghaladta a termelésnövekedését, ami a fajlagos munkaerőköltségek számottevő emelkedéséhez vezetett.

### KÖLTSÉGVETÉSI POLITIKÁK

Az euroövezeten kívüli EU-tagállamok költségvetési helyzete 2008-ban igen eltérő módon alakult. Csak Bulgáriában, Dániában és Svédországban könnyveltek el továbbra is költségvetési többleteket, míg a többi országban néhány esetben magas költségvetési hiányokat regisztráltak (lásd a 8. táblázatot). A deficitráta a GDP 3%-a fölé nőtt Lettorszában, Romániában és

**8. táblázat: Fiskális pozíciók az euroövezeten kívüli EU-tagállamokban és az euroövezetben**

(a GDP százalékában)

Államháztartási többlet (+) / hiány (-)

	2005	2006	2007	2007-es konvergencia-program-frissítések 2008	Az Európai Bizottság 2009-es előrejelzése 2008
Bulgária	1,9	3,0	0,1	3,0	3,2
Cseh Köztársaság	-3,6	-2,7	-1,0	-2,9	-1,2
Dánia	5,2	5,2	4,5	3,0	3,1
Észtország	1,5	2,9	2,7	1,3	-2,0
Lettország	-0,4	-0,2	0,1	0,7	-3,5
Litvánia	-0,5	-0,4	-1,2	-0,5	-2,9
Magyarország	-7,8	-9,3	-5,0	-4,0	-3,3
Lengyelország	-4,3	-3,8	-2,0	-2,5	-2,5
Románia	-1,2	-2,2	-2,5	-2,9	-5,2
Szlovákia	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3	-2,2
Svédország	2,4	2,3	3,6	2,8	2,3
Egyesült Királyság	-3,4	-2,7	-2,7	-2,9	-4,6
EU9 <sup>1)</sup>	-3,7	-3,5	-2,0	-2,4	-2,6
EU12 <sup>2)</sup>	-2,3	-1,8	-1,5	-1,8	-2,8
Euroövezet	-2,5	-1,3	-0,6	-0,9	-1,7

Államháztartás bruttó adóssága

	2005	2006	2007	2007-es konvergencia-program-frissítések 2008	Az Európai Bizottság 2009-es előrejelzése 2008
Bulgária	29,2	22,7	18,2	18,3	13,8
Cseh Köztársaság	29,8	29,6	28,9	30,3	27,9
Dánia	36,4	30,7	26,3	21,6	30,3
Észtország	4,5	4,3	3,5	2,3	4,3
Lettország	12,4	10,7	9,5	8,3	16,0
Litvánia	18,4	18,0	17,0	17,2	17,1
Magyarország	61,7	65,6	65,8	65,8	71,9
Lengyelország	47,1	47,7	44,9	44,2	45,5
Románia	15,8	12,4	12,7	13,6	15,2
Szlovákia	34,2	30,4	29,4	30,8	28,6
Svédország	50,9	45,9	40,6	34,8	34,8
Egyesült Királyság	42,3	43,4	44,1	44,8	50,1
EU9 <sup>1)</sup>	38,5	37,4	35,5	35,6	36,6
EU12 <sup>2)</sup>	41,9	41,4	40,5	39,6	43,4
Euroövezet	70,0	68,3	66,1	65,1	68,7

Források: az Európai Bizottság adatai (2005–2008-ra), 2007-es frissített konvergenciaprogramok és az Európai Bizottság 2009-es időközi előrejelzése 2008-ra, valamint az EKB számításai.

Megjegyzések: Az adatok az ESA 95 definícióin alapulnak. A konvergenciaprogramokban szereplő 2008-as adatok nemzeti kormányok becslései, ezért különbözhetnek a végleges adatoktól.

1) Az EU9 aggregátum azt a kilenc euroövezeten kívüli EU-tagállamot tartalmazza, amelyek 2004. május 1-jén vagy 2007. január 1-jén csatlakoztak az EU-hoz.

2) Az EU12 aggregátum a 12 euroövezeten kívüli EU-tagállam adatait tartalmazza a 2008. december 31-i állapot szerint.

az Egyesült Királyságban, és közel volt ehhez a szinthez Litvániában. Magyarország a GDP 5,0%-ának megfelelő 2007-es hiányt 2008-ban 3,3%-ra csökkentette. A balti államokban, Romániában és az Egyesült Királyságban – valamint kisebb mértékben Svédországban – a 2008-as költségvetési eredmények elmaradtak a 2007 végén vagy 2008 elején benyújtott frissített konvergenciaprogramokban megjelölt célkitűzésektől. A balti államok, valamint az Egyesült Királyság esetén ez részben a jelentősen romló makrogazdasági feltételek eredménye volt, amely fenntarthatatlanná tette a tervezett folytatódó kiadásnövekedést és ezáltal a 2008. évi költségvetéseket. A többi euroövezeten kívüli EU-országban (vagyis Bulgáriában, a Cseh Köztársaságban, Dániában, Magyarországon, Lengyelországban és Szlovákiában) a 2008-as költségvetési eredmények lényegében összhangban voltak a konvergenciaprogramok célkitűzéseivel, vagy még azoknál jobbnak is bizonyultak.

Egy általánosan rosszabbodó gazdasági és fiskális környezetben Szlovákia, Svédország és az Egyesült Királyság 2008 vége felé fiskális ösztönzőcsomagokat tervezett vagy valószínűsíthető meg, míg több más euroövezeten kívüli EU-tagállam – néhány esetben nagyratörő – fiskális konszolidációs terveket hirdetett 2009-re. Magyarország és Lettország, amelyek rendkívüli pénzügyi támogatást kaptak – többek között – az EU-tól és az IMF-től, számottevő fiskális konszolidációs csomagok mellett kötelezték el magukat 2009-re és az azt követő időszakra.

2008 végén Magyarország és az Egyesült Királyság volt a túlzott hiány esetén követendő eljárás alatt. Az ECOFIN Tanács júniusban megszüntette a Cseh Köztársasággal és Szlovákiával szembeni túlzotthiány-eljárást, míg júliusban a Lengyelországgal szembenit. Júniusban Románia elvi tanácsot kapott az Európai Bizottságtól, tekintettel annak a kockázatára, hogy megszegi a GDP 3%-ának megfelelő hiányplafont egy erős GDP-növekedéssel jellemzett környezetben.

2008-ban az államadósság aránya a legtöbb euroövezeten kívüli EU-tagállamban jóval a

GDP 60%-ának megfelelő referenciaérték alatt maradt, és csak Magyarország könyvelt el 60% feletti adósságrátát. Ugyanakkor a folyamatok az egyes országokban jelentősen eltérőek voltak. Nöttek az adósságráták Dániában, Észtországban, Lettországban, Magyarországon, Lengyelországban, Romániában, valamint az Egyesült Királyságban, és csökkentek vagy lényegében változatlanok voltak a többi országban. Az adósságráták emelkedései a legtöbb országban főként a GDP-növekedés és a költségvetési egyensúlyok romlását tükrözik. Az Egyesült Királyság esetén az adósságráták emelkedése bizonyos mértékig a pénzügyi intézkedéseknek nyújtott rendkívüli támogatás költségvetési hatásával is összefüggésben van. Dánia esetén az adósságráták növekedése a finanszírozási igényt meghaladó kötvénykibocsátást tükrözi.

#### **A FIZETÉSI MÉRLEGEK ALAKULÁSA**

Az euroövezeten kívüli EU-tagállamok együttes folyó fizetési és tökemérlege 2008-ban is országonként jelentősen eltért (lásd a 9. táblázatot). Miközben Dánia és Svédország többletet jelentett, az összes többi ország hiányt könyvelt el. Sok országban, amely 2004-ben vagy később csatlakozott az EU-hoz, a hiányok a felzárkózási folyamat normális jellemzői, amennyiben kedvező befektetési lehetőségeket és intertemporális fogyasztásmintákat tükröznek. Ugyanakkor néhány euroövezeten kívüli EU-tagállam igen nagy folyó fizetési- és tökemérleghiányát élénk belföldi kereslet, kedvező globális finanszírozási feltételek és erős hitelállomány-növekedés is vezérelte. A 2008-as globális pénzügyi nyugalanság és annak áterjedése a reálgazdaságra a belföldi kereslet lehüléséhez vagy zsugorodásához vezetett, hozzájárulva ezzel a hiányok csökkenéséhez több euroövezeten kívüli EU-országban.

A magas hiánnyal bíró országokat vizsgálva, a folyó fizetési- és tökemérleghiány zsugorodása Észtországban és Lettországban volt a legkifejezettebb, bár az ezen országok által elkönyvelt hiányok 2008 végén is igen nagyok maradtak. Litvániában a hiány sokkal kisebb mértékben csökkent, és Romániában lényegében változatlan maradt, míg Bulgária további növekedést

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

(a GDP százalékában)

	A folyó fizetési és a tökemérleg egyenlege				Nettó közvetlen befektetések				Nettó portfólióbefektetések			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Bulgária	-11,3	-17,1	-20,6	-22,7	14,7	23,3	21,8	18,0	-4,7	1,3	-1,6	-2,4
Cseh Köztársaság	-1,2	-2,3	-1,2	-1,4	9,4	2,8	4,5	4,9	-2,7	-0,8	-1,5	1,3
Dánia	4,5	2,9	0,7	1,6	-1,3	-2,1	-2,8	-3,6	-4,5	-6,3	-2,0	-6,2
Észtország	-9,2	-14,6	-16,9	-10,5	15,7	4,2	5,3	5,5	-16,0	-8,0	-2,4	0,5
Lettország	-11,2	-21,3	-20,6	-13,0	3,6	7,5	6,7	4,4	-0,8	0,2	-2,3	1,2
Litvánia	-5,8	-9,5	-12,8	-12,4	2,6	5,1	3,6	2,5	-1,0	-0,8	-0,8	0,7
Magyarország	-6,7	-7,1	-5,1	-5,7	5,0	1,0	3,2	1,7	3,9	5,5	-1,6	1,7
Lengyelország	-0,9	-2,1	-3,6	-3,7	2,3	3,1	4,3	2,8	4,1	-0,9	-1,2	0,7
Románia	-7,9	-10,5	-13,1	-13,2	6,6	8,9	5,8	6,3	1,0	-0,2	0,4	-0,2
Szlovákia	-8,5	-7,8	-4,7	-5,2	4,8	7,5	3,8	2,8	-2,0	2,9	-1,0	1,3
Svédország	7,0	7,8	8,4	8,0	-4,5	0,6	-3,7	2,0	-0,1	-5,2	2,2	-2,0
Egyesült Királyság	-2,5	-3,4	-2,7	-1,3	4,4	2,6	-2,7	-2,8	-1,5	1,1	8,4	20,5
EU9 <sup>1)</sup>	-4,1	-5,5	-5,5	-5,6	5,9	4,4	4,9	4,0	0,7	0,7	-1,2	0,9
EU12 <sup>2)</sup>	-1,0	-1,8	-1,5	-0,8	3,1	2,4	-1,1	-0,6	-1,0	-0,4	4,5	10,7
Euroövezet	0,3	0,2	0,6	-0,2	-2,6	-1,9	-1,0	-1,9	1,6	3,5	1,5	1,6

Forrás: EKB.

Megjegyzés: A 2008. évi adatok a 2008 harmadik negyedévéig tartó négy negyedév összegére utalnak.

1) Az EU9 aggregátum azt a kilenc euroövezeten kívüli EU-tagállamot tartalmazza, amelyek 2004. május 1-jén vagy 2007. január 1-jén csatlakoztak az EU-hoz.

2) Az EU12 aggregátum a 12 euroövezeten kívüli EU-tagállam adatait tartalmazza a 2008. december 31-i állapot szerint.

könyvelt el. A hiány valamennyi fent említett országban továbbra is meghaladta a GDP 10%-át, míg a bolgár deficit 20% felett volt.

Ami az alacsonyabb külső hiányokkal bíró országokat illeti, csak az Egyesült Királyság hiánya csökkent 2008-ban. A Cseh Köztársaságban, Lengyelországban és Szlovákiában a hiány nagyjából változatlan volt, míg Magyarországon 6,9%-ra nőtt. A külső egyensúlyhiányok a legtöbb országban az árukereskedelem hiányából eredtek, kivéve a Cseh Köztársaságot, Magyarországot és Szlovákiát, ahol a jövedelemegyenleg hiánya volt a legfontosabb tényező. 2007-hez viszonyítva, 2008-ban a nettó működőtőkebeáramlások néhány országban visszaestek. A legtöbb euroövezeten kívüli EU-tagállam hiányt könyvelt el az alapmérlegben, amely a folyó fizetési mérleg és a tökemérleg együttes egyenlegének és a közvetlen befektetéseknek az összege, és amely több gazdaságban meghaladta a GDP 4%-át. 2008-ban a portfólióbefektetések nettó áramlásai negatívak vagy lényegében semlegesek voltak valamennyi euroövezeten kívüli EU-tagállamban, kivéve az Egyesült Királyságot. Az „egyéb befektetések” nettó forgalma az EU-hoz 2004-ben vagy később csatlakozott

legtöbb országban továbbra is nagyban pozitív volt, ami főként a külföldi tulajdonú anyabankok által a régióbeli leányvállalataiknak nyújtott hiteleket tükrözte.

#### AZ ÁRFOLYAMOK ALAKULÁSA

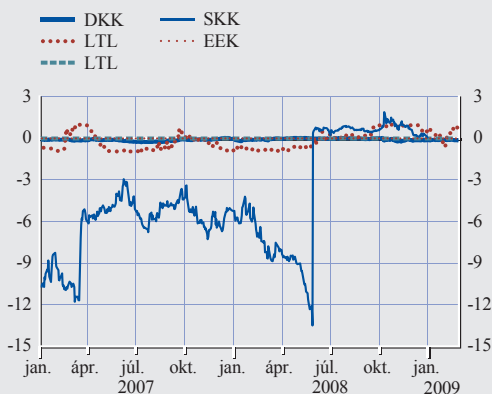
2008-ban az euroövezeten kívüli EU-tagállamokban az árfolyamok alakulását erőteljesen befolyásolták az egyes országok árfolyamrendszerei.

Dánia, Észtország, Lettország, Litvánia és Szlovákia valutái részt vettek az ERM-II-ben. A  $\pm 2,25\%$ -os szűkebb sávot fenntartó dán korona kivételével ezek a valuták az euróval szemben a középárfolyam körül egy  $\pm 15\%$ -os standard ingadozási sávot tartottak fenn (lásd a 38. ábrát). Az ERM-II-ben való részvételt néhány esetben az érintett országok egyoldalú kötelezettségvállalásai kísérik, amelyek alapján szűkebb ingadozási sávokat tartanak fenn. Ezek az egyoldalú kötelezettségvállalások semmilyen plusz kötelezettséget nem róznak az EKB-ra. Megállapodás született, hogy az észt korona és a litván litas meglévő valutatanácsi rendszerével csatlakozhat az ERM-II-höz. A lett hatóságok úgy döntöttek, hogy az euróval szemben



38. ábra: Az ERM-II alakulása

(napi adatok, eltérés a középárfolyamtól százalékpontokban)



Forrás: EKB.

Megjegyzés: Az euróval szembeni középárfolyamtól való pozitív (negatív) eltérés arra utal, hogy a valuta a sáv gyenge (erős) oldalán van. A dán korona esetén az ingadozási sáv  $\pm 2,25\%$ ; az összes többi valutára a  $\pm 15\%$ -os standard ingadozási sáv érvényes. Ugyanakkor, egyoldalú kötelezettségvállalásként, a lett lat ingadozási sávja  $\pm 1\%$ ; és mind a litván litas, mind az észt korona esetén fenntartják a valutatanácsi rendszert. A szlovák koronát 2007. március 16-án 8,5%-kal, 2008. május 29-én pedig 17,6472%-kal felértékeltek.

a középárfolyamán tartják a latot, egy  $\pm 1\%$ -os ingadozási sávval. Azon országok ERM-II-ben való részvételéről szóló megállapodások, amelyeknek valutái 2004-ben vagy később csatlakoztak az ERM-II-höz (vagyis Dániát kivéve valamennyi fentebb felsorolt ország), szintén az illetékes hatóságok számos más monetáris politikai kötelezettségvállalásán alapulnak. Ezek – többek között – szilárd fiskális politikák vitelére, a mérsékelt bérnövekedés és a termelékenység növekedésével összhangban levő beralakulás támogatására, prudenciális hitelpolitikák folytatására, valamint további szerkezeti reformok megvalósítására vonatkoznak.

A Lehman Brothers 2008. szeptemberi összeomlását megelőzően a pénzügyi szpredek – a lett piac némi volatilitásától eltekintve – a legtöbb fent említett országban stabilak voltak. 2008. negyedik negyedévében – miközben az árfolyamok alakulása továbbra is a hivatalos árfolyamrendszereket tükrözte – a globális pénzügyi válság fokozódása, a rosszabbodó gazdasági kilátások, a befektetők néhány ország külső sebezhetőségével kapcsolatos aggodalmi, Lett-

ország és Litvánia hitelminősítésének romlásai-val és azzal együtt, hogy hitelminősítő intézetek Észtországot megfigyelés alá helyezéséről döntöttek besorolásának esetleges leminősítése miatt, Szlovákiát kivéve valamennyi ERM-II országban hozzájárult az euroövezettel szembeni kötvény- és pénzügyi szpredek gyors és határozott szélesedéséhez. Lettországon belül a pénzügyi szpredek szélesedése különösen erős volt, továbbá Dániában a központi bankok devizaintervenciókkal és az euroövezettel szembeni hivatalos kamatlábszpredek növelésével támogatták saját valutáikat. A gazdasági konjunktúra hirtelen lassulása és a pénzügyi rendszer feszültségei közepette Lettország államosította a legnagyobb belföldi tulajdonú bankját, és 2008. decemberében megállapodott egy 7,5 milliárd eurós közös nemzetközi pénzügyi támogatási programról. A program a pénzügyi szektor stabilizálását szolgáló intézkedéseket, lényeges belföldi gazdasági reformokat, fiskális konszolidációt, valamint jelentős állami bércsökkenéseket tartalmazott, és azon alapul, hogy fenntartják a jelenlegi szűk sávú árfolyamrögzítést, Lettország politikai célja, vagyis az euroövezethez történő lehető legkorábbi csatlakozás megvalósításának szándékával.

Ezzel szemben úgy tűnik, hogy Szlovákia euroövezethez való csatlakozásának kilátása megvédte a szlovák koronát a globális pénzügyi válság negatív hatásától. 2008. első felében a korona számottevően erősödött az euróval szemben. Euróval szembeni árfolyamát május 29-én 17,6472%-kal, 30,1260 SKK-ra értékeltek fel. Miután az EU Tanácsa 2008. júliusában úgy döntött, hogy engedélyezi Szlovákia számára az euro bevezetését, a szlovák korona új középárfolyama közelében maradt. Ez egyben az az árfolyam is volt, amelyen a koronát euróra váltották az euro 2009. január 1-jei szlovákiai bevezetésekor.

Az ERM-II-ben részt nem vett euroövezeten kívüli EU-tagállamok valutáinak alakulása országoként jelentősen eltért (lásd a 39. ábrát). 2008. első felében a legtöbb valuta lényegében stabil volt, míg néhány – úgymint a cseh korona, a magyar forint és a lengyel zloty – fel-

### 39. ábra: Az ERM-II-be nem tartozó EU-valuták alakulása

(napi adatok; index: 2008. január 2. = 100)



Forrás: EKB.

értékelődött, és rekordszinteket ért el az euróval szemben. Szeptembertől viszont a pénzügyi válság elmélyülése a kinnlevő eszközök feltűnő globális leépítése és a bankközi piacok működésének világszerte tapasztalt súlyos problémái közepette több valuta gyors és erős leértékelődését eredményezte, különösen a lengyel zloty-ét, a magyar forintét, a román lejét, valamint – kisebb mértékben – a cseh koronáját.

A Magyarországnak nyújtott közös nemzetközi pénzügyi támogatási program, amelynek célja a pénzügyi piac feszültségeinek enyhítése volt, kezdetben (2008 októberének végén és novemberében) segített csökkenteni a forintra és a régió más valutáira egyaránt nehezedő lefelé irányuló nyomást. Ugyanakkor a rosszabbodó gazdasági kilátások és befektetők néhány ország külső sebezhetőségével kapcsolatos aggodalmai, valamint Bulgária, Magyarország és Románia hitelképességi besorolásának októberi és novemberi leminősítése a zloty, a forint, a lej és – kisebb mértékben – a korona további hirtelen leértékelődését eredményezte. Euroalapú valutatanácsi rendszerét tükrözve a bolgár leva az euróhoz rögzített maradt, habár az euroövezettel szembeni

kamatlábszpredek nőttek. 2008 negyedik negyed- évében az angol font meredeken gyengült az euróval szemben, miközben az Egyesült Királyságban fokozódtak a recessziós félelmek, és csökkentek a kamatláb-különbségek az euroövezettel szemben. 2008 folyamán a svéd korona lényegesen leértékelődött az euróval szemben.

### PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

2008 januárja és decembere között az euroövezeten kívüli EU-tagállamokban (kivéve Észtországot, amelyre vonatkozóan nem áll rendelkezésre összehasonlítható hosszú lejáratú kamatláb) a hosszú lejáratú államkötvények hozamait erősen befolyásolta a globális pénzügyi válság. 2008 első felében a befektetők általános kockázatkerülése miatti portfólióváltások fontos tényezőt jelentettek ezen országok kötvénypiaci folyamatainak alakításában. Az államkötvényhozamok alakulása a legtöbb euroövezeten kívüli EU-országban hasonló volt az euroövezetéhez, ahol a hozamok viszonylag stabilak voltak. Ezt egy olyan időszak követte, amikor az euroövezeten kívüli EU-országok közötti eltérések fokozódtak, és néhány ország – az euroövezethez hasonlóan – a hozamok hanyatlását mutatta, míg mások hirtelen emelkedéseket tapasztaltak. 2008 decemberében a hosszú távú kamatlábak az euroövezeten kívüli EU-tagállamokban átlagosan körülbelül 85 bázisponttal magasabbak voltak, mint 2008 elején, szemben az euroövezetbeli 34 bázispontos csökkenéssel. A legnagyobb emelkedések Litvániában és Lettországnak következtek be (430 illetve 330 bázisponttal), ami főként e kormányok megnövekedett nehézségeit tükrözte finanszírozási igényeik teljesítése terén a gazdasági növekedés meredek romlásával összefüggésben.

2008 januárja és decembere között az euroövezeten kívüli EU-tagállamokban átlagosan nőttek az euroövezettel szembeni államkötvényhozam-szpredek. Decemberben Litvániában és Lettországnak történelmi csúcsokat értek el, és körülbelül 500 bázispont körül álltak.

Csakúgy mint a kötvénypiacokon, 2008-ban a tőzsdéi indexeket is valamennyi euroövezeten kívüli országban negatívan befolyásolta a

nagyobb bizonytalanság, a gazdaság jövőbeli alakulásával kapcsolatos negatív vélemény és a pénzügyi szektor folyamatos veszteségeiről szóló hírek. A részvénypiacokat általában magas volatilitás és feltűnő – 2007 decembere és 2008 decembere között átlagosan 50%-os – esések jellemezték. A részvényárfolyamok leginkább Bulgáriában és Romániában zuhantak, ahol 70%-ot meghaladó volt a csökkenés, ami főként a befektetők által ezen országok tőkepiacainak tulajdonított magasabb kockázatot tükrözte.

## MONETÁRIS POLITIKA

Valamennyi euroövezeten kívüli EU-tagállamban a monetáris politika elsődleges célja az árstabilitás. Ugyanakkor a monetáris politikai stratégiák országonként jelentősen eltérőek (lásd a 10. táblázatot).

2008-ban a legtöbb euroövezeten kívüli EU-tagállam monetáris politikája és árfolyamrendszere jórészt változatlan maradt. Ugyanakkor februárban Magyarország felcserélte az euróval szembeni árfolyamsávját egy szabadon

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

	Monetáris politikai stratégia	Pénznem	Jellemzők
Bulgária	árfolyamcél	bolgár leva	Árfolyamcél: euróhoz rögzítés 1,95583 BGN/EUR árfolyamon valutatanácsi rendszerben.
Cseh Köztársaság	inflációs cél	cseh korona	Inflációs cél: 3% ± 1 százalékpont 2009 végéig, majd 2% ± 1 százalékpont. Irányított árfolyam-lebegtetés.
Dánia	árfolyamcél	dán korona	7,46038 DKK/EUR középárfolyam körüli ±2,25% ingadozási sávval részt vesz az ERM-II-ben.
Észtország	árfolyamcél	észt korona	15,6466 EEK/EUR középárfolyam körüli ±15%-os ingadozási sávval részt vesz az ERM-II-ben. Észtország egyoldalú kötelezettségvállalással továbbra is fenntartja valutatanácsi rendszerét.
Lettország	árfolyamcél	lett lat	0,702804 LVL/EUR középárfolyam körüli ±15%-os ingadozási sávval részt vesz az ERM-II-ben. Lettország egyoldalú kötelezettségvállalással fenntartja a ±1%-os ingadozási sávot.
Litvánia	árfolyamcél	litván litas	3,45280 LTL/EUR középárfolyam körüli ±15%-os ingadozási sávval részt vesz az ERM-II-ben. Litvánia egyoldalú kötelezettségvállalással továbbra is fenntartja valutatanácsi rendszerét.
Magyarország	inflációs cél	magyar forint	Inflációs cél: 3% ±1 százalékpont középtávú cél 2007 óta. Szabadon lebegő árfolyam.
Lengyelország	inflációs cél	lengyel zloty	Inflációs cél: 2,5% ±1 százalékpont (12 havi növekedés a CPI-ben). Szabadon lebegő árfolyam.
Románia	inflációs cél	román lej	Inflációs cél: 3,8% és 3,5% ±1 százalékpont 2008, illetve 2009 végére. Irányított árfolyam-lebegtetés.
Szlovákia	inflációs cél az ERM-II feltételei szerint	szlovák korona	35,4424 SKK/EUR, majd május 29-étől 30,1260 SKK/EUR középárfolyam körüli ±15%-os ingadozási sávval részt vett az ERM-II-ben. 2008 végére 2% alatti inflációs cél volt kitűzve. 2009. január 1-jétől bevezette az eurót.
Svédország	inflációs cél	svéd korona	Inflációs cél: CPI 2%-os növekedése ±1 százalékpontos tűrőszákkal. Szabadon lebegő árfolyam.
Egyesült Királyság	inflációs cél	angol font	Inflációs cél: 2% (a CPI 12 havi növekedése). <sup>1)</sup> 1 százalékpontnál nagyobb eltérés esetén elvárás, hogy a Monetáris Politikai Bizottság nyílt levelet írjon a pénzügyminiszternek. Szabadon lebegő árfolyam.

Forrás: KBER.

1) A CPI azonos a HICP-vel.

lebegő árfolyammal, és felszabadította meglévő inflációs célkövető rendszerét. Néhány más országban a monetáris politikai keretek bizonyos finomításait hajtották végre, tekintettel a jövőbeli monetáris integrációra az euroövezetben.

A globális pénzügyi nyugtalanság 2008. őszi fokozódása számos kihívással járt a legtöbb euroövezeten kívüli EU-tagállam monetáris politikája számára, amikor is számos ország likviditási korlátokat tapasztalt bankközi piacain, valamint feszültségeket a devizapiacain. Az NKB-k e kihívásokra adott válasza a gazdasági feltételektől és a meglévő monetáris politikai keretrendszerektől függően különbözőek voltak.

A 2008-ban hozott monetáris politikai döntéseket illetően, az ERM-II-ben részt vevő legtöbb központi bank olyan monetáris politikai intézkedéseket hozott, amelyek gyakran az EKB lépéseit tükrözték. Júliusban az EKB 25 bázisponttal emelte az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveleteire érvényes minimális ajánlati kamatlábat, mielőtt irányadó kamatlábat az utolsó negyedévben három lépésben összesen 175 bázisponttal csökkentette.

A Българска народна банка (Bolgár Nemzeti Bank), a Lietuvos bankas és az Eesti Pank valutatanácsai rendszereik miatt nem rendelkeznek hivatalos irányadó kamatlábakkal, és automatikusan alkalmazkodnak az EKB által megállapított kamatlábakhoz. Ezenkívül, tekintettel a belföldi bankok körében csökkenő bizalomra és a bankközi piacok likviditási nyomásaira, a likviditási korlátok enyhítése érdekében az előbbi két nemzeti központi bank mérsékelte kötelező tartalékolási előírásait.

Az ERM-II-ben részt vevő és nem valutatanácsai rendszerrel működő országokat vizsgálva, a Latvijai Banka, amely egyoldalú kötelezettségvállalásként egy  $\pm 1\%$ -os ingadozási sávot tart a lat középárfolyama körül, az év folyamán irányadó kamatlábat  $6\%$ -on tartotta. Ugyanakkor a betéti rendelkezésre állás kamatlábat 100 bázisponttal  $3\%$ -ra növelte, és attól függően differenciálta az aktív oldali rendelkezésre állás kamat-

lábait, hogy a rendelkezésre állást hány napig vették igénybe az előző 30 napos időszakon belül. Ezenkívül a Latvijai Banka öt lépésben, összesen 500 bázisponttal  $3\%$ -ra csökkentette a két éven túli banki kötelezettségek kötelezőtartalék-rátáját, míg a többi kötelezettségét összesen 300 bázisponttal  $5\%$ -ra, hogy enyhítse a likviditási korlátokat a bankszektorban. Decemberben a Latvijai Banka swapmegállapodást kötött a Sveriges Riksbankkal és a Danmarks Nationalbankkal. A megállapodás lehetővé tette legfeljebb 500 millió euro hitel felvételét rövid távú finanszírozásként, a makrogazdasági és pénzügyi stabilitás megőrzése céljából.

2008 májusa és októbere között a Danmarks Nationalbank négy lépésben, összesen 125 bázisponttal emelte irányadó kamatlábat. Míg egy döntés (júliusban) egy az EKB által végrehajtott 25 bázispontos kamatlábemelést követett, a többi intézkedés meghozatalára akkor került sor, amikor az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveleteire vonatkozóan az irányadó kamatlábat változatlanul hagyták, vagy éppen csökkentették. Ezen többi intézkedés célja az euroövezettel szembeni irányadó kamatlábak különbözetének növelése volt. A kamatlábemelésekkel a Danmarks Nationalbank szándéka az volt, hogy támogassa a gyengülő koronát a devizapiacok feszültségének időszakában. Októberben a Danmarks Nationalbank és az EKB egy 12 milliárd eurós swapkeret létrehozását hirdette meg a rövid távú europiacok likviditásának javítására. Erre azt követően került sor, hogy a Danmarks Nationalbank szeptemberben egy hasonló megállapodást kötött a Szövetségi Tartalékrendszerrel. A dán pénzügyi piacok feszültségeinek némi enyhülését követően a Danmarks Nationalbank 2008 novemberében és decemberében követte az EKB-t, és két lépésben, összesen 125 bázisponttal csökkentette irányadó kamatlábat.

Az euro tervezett szlovákiai bevezetésének figyelembevételével a Národná banka Slovenska 2008 októberétől követte az EKB monetáris politikai döntéseit, és három lépésben, összesen 175 bázisponttal  $2,5\%$ -ra csökkentette repokamatlábat. Ezenkívül 100 bázisponttal szűki-

tette az egynapos kamatlábak folyosóját a repo-kamatláb körül.

Az inflációs célkövetést folytató és az ERM-II-ben részt nem vevő legtöbb NKB 2008 elején szigorította monetáris politikája irányultságát azzal a céllal, hogy visszatartsa a nagyrészt az élelmiszer- és energiaárak emelkedéséből, valamint néhány országban a robusztus bérnövekedésből is fakadó inflációs nyomásokat. 2008 első három negyedében a Sveriges Riksbank, a Magyar Nemzeti Bank és a Narodowy Bank Polski mindegyike összesen 100 bázisponttal, több lépésben növelte irányadó kamatlábát, míg a Banca Națională a României hat lépésben, 275 bázisponttal emelte az irányadó kamatlábat. A Česká národní banka mindössze egyszer emelte irányadó kamatlábát, még hozzá 25 bázisponttal februárban. Augusztusban ezt a lépést megfordították. A Bank of England, amely már 2007 decemberében megkezdte irányadó kamatai levitelét, 2008 első három negyedében folytatta a kamatvágást.

Amint az inflációs nyomások enyhültek a csökkenő nyersanyagárak, a gyengülő gazdasági kilátások és a globális pénzügyi válság fokozódása következtében, 2008 negyedik negyedében az inflációs célt követő legtöbb NKB csökkentette irányadó kamatlábait. Október 8-án a Bank of England és a Sveriges Riksbank az EKB-val és más, nem európai unióbeli központi bankokkal összehangolt intézkedés keretében 50 bázispontot vágott a kamatlábakból. Viszont október 22-én – válaszul a pénzügyi piaci folyamatokra – a Magyar Nemzeti Bank 300 bázisponttal emelte a jegybanki alapkamatot. Ezzel szemben a negyedik negyedévben a Bank of England és a Sveriges Riksbank több lépésben folytatta a kamatlábcsökkentést, összesen 300, illetve 275 bázisponttal. A Cseh Köztársaság, Lengyelország és Magyarország központi bankjai is egy sor kamatlábcsökkentést hajtottak végre, összesen 125, 100 illetve 150 bázisponttal mérsékelve az irányadó kamatokat novemberben és decemberben.





Az EKB volt elnöke, Willem F. Duisenberg és felesége, Gretta, valamint Helmut Kohl német kancellár érkezése az EKB megnyitó ünnepségére 1998. június 30-án

## 2. FEJEZET

# KÖZPONTI BANKI MŰVELETEK ÉS TEVÉKENYSÉGEK



# I MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK, DEVIZAMŰVELETEK ÉS BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉGEK

## I.1 MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK

Az eurorendszer monetáris politikai műveletei egyrészt nyíltpiaci műveleteket, úgymint irányadó refinanszírozási műveleteket (IRM), hosszabb lejáratú refinanszírozási műveleteket (HLRM) és finomhangoló műveleteket foglalnak magukban, másrészt pedig rendelkezésre állást. A monetáris politika megvalósításának működési keretein belül – ami a kötelező tartalékolási előírások rendszerén alapul –, ezeket az instrumentumokat a bankközi pénzpiacon uralkodó likviditási feltételek kezelésére használják a nagyon rövid távú kamatlábak közelítése céljából az EKB irányadó kamatlábjához.

2008 folyamán négy alkalommal hozott a Kormányzótanács az EKB irányadó kamatlábjait befolyásoló döntéseket. Július 3-án a Kormányzótanács úgy határozott, hogy 25 bázisponttal 4,25%-ra emeli az EKB irányadó kamatlábjait. Október 8-án, november 6-án és december 4-én úgy döntött, hogy az EKB irányadó kamatlábjait egyenként 3,75%-ra, 3,25%-ra és 2,50%-ra csökkenti. A Kormányzótanács október 8-án arról is döntött, hogy a két jegybanki rendelkezésre állás kamatfolyosóját az irányadó refinanszírozási művelet körül október 9-i hatállyal 200 bázisponttól 100 bázispontra szűkíti. Ennek megfelelően az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlábját úgy módosították, hogy 50 bázisponttal haladja meg az IRM kamatlábját, míg a betéti rendelkezésre állás kamatlábját az IRM kamatlábjánál 50 bázisponttal lett alacsonyabb. December 18-án a Kormányzótanács úgy határozott, hogy 2009. január 21-i hatállyal a kamatfolyosó szélességét visszaállítja az október előtti szintre.

A monetáris politika megvalósítását 2008 során a pénzügyi nyugtalanság kapcsán kialakult pénzpiaci feszültségek kezelésére az eurorendszer által kifejtett erőfeszítések határozták meg. A szeptemberig tartó időszakban, az intézkedések első hulláma részeként az eurorendszer előszállította a likviditáskínálatot a tartalékolási időszak elején – amivel lehetővé tette, hogy a bankok a tartalékolási előírásokat a tartalékperiódus viszonylag korai szakaszában teljesítsék –, majd később csökkentette a kínálat mennyiségét, így

40. ábra: Az EKB irányadó kamatlábjai és az EONIA



Forrás: EKB.

1) 2008. október 14-ig minimális ajánlati kamatláb; 2008. október 15-től rögzített kamatláb.

a tartalékolási időszak egészében nyújtott teljes likviditásmennyiség változatlan maradt. Ugyanakkor a hosszabb lejáratú műveleteken keresztül biztosított likviditás részarányának növekedésével hosszabb lett a nyíltpiaci műveletek átlagos futamideje.

A Lehman Brothers csődjét követően jelentősen megromlott pénzügyi piaci feltételek között 2008 októberében az EKB elindította az intézkedések második hullámát. Az új intézkedéshullám a pénzpiaci műveletek rögzített kamatú tendereljárásra történő áttérését, a jegybanki rendelkezésre állás kamatfolyosójának 200 bázisponttól 100 bázispontra való szűkítését és az eurorendszer hitelműveleteiben elfogadható fedezeti eszközök listájának kiterjesztését foglalta magában.

A fenti intézkedések arra irányultak, hogy elősegítsék a fizetőképes bankok folyamatos likviditásellátását, javítsák a működési zavarokkal küzdő pénzpiacok helyzetét, és közben irányítsák a rövid lejáratú kamatlábak alakulását (további részletek a 10. keretes írásban található).

## MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK A KÖZELMÚLTBAN ELKEZDŐDÖTT PÉNZÜGYI PIACI VOLATILITÁS IDEJÉN

A pénzügyi zavarok egész évben hatást gyakoroltak a monetáris politikai műveletek végrehajtására 2008-ban. A jelen keretes írás azokat a monetáris politikai műveleteket írja le, amelyekkel az EKB a fenti zavarokra reagált. Az írás középpontjában a likviditáskezelési intézkedések állnak mind az euróban, mind az egyéb devizanemekben végrehajtott műveletek esetén, és az elemzés arra is kitér, hogy hogyan támogatta a fedezeti rendszer a monetáris politika megvalósítását ebben az időszakban.

A likviditáskezelés két szakaszát lehet megkülönböztetni 2008-ban. Az első a januártól szeptemberig tartó időszak, amikor az EKB nagyjából hasonló intézkedéseket hozott, mint 2007 második felében. A második szakaszt a Lehman Brothers szeptemberi csődje nyitotta meg, amely fokozódó pénzügyi feszültségekhez vezetett, és a likviditáskezelési intézkedések új hullámát váltotta ki.

### Likviditáskezelés 2008 januárja és szeptembere között

Az intézkedések, melyeket az EKB a pénzügyi feszültségek csillapítása érdekében 2008 januárja és szeptembere között hozott, három csoportba sorolhatók:

#### 1 Likviditásnyújtás a tartalékolási időszak korábbi szakaszában

Ebben az időszakban az EKB a tartalékolási időszak kezdetén növelte, az időszak vége felé pedig csökkentette likviditásnyújtását. A likviditás ilyen „előszállítása” lehetővé tette, hogy az ügyfelek a tartalékolási időszak valamivel korábbi szakaszában teljesítsék a tartalékolási előírásokat, ugyanakkor nem változtatta meg a tartalékolási időszak egésze során nyújtott átlagos likviditásmennyiséget. Ebben a fokozott bizonytalansággal és csökkenő forgalommal jellemezhető időszakban, ami különösen a pénzügyi piac hosszabb lejáratú szegmenseire volt jellemző, megnövekedett a hitelintézetek igénye arra, hogy a tartalékolási előírásokat minél korábban teljesítsék. Többször előfordult, hogy az EKB napokkal a tartalékolási időszak kezdete után finomhangoló műveletet hajtott végre, hogy a rövid lejáratú kamatok az irányadó kamatláb közelébe terelje.

#### 2 Kiegészítő hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek

Ebben az időszakban a hosszabb lejáratú műveleteken keresztül nyújtott refinanszírozás fennálló összegét – amely a zavarok kezdetét megelőzően, 2007 júliusában regisztrált mintegy 30%-ról 2008 januárjára 60%-ra növekedett – az EKB nagyjából változatlan szinten tartotta. A pénzügyi piac működésének normalizálása érdekében 2008. február 7-én a Kormányzótanács úgy döntött,<sup>1</sup> hogy megújít két további, 2007-ben végrehajtott három hónapos műveletet (először 60 milliárd euro összegben, majd egy csökkentett, 50 milliárd eurós összegben).

Ugyanakkor a kiegészítő, három hónapos és hat hónapos lejáratú HLRM-ek bevezetésével tovább növekedett a fennálló refinanszírozás átlagos futamideje. 2008. március 28-án a

<sup>1</sup> Az EKB közleményeinek teljes listája az alábbi cím alatt található:  
<http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/communication.en.html>.

Kormányzótanács úgy döntött, hogy 50 milliárd euro összegben újabb három hónapos műveleteket hajt végre. Ezenkívül döntést hozott hat hónapos műveletek lebonyolításáról is. Az első hat hónapos műveletek elszámolására április 3-án és július 10-én került sor, egyenként 25 milliárd euro összegben. A fenti műveleteket 2008-ban a lejáratkor mindig megújították.

### **3 Műveletek az USA-dollárban nyújtott aukciós hitelkonstrukcióval kapcsolatban**

Az európai USA-dollár alapú finanszírozási piacokon a pénzüpiaci nyugtalanság által kiváltott zavarok kezelésére az EKB létrehozott egy kölcsönös devizamegállapodást (swapsomagot) a Szövetségi Tartalékrendszerrel (Fed). A Szövetségi Tartalékrendszer USA-dollár alapú határidős aukciós hitelkonstrukciója keretében, más jegybankokkal szoros együttműködésben az eurorendszer az e swapsomagon keresztül kapott USA-dollár finanszírozást az eurorendszer hitelműveletei számára elfogadható fedezet ellenében ügyfelei rendelkezésére bocsátotta.

Az eurorendszer először 2007 decemberében nyújtott USA-dollár likviditást két, 2008 januárjában megújított műveleten keresztül. Miután a fenti műveleteket követően csökkent az USA-dollár iránti kereslet, az eurorendszer februárban ideiglenesen felfüggesztette az USA-dollárban denominált finanszírozás biztosítására irányuló műveleteket. Februárban és március elején azonban ismét növekedni kezdett a finanszírozási piacokon a likviditási nyomás, és a megújuló feszültségek több jegybank együttes fellépését tették szükségessé. Ezen együttes fellépés részeként a Kormányzótanács március 11-én úgy döntött, hogy visszatér az ügyfelei részére nyújtott USA-dollár finanszírozás gyakorlatához.

Az USA-dollár finanszírozással kapcsolatos műveletek végrehajtására kéthetente került sor, 28 napos futamidővel, aukciónként 15 milliárd USD összegben. Mivel azonban néhány finanszírozási piacon továbbra sem enyhültek a pénzüpiaci feszültségek – ami egyes devizák magas betéti kamataiban is megnyilvánult az egynaposnál hosszabb (pl. egyhetes) lejáratokon –, valamint tekintettel a devizaswapügyletek által implikált szokatlanul magas USA-dollár kamatlábakra és az eurorendszer USA-dollár alapú műveletei iránt megnyilvánuló erős keresletre, a kéthetente megtartott aukciókra szánt összeget május 2-án 25 milliárd USA-dollárra emelték.

Hogy még inkább eleget tudjanak tenni a bankok USA-dollár alapú finanszírozási igényeinek, az eurorendszer USA-dollár alapú finanszírozási kereteit július 30-án kibővítették. A Szövetségi Tartalékrendszerrel együttműködésben az EKB bejelentette, hogy a meglévő 28 napos műveletek mellett 84 napos aukciós hitelkonstrukciós műveleteket indít. Mindazonáltal a fennálló műveletek teljes összege változatlanul 50 milliárd USD maradt.

### **Likviditáskezelés 2008 októbere és decembere között**

Ahogy 2008. szeptember közepén még inkább kiéleződtek a pénzüpiaci valamennyi szegmensében érezhető feszültségek, az EKB öt új likviditáskezelési intézkedést vezetett be.

#### **1 Rögzített kamatú tender teljes allokációval**

A szeptember második felében és október elején tapasztalható fokozódó nyomás a pénzüpiaci működés újabb zavaraihoz vezetett, és a hitelintézetek egyre nehezebben tudtak pénzüpiaci forrást szerezni. Ezekre a fejleményekre való tekintettel a Kormányzótanács október 8-án úgy döntött, hogy október 15-i hatállyal legalább a 2009. január 20-án végződő tartalékolási időszak

végéig minden IRM rögzített kamatú tender formájában lesz végrehajtva, teljes allokációval. Ezzel az intézkedéssel azt kívánták jelezni a piaci szereplők felé, hogy a likviditási válság elkerülése érdekében az EKB hajlandó annyi likviditást rendelkezésre bocsátani, amennyi csak szükséges. Az intézkedés jelentős mértékben megnövelte a fennálló euróban denominált nyílt piaci műveletek összes volumenét, mivel a likviditási igényt most már az ügyfelek ajánlatainak aggregált összege határozta meg. A teljes allokáció politikáját ténylegesen október 9-én vezették be egy likviditásbővítő finomhangoló művelettel, amelynek keretében az összes ajánlatot kielégítették.

Október 15-én továbbá a Kormányzótanács azt a döntést hozta, hogy október 30-i hatállyal a rögzített kamatú tendereljárás a HLRM-ekre (és a kiegészítő HLRM-ekre) is kiterjeszti, az intézkedés pedig legalább 2009 első negyedévének végéig érvényben marad.

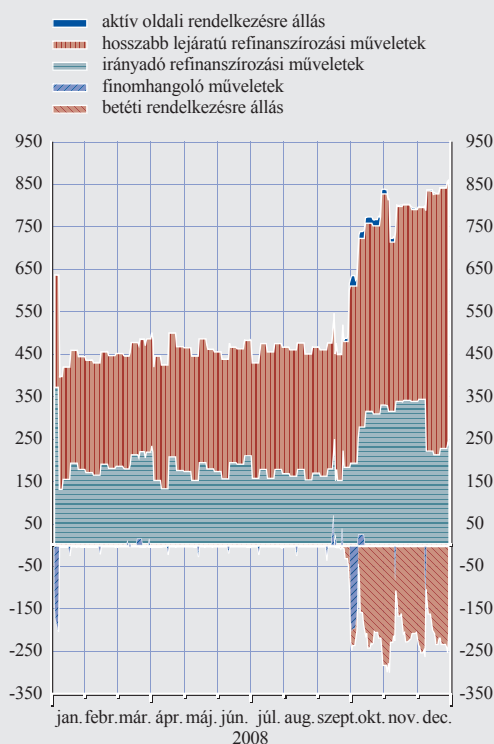
Az így kibővített likviditásnyújtás jelentős mértékben csillapította a pénzpiac rövid végén tapasztalható feszültségeket, és a bejelentések napjától kezdődően az EONIA általános csökkenéséhez vezetett [lásd B) ábra]. Október közepe és 2008 vége között az EONIA folyamatosan alacsonyabb volt az IRM-kamatlábnál. A tartalékperiódusok során is csökkent az EONIA, ami összhangban volt azzal, hogy az ügyfelek fokozatosan teljesítették a tartalékolási előírásokat, és összességében véve egyre jobban kihasználták a betéti rendelkezésre állást.

## 2 A rendelkezésre állás kamatfolyosójának csökkentése

A Kormányzótanács október 8-án arról is döntött, hogy a két rendelkezésre állás (az aktív oldali és betéti rendelkezésre állás) folyosóját 200 bázisponttól 100 bázispontra szűkíti. Az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlábát úgy módosították, hogy 50 bázisponttal haladja meg az IRM kamatlábát, míg a betéti rendelkezésre állás az IRM-kamatlábnál 50 bázispont-

**A) ábra: Likviditásnyújtás nyílt piaci műveleteken keresztül és a jegybanki rendelkezésre állás igénybevételével**

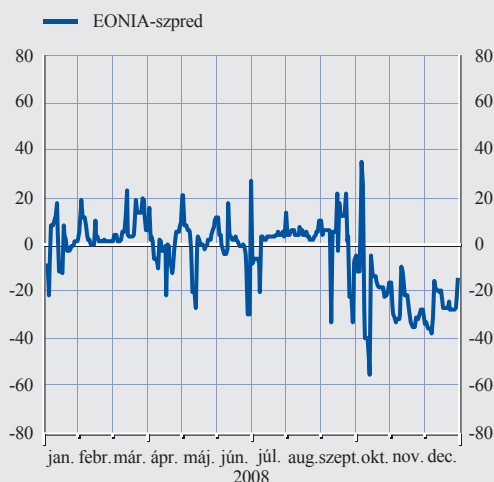
(milliárd euro)



Forrás: EKB.

**B) ábra: Az EONIA- és az IRM-kamatláb közötti különbség**

(október 14-ig: minimális ajánlati kamatláb, október 15-től: rögzített kamatláb)



Forrás: EKB.

tal lett alacsonyabb. A kamatfolyosó szűkítése a bankok likviditáskezelésének további megkönnyítését szolgálta azáltal, hogy olcsóbb jegybanki közvetítést kínált a bankszektor részére. Ez az intézkedés október 9-től 2009. január 20-ig volt érvényben, amikor a kamatfolyosó szélességét ismét 200 bázispontra tágították.

### **3 Kiegészítő hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek**

A Kormányzótanács október 15-i döntését követően a hosszabb lejáratú refinanszírozást a meglévő műveletek továbbgörgetésével és új műveletek indításával bővítették ki. Ennek megfelelően, minden tartalékolási időszakban négy hosszabb lejáratú műveletet bonyolítottak le: ezek közül egy művelet futamideje a tartalékperiódus hosszával volt egyenlő (speciális lejáratú refinanszírozási művelet), két művelet futamideje három hónap, és egy művelet futamideje hat hónap volt. Ezáltal 2008 végére az IRM-ek részaránya a teljes refinanszírozási volumenben körülbelül 28%-ra csökkent, míg a fennmaradó 72%-ot a HLRM-ek, a kiegészítő HLRM-ek és a speciális lejáratú refinanszírozási műveletek tették ki [lásd A) ábra].

### **4 További USA-dollárban és svájci frankban nyújtott műveletek**

#### *Az eurorendszer USA-dollárban nyújtott műveletei*

2008 szeptember közepétől rendkívüli módon kiéleződtek az USA-dollár pénzpiacokon tapasztalható feszültségek. Az ázsiai, európai és a korai amerikai kereskedési órákban emelkedtek, és időnként a 10%-ot is meghaladták az USA-dollárban denominált betétekre jegyzett kamatlábak. A devizaswappiacot szokatlanul alacsony likviditás jellemezte, miközben sokasodtak a növekvő feszültségre és a piac szegmentálódására utaló jelek, így az Egyesült Államokon kívüli pénztézetek rendkívül nehezen tudtak USA-dollár alapú finanszírozást szerezni. Az eurorendszer úgy reagált a kialakult helyzetre, hogy még inkább kibővítette az USA-dollárban nyújtott likviditást ügyfelei részére. A meglévő 28 és 84 napos műveletek mellett először további, 7 napos futamidejű műveleteket, majd egynapos műveleteket vezetett be. Két lépésben megemelte továbbá a fenti USA-dollárban nyújtott likviditásbővítő műveletek révén az ügyfeleknek kínált összegeket, egy-egyszer mind mindkét alkalommal megemelte a Szövetségi Tartalékrendszerrel kialakított swapperetet is. Október elején az eurorendszer USA-dollárban denominált likviditásbővítő műveleteinek maximális összege az egynapos műveleteknél elérte az 50 milliárd dollárt, a 28 napos műveleteknél a 40 milliárd dollárt, a 84 napos futamidejű műveleteknél pedig a 20 milliárd dollárt.

A bankrendszert övező nagyfokú bizonytalanság következtében október 15-én az EKB – a Szövetségi Tartalékrendszerrel együttműködésben – vállalta, hogy a 7, 28 és 84 napos lejáratú műveletekre benyújtott valamennyi ajánlatot rögzített kamattal teljesíti, miközben megszüntette az egynapos műveleteket.

Az elfogadható fedezet elégtelen mennyiségéből eredő esetleges problémák enyhítésére – tekintettel a mind az euróban, mind az USA-dollárban denominált likviditásnyújtó műveletek során alkalmazott teljes allokációs eljárásra – az EKB 2008. október 15-én bejelentette, hogy az eurorendszer ezentúl EUR/USD devizaswapügyletek formájában is végrehajt USA-dollárban denominált likviditásnyújtó műveleteket. A meglévő USA-dollár fedezetű visszavásárlási műveletekkel párhuzamosan bonyolított devizaswap-műveletek finanszírozása szintén a Szövetségi Tartalékrendszerrel kötött devizamegállapodás keretében történt, amit 2009. április 30-ig meghosszabbítottak.

Az eurorendszer USA-dollár alapú visszavásárlási műveletei iránt továbbra is meglehetősen nagy volt a kereslet; ezekre számos ajánlattévő nyújtott be nagy összegű ajánlatokat. Ugyanakkor az USD-devizaswapok ajánlati összegek és résztvevők tekintetében is általában igen korlátozottak maradtak.

#### *Az eurorendszer svájci frankban nyújtott műveletei*

A nemzetközi pénzpiacokon 2008 októberében tapasztalható fokozódó feszültségek a svájci frank pénzpiaci kamatlábakra is felfelé irányuló nyomást gyakoroltak a rövid lejáratokon. Ezzel egy időben megnövekedtek azon bankok CHF-finanszírozási szükségletei – elsősorban az euroövezetben – amelyek nem vehettek részt közvetlenül a Svájci Nemzeti Bank műveleteiben. Ezért október 15-én a Svájci Nemzeti Bank és az EKB közösen bejelentette, hogy a rövid lejáratú svájci frank pénzpiacok likviditásának javítása érdekében olyan intézkedést hoznak, amely lehetővé teszi, hogy az eurorendszer svájci frank finanszírozást nyújtson ügyfeleinek a Svájci Nemzeti Bankkal kötött swapmegállapodás keretében (swapsomag).

Az eurorendszer rögzített árfolyamú EUR/CHF devizaswap-műveletek formájában nyújt CHF-likviditást. A műveletek során allokkált összegek felső határát a Svájci Nemzeti Bankkal történő egyeztetés alapján az EKB határozza meg. A swapműveletek futamideje kezdetben hétnapos volt, később azonban a svájci frank pénzpiacok három hónapos szegmensén tapasztalható feszültségek csökkentésére bevezették a három hónapos swapokat is.

Az egyes tenderek során allokkálható maximális összeg a 7 napos műveletek esetén 20 milliárd euro, a 84 napos műveletek esetén pedig 5 milliárd euro volt. Az EUR/CHF devizaswap-műveletekre csak korlátozott mértékben mutatkozott igény, az ajánlati volumenek mindegyik műveletnél a maximális összeg alatt maradtak. Az ajánlatokkal fedezett arány stabilan 0,6 körül alakult a 7 napos műveletek, és 0,1 körül a 84 napos műveletek esetén.

#### *Az EKB eurolikviditás nyújtása néhány uniós jegybank részére*

2008 októberében és novemberében az EKB megállapodásokat írt alá eurolikviditás nyújtásáról néhány, az euroövezeten kívüli uniós jegybank részére. Ezeket a megállapodásokat az EKB azzal a szándékkal hozta létre, hogy támogassa a szóban forgó jegybankok által meghozott különféle intézkedéseket hazai pénzügyi piacaik eurolikviditásának javítására.

A támogatást az EKB visszavásárlási megállapodások formájában nyújtotta a Magyar Nemzeti Banknak és a Narodowy Bank Polskinak egyenként legfeljebb 5 milliárd euro és legfeljebb 10 milliárd euro összegben. Az EKB és a Danmarks Nationalbank kölcsönös devizaswap-megállapodást hozott létre 12 milliárd euro összegben.

## **5 A fedezeti lista kiterjesztése**

A Kormányzótanács október 15-én úgy döntött, hogy ideiglenes jelleggel kiterjeszti az elfogadható fedezeti eszközök listáját. Az intézkedés 2009 végéig marad hatályban. Az eurorendszer fedezeti keretrendszere kiterjedtségének köszönhetően, 2008 legnagyobb részében elégséges fedezet állt rendelkezésre. Mindazonáltal tekintettel a különböző lejáratokon történő euro- és USD-likviditásbővítésre, valamint a rögzített kamatú tenderek bevezetésére teljes allokkációval, a fedezeti keretrendszert ideiglenes jelleggel kiterjesztették, az alábbiak szerint:

- 2008. október 22-i hatállyal a forgalomképes és nem forgalomképes eszközök hitelminősítési küszöbértékét “A-”-ról “BBB-”-ra csökkentették, kivéve az eszközalapú értékpapírok esetében, ahol továbbra is érvényben maradt az “A-” hitelminősítési küszöbérték. Október 22-től továbbá az eurorendszer elfogadja a hitelintézetek által kibocsátott nem szabályozott piacokon, hanem az EKB által elfogadható egyes nem szabályozott piacokon forgalmazott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat, többek között a letéti igazolásokat. Az elfogadható garanciával ellátott hátrasorolt, forgalomképes, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok is elfogadható fedezetnek minősülnek, amennyiben minden egyéb elfogadhatósági kritériumot teljesítenek.
- November 14-től továbbá az eurorendszer elfogadja az euroövezetben kibocsátott forgalomképes, USA-dollárban, font sterlingben, és japán yenben denominált hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat, amennyiben a kibocsátó az Európai Gazdasági Térségben letelepedett.

Mivel az eurorendszer törvény által előírt kötelessége, hogy megóvja mérlegét a pénzügyi kockázatoktól, az elfogadható fedezetek kiterjesztett listájával kapcsolatban kockázatellenőrzési intézkedéseket vezetett be. Ily módon az elfogadhatósági kritériumok kiterjesztése a fedezeti keretrendszer éber ellenőrzésével párosul.

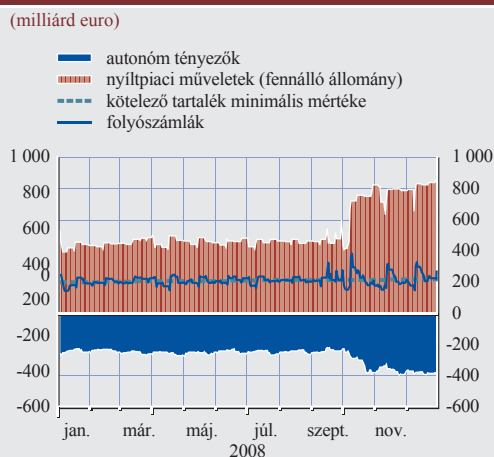
### A BANKRENDSZER LIKVIDITÁSI IGÉNYE

A nyiltpiaci műveleteken keresztül történő likviditásnyújtáskor az eurorendszer az aggregált euroövezeti bankrendszer likviditási szükségleteinek napi becslését veszi figyelembe. Ezeket a likviditási igényeket a kötelező tartalékok összege, a hitelintézetek eurorendszerrel vezetett folyószámláin a kötelező tartalékokon felül tartott pénzkészletek (főlős tartalékok) és autonóm tényezők határozzák meg. Az autonóm tényezők az eurorendszer mérlegében szereplő azon tételek – mint például a forgalomban lévő bankjegyek és az állami betétek –, amelyeknek hatása van a hitelintézetek folyószámla-állományaira, de nincsenek az eurorendszer likviditásközelítésének közvetlen ellenőrzése alatt.

2008-ban az euroövezet bankrendszerének átlagos napi likviditásszüksége 487,1 milliárd eurót tett ki, vagyis 10,3%-kal volt több, mint 2007-ben (lásd a 41. ábrát). A növekedés egyik oka a tartalékolási előírások folytatódó emelkedése volt: 12,5%-kal 210,8 milliárd euróra nőtt a tartalék követelmények. A bankjegyek iránt megnyilvánuló, szezonális tényezőknek nem tulajdonítható, kivételesen nagy keresletnövekedés is jelentős szerepet játszott. A 42. ábra szerint 2008 szeptemberé és november eleje között jelentősen, több mint 6%-kal megnövekedett a

forgalomban lévő bankjegyek száma, ami hozzájárult a likviditási szükségletek összes növekedéséhez. 2008-ban az autonóm tényezők összességében 8,9%-kal emelkedtek, és elérték a 274,5 milliárd eurót. Jóllehet a 2008-ban végződő tartalékolási időszakok átlagos főlős tartalékai 0,2 milliárd euróval 1,1 milliárd euróra nőttek 2007-hez képest, a tartalékolási követelményekhez képest elhanyagolhatóak maradtak, hiszen azoknak mindössze 0,5%-át tették ki.

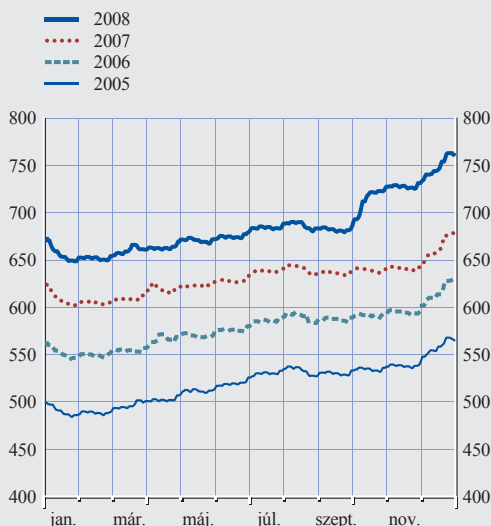
**41. ábra: Likviditási tényezők az euroövezetben 2008-ban**



Forrás: EKB.

42. ábra: Forgalomban lévő bankjegyek

(milliárd euro)



Forrás: EKB.

### A KÖTELEZŐ TARTALÉKOK RENDSZERE

Az euroövezetbeli hitelintézeteknek az eurorendszerrel vezetett számláikon kötelező tartalékokkal kell rendelkezniük. Mint 1999 óta mindig, az előírt kötelező tartalék 2008-ban is a hitelintézetek tartalékalapjának 2%-a volt, és átlag 210,8 milliárd eurót tett ki. A hitelintézetek mérlegében szereplő bizonyos rövid lejáratú kötelezettségek által meghatározott tartalékalap növekedése magyarázza a kötelező tartalékok teljes összegének 2008 folyamán bekövetkezett, fentebb már említett 12,5%-os emelkedését. Tekintve, hogy bármely tartalékolási időszakra vonatkozóan az eurorendszer olyan kamatlábbal díjazza a tartalékállományokat, amely (változó kamatú tenderek esetén) az IRM-ek aktív oldali rendelkezésre állása kamatainak átlaga, vagy megegyezik (rögzített kamatú tenderek esetén) a rögzített IRM kamatával, a kötelező tartalékok rendszere nem terheli figyelemre méltó költségekkel a bankszektort. Ugyanakkor két fontos funkciót tölt be a monetáris politika megvalósítását szolgáló működési keretrendszerben. Egyrészt stabilizálja a rövid lejáratú pénzügyi kamatlábakat, mert a tartalékolási előírásokat csak a tartalékolási időszak átlagában kell teljesíteni, ami lehetővé teszi, hogy

a hitelintézetek kisimítsák a számlákat érintő ideiglenes és váratlan likviditásbeáramlásokat és -kiáramlásokat. Másodszor, növeli a bankrendszer likviditáshiányát, azaz a bankok teljes refinanszírozási szükségletét az eurorendszerből.

### NYÍLTPIACI MŰVELETEK

Az eurorendszer IRM-eket, HLRM-eket és finomhangoló műveleteket alkalmaz a pénzügyi likviditási helyzetének kezelésére. Minden likviditást nyújtó műveletnek teljesen fedezettnek kell lennie. Az IRM-ek rendszeres, heti gyakoriságú műveletek; lejáratuk általában egy hét. Ezek az EKB monetáris politikai irányultságát jelző legfőbb eszközök.

2008. október 8-ig az IRM-eket változó kamatú tenderek formájában bonyolították le, minimális ajánlati kamatláb mellett, október 15-től pedig rögzített kamatú tenderek keretében zajlanak, ahol minden ajánlat teljesítésre kerül. 2008-ban a műveletekre jogosult ügyfelek száma 1693-ról 2009-re emelkedett. A növekedés legnagyobb részét októberben és novemberben regisztrálták, amikor a pénzügyi piac uralkodó szűkös hitelfelvételi lehetőségek hatására több bank kérte jogosulttá nyilvánítását. Átlag 443 ügyfél vett részt az IRM-ekben 2008-ban, 31%-kal több, mint 2007-ben (amikor a résztvevő ügyfelek száma átlagosan 338 volt). A növekedésben szerepet játszott a pénzügyi piac tapasztalható, fokozódó nyomása, ami számos ügyfél számára azt jelentette, hogy a likviditási szükségletei teljesítéséhez szükséges hiteleket a piac helyett az EKB-tól kellett beszereznie. Még tovább nőtt az IRM-ekben résztvevő ajánlattétők száma, amikor az EKB októberben áttért a rögzített kamatú tendereljárásra teljes allokációval: a változó kamatú tenderek átlag 354 résztvevőjével szemben a rögzített kamatú tenderek résztvevőinek száma 747-re emelkedett.

Október 8-ig az eurorendszer átlagosan 175 milliárd eurót allokált a változó kamatú tenderek keretében lebonyolított IRM-ekben. A kiosztásra kerülő összeg az előszállítás politikájának köszönhetően nagy eltéréseket mutatott: a juttatott összegek minden tartalékolási időszakban csökkenő mintát követtek, míg növekedett a HLRM-ek révén nyújtott likviditás. Amikor



2008. október 15-én az IRM-ek részére bevezették a rögzített kamatú tendereket teljes allokációval, jelentősen megnövekedett az allokáció összege, és elérte az átlag 291 milliárd eurót. 2008 végére az IRM-eken keresztül biztosított likviditás a teljes refinanszírozási volumen 28%-át tette ki, ami jelentős csökkenést jelentett az elmúlt évekhez képest, amikor ugyanez az arány 65-75% volt.

A HLRM-ek havi likviditásnyújtó műveletek három hónapos lejáratúak. Ezek mellett 2008-ban több kiegészítő HLRM fokozatos bevezetésére került sor. Az év végére minden tartalékolási időszakban két kiegészítő – egy három és egy hat hónapos futamidejű – HLRM-et hajtottak végre, valamint egy speciális lejáratú refinanszírozási műveletet, amelynek futamideje a tartalékolási periódus hosszával volt egyenlő. Október közepéig a HLRM-ek és kiegészítő HLRM-ek tisztán változó kamatú tenderek keretében zajlottak (azaz minimális ajánlati kamatláb nélkül). A HLRM-ekben és a három hónapos kiegészítő HLRM-ekben allokálásra kerülő összeg 50 milliárd euro volt (kivéve a február 21-én és a március 13-án elszámolt két kiegészítő HLRM-et, amelyekben egyenként 60 milliárd eurót osztottak ki). A hathónapos kiegészítő HLRM-ek közül kettőt (április 2-án és július 9-én) 25 milliárd euro összegben, egyet pedig (október 8-án) 50 milliárd euro összegben hajtottak végre.

2008. október 30-tól a hosszabb lejáratú műveleteket is rögzített kamatú tenderek keretében bonyolították, teljes allokációval. A műveletekben alkalmazott kamatláb megegyezett az IRM kamatlábal. A rögzített kamatú tenderekre való áttérés a hosszabb lejáratú műveletekben allokált összegek esetében is általános növekedést eredményezett. Mivel azonban erősödtek az irányadó EKB-kamatlábak csökkentését valószínűsítő elvárások – különösen 2008 végén –, a tenderekben alkalmazott rögzített kamatláb csupán mérsékelt növekedést váltott ki a három vagy hat hónapos lejáratú kiegészítő HLRM-ek keretében allokált összegekben. 2008 végén az összes hosszabb lejáratú művelet (HLRM-ek, kiegészítő HLRM-ek és speciális lejáratú refinanszírozási műveletek) fennálló összege

617 milliárd euro volt. Az EKB részesedése a bankszektor refinanszírozásában még soha nem öltött ekkora méreteket; az összeg az összes nyíltpiaci művelet mintegy 72%-át képviselte.

A HLRM-ek ugyanazon ügyfelek számára érhetőek el, mint az IRM-ek. Ezen ügyfelek közül 2008-ban átlagosan 157-en vettek részt a HLRM-ekben a 2007. évi 145-höz képest. A rögzített kamatú tenderek bevezetésével csökkent a HLRM-ekben résztvevő ajánlattevők átlagos száma: a változó kamatú tenderek átlag 161 résztvevőjével szemben a rögzített kamatú tenderek résztvevőinek száma átlag 146 volt. A szintén ugyanazon ügyfelek számára elérhető speciális lejáratú refinanszírozási műveletekben 210 ügyfél vett részt a szeptember 30-án elszámolt változó kamatú tenderben, szemben az ezt követő két rögzített kamatú tender átlag 97 résztvevőjével.

A piacon uralkodó likviditási feltételek kezelése és a kamatlábak alakulásának irányítása céljából az EKB dönthet úgy, hogy ad hoc alapon likviditásbővítő és likviditásszűkítő finomhangoló műveleteket hajt végre. 2008. október 5-ig e műveletek céljaira az eurorendszer a pénzpiacra legaktívabbak közül választott ki szerződéses partnereket, korlátozott számban (2008. szeptember 30-án 136-an voltak). Az EKB Kormányzótanácsának 2008. október 6-i döntése után a finomhangoló műveletekben való részvételre jogosultak köre kibővült azokra az ügyfelekre, amelyek jogosultak egységes formájú tendereljárás keretében részt venni az eurorendszer nyíltpiaci műveleteiben, továbbá kielégítik a saját nemzeti központi bankjuk által meghatározott bizonyos kiválasztási feltételeket.

2008-ban az EKB 25 finomhangoló műveletet hajtott végre. Az időszakvégi finomhangoló műveletek lefolytatásának gyakorlatát egész évben fenntartották; a fenti műveletek közül 12 műveletet a tartalékolási időszak utolsó napján hajtottak végre. A fennmaradó 13 művelet végrehajtása az uralkodó likviditási feltételekre és a rövid lejáratú pénzpiaci kamatlábakra történő reakció volt. Január 2-án és 3-án az évvégével kapcsolatos feszültségek feloldódása

utáni, többletlikviditással jellemezhető környezetben likviditásszűkítő finomhangoló műveletek végrehajtására került sor. Március 20-án és 31-én – a húsvéti szünet időszakához és a Bear Stearns csődjéhez kapcsolódó pénzügyi feszültségek hatására – likviditásbővítő finomhangoló műveleteket hajtottak végre. A szeptemberben megfigyelhető, fokozódó pénzügyi nyomás kezelésére az EKB kilenc finomhangoló műveletet bonyolított le szeptember 15. és október 9. között, amelyből öt likviditásbővítő, négy pedig likviditásszűkítő művelet volt.

### **JEGYBANKI RENDELKEZÉSRE ÁLLÁS**

Az ügyfelek a két rendelkezésre állást saját kezdeményezésükre vehetik igénybe, hogy elfogadható fedezet ellenében napi likviditást szerezzenek, vagy egynapos betétet helyezzenek el az eurorendszerrel. 2008 végén 2267 ügyfél volt jogosult az aktív oldali rendelkezésre állás igénybevételére, és 2802 ügyfél a betéti rendelkezésre állás igénybevételére. E két rendelkezésre állás kamatlába elvileg egy alsó és egy felső határt szab a napi kamatnak, így fontos funkciót tölt be a monetáris politika megvalósításában.

2008 októberében a Kormányzótanács úgy döntött, hogy a pénzügyi feszültségek csillapítása érdekében a két jegybanki rendelkezésre állás kamatfolyosóját az irányadó refinanszírozási művelet körül szimmetrikusan 200 bázispontról 100 bázispontra szűkíti. Ez az intézkedés, valamint a rögzített kamatú nyíltpiaci műveletek során allokkált magas összegek együttesen a betéti rendelkezésre állás igénybevételének jelentős növekedéséhez vezettek [lásd 10. keretes írás A) ábra]. Október 8-ig a betéti rendelkezésre állás átlagos napi igénybevétele 2,5 milliárd eurót tett ki (szemben a 2007-ben regisztrált 0,5 milliárd euróval). Október 9-től az év végéig ez a szám drasztikusan megnövekedett, és elérte a 208,5 milliárd eurót. Ebben az időszakban minden tartalékperiódusban nagyjából azonos mintát követett a betéti rendelkezésre állás igénybevétele: a tartalékperiódusok elején az összegek eleinte alacsonyak voltak, majd azzal párhuzamosan növekedtek, ahogyan egyre több ügyfél teljesítette a tartalékolási előírásokat.

2008. október 8-ig az aktív oldali rendelkezésre állás átlagos napi igénybevétele 0,9 milliárd eurót tett ki (szemben a 2007-ben regisztrált 0,2 milliárd euróval), ezt követően pedig 6,7 milliárd euróra emelkedett. Ez a növekedés részben az aktív oldali rendelkezésre állás viszonylag alacsony, a csökkentett kamatfolyosó eredményeként kialakult kamatlábát tükrözi, de szerepet játszhatott benne az egyes bankok likviditási szükségleteit övező nagyfokú bizonytalanság is.

### **A MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK ELFOGADHATÓ ESZKÖZEI**

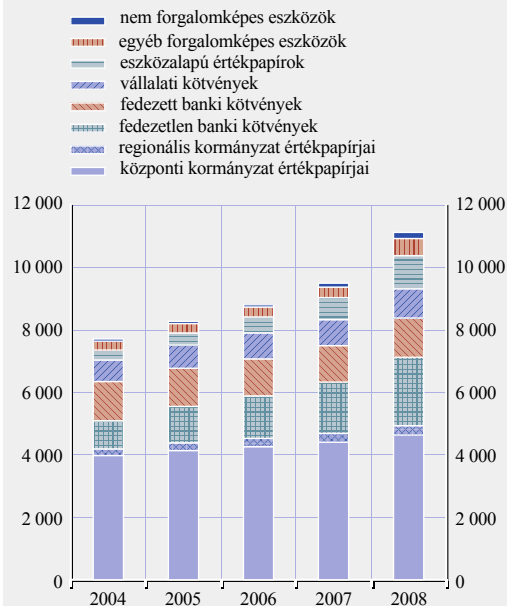
Az egész világon alkalmazott jegybanki gyakorlattal összhangban az eurorendszer valamennyi hitelművelete megfelelő biztosítékokon nyugszik. A megfelelés fogalma először is azt jelenti, hogy hitelműveleteiben az eurorendszer nagy mértékében védve legyen a veszteségek től, másodsor pedig azt, hogy elegendő fedezetnek kell rendelkezésre állni ügyfelek széles köre számára, hogy az eurorendszer az általa szükségesnek tartott összegű likviditást tudja nyújtani monetáris politikai és a fizetési rendszerekben bonyolított műveletein keresztül. Ennek elősegítése érdekében az eurorendszer eszközök széles körét fogadja el fedezetként minden hitelműveletében. Az eurorendszer fedezeti rendszerének ez a tulajdonsága és az, hogy az eurorendszer nyíltpiaci műveletei ügyfelek széles köre számára elérhetőek, kulcsfontosságú szerepet játszanak a monetáris politika végrehajtásának támogatásában stresszhatások idején. Az eurorendszer működési kereteibe beépített rugalmasság tette lehetővé 2008 legnagyobb részében, hogy az eurorendszer a pénzügyi működési zavarainak leküzdéséhez biztosítani tudta a szükséges likviditásmennyiséget anélkül, hogy szélesebb körben fedezeti hiány merült volna fel. Csak az év vége felé történt meg, hogy az euróban és az USD-dollárban nyújtott refinanszírozás bővítése az egynaposnál hosszabb lejáratokon, valamint a rögzített kamatú tendereljárások teljes allokkációval történő bevezetése arra készítette a Kormányzótanácsot, hogy ideiglenes jelleggel kiterjessze az elfogadható fedezetek listáját 2009 végéig (lásd 10. keretes írás).

2008-ban az elfogadható fedezetek átlagos összege a 2007. évihez képest 17,2%-kal, összesen 11,1 billióra nőtt (lásd a 43. ábrát). 4,9 billió euróval ennek a teljes összegnek a 44%-át tette ki az államháztartás adóssága, míg a fennmaradó forgalomképes fedezetek összetétele a következőképpen alakult: fedezetlen banki kötvények (2,2 billió euro, vagy 20%), fedezett banki kötvények (1,2 billió euro, vagy 11%), eszközalapú értékpapírok (1,1 billió euro, vagy 9%), vállalati kötvények (0,9 billió euro, vagy 8%), valamint egyéb kötvények, úgymint nemzetek feletti szervezetek által kibocsátott kötvények (0,6 billió euro, vagy 5%). 2008 végén az elfogadható fedezetek listáját kiterjesztő ideiglenes intézkedések nyomán elfogadhatóvá vált forgalomképes eszközök összes volumene elérte az 870 milliárd eurót. Az elfogadható fedezetek listája nem forgalomképes eszközöket is tartalmaz; ezek nagy része hitelkövetelés (ami bankhitel néven is szerepel). A forgalomképes eszközökkel ellentétben a nem forgalomképes eszközök elfogadhatóságát nem értékeli előre, csak elfogadásukkal egyidőben. Ezért nem könnyű felmérni, hogy mekkora a nem forgalomképes, potenciálisan elfogadható eszközök volumene. 2008-ban az ügyfelek az eurorendszer hitelműveletei ellenében 0,2 billió euro összegben bocsátottak nem piacképes eszközt fedezetként az eurorendszer rendelkezésére, ami az eurorendszerben elhelyezett elfogadható fedezet teljes összegének 2%-át képviselte. Az elfogadható fedezetek listájának kibővítésével ideiglenesen bevezetett alacsonyabb hitelminősítési küszöbértéket (lásd 10. keretes írás) a nem forgalomképes eszközökre is alkalmazták.

Az eurorendszer hitelműveleteiben az ügyfelek által fedezetként rendelkezésre bocsátott forgalomképes és nem forgalomképes eszközök átlagos értéke jelentősen emelkedett: a 2007. évi (1101 milliárd euróról felfelé módosított) 1148 milliárd eurós átlagról 2008-ban 1579 milliárd euróra nőtt. Ez a növekedés főként azért következett be, mert az ügyfelek a pénzügyi piaci nyugtalanságra reagálva nagy összegekben bocsátottak plusz fedezeteket az eurorendszer rendelkezésére (lásd a 44. ábrát). Amint azt a fedezetek és az eurorendszerbeli ügyfelek kihelyezett

**43. ábra: Elfogadható fedezet eszköztípusonként**

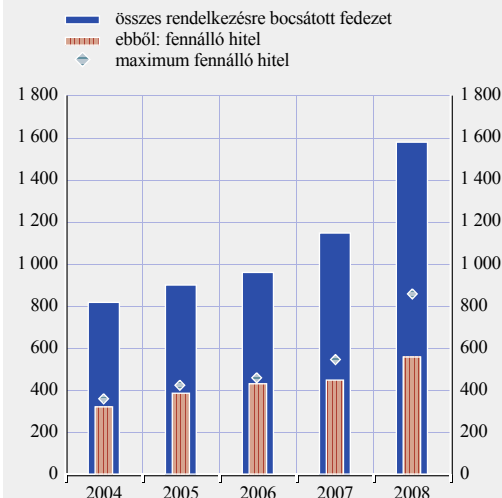
(milliárd euro; éves átlagok)



Forrás: EKB.

**44. ábra: Rendelkezésre bocsátott fedezet az eurorendszer hitelműveleteiben és fennálló hitel a monetáris politikai műveletekben**

(milliárd euro)



Forrás: EKB.

Megjegyzés: A rendelkezésre bocsátott fedezet az összevont (pooling) rendszert működtető országokban a fedezetként letétbe helyezett eszközöket, az egyedi (earmarking) rendszert működtető országokban pedig a fedezetként használt eszközöket jelenti.

hiteleinek összehasonlítása jelzi, összességében csupán elenyésző mértékben nőtt a részaránya azon letétbe helyezett biztosítékoknak, amelyeket nem monetáris politikai műveletekből származó hitelek fedezeteként használtak. Ez azt sugallja, hogy a fedezet elegendő mennyisége rendszerint nem jelentett korlátozást az eurorendszer ügyfelei számára a refinanszírozási műveletek keretében kapott likviditás megnövekedése ellenére sem.

Ami a rendelkezésre bocsátott fedezet összetételét illeti, a 2007-ben megfigyelt 16%-ról 2008-ban 28%-ra növekedett az eszközalapú értékpapírok átlagos részaránya, tehát már nem a fedezetlen banki kötvények, hanem az eszközalapú értékpapírok testesítik meg az eurorendszer fedezetként letétbe helyezett legnagyobb eszközosztályt. 2008-ban a fedezetlen banki kibocsátású kötvények a letétbe helyezett eszközök átlagosan valamivel kevesebb, mint 28%-át alkották. Az eszközalapú értékpapírok átlagos részesedése a 2007. évi 10%-ról 2008-ban 12%-ra emelkedett. Ezzel ellentétben a központi kormányzat kötvényeinek

átlagos részesedése a 2007. évi 15%-ról 2008-ban 10%-ra csökkent. A rendelkezésre bocsátott forgalomképes fedezet körülbelül 3%-át tették ki az ideiglenes jelleggel elfogadhatóvá tett új eszközosztályok.

### KOCKÁZATKEZELÉSI KÉRDÉSEK

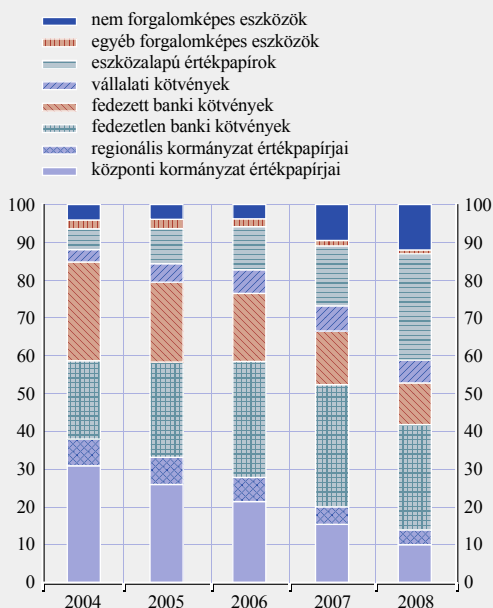
Az eurorendszer hitelműveleteiben úgy méréséli a nemfizetés kockázatát, hogy az ügyletben részt vevő másik féltől megfelelő fedezet benyújtását követeli meg. Ugyanakkor az eurorendszer még mindig számos pénzügyi kockázatnak lehet kitéve, ha a másik fél nem fizet, például hitel-, piac- és likviditási kockázat. Ráadásul az eurorendszer devizakockázatnak is ki van téve az olyan euróban denominált fedezetű, külföldi devizanemben végrehajtott likviditásnyújtó műveletek során, mint amilyeneket 2008-ban végrehajtottak. E kockázatok elfogadható szintre történő csökkentése érdekében az eurorendszer szigorú hitelfeltételeket tart fenn a fedezetként elfogadott eszközök tekintetében, naponta értékeli a fedezetet, és megfelelő kockázatellenőrzési intézkedéseket alkalmaz.

Az óvatosság elvét követve, az eurorendszer létrehozott egy tartalékalapot, amivel felkészülhet az öt, 2008-ban fizetéképtelenné vált ügyfél által elhelyezett fedezet későbbi felszámolásából eredő esetleges veszteségekre<sup>1</sup>. Általánosabb síkon, a hitelműveletek pénzügyi kockázatait számszerűsítik, és rendszeresen jelentik az EKB döntéshozó testületeinek.

Az eurorendszer hitelműveleteire alkalmazott kockázatellenőrzési intézkedéseket két évente felülvizsgálják. A kockázatellenőrzési intézkedéseket azokra az eszközökre alkalmazzák, amelyeket az eurorendszer nyíltpiaci műveletein, aktív oldali rendelkezésre állásban, vagy a fizetési rendszerek céljaihoz kapcsolódó napközbeni hitelműveletein keresztül kapott hitel fedezeteként bocsátottak rendelkezésre az eurorendszer ügyfelei. Bár továbbra is maradéktalanul fennáll a fedezetek széleskörű elfogadásának elve, a két évente végrehajtott felülvizsgálat 2008-ban az eurorendszer hitelműveleteire érvényes

**45. ábra: Fedezetként rendelkezésre bocsátott eszközök összetétele (a hitelköveteléseket is beleértve) eszköztípusonként**

(százalékok; éves átlagok)



Forrás: EKB.

1 További részletekért lásd a 2009. március 5-i sajtóközleményt.

kockázatalellenőrzési rendszer némi technikai finomítását eredményezte. A finomítások többek között a módszertani keretek továbbfejlesztését, az elfogadható eszközök piaci és likviditási kockázati jellemzőinek értékelését, az elfogadható eszközök ügyfelek általi tényleges alkalmazását és a pénzügyi instrumentumokban bekövetkezett változásokat tükrözik. A finomításokat 2008. szeptember 4-én jelentették be, és 2009. február 1-jén léptek hatályba.

A finomítások keretében módosították az eszközalapú értékpapírokra és a fedezetlen banki kötvényekre alkalmazott fedezetértékelési *haircut*-okat. Továbbá a tilalmat, miszerint az ügyfél nem nyújthat be fedezetként olyan eszközt, amelyet az ügyféllel szoros kapcsolatban álló intézmény bocsátott ki vagy garantált, a szoros kapcsolat olyan speciális formáira is kiterjesztették, amelyek az eszközalapú értékpapírok fedezetként történő használata kapcsán fordulhatnak elő. 2009. február 1-jétől fokozottabb átláthatóságot követelnek meg az elfogadható, külső hitelminősítő intézetek (ECAI) által készített eszközalapú értékpapírok hitelminősítési jelentésével kapcsolatban.

Végezetül pedig az eurorendszer fenntartja magának a jogot, még egyedi ügyfelek szintjén is, hogy hitelműveleteiben bizonyos eszközök fedezetként történő használatát korlátozza vagy megtiltsa, amennyiben ez szükséges az eurorendszer kockázatokkal szembeni megfelelő védelmének biztosítására, összhangban a KBER alapokmányának 18.1 cikkével.

## 1.2 DEVIZAMŰVELETEK

2008-ban az eurorendszer politikai megfontolásból nem hajtott végre semmilyen devizapiaci intervenciót. Az EKB devizatranszakciói kizárólag befektetési tevékenységhez kötődtek. Továbbá az EKB nem végzett devizaműveleteket az ERM-II-ben részt vevő valutákban sem. 2008-ban 17 alkalommal aktiválták az EKB és az IMF közötti állandó megállapodást, amely lehetővé teszi, hogy az IMF az EKB nevében tranzakciókat kezdeményezzen

különleges lehívási jogokban (SDR) más SDR-tulajdonosoknál.

A 2008-ban is folytatódó pénzügyi piaci volatilitással összefüggésben az eurorendszer ugyancsak végrehajtott 73, USA-dollárban denominált likviditásnyújtó műveletet ügyfelei részére a Szövetségi Tartalékrendszer (Fed) USA-dollárban nyújtott aukciós hitelkonstrukciója keretében (57, elfogadható fedezet ellenében lebonyolított penziós ügyletet és 16 EUR/USD devizaswapot), valamint 15 svájci frankban denominált likviditásnyújtó műveletet a Svájci Nemzeti Bankkal együttműködve (további részletek a 10. keretes írásban találhatók).

## 1.3 BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉG

Befektetési tevékenységeinek szervezésekor az EKB annak biztosítására törekszik, hogy a jegybanki monetáris politikai intézkedésekkel kapcsolatos bennfentes információkat befektetési döntések meghozatala során ne lehessen felhasználni. Az operatív befektetési tevékenységekkel foglalkozó szervezeti egységeket szabályok és eljárások „kínai fal” néven ismert rendszere választja el a többi szervezeti egységtől.

## A DEVIZATARTALÉKOK KEZELÉSE

Az EKB devizatartalék-portfólióját eredetileg az euroövezetbeli NKB-k devizatartalékaiból érkezett transzferek révén hozták létre. Idővel a portfólió összetétele tükrözi a befektetett eszközök piaci értékének változását, valamint az EKB deviza- és aranyműveleteit. Az EKB devizatartalékainak fő célja annak biztosítása, hogy szükség esetén az eurorendszernek elegendő likvid erőforrás álljon a rendelkezésére az EU-n kívüli valutákat érintő devizapolitikai műveleteihez. Az EKB devizatartalék-kezelési céljai fontossági sorrendben: likviditás, biztonság és hozam.

Az EKB devizatartalék-portfóliója amerikai dollárból, japán jenből, aranyból és SDR-ből áll. Az amerikai dollárban és japán jenben levő tartalékokat aktívan kezeli az EKB, valamint – az EKB ügynökeiként – az euroövezetbeli NKB-k. 2006 januárjától egy „valutaspecializálási

modell” működik az eurorendszer befektetési műveletei hatékonyságának növelése érdekében. E rendszerben a szabály szerint minden egyes NKB-ra kiosztanak egy részt vagy az amerikai dollár, vagy a japán jen portfólióból; két NKB jelenleg kettőt kezel.<sup>2</sup> 2008-ban két megállapodást hoztak létre, amely lehetővé tette, hogy néhány NKB egyesítse az EKB devizatartalékaiból rájuk eső rész kezelésének operatív tevékenységeit: 2008 januárjától a Central Bank of Cyprus a Bank of Greece-szel, illetve a Central Bank of Malta a Central Bank and Financial Services Authority of Irelanddel hozott létre megállapodást erre a célra. 2009 januárjától az EKB ügynökeként a Národná banka Slovenska kezel egy USA-dollárban denominált portfóliót.

2008 folyamán az EKB összesen 30 tonna aranyat adott el. Ezek az eladások teljesen összhangban voltak az EKB által is aláírt 2004. szeptember 27-ei, az aranyról szóló központi banki megállapodással. Az aranyeladásból származó bevétel az USA-dollárban denominált portfólióba került.

Az EKB nettó devizatartalékainak<sup>3</sup> a folyó árfolyamon és piaci árakon számított értéke a 2007. év végi 42,8 milliárd euróról 2008. végére 49,5 milliárd euróra nőtt, amelyből a valuta – japán jen és USA-dollár – 38,5 milliárd eurót, az arany és az SDR pedig 11 milliárd eurót tett ki. A 2008. végi árfolyamokat alkalmazva az USA-dollárban denominált eszközök képviselték a devizatartalékok 77,5%-át, míg a japán jenenben denomináltak 22,5%-ot. A devizaportfólió értékének 19,9%-os emelkedése elsősorban a portfóliókezelési tevékenységekből eredő tőkenyereséget és kamatjövedelmet tükrözi, különösen az USA-dollárban denominált eszközök esetében. A devizaportfólió értékének emelkedésében szerepet játszott ezen kívül a japán jen és az USA-dollár árfolyamának emelkedése az euróval szemben, ami egyenként 30,8% és 5,8% volt. Végül pedig növekedtek az EKB devizatartalékai a fent említett aranyeladások bevételének befektetéséből is. Az arany és az SDR-állomány értéke körülbelül 2,6%-os növekedést mutatott annak ellenére, hogy az év során 30 tonna aranyat adtak el. A növekedés nagyrészt az arany

2008-ban regisztrált mintegy 9,4%-os (euróban számított) felértékelődésének volt köszönhető. Az EKB devizatartalékai nem szenvedtek veszteséget befektetési partnerek mulasztása következtében.

Változatlan maradt 2008-ban az elfogadható instrumentumok listája, amelyekbe az EKB devizatartalékait be lehet fektetni. 2008-ban rendszeresen használták a 2007 végén bevezetett kamatlábswapokat. 2008-ban továbbá befejeződtek az EKB USA-dollárban denominált eszközei részére létrehozandó automatikus értékpapír-kölcsönzési program előkészítésével kapcsolatos munkálatok. Az uralkodó piaci körülményektől függően a program elvileg 2009-ben indulhat el.

#### A SZAVATOLÓ TŐKE KEZELÉSE

Az EKB szavatolótőke-portfóliója az EKB jegyzett tőkéjének befizetett részéből, valamint az általános tartalékalapban időről időre tartott összegekből, továbbá az árfolyam-, kamatláb- és aranyárcokkázatokra képzett céltartalékokból áll. E portfólió célja, hogy az EKB számára biztosítsa a működési kiadások fedezéséhez szükséges bevételeket. Kezelésének célja a várt bevételek maximalizálása, úgy, hogy egy bizonyos megbízhatósági szinten nem lehet veszteség. A portfóliót euróban denominált kötött jövedelmű eszközökbe fektetik.

A portfólió értéke folyó piaci árfolyamon a 2007. év végi 9,3 milliárd euróról 2008 végére 10,2 milliárd euróra növekedett. A piaci érték növekedését idézte elő az EKB által az árfolyam-, kamatláb- és aranyárcokkázatok ellen 2005-ben létrehozott céltartalék befektetése a szavatolótőke-portfólióba, a realizált befektetési hozamok, illetve az, hogy az euro Cipruson és

2 További részleteket lásd az EKB Havi jelentés 2006. áprilisi számának „Portfóliókezelés az EKB-nál” (*Portfolio management at the ECB*) című cikkében.

3 A nettó devizatartalékok kiszámítása úgy történik, hogy a nettó, piaci áron mért devizaswapok értékét nem tartalmazó, hivatalos tartalékeszközökhöz hozzáadják a rezidensek devizabetéteit, és kivonják a devizaállományok jövőbeli előre meghatározott levonásait a visszavásárlási és határidős tranzakciók miatt. Az adatforrásokról részletes információ található az alábbi címen: <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html>.

Máltán történő bevezetését követően a Central Bank of Cyprus és a Central Bank of Malta is hozzájárult az EKB tőkéjéhez és tartalékaihoz.

2008-ban kissé bővült a fedezett kötvények és az elsőbbségi fedezetlen kötvények kibocsátói-nak listája. Nem volt veszteség befektetési partnerek mulasztása következtében.

### **KOCKÁZATKEZELÉSI KÉRDÉSEK**

Szorosan figyelemmel kísérik a pénzügyi kockázatok, amelyeknek befektetési tevékenységei során az EKB ki van téve, és mérik, hogy ezeket a kockázatokat az EKB döntéshozó testületei által meghatározott szinten belül tartásuk. Ebből a célból egy részletes limitszerkezet működik, és a limiteket naponta figyelik. A rendszeres jelentés biztosítja, hogy minden érintett megfelelően értesüljön az ilyen kockázatok szintjéről.

2008-ban az EKB számítástechnikai rendszereinek fejlesztésével és hitelkockázati módszereinek finomításával korszerűsítette befektetési műveleteinek kockázatkezelési rendszerét. A rendszer egésze jó ellenálló képességről tett tanúbizonyságot a pénzügyi válság idején, és nem könyveltek el veszteséget partneri vagy kibocsátói mulasztásból. Ezen túlmenően, a központi bankok korszerű stratégiai eszközallokációs módszertanának kidolgozásához nyújtott támogatása részeként az EKB a Világbankkal és a BIS-szel együttműködve megszervezte a 2008. november 24- és 25-én Frankfurtban megtartott első konferenciát a jegybankok és nemzetivagyon-kezelők stratégiai eszközallokációs módszereiről.

A piaci kockázat figyelemmel kísérésére használt egyik mutató a kockázatotott érték (VaR), amely meghatározza eszközök egy adott portfóliójának veszteségét, amelyet adott valószínűség mellett egy meghatározott időtartam végén nem fog-nak meghaladni. E mutató értéke a számítás-hoz használt számos paramétertől függ, különö-sen a bizalmi szinttől, az időhorizont hosszától és az eszközár-volatilitás becslésére használt mintától. Illusztrációként, az EKB befektetési portfóliójára vonatkozóan e mutató kiszámítása 2008. december 31-én paraméterekként 95%-os

bizalmi szintet, egyéves időhorizontot és az eszközár-volatilitásra egyéves mintát használva 9185 millió eurós VaR-t eredményezne. Ugyan-ezen mutató kiszámítása az egyéves minta helyett ötéves mintával 5823 millió eurós VaR-t eredményezne. E piaci kockázat nagyobbik része a valuta- és aranyárcokkázat miatt áll fenn. A kamatlábokkázat alacsony szintjei azt a tény-t tükrözik, hogy az EKB befektetési portfólióinak módosított kamatláb-érzékenysége 2008-ban viszonylag alacsony maradt.

## 2 FIZETÉSI ÉS ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI RENDSZEREK

Az eurorendszer alapszabályban előírt feladata, hogy elősegítse a fizetési rendszerek akadálytalan működését. E feladat ellátásához a felvigyázási funkciók kivül (lásd a 4. fejezet 4. pontját) elsősorban fizetési és értékpapír-elszámolási konstrukciók biztosításával járul hozzá. Az eurorendszer ebből a célból a nagy értékű, euroalapú, sürgős fizetési műveletekre megalakította a TARGET néven ismert Transzeurópai Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszert. A műszakilag decentralizált első generációs rendszer helyét fokozatosan a TARGET2 nevű második generációs rendszer vette át, amely egységes műszaki infrastruktúrán, az ún. egységes, közös platformon (SSP) alapul. Az SSP-t az eurorendszer három központi bankja – a Banca d'Italia, a Banque de France és a Deutsche Bundesbank – közösen szolgáltatja és üzemelteti az eurorendszer nevében. A TARGET2-re való áttérés 2007. novemberben kezdődött el, és 2008. májusra zárult le.

A fedezetmobilizálás terén az eurorendszer és a piac számos csatornán keresztül biztosítja a nemzeti határon túli fedezethasználatot. 2008-ban a piaci szereplőkkel karöltve továbbfejlesztette a TARGET2-Értékpapír (T2É) rendszert, amelynek igénybevételével egységes európai műszaki platformon, összehangolt folyamatok és eljárások alkalmazásával jegybankpénzben zajlik az értékpapír-elszámolás. A projektet 2008 júliusában fogadta el a Kormányzótanács; a műszaki feltételek részletes meghatározása folyamatban van. A T2É az euroövezet belföldi és a határon átnyúló értékpapír-tranzakcióinak jegybankpénzben való elszámolását hangolja össze.

### 2.1 A TARGET RENDSZER

A TARGET fontos szerepet tölt be az egységes monetáris politika megvalósításában és az euroalapú pénzpiac működésében. Segítségével valós időben, jegybankpénzben lehet elszámolni a tranzakciókat, és lefedni a piac igen széles szegmensét. Nagy értékű, sürgős ügyleteket dolgoz fel, de több más fizetési tranzakcióhoz is igénybe veszik. A rendszertag bankok az egy-

más közötti euroalapú pénzforgalomban felső és alsó értékhatár nélkül használhatják. Az átutalások ugyanazon tagállam bankjai között (tagállamon belüli forgalom) és különböző tagállamok bankjai között (tagállamok közötti forgalom) folyhatnak.

### A TARGET2 RENDSZERBE TÖRTÉNŐ MIGRÁCIÓ

A TARGET rendszert 1999. január 4-én az euro bevezetése után helyezték üzembe. Eredetileg 15 országos, valós idejű bruttó elszámolási rendszer, valamint az EKB fizetési mechanizmusa (EPM) tartozott hozzá. A sikeres működés ellenére a heterogén műszaki konstrukció és a decentralizált szerkezet miatt több hiányossága volt. Ezek kiküszöbölésére, és hogy az euroövezet további bővítésével járó fejlesztési igényeket ki tudja elégíteni, az eurorendszer 2002 októberében útjára indította a TARGET2 projektet.

Az eurorendszer az eredeti rendszer karcsúsításával létrehozta a TARGET2-t, amellyel összehangolt szolgáltatási színvonalon és árakkal megfelelőbben és költségtakarékosan elégíti ki a felhasználói igényeket. Az átalakításnak köszönhetően a rendszer rugalmasan és időben reagál az olyan jövőbeli eseményekre, mint például az EU és az euroövezet bővítése.

A TARGET2-rendszert 2007. november 19-én helyezték üzembe, azután, hogy az első országcsoporthoz (Németország, Ciprus, Lettország, Litvánia, Luxemburg, Málta, Ausztria és Szlovénia) rendszereit átirányították a közös egységes platformra. Az első lépés jelentős sikere is igazolja a TARGET2 platform megbízhatóságát, amely az első migráció után a TARGET pénzforgalmi volumenének körülbelül 50%-át, értékének pedig 30%-át dolgozta fel.

2008. február 18-án a második hullám (Belgium, Írország, Spanyolország, Franciaország, Hollandia, Portugália, Finnország) is sikeresen csatlakozott az egységes platformhoz, majd május 19-én az utolsó csoport (Dánia, Észtország, Görögország, Olaszország, Lengyelország és az EKB) migrációja is lezajlott. A gondos központi banki ellenőrzésnek köszönhetően minden felhasználó



lói csoport esetében sikerült gyorsan, problémamentesen elvégezni a szükséges vizsgálatokat. 2007 novembere és 2008 májusa között olyan eljárásokat alkalmaztak, amelyekkel a későbbiekben áttérő (tehát még mindig az első generációs TARGET-ben üzemelő) felhasználói csoportok eredményesen együtt tudtak működni azokkal, akik már csatlakoztak a TARGET2 egységes platformjához. A hathónapos migrációs folyamat zökkenőmentesen, üzemzavar nélkül zajlott le.

### A TARGET-BEN FELDOLGOZOTT MŰVELETEK

A 2008-ban is akadálymentesen működő rendszerben egyre több euroalapú fizetési tranzakciót dolgoztak fel. A TARGET piaci részesedése stabil volt, az euroalapú nagy értékű fizetési rendszerek forgalmi értékének 90%-át rajta keresztül bonyolították le. A feldolgozott fizetési tranzakciók napi átlagos száma és értéke 1%-kal 369 966-ra, illetve 10%-kal 2667 euróra nőtt. 2008. december 22-én 576 324 ügyletszámmal felállították a TARGET fennállásának rekordját. A 11. táblázat a 2008. évi forgalomról nyújt áttekintést összehasonlítva az előző év megfelelő adataival.

11. táblázat: A TARGET-ben lebonyolított fizetési forgalom<sup>1)</sup>

Volumenadatok (tranzakciók száma)	2007	2008	Változás (%)
<b>Teljes</b>			
Összesen	93 375 701	94 711 380	
Napi átlag	366 179	369 966	1,03
<b>Tagállamon belüli<sup>2)</sup></b>			
Összesen	72 574 446	69 212 880	
Napi átlag	284 606	270 363	-5,00
<b>Tagállamok közötti</b>			
Összesen	20 801 255	25 498 500	
Napi átlag	81 574	99 604	22,10
<b>Érték (milliárd EUR)</b>			
<b>Teljes</b>			
Összesen	616 731	682 780	
Napi átlag	2 419	2 667	10,28
<b>Tagállamon belüli<sup>2)</sup></b>			
Összesen	395 412	466 572	
Napi átlag	1 551	1 823	17,54
<b>Tagállamok közötti</b>			
Összesen	221 319	216 208	
Napi átlag	868	845	-2,69

Forrás: EKB.  
1) 2007-ben 255, 2008-ban pedig 256 üzemnap volt.  
2) Beleértve a távoli résztvevők forgalmát.

A rendszer teljes rendelkezésre állása, azaz az üzemzavarmentes időszak és a nyitvatartási idő aránya 2008-ban megközelítette a 99,79%-ot. Megemlítendő, hogy a TARGET 2009. évi üzembe helyezése óta ez a legmagasabb arány, továbbá, hogy a TARGET2-be való átcsoportosítás nem rontotta a rendelkezésre állást. A TARGET2 egységes platformjában zajló fizetési forgalom több mint 99,76%-át öt percen belül feldolgozták, és a felhasználók is igen pozitívan nyilatkoztak a rendszer teljesítményéről.

2008 decemberére 900 közvetlen tagnak volt VIBER-számlája a TARGET2 egységes platformján. Ez kisebb, mint az első generációs TARGET-ben a migráció megkezdésekor számlát vezető közvetlen tagok száma (1072). Ennek két fő oka van. Először is a migráció alatt több hitelintézet is módosított a közvetlen részvétele, és inkább egy másik direkt tagon keresztül közvetve kapcsolódott a rendszerhez. Másodszor a TARGET2 jelentős ösztönzőket nyújt a bankoknak az ésszerűbb likviditáskezelésre és kevesebb VIBER-számla használatára. Nem változott azoknak a bankoknak a száma (közel 52 000) a világon (beleszámolva a fiókokat és leánybankokat is), amelyek a TARGET2-n keresztül elérhetők.

### A TARGET2 FELHASZNÁLÓI KAPCSOLATAI

A fejlesztési munka során a TARGET2 sokat gazdagodott az eurorendszer és az eljövendő felhasználók aktív együttműködéséből. Ez nagyban megkönnyítette a piaci követelmények megértését és kulcsszerepet játszott abban, hogy a migrációs folyamat zavartalanul zajlott, és hogy a felhasználók nagy része elfogadta a rendszert.

Az együttműködés a migráció végbementé után sem maradt abba. Az eurorendszer szoros kapcsolatokat ápol a TARGET2 felhasználóival, amit az euroövezeti nemzeti központi bankok és a felhasználói csoportok között 2008-ban tartott rendszeres megbeszélések is tanúsítanak. Az eurorendszer TARGET2 munkacsoportja és az európai banki ágazat TARGET munkacsoportja szintén rendszeres közös értekezleteket tartott a TARGET2 üzemeltetési kérdéseiről. A stratégiai

kérdésekről a kereskedelmi és központi bankok vezető tisztségviselői fórumaként számon tartott Euro-fizetések Stratégiájának Kapcsolattartó Csoportjával (Contact Group on Euro Payments Strategy) folyt egyeztetés.

### **AZ EUROÖVEZETEN KÍVÜLI ORSZÁGOK KAPCSOLÓDÁSA A TARGET-HEZ**

Minden euroövezeti ország részt vesz a TARGET-ben, mivel az eurorendszeren belül az euróban végzett műveleteket kötelezően rajta keresztül kell lebonyolítani. Az euroövezeten kívüli tagállamok önkéntes alapon vehetik igénybe, ami megkönnyíti számukra az euroalapú ügyletek elszámolását.<sup>4</sup> Amikor Ciprus és Málta 2008. január 1-jén áttért az euróra, a Ciprusi Központi Bank, a Central Bank of Malta és országaik felhasználói csoportjai már használták a TARGET-et. Szlovákia 2009. január 1-ji euroövezeti belépésével párhuzamosan a Národná banka Slovenska is csatlakozott a rendszerhez.

### **AZ ELKÖVETKEZŐ IDŐSZAK FOLYAMATAI**

Az elképzelések szerint a közös, egységes platformnak évente új változatát helyezik működésbe, amely a TARGET2 felhasználóinak továbbfejlesztett, magasabb színvonalú funkciókat kínál. Az évente megújuló platform kialakításában széles körben kikérik majd a felhasználói közösség véleményét. Az SSP első ízben 2008. november 17-én jelent meg, tartalmában az ugyanazon a napon megjelent új SWIFT szabványhoz igazodott. 2009-ben kivételesen két újabb fejlesztést terveznek, az elsőt májusban, amelyben kapcsolódó rendszerekkel emelik a csatlakozó felület színvonalát, lehetővé téve a központi értéktárak közötti elszámolást. A novemberben megjelenő második változat több olyan új fejlesztést foglal majd magában, amelyet a felhasználók kértek.

## **2.2 TARGET2-ÉRTÉKPAPÍR**

Az európai értékpapír-elszámolási piac még mindig erősen szétforgácsolt, bár megfigyelhető néhány pozitív változás is, mint például a nagyobb fokú konszolidáció és együttműködés.

A nagyszámú elszámolási rendszernek többek között az a hátulütője, hogy az unió országhatárain kívül az elszámolás jóval költségesebb, mint belföldön vagy az Egyesült Államokban. Ugyanakkor egyre nagyobb az igény egy integrált európai értékpapír-elszámolási infrastruktúra iránt.

Az eurorendszer 2006-ban tett javaslatot a T2É felállítására, ami megoldást nyújthat a mostani szétaprózott infrastruktúrára. Az európai központi értéktárak (CSD) a tervezett, többféle devizanemben elszámoló és az eurorendszer által üzemeltetett platform igénybevételével jegybankpénzben teljesíthetik az értékpapírügyleteket. A résztvevő értéktárak tartják partnerekkel a jogi kapcsolatot, és továbbra is ellátják a letétkezelői és a közjegyzői funkciókat. A T2É egységes műszaki platformot kínál, ahol a standardizált munkafolyamat és kommunikációs eszközök révén minden uniós értékpapír átváltható euróra és a többi résztvevő devizanembe. Ezenkívül a T2É által kínált olyan konstrukciók mint az auto-lombardhitel (fedezet ellenében nyújtott, automatizált, napközbeni hitel jegybankpénzben olyan esetben, amikor a vevőnek nincs elegendő forrása az értékpapír-tranzakció teljesítésére), folyamatos optimalizálás, visszaforgató mechanizmusok és az éjszakai teljesítési időablak jelentősen csökkentik a résztvevők likviditási igényét és pénzügyi kockázatát. Azzal, hogy az EU-s értékpapír-tranzakciókat egységes platformon lehet jegybankpénzben teljesíteni, megszűnik a központi értéktárak közötti elszámolás során ma még jelenlévő pénzügyi kockázat. A T2É tehát hatékonyabbá teszi a fedezetkezelést, a felhasználók segítségével optimalizálni tudják az uniós eszközökben való finanszírozást, valamint hozzájárul a pénzügyi rendszer stabilitásához.

2007 decemberében a T2É Tanácsadói Csoport<sup>5</sup> elkészítette a rendszer felhasználói követelményei első változatának tervezetét, amely a központi értéktárak és a pénzügyi piaci szereplők

4 2008-ban a TARGET-hez kapcsolódó euroövezeten kívüli országok: Dánia, Észtország, Lettország, Litvánia, Lengyelország.

5 A T2É Tanácsadói Csoport a nemzeti központi bankok és a központi értéktárak képviselőiből, valamint a piaci szereplőkből áll.

T2É-vel szembeni elvárásait írja le. A munkát az EKB koordinálta, és a tervezet elkészítésében is jelentős szerepet vállalt. Az eurorendszer 2007. december 18-án nyilvános konzultáció céljából publikálta a felhasználói követelményjegyzék-tervezetet a gazdasági hatásvizsgálat módszertanával együtt.

A tanácsadói csoport a konzultáció során kapott észrevételek alapján véglegesítette a jegyzéket. 2008. május 23-án a Kormányzótanács az összes európai központi értéktárat meghívta a T2É kezdeményezésben való részvételre, részletesen tájékoztatva őket az eddigi elvégzett munkáról.

Minden euroövezeti értéktár hajlandónak mondta magát, hogy bizonyos feltételek meglétől függően az üzembe helyezés után használatba vegyék a T2É platformot. A dán központi értéktár és a Danmarks Nationalbank is úgy nyilatkozott, hogy mind a dán koronában, mind az euróban denominált értékpapírügyletek teljesítésére a T2É-t kívánják használni. A svédországi, svájci és egyesült királyságbeli értéktárak is jelezték érdeklődésüket az euroalapú elszámolásba való bekapcsolódás iránt. A Kormányzótanács ezt a széles körű támogatottságot figyelembe véve 2008. július 17-én hivatalosan útnak indította a T2É projektet, amelynek platformja várhatóan legkésőbb 2013-ra elkészül. A Kormányzótanács elfogadta a felhasználói követelmények végleges verzióját, és a Deutsche Bundesbankra, a Banco de España-ra, a Banque de France-ra és a Banca d'Italia-ra ruházta a műszaki fejlesztési és az üzemeltetési feladatot.

A műszaki leírás szakaszára előirányzott irányítási struktúra részeként ezután új tanácsadói csoportot állítottak fel, amelyben a központi bankok, a központi értéktárak és a felhasználók azonos számban vannak képviselve. A csoport 2008. októberi első ülésén hat alcsoportot hoztak létre, amelyek feladata a T2É munkafolyamat szervezése lesz. Kettő közülük a harmonizációs munkával, egy a „folyamathatékonyssággal”, egy pedig a „vállalati intézkedésekkel” foglalkozik. Biztosított továbbá az összhang a már meglévő harmonizációs kezdeményezésekkel, különös

tekintettel az Európai Bizottság munkájával (pl. a II. elszámolási és teljesítési tanácsadói ellenőrző szakértői csoportban és a jogbiztonsági csoportban).

2008-ban emellett megalkották a T2É felhasználói követelményekhez a változáskezelési munkafolyamatot, és megkezdődött az általános funkcionális leírásnak a felhasználói követelmények alapján való definiálása. Az EKB az euroövezeten kívüli bankoknak, a helyi központi értéktáraknak és a piaci szereplőknek is tanácsot nyújt, hogy könnyebben el tudják dönteni, beléptessék-e valutájukat a T2É-be. 2008 végére a litván értéktár és a Lietuvos bankas visszaigazolta, hogy a litasban, valamint az euróban kötött ügyletek feldolgozását a T2É-n keresztül kívánja elvégezni. Ezenkívül Bulgária, Észtország és Románia központi értéktárai is jelezték, hogy az euroalapú tranzakciókhoz a T2É-t tervezik igénybe venni. Ezzel párhuzamosan folyamatban van a résztvevő központi értéktárak és az eurorendszer közötti szerződési feltételek kidolgozása.

### 2.3 A FEDEZETNYÚJTÁSSAL KAPCSOLATOS ELSZÁMOLÁSI ELJÁRÁSOK

Az alkalmasnak ítélt eszközöket az eurorendszer minden hitelművelet-típusában fel lehet használni fedezetként, és nem csak belföldön, hanem országhatáron túl is. Az euro bevezetése óta folyamatosan nőtt a határon átnyúló fedezethasználat. Az eurorendszer határon átnyúló biztosítékainak állománya 2008 decemberében az előző év hasonló időszakában mért 683 milliárd euróról 861 milliárd euróra emelkedett. 2008 végén a határon átnyúló biztosítékok az eurorendszernek nyújtott összes fedezet 45,0%-át tették ki.

A határon átnyúló fedezet mozgósításának két fő csatornája a központi bankok eurorendszer által biztosított levelezőbanki modellje (LBM) és az euroövezeti értékpapír-elszámolási rendszerek (ÉER) közötti elfogadott kapcsolatok (eligible links).

## **AZ EURORENDSZER FEDEZETKEZELÉSI SZOLGÁLTATÁSAI**

Az eurorendszer monetáris politikájában és a napközbeni hitelműveletekben továbbra is az LBM a határon túli fedezet átutalásának fő csatornája. Az eurorendszernek 2008-ban nyújtott összes biztosíték 36,7%-a áramlott át rajta. Az LBM-en keresztül letétben tartott eszközök összege a 2007 végi 558 milliárd euróról 2008 végére 713 milliárd euróra emelkedett.

Az LBM rendszert módosították, hogy ezzel lehetővé tegyék az új euroövezeti tagországok integrációját. Ennek jegyében Szlovákia euroövezeti belépésével a Národná banka Slovenskával is LBM-megállapodás született.

Az LBM-rendszernek sikere és a pénzügyi integrációs folyamatot jelentősen ösztönző szerepe ellenére hátrányai is vannak, jórészt azért, mert eredetileg a minimális harmonizáció alapelvén nyugvó ideiglenes megoldásnak szánták. A hátrányok miatt, és ahogy az országhatáron túli fedezetnyújtás egyre nagyobb teret nyert, a Kormányzótanács 2007. március 8-án határozatban vizsgálta felül az eurorendszer aktuális fedezetkezelési eljárásait, és Központi Banki Fedezetkezelés (Collateral Central Bank Management – LBM2) néven az eurorendszer számára új egységes platformon működő rendszert állított fel. A piaci szereplőket az LBM2 alapelveinek és felhasználói követelményeinek meghatározásába a nyilvános konzultáció eseti értekezletek formájában vonták be.

A Kormányzótanács, figyelembe véve az eurorendszer kezdeményezésének pozitív fogadtatását, 2008. július 17-én döntött az LBM2 projekt elindításáról. A rendszer fejlesztési és üzemeltetési funkcióit az eurorendszer nevében a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique-re és a De Nederlandsche Bankra bízták, és bevezetésének határidejét legkésőbb a T2É bevezetésével egy időben, vagy annál előbbi időpontban szabták meg.

A cél az eurorendszer belső fedezetkezelési rendszereinek konszolidálása, amely növeli a hatékonyságukat. Ennek alapján, ahol lehet,

igyekezzenek a fedezetmozgósítás költségének optimalizálásával és a likviditáskezelés fejlesztésével kiküszöbölni a meglévő struktúrák hiányosságait. Az LBM2 a mostani rendszernél tágabb hatókörrel rendelkezik, mivel mind a belföldi, mind a határon átnyúló tranzakciókban összehangolt szolgáltatási színvonalú, egységes eljárásrendszert vezet be az összes elfogadható fedezet (értékpapír és nem forgalomképes eszköz) leszállítására, átvételére.

Az euroövezeti nemzeti központi bankok önkéntesen vehetnek részt az LBM2 modulokból felépülő rendszerében. A résztvevő központi bankoknak a több modulból csak egyetlen, mégpedig az üzenetközvetítő modul lesz kötelező. Ez biztosítja ugyanis a szabványosított kapcsolatot az eurorendszer és üzletfelei között. A forgalomképes és a nem forgalomképes eszközöket ténylegesen kezelő modulok alkalmazása opcionális lesz. A moduláris módszer lehetővé teszi, hogy a nemzeti központi bankok rugalmasan kiválasszák a maguk és a piacuk igényeinek megfelelő modult. Az LBM2 alkalmazkodik az eurorendszer fedezeti és operációs rendszerének változásaihoz, továbbá zökkenőmentesen és megfelelő gyorsasággal követi majd a piaci fejleményeket.

A projekt mostani szakaszában az eurorendszer a részletes felhasználói specifikáció kidolgozását végzi a már elfogadott felhasználói követelmények alapján.<sup>6</sup> Az eurorendszer a projekt további szakaszaiban is nyitott párbeszédet folytat a piaci szereplőkkel.

## **ELFOGADOTT KAPCSOLATOK AZ ORSZÁGOS ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI RENDSZEREKKEL**

Az országos értékpapír-elszámolási rendszerek összekötése szerződéses és üzemeltetési megállapodással történhet, ami lehetővé teszi az elfogadható értékpapírok határon túli átadását a rendszerek között. Miután az elfogadható értékpapírt ilyen kapcsolatokon keresztül átadják egy másik ÉER-nek, helyi szinten ugyanúgy felhasználható, mint bármely belföldi fedezet. Jelenleg

6 Lásd [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080717\\_1\\_en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080717_1_en.html)

60 közvetlen és 6 közvetített kapcsolat (link) áll a partnerek rendelkezésére, ezek közül azonban csak néhányat használnak aktívan. A kapcsolatok az euroövezetnek csak egy részében vannak jelen. Akkor használhatók az eurorendszer hitelműveleteiben, ha megfelelnek a felhasználói követelményeknek (lásd a 4. fejezet 4. pontját).

A linkeken keresztül feldolgozott biztosítékállomány a 2007. decemberi 125 milliárd euróról 2008 decemberére 148 milliárd euróra emelkedett, de az eurorendszer 2008. évi (mind határon túli, mind belföldi) teljes biztosítékállományának csak 8,3%-át tette ki, szemben a 2007. évi 8,9%-kal.

## 3 BANKJEGYEK ÉS ÉRMÉK

### 3.1 A BANKJEGYEK ÉS ÉRMÉK FORGALMAZÁSA, PÉNZFELDOLGOZÁS

#### AZ EUROBANKJEGYEK ÉS -ÉRMÉK KERESLETE

2008 végén a forgalomban levő eurobankjegyek száma 13,1 milliárd, értéke pedig 762,8 milliárd euro volt, ami a 2007. végi szintekhez képest (12,1 milliárd bankjegy 676,6 milliárd euro értékben) 8,3%-os volumen- és 12,7%-os érték-növekedésnek felel meg.

A pénzügyi piaci feszültségek súlyosbodása után, 2008 októberének első felében számottevően nőtt a forgalomban levő eurobankjegyek száma, összértékük pedig 35-40 milliárd euróval emelkedett.

2008 utolsó negyedében különösen a 100 és az 500 eurós bankjegyek iránt volt élénk a kereslet, ami nagyrészt az euroövezeten kívül mutatkozott. Ennek eredményeként az év végére a forgalomban levő bankjegyek átlagértéke 58,15 euróra nőtt (az egy évvel korábbi 55,85 euróról).

Statisztikai adatok szerint 2008. december végéig az euroövezeti hitelintézetek által euroövezeten kívüli rendeltetési helyekre kiszállított eurobankjegyek nettó értéke 96 milliárd euro volt, ami a forgalomban levő eurobankjegyek

összértékének 13%-át tette ki. A kiszállításokat a külföldi rezidensek növekvő kereslete indokolta. Minthogy az eurobankjegyek egyéb okok miatt is kikerülhetnek az euroövezetből (például az idegenforgalom vagy a vendégmunkások átutalásai révén), becslések szerint – értéküket tekintve – a forgalomban levő eurobankjegyek csaknem 20%-a nem euroövezetbeli rezidensek birtokában van.

A 46. és a 47. ábra a forgalomban levő eurobankjegyek teljes számának és összértékének szüntelen emelkedését, illetve éves növekedési ütemét szemlélteti.

Ami a címletek összetételét illeti, a nagyrészt felhalmozásra használt 500 eurós bankjegyek száma nőtt a leggyorsabban, 2008 végén 17,1%-kal haladta meg az egy évvel korábbit. Utána következtek a 100, 50 és 200 eurós bankjegyek 14,2%-os, 10,6%-os, illetve 9,3%-os növekedéssel. A forgalomban levő alacsonyabb címletek számának emelkedése 3% és 6% közé esett (lásd a 48. ábrát).

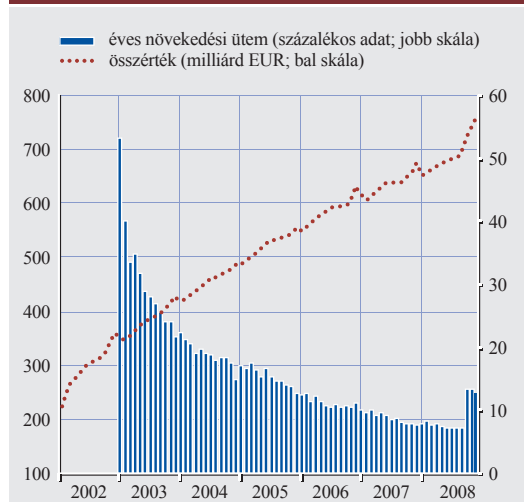
2008-ban a forgalomban levő euroérmék száma (azaz az NKB-k által tárolt készleteket nem tartalmazó nettó forgalom) 7,9%-kal, 82,3 milliárdra emelkedett, míg értéke 5,7%-kal,

46. ábra: A forgalomban lévő eurobankjegyek száma 2002 és 2008 között



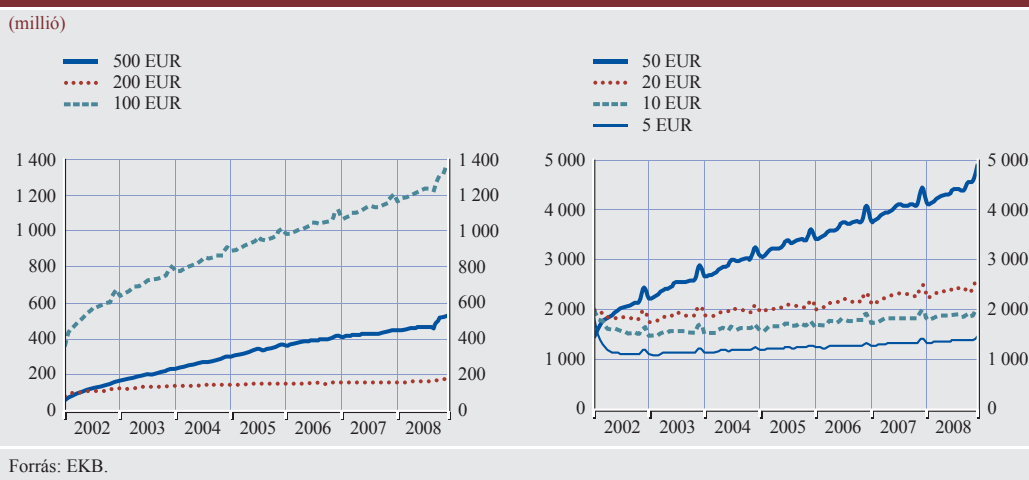
Forrás: EKB.

47. ábra: A forgalomban lévő eurobankjegyek értéke 2002 és 2008 között



Forrás: EKB.

48. ábra: A forgalomban lévő eurobankjegyek száma 2002 és 2008 között



20,4 milliárd euróra nőtt. A növekedés elsősorban az 1 és a 2 centeseknek tudható be. A kis címletek – az 1, a 2 és az 5 centesek – aránya a forgalomban levő érméken belül stabil, 59% maradt.

#### AZ EUORENDSZER BANKJEGYFELDOLGOZÁSA

2008-ban az euroövezeti NKB-k 34,1 milliárd bankjegyet bocsátottak ki, míg a nekik visszajuttatott bankjegyek száma 33,2 milliárd volt. A forgalomban levő bankjegyek visszajuttatási gyakorisága<sup>7</sup> csaknem változatlan, 2,79 volt, ami azt jelenti, hogy az euroövezeti NKB-k teljesen automatizált bankjegyfeldolgozó gépei átlagosan nagyjából négyhavonta ellenőrzik a bankjegyek valóságát és forgalomképes állapotát.

Az eurorendszer 2004 óta éves felméréseket végez, hogy nyomon kövesse az euroövezeti szinten forgalomban levő eurobankjegyek állapotát. A 2008-as felmérés javuló tendenciát mutatott. Az euroövezeten belül homogénebb lett a bankjegyek állapota, ami az eurorendszer koordinált válogatási és kibocsátási politikáját tükrözte. Az NKB-k mintegy 5,6 milliárd bankjegyet minősítettek alkalmatlannak az ismételt forgalomba hozatalra, és cseréltek ki ép bankjegyekre. A forgalomképtelen bankjegyek aránya<sup>8</sup> 17% körül alakult, azaz nem sokat változott az előző évhez képest.

### 3.2 BANKJEGYHAMISÍTÁS ÉS A PÉNZHAMISÍTÁS MEGAKADÁLYOZÁSA

#### HAMIS EUROBANKJEGYEK

2008-ban összesen mintegy 666 000<sup>9</sup> hamis eurobankjegy került a nemzeti bankjegyszakértői központokba<sup>10</sup>, ami meghaladta a korábbi évek viszonylag stabil szintjét. Az év során ugyanakkor a forgalomban levő valódi eurobankjegyek száma is jelentősen növekedett. A forgalomban levő valódi eurobankjegyek számához (2008 végén 13,1 milliárd) képest a hamisítványok száma valóban elenyésző, ezért továbbra is igen csekély a valószínűsége annak, hogy valaki véletlenül hamis bankjegyet kap. A 49. ábra a forgalomból kivont hamisítványok félévenkénti alakulását mutatja az euro bevezetése óta. 2008-ban a hamisítók legfőbb célpontja a 20 és az 50 eurós volt, a hamisítványok mintegy háromnegyede ilyen címletekben készült. A 50. ábra részletes bontásban mutatja a hamisítványok címletenkénti összetételét.

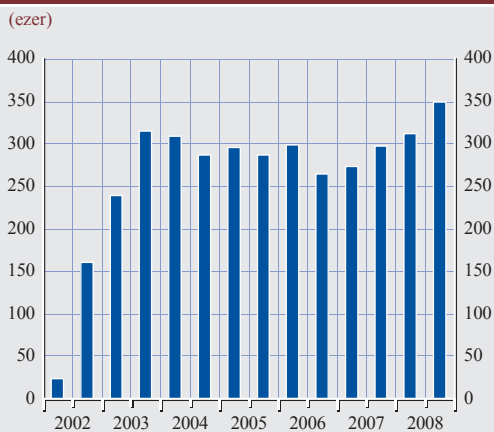
7 Az NKB-knak egy adott időszakban visszajuttatott bankjegyek teljes száma elosztva az adott időszak forgalomban levő bankjegyeinek átlagos számával.

8 Egy adott időszakban forgalomképtelennek minősített bankjegyek száma elosztva az ugyanabban az időszakban megvizsgált bankjegyek számával.

9 Ez a számadat különösen az EU-n kívülről érkező későbbi jelentések miatt némileg módosulhat.

10 Ilyen központot minden EU-tagállam létesített, hogy először nemzeti szinten elemezze a hamis eurobankjegyeket.

**49. ábra: A forgalomból kivont hamis eurobankjegyek száma 2002 és 2008 között**



Forrás: EKB.

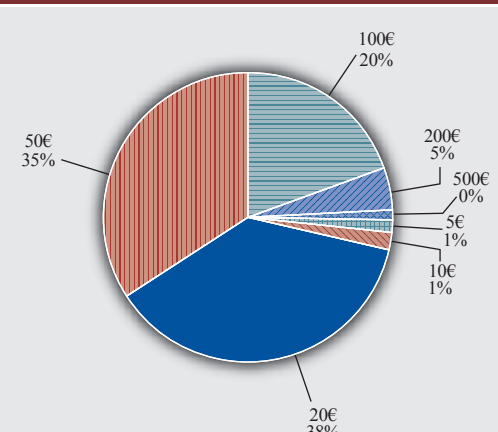
A lakosság bízhat az euro biztonságában, hiszen ezt a pénznemet nemcsak bonyolult biztonsági jellemzői, hanem az európai és nemzeti büntetőhatóságok is hatékonyan védik. Ez a bizalom persze sohasem adhat okot az elégedettségére, ezért az EKB mindenkinek azt tanácsolja, hogy legyen résen, és ne feledkezzen meg a „tapintsuk meg – vegyük szemügyre – mozgassuk meg” próbáról<sup>11</sup>. Az eurorendszer továbbra is komoly erőfeszítéseket tesz, hogy a lakosság és a készpénzfeldolgozással hivatásszerűen foglalkozók tájékozottak legyenek a hamis bankjegyek felismerését illetően.

### A PÉNZHAMISÍTÁS MEGAKADÁLYOZÁSA

Az eurorendszer 2008-ban is szorosan együttműködött az eurohamisítás elleni harcban az Europollal és az Európai Bizottsággal (különösen az Európai Csaláselleni Hivatallal, az OLAF-fal). Az eurorendszer az EU-ban és azon kívül is aktív szerepet vállalt a készpénzfeldolgozással hivatásszerűen foglalkozók képzésében, hogy felismerjék és megfelelően kezeljék a hamis bankjegyeket.

Az eurorendszer tevékenyen részt vesz a Központi Bankok Pénzhamisítás-elhárítási Csoportjának (Central Bank Counterfeit Deterrence Group – CBCDG) munkájában. (A G10 égisze alatt működő munkacsoport 31 központi bank és bankjegynyomó hatóság szakembereiből áll.)

**50. ábra: A hamis bankjegyek címlet szerinti megoszlása 2008-ban**



Forrás: EKB.

A csoport támogatja a bankjegyek jogellenes sokszorosítását megakadályozó technikák kutatását. Az EKB otthont ad a Nemzetközi Hamisításelhárítási Központnak (International Counterfeit Deterrence Centre – ICDC), amely technikai központként szolgál valamennyi CBCDG-tag számára. Fő feladata az, hogy technikai segítséget nyújtson, valamint egy olyan központosított kommunikációs rendszert működtessen, amely kiszolgálja a pénzhamisítás elleni rendszerek területén tevékenykedő valamennyi felet. Az ICDC-nek van egy nyilvános honlapja<sup>12</sup> is, amely információkat szolgáltat és útmutatást ad a bankjegytárazatok legális elkészítését illetően, valamint országokhoz kapcsolódó linkeket is tartalmaz.

### 3.3 BANKJEGYKIBOCSÁTÁS ÉS -GYÁRTÁS

#### A GYÁRTÁS ALAKULÁSA

2008-ban összesen 6,4 milliárd eurobankjegyet állítottak elő, szemben a 2007. évi 6,3 milliárddal.

Az eurobankjegyek gyártásának elosztása továbbra is a 2002-ben elfogadott, decentralizált közös gyártási rendszeren alapult. Ebben a rendszerben minden egyes eurovezeti NKB a bizo-

<sup>11</sup> Részleteket lásd: <http://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/security/html/index.en.html>.

<sup>12</sup> Részleteket lásd a <http://www.rulesforuse.org> honlapon.



nyos címletekre vonatkozó teljes igény ráeső részének beszerzéséért felelős. A 12. táblázat a gyártás 2008-as megoszlását mutatja.

### A HOSSZÚ LEJÁRATÚ LETÉTI KÉSZLET KÍSÉRLETI PROGRAM

2008-ban sikerrel folytatódott az eurobankjegyekből álló, hosszú lejáratú letéti készlet (Extended Custodial Inventory – ECI) kísérleti program Ázsiában. A 2007-ben indított programot két nagy, a nemzetközi bankjegypiacon is aktív kereskedelmi bank hajtotta végre. Az ECI kereskedelmi bank által fenntartott készpénzraktár, ahol letétbe helyezett valutát tárolnak. Az ECI-k megkönnyítik az eurobankjegyek nemzetközi elosztását, statisztikai adatokat szolgáltatnak az eurobankjegyek euroövezeten kívüli forgalmáról, és tájékoztatnak a térségben talált hamisítványokról. A kísérleti program sikere láttán a Kormányzótanács 2008 márciusában elhatározta, hogy a kísérlet során megszerzett tapasztalatokra támaszkodva hároméves ECI-programot indít. Tárgyalásos tendereljárás kezdődött, majd három nagyvállalati ügyfelekre és bankközi ügyletekre szakosodott, a nemzetközi bankjegypiacon is aktív bank jelentkezett a hároméves ECI-program végrehajtására. Az első kettő 2009 februárjában Hongkongban, illetve Szingapúrban kezdte meg tevékenységét, míg a harmadik a tervek szerint 2009 közepén Hongkongban követi őket. Ezek a bankok az eurobankjegy-kereskedelem fő logisztikai központjai Kelet-Ázsiában, abban a térségben, ahol

Európán kívül a legnagyobb az eurobankjegyek forgalma. Az ECI-bankok logisztikai és adminisztratív partnere a Deutsche Bundesbank. A három év lejártá előtt az eurorendszer értékelte, hogy érdemes-e, és ha igen, hol érdemes folytatni az ECI-programot.

### MENETREND AZ NKB-K KÉSZPÉNZSZOLGÁLTATÁSAINAK ERŐTELJESEBB KONVERGENCIÁJÁRA

Miután a Kormányzótanács 2007-ben menetrendet fogadott el az euroövezeti NKB-k által kínált készpénzszolgáltatások konvergenciájának középtávú fokozására, az eurorendszer 2008-ban folytatta a munkát ezen a területen. A fokozott konvergencia azért fontos, mert biztosítja a tisztességes versenyt, és lehetővé teszi az érintetteknek – elsősorban a jelentős határon túli készpénzforgalmat lebonyolítóknak –, hogy teljes mértékben kihasználják a közös valutából fakadó előnyöket. Az egyes országok különböző gazdasági és földrajzi környezetére való tekintettel az eurorendszer nem akar egyetlen készpénzellátási rendszert ráerőltetni mindenkire. A konvergencia folyamata során az ügyfelek igényeit, a készpénz-infrastruktúrát és a megvalósítás átmeneti időszakait illetően szükség lesz némi rugalmasságra.

Az eurorendszer számos további lépés előkészítésén is dolgozik. Ilyen többek között a készpénzletétekre és -felvételre vonatkozó elektronikus adatcsere bevezetése a hitelintézetekkel, valamint közös bankjegy-csomagolási szabványok elfogadása az NKB-k ingyenes készpénzszolgáltatásaira. A résztvevőkkel nemzeti és európai szinten is tárgyaltak, különös tekintettel a közös bankjegycsomagolás kérdésére, amelynek működési és költségvonatai is lehetnek.

A bankjegyfeldolgozó gépek és a készpénzkiadó automaták (ATM-ek) technológiai tökéletesítésének köszönhetően ma már nem függ a beadagolás formájától, hogy a gépek felismerik és feldolgozzák-e a bankjegyeket. A nemzeti központi bankok idővel ingyenesen, a menetrenddel összhangban végrehajtják ezeket a fejlesztéseket.

12. táblázat: Az eurobankjegyek gyártásának megoszlása 2008-ban

Címlet	Mennyiség (millió bankjegy)	A gyártást megrendelő NKB
5€	1 370,0	DE, ES, FR, PT
10€	2 130,0	DE, GR, FR, AT
20€	1 755,0	ES, FR, IE, IT, LU, NL, SI, FI
50€	1 060,0	BE, DE, ES, IT, NL
100€	130,0	IT
200€	-	-
500€	-	-
Összesen	6 445,0	

Forrás: EKB.

### **AZ EUROBANKJEGYEK MÁSODIK SOROZATA**

Az EKB 2005-ben kezdte el az eurobankjegyek új sorozatának kifejlesztését. Meghatározta a funkcionális és technikai követelményeket, valamint kialakította az új bankjegysorozat biztonsági elemeit. A munka 2008-ban a bankjegyek külső megjelenésének és biztonsági elemeinek továbbfejlesztésére és összhangba hozatalára összpontosult. A bankjegyek előállításához szükséges eredeti anyagok (origination materials) kifejlesztése is 2008-ban kezdődött el.

A második eurobankjegy-sorozat külső megjelenése az „európai korok és stílusok” témáján alapul, és tartalmazza az első sorozat legfontosabb elemeit. Mivel az eredeti anyagok tervezése és kifejlesztése közelítő folyamat, a munka 2009-ben is folytatódik. Tárgyalnak a készpénzciklus valamennyi fő résztvevőjével, tájékoztatják őket a fejlesztés eredményeiről. Az új sorozatot több év alatt bocsátják ki, az első címletek várhatóan néhány év múlva jelennek meg. A kibocsátás pontos időpontját később határozzák meg. Az EKB jó időben tájékoztatja a nagyközönséget az új bankjegyek kibocsátásának részleteiről. Az NKB-k korlátlan ideig beváltják az első sorozat eurobankjegyeit.

## 4 STATISZTIKA

Az EKB a nemzeti központi bankok közreműködésével sokféle olyan statisztikai adatot fejleszt, gyűjt és tesz közzé, amelyekkel célja az euroövezet monetáris politikájának és a KBER különféle feladatainak támogatása. Az adatokat a pénzügyi piacok, a média és a nyilvánosság is egyre gyakrabban felhasználja. 2008-ban is a zökkenőmentesség és a naprakészség jellemezte az euroövezet rendszeres adatszolgáltatását. Nagy vívmánynak tekinthető az a Kormányzótanács által elfogadott továbbfejlesztett jogi feltételrendszer, amely jelentősen gazdagítja az övezet monetáris és pénzügyi statisztikáját, különösen a hitelek értékesítésével és értékpapírosításával kapcsolatos adatok könnyebb hozzáférhetősége révén. Másik fontos eredmény az EKB statisztikai funkciójához kapcsolódó középtávú program elfogadása, amely a 2009–12-es időszak alatt a KBER-adatszolgáltatás számára nyújt útmutatást. Az EKB ezzel párhuzamosan a nemzeti központi bankokkal szorosan együttműködve továbbra is szerepet vállal Európában a statisztikai fogalmak további harmonizálásában és a globális és európai statisztikai előírások felülvizsgálatában.

### 4.1 ÚJ ÉS TOVÁBBFEJLESZTETT EUROÖVEZETI STATISZTIKÁK

A monetáris és pénzügyi statisztikai adatgyűjtésre vonatkozó jogi feltételrendszert új EKB rendelettel bővítették, amely az értékpapírosító tranzakciókban résztvevő speciális pénzügyi közvetítő vállalkozások eszköz- és forrásstatisztikájáról szól<sup>13</sup>. A monetáris pénzügyi intézmények (MPI-k) statisztikai adatnyújtásáról szóló EKB-s jogszabályokat is módosították, figyelembe véve azokat az új követelményeket, amelyek a mérlegstatisztika<sup>14</sup>, a háztartások és a nem pénzügyi vállalatok betéti és hitelkamat-statisztikája<sup>15</sup> és az értékpapírosítási statisztika<sup>16</sup> terén (például a pénzügyi innováció nyomán) jelentek meg. A rendeletek a pénzügyi turbulenciából eredő további statisztikai követelményekre is kitérnek, különös tekintettel a hitelkockázat-átvitel eszközözül szolgáló szintetikus értékpapírosítás mérésére. A további adatszolgáltatás a tervek szerint 2010 közepén indul, (hogy a nemzeti központi bankoknak és az adatszolgáltatóknak elegendő idejük legyen az új adatszolgálta-

tási rendszer bevezetésére). Ez alól az MPI értékpapírosítási és a pénzügyi közvetítő társaságok a kivételek, az ő statisztikai adatközlésük ugyanis már 2009. decemberben megkezdődik. A rendeletek kidolgozása során átfogóan vizsgálták az új statisztika várható előnyeit és a becsült költséget mind az adatszolgáltatók, mind a nemzeti központi bankok szempontjából, hogy a legnagyobb prioritást élvező felhasználói követelményeket elfogadható költséggel ki tudják elégíteni.

A Kormányzótanács a monetáris, pénzügyi intézményi és piaci statisztikák átdolgozott iránymutatását is elfogadta, amely konszolidálja az előző módosításokat és az említett statisztikákról további rendelkezéseket iktat be. Az EKB jogi feltételrendszerének további finomításaként módosították a kormányzati pénzügyi adatszolgáltatási követelményekről szóló EKB-iránymutatást (eltörölték a még fennálló derogációkat), valamint a negyedéves pénzügyi számlák adatszolgáltatásáról szóló iránymutatást (javították a folyamatadatok hatékonyságát).

A nemzeti központi bankok 2009 februárjától a 2008 decemberéig terjedő referencia-időszakot használva új harmonizált adatokat szolgáltatnak az EKB-nak a befektetési alapok követeléseiről és kötelezettségeiről<sup>17</sup>.

2008 júniusa óta az EKB honlapjának statisztikai szekciójában az eurobankjegy- és euroérme-forgalomról újabb adatokat tesznek közzé (például a forgalomban levő bankjegy- és érmeállományt és mozgást bemutató havi adatokat, valamint a valódiság és forgalomképesség szempontjából

13 Elkészült a pénzügyi közvetítő társaságok előzetes névsora, ami lehetővé teszi, hogy megkezdjük az egyéb adatsorokkal való összehasonlítást, és elvégezzük a szakterület legutóbbi eseménycsoportjának előzetes szűkebb analizisét.

14 Az EKB/2008/32 rendelet (2008. december 19.) a monetáris pénzügyi intézmények ágazati mérlegéről (átdolgozás).

15 A közeljövőben jelenik meg az EKB/2001/18 rendeletet módosító rendelet a monetáris pénzügyi intézmények által háztartások és nem pénzügyi vállalatok betéteire és kölcsöneire alkalmazott kamatláb-statisztikáról.

16 Az EKB/2008/30 rendelet (2008. december 19.) az értékpapírosítási tranzakciókban részt vevő pénzügyi közvetítő vállalatok eszközeiről és forrásairól szóló statisztikákról.

17 A (pénzpiaci alapok nélkül vett) befektetési alapok követeléseinek és kötelezettségeinek statisztikájáról szóló EKB/2007/8 határozatban előírtak szerint.

ellenőrzött bankjegyek darabszám- és értékadatait). Az eurorendszer közös adatterjesztési rendszerében emellett rendszeres jelleggel publikálnak az euroövezeti országok fogyasztói árindexeiből számolt továbbfejlesztett harmonizált versenyképességi mutatókat, GDP-deflátorokat és fajlagos munkaerőköltség adatokat is. A cél az övezet országainak ár- és költségoldali versenyképességét mérő olyan összehasonlító mutatók létrehozása, amelyek összhangban vannak az euro reál-effektív árfolyamának változásaival is.

Az EKB továbbfejlesztette a rövid lejáratú európai értékpapírokról (STEP) szóló statisztikákat is, amelyek azoknak a rövid lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapíroknak az elsődleges piaci volumenadatait és hozamait mutatják, amelyeket a STEP címkével ellátott programok kapcsán bocsátottak ki (lásd még a 4. fejezet 3. pontját). A részletes forgalmi és állományadatokot, köztük az egyes STEP-programok kinnlevő állományairól várhatóan 2009 első felében teszik közzé.

A monetáris analízist alátámasztó, új MPI-mérlegstatisztikákat is közölnek. Így például miután javult a pénzügyi számlaadatok elérhetősége, az EKB megkezdte a szektorstatisztikai adatközlést a nem pénzügyi vállalatok, a háztartások (ideértve a háztartásokat kiszolgáló nonprofit intézményeket), az egyéb pénzügyi közvetítők (ideértve a befektetési alapokat), a biztosítók és a nyugdíjalapok M3 instrumentumokban levő állományairól. Már 1999 első negyedéből is áll rendelkezésre adat.

2008 szeptemberében a Kormányzótanács engedélyezte, hogy az eurorendszer felmérje az övezet háztartásainak pénzügyi adatait és fogyasztását. A projekttel a cél az volt, hogy bepótolják a szektor különféle szegmenseinek pénzügyi helyzetéről rendelkezésre álló adatokban fennálló nagy hiányosságokat, és így kiegészítsék a makrogazdasági statisztikát (például az euroövezet háztartásainak eszközeiről és forrásairól szóló információkkal). Előkészítés alatt áll továbbá a kis- és középvállalkozások finanszírozási forrásokhoz való hozzáféréséről szóló felmérés is, amelyet a tervek szerint a bank az Európai

Bizottsággal közösen végez. A KBER folytatta a központi értékpapír-adatbázis (CSDB) fejlesztési munkáit is, amely a KBER statisztikai céljaira fontosnak tartott értékpapírok benchmark-adatait tartalmazza, és kulcsszerepet tölt be az értékpapíronkénti adatszolgáltatás megvalósításában. A tételesenkénti adatgyűjtést végző rendszerek lehetővé teszik, hogy jelentősen csökkenjen a válaszadókra nehezedő adatszolgáltatási teher, miközben javul az euroövezeti statisztikák minősége, rugalmassága. Az adatbázist már több nemzeti központi bank használatba vette az országos pénzügyi statisztikák összeállításához, és további fejlesztések vannak folyamatban.

## 4.2 EGYÉB STATISZTIKAI FEJLESZTÉSEK

Folyamatban van az Európai Statisztikai Rendszer (ESR, amely az Eurostat és az országos statisztikai hivatalok együttműködése) és a KBER által kibocsátott, az európai statisztikai adatok gyűjtéséről, összeállításáról és terjesztéséről szóló két keretrendelet aktualizálása. A kibocsátók szoros együttműködésének eredményeként a két jogszabálytervezet tükrörendelkezéseket tartalmaz, például a KBER és az ESR közötti bizalmas statisztikai információcseréről. Az EKB 2008 szeptemberében ajánlást adott a statisztikai információgyűjtésről szóló 2533/98/EK tanácsi rendeletet módosító rendeletről<sup>18</sup>.

Az EKB és az Eurostat 2007 óta rendszeresen publikál negyedéves, integrált, nem pénzügyi és pénzügyi euroövezeti szektorszámlelátat. 2008-ban megkezdődött az átfogó makrogazdasági beszámolórendszer aktualitásának, teljességének és egységességének erősítését szolgáló munka.

Tovább javult a statisztikai adatterjesztés mind az EKB, mind a nemzeti központi bankok honlapján újabb euroövezeti statisztikai táblázatok és a megfelelő országos adatok felvételével, publikálásával. A bővítés területei: i) MPI-k felsorolása ii) MPI-kamatstatisztikák iii) fizetésforgalmi statisztikák iv) a HICP-ről és a GDP-ről szóló

<sup>18</sup> [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c\\_25120081003en00010005.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_25120081003en00010005.pdf)

részletes adatok. Az EKB Statisztikai Adattára (SDW) egyre népszerűbb euroövezeti statisztikai információforrás az interneten. 2008-ban még több pénzügyi piaci statisztikát felvettek az adattárba, felhasználóinak száma pedig megduplázódott, és elérte a havi 40 000-et. A bank honlapján található új, interaktív vizualizációs eszköz, amellyel nyomon követhető az infláció, szintén a jobb euroövezeti statisztikai kommunikációs stratégiát tükrözi. Végül bővült az EKB különféle rendszeres kiadványaiban – például az „Euro-pénzügyi felmérés” (Euro money market survey), a „Pénzügyi integráció Európában” (Financial integration in Europe) és a Pénzügyi stabilitási jelentés (Financial Stability Review) – közölt statisztikák és mutatók köre is.

2008-ban több, az EKB és a KBER statisztikáikat, ezek adminisztrációját és minőségi jellemzőit népszerűsítő tanulmány is megjelent. A bank statisztikai rendszerének átláthatóságát tükrözi a Statisztikai minőségi feltételrendszer (Statistical Quality Framework), a minőségbiztosítási eljárások<sup>19</sup>, valamint olyan kiadványok mint az „EKB-statisztika – áttekintés” (ECB statistics – an overview)<sup>20</sup> és az EKB negyedik statisztikai konferenciájának programja<sup>21</sup>.

Az EKB továbbra is szorosan együttműködött az Eurostattal és más nemzetközi szervezetekkel (például a 2008. évi „Jelentés a GMU-n belüli tájékoztatási követelmények helyzetéről” (Status report on information requirements in EMU) című közös kiadvány elkészítésében és az Eurostat az ESA95 átdolgozásában, továbbá fontos szerepet játszott a globális statisztikai előírások aktualizálásában (az 1993-as nemzeti számlák rendszere [System of National Accounts 93], az IMF fizetési mérleg kézikönyve [Balance of Payments Manual] és az OECD működőtőke-beruházási benchmark-meghatározása [Benchmark Definition of Foreign Direct Investment] című anyagban). Az EKB támogatja az Eurostatot a Nemzeti Számlák Európai Rendszere (ESA 1995) átdolgozásában, amelyet európai szinten egy sor gazdaságpolitikai döntésben iránymutatóként használnak. Emellett a globális műszaki adatcserére vonatkozó előírások kidolgozásában és

megvalósításában is részt vesz. A nemzeti központi bankokkal, az IMF-fel és a BIS-szel közös fejlesztés az értékpapír-statisztikai kézikönyv. Megemlítendő végül a „Kormányzati pénzügyi statisztikai útmutató” (Government finance statistics guide) című EKB-s kiadvány aktualizált változatának publikációja<sup>22</sup>.

Az euroövezeti statisztikai adatokat Ciprus és Málta 2008. január 1-jei belépésének figyelembevételével módosították. A még az uniós csatlakozás előtt megkezdett hosszú felkészülésnek köszönhetően a folyamat problémamentesen, az EKB-val és a többi tagállammal szorosan együttműködve zajlott. A korábbi évekhez hasonlóan a statisztikák a még nem euroövezeti tag uniós tagállamok konvergenciájának nyomon követésében is fontos szerepet tölthettek be. Az EKB a szóban forgó tagállamok központi bankjaival közösen hosszú távú kamat- és árfolyam-statisztikák nyújtásával is segítette az Eurostatot, emellett a 2008. évi Konvergenciajelentésben leírt négy elsődleges konvergenciamutató kiegészítésére további statisztikákat gyűjtött és állított össze (lásd a 3. fejezet 1. pontját).

### 4.3 AZ EKB STATISZTIKAI FUNKCIÓJÁNAK KÖZÉPTÁVÚ MUNKAPROGRAMJA (2009–12)

Az EKB statisztikai funkciójának szentelt középtávú munkaprogramot (2009–12) 2008 júliusában publikálták a bank honlapján<sup>23</sup>. Részletes elemzői munka előzte meg, célja az euroövezeti statisztikai adatgyűjtés és adatszolgáltatás eredményesebbé és hatékonyabbá tétele, hogy a hatékonyságjavulással a még meglévő hiányosságokat megszüntessék. Többek között a következő területeket szándékozzák továbbfejleszteni:

- i) részletesebb értékpapír-állománystatisztika,
- ii) jobb minőségű adatok a hitelderivatívákról,

19 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/sqf.en.html>

20 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstatisticsanoverview2008en.pdf>

21 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/strategicvisionstatistics2008en.pdf>

22 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/governmentfinancestatisticsguide200812en.pdf>

23 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/workprogramme.en.html>

iii) megfelelő aktualitású negyedéves statisztikák a biztosítótársaságokról és a nyugdíjalapokról, iv) a rendelkezésre álló mikroadatokat statisztikai célú újrahasznosítása. Utóbbiba tartoznak az országos központi mérlegstatisztikai hivatalok által kezelt vállalati pénzügyi beszámolók adatai és a központi hitelnyilvántartókban kezelt információk. Az Európai Bankfelügyeleti Bizottsággal közösen folyik a munka, hogy, ahol lehetséges, összehangolják a hitelintézetekkel kapcsolatos felügyeleti és a statisztikai követelményeket. A KBER is további felméréseket készít a pénzügyi piaci zavarok által felszínre hozott statisztikai igényekről. A középtávú stratégia megkívánja az érintettek, tehát a nemzeti központi bankok és az EKB statisztikai osztályai, a külső partnerek, köztük a statisztikai intézetek, felügyeletek és a pénzügyi ágazat képviselőinek intenzívebb együttműködését.

## 5 KÖZGAZDASÁGI KUTATÁS

Az EKB-ban és az eurorendszerben a közgazdasági kutatás célja: i) olyan kutatási eredmények felmutatása, amelyek segítségével elvi-stratégiai tanácsokat lehet megfogalmazni a monetáris politikával, illetve az eurorendszer egyéb feladataival összefüggő kérdésekben, továbbá az ezekhez kapcsolódó modellek és elemzési eszközök kidolgozása és létrehozása; ii) a gazdasági előrejelzésekhez, valamint az alternatív elvi-stratégiai irányok hatásainak összevetésére ökonometriai modellek fenntartása és alkalmazása; iii) kapcsolattartás a tudományos élet képviselőivel, például a kutatási eredményeknek szakmailag lektorált tudományos folyóiratokban való publikálásán, illetve kutatási konferenciák szervezésén keresztül.

### 5.1 KUTATÁSI IRÁNYOK ÉS EREDMÉNYEK

Az EKB-ban a kutatói munka decentralizált módon zajlik: bármely szakmai terület indíthat kutatási projektet igényeinek és szakmai irányultságának megfelelően. A Kutatási Főigazgatóság mellett, hogy maga is magas szintű kutatómunkát végez, központi szerepet játszik a koordinálásban. Az ő elnökségével működik a Kutatási Koordinációs Bizottság, amelynek feladata a kutatói tevékenység összehangolása az EKB mint intézmény igényeivel. A bizottság minden évben kijelöli a kutatómunka fő csapásirányait.

2008-ban ezek a következők voltak: az előrejelzések és a modellek tökéletesítése; a monetáris elemzés javítása; a monetáris politika transzmissziós mechanizmusának megértése; pénzügyi stabilitás; az európai pénzügyi rendszer hatékonysága; nemzetközi és fiskális kérdések.

Az előrejelzés és a modellek tökéletesítése területén számos futó projekt folytatódott 2008-ban, továbbá néhány új is elindult. Az új övezeti modell (New Area-Wide Modell – NAWM) első ízben kapott helyet a prognóziskészítésben, így alkalmazták mind az alappálya-prognózis összeállításánál, mind a scenárióelemzésnél. A Christiano-Motto-Rostagno-féle modellt továbbfejlesztették, továbbá alkalmazták több, a

pénzügyi piacok viselkedését feltáró monetáris politikai vizsgálatban. Mindkét esetben dinamikus stochasztikus általános egyensúlyi (DSGE) modellekről van szó, amelyek egyre nagyobb szerepet kapnak a központi bankok monetáris politikai munkájában. Az EKB saját belső fejlesztésű DSGE-modelleket is kidolgozott konkrét monetáris politikai kérdések vizsgálatára. A rövid távú előrejelző eszközökön 2006-2007-ben megkezdett munka záróakkordjaként 2008-ban bevonták őket a rendszeres közgazdasági értékelésbe és a gazdaságpolitikai előkészítő munkába. A már meglévő és új előrejelző eszközökkel kapcsolatos kutatómunka 2009-ben is folytatódik.

Az előrejelzési sávok meghatározásának új módszertanát vezették be 2008-ban, amelyet az EKB/eurorendszer szakértőinek szeptemberi, illetve decemberi makrogazdasági prognózisában már alkalmaztak is. Az előrejelzési bizonytalanság 2009-ben is a figyelem homlokterében áll majd.

A monetáris elemzéssel kapcsolatos kutatás elsősorban a monetáris elemzési célú kvantitatív módszerek tökéletesítésére és alkalmazására összpontosított, ezen belül a fő cél magas színvonalú elemzési eszközök létrehozása volt a monetáris politikai döntések előkészítéséhez. Kutatómunka zajlott továbbá a pénzalapú inflációs indikátormodellek kialakításával és a pénzkereslet elemzésével, valamint a monetáris scenáriók strukturális szemléletű kidolgozásával kapcsolatban. Ebben a tekintetben sokszor támaszkodtak a Christiano-Motto-Rostagno-féle modellre. Nagy hangsúlyt kapott a különféle strukturális modellek és egyéb eszközök alkalmazása összevetés céljából.

Ami a monetáris politika transzmissziós mechanizmusával kapcsolatos kutatásokat illeti, a KBER-kutatók úgynevezett bérdinamikai hálózata (Wage Dynamics Network – WDN) egy 2008 júniusában rendezett konferencián ismertette munkájának eredményeit. A WDN célja az euroövezeti bérdinamika tulajdonságainak és forrásainak, valamint árakkal való összefüggésének feltárása mind aggregált, mind mikroszinten. A

hálózat munkájának egyik fontos eredménye volt 2008-ban az a tanulmány, amelyet tizenhét ország vállalatai körében végeztek a bérekről, a munkaerőköltségről és az árképzési magatartásról.

Az euroövezeti háztartások pénzügyeit és fogyasztását vizsgáló felmérés (lásd e fejezet 4. alfejezetét), amelyet az euroövezet egyik hálózata készített, a háztartások döntéseinek széles skálájáról (reál- és pénzügyi eszközök tartása, eladósodás, a kockázathoz való viszony, foglalkoztatás, jövedelem, nyugdíj, generációk közötti transzfer, ajándékozás, fogyasztás és megtakarítás) szolgáltattak majd mikroszintű információkat. Az adatgyűjtés várhatóan 2009 elején veszi kezdetét több euroövezeti országban. A háztartások pénzügyeivel és fogyasztásával kapcsolatos anonim euroövezeti mikroadatokat a jövőben várhatóan a kutatói szakma számára is hozzáférhetőek lesznek. A háztartások pénzügyeivel és fogyasztásával kapcsolatos kutatások eredményeit egy 2008 szeptemberében a frankfurti egyetem Pénzügytani Központja által megrendezett konferencián ismertették. Ezen a kutatási területen belül még a következő témák voltak napirenden: központi banki kommunikációs politika; a pénzügyi piacok nyomon követése; ingatlanpiacok; a bankok és a hitel szerepe a monetáris transzmissziós mechanizmusban; heterogenitás az euroövezetben különböző szempontokból.

Az EKB szakemberei vizsgáltak különböző pénzügyi stabilitási kérdéseket is, illetve ezek monetáris politikai hatásait, különösen az EKB Pénzügyi stabilitási jelentésével (Financial Stability Review) összefüggésben. A pénzügyi rendszert két szempontból (az integráció foka, tőkepiaci folyamatok) elemezték. Szintén vizsgálták a hitelek és a piaci kockázat kölcsönhatását.

Ami a fizetési és elszámolási rendszerekkel kapcsolatos kutatást illeti, az EKB több, a témában érdekelt központi banki szakemberrel (Bank of England, Reserve Bank of Australia, Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve Bank of Chicago, Bank of Canada, De Nederlandsche Bank) és tudóssal összefogva

létrehozta a Pénzforgalmi Közgazdaságtani Hálózat (Payment Economics Network) nevű informális csoportosulást. A hálózat elősegíti a tájékoztatást a fizetési és értékpapír-elszámolási rendszerekkel kapcsolatos kutatásokról, valamint szorosabbá fonja a kötetelket a kutatás és a gyakorlat között ezen a területen. A hálózat honlapján<sup>24</sup> tanulmányokhoz, témába vágó elvi-stratégiai dokumentumokhoz, múltbeli és szervezés alatt álló konferenciákhoz található linkeket, valamint kutatási projektekkel kapcsolatos információkat.

A nemzetközi kérdések tekintetében az EKB kutatói a globális egyensúlyi problémákra – amely témában 2008-ban magas szintű szemináriumot szerveztek – és az euro nemzetközi szerepére összpontosították figyelmüket. Utóbbit illetően a devizás számlázás és az árfolyam-begyűrőzés kapcsolata állt a munka középpontjában, amelynek eredményeit beépítik „Az euro nemzetközi szerepének áttekintése” (Review of the international role of the euro) című jelentésbe. Ugyancsak ebbe a kutatási témakörbe tartozik, hogy nemzetközi szintre terjesztették a NAWM-et.

## **5.2 A KUTATÁSI EREDMÉNYEK TERJESZTÉSE: KIADVÁNYOK, KONFERENCIÁK**

A korábbi évekhez hasonlóan az EKB szakemberei által végzett kutatások az EKB-füzetek (Working Paper) és műhelytanulmányok (Occasional Paper) sorozatban kerültek publikálásra. 2008-ban 141 EKB-füzet és 22 műhelytanulmány látott napvilágot. Összesen 116 EKB-füzetet az EKB munkatársai publikáltak egyedül, illetve külső (sok esetben eurorendszerbeli) társszerzők közreműködésével, a többi dokumentum külső látogatók tollából származott, akik kutatói hálózatok részeként konferenciákon, szakmai műhelyeken vettek részt, vagy hosszabb időt töltöttek az EKB-ban valamely kutatási projekt befejezésére. Mára bevett gyakorlattá vált, hogy ezek a publikációk várhatóan szakmailag lektorált, vezető tudomá-

24 <http://www.paymenteconomics.org>



nyos folyóiratokban is megjelennek. 2008-ban az EKB munkatársainak több mint 30 cikke jelent meg ilyen formában.

Az EKB rendszeresen megjelenő Research Bulletin (Kutatási Szemle) című kiadványa az általános érdeklődésre számot tartó kutatási eredmények széles körű ismertetését szolgálja. 2008-ban központi témái a következők voltak: hitelpiaci turbulencia; az euroövezeti üzleti ciklus jellemzői; ingatlanvagyon és fogyasztás; regionális inflációs dinamika.

Az EKB nagyjából tizenöt kutatási témájú konferencia, illetve szakmai műhely szervezője vagy társszervezője volt. Társszervezőként a Gazdaságpolitikai Kutatóközponttal (Centre for Economic Policy Research – CEPR), továbbá eurorendszerbeli és eurorendszeren kívüli központi bankokkal működött együtt. Számos olyan szakmai műhely és szeminárium is megrendezésre került, amelyek célja az EKB-ban zajló kutatások megismertetése volt. A korábbi évek gyakorlatához hasonlóan a konferenciák és szakmai műhelyek jellemzően konkrét kutatási irányok köré szerveződtek; az események programja és a bemutatott tanulmányok az EKB honlapján megtekinthetők.

A konferenciák és a szakmai műhelyek a témakörök széles skáláját ölelték fel. Közülük hét valamilyen pénzügyi témára összpontosított: ezen belül kettő a pénzügyi zavarok hatásaival foglalkozott, egyet az EKB a Federal Reserve Bank of Chicagóval közösen szponzorált, míg egy másik témája a pénzügyi integráció volt. A többi a pénz- és a lakossági transzferpiacok különféle aspektusait járta körül. A nemzetközi monetáris politikai kutatóforum (International Research Forum on Monetary Policy) – amelyet az EKB a Fed Igazgatótanácsával, a Georgetown Egyetemmel és a Frankurti Egyetemmel közösen támogat – ötödik konferenciájára 2008 júniusában került sor, az eseményen a résztvevők monetáris politikai témákat elemeztek. Egyéb rendezvényeken az adat kibocsátás (amelyet az EKB a CEPR-rel együtt az euroövezeti üzletciklus-hálózaton [Euro Area Business

Cycle Network] keresztül támogat), a munkaerőpiacok és az euro első tíz évének témaköre volt terítéken.

A kutatási eredményeket az EKB szeminárium-sorozatokon keresztül is terjesztette, amelyek közül különösen kettő kiemelendő: a Deutsche Bundesbankkal és a Pénzügytani Központtal karöltve szervezett úgynevezett ebédidei közös szemináriumok (Joint Lunchtime Seminars), valamint a meghívott előadók szemináriumai (Invited Speaker Seminars). Mindkét sorozatban hetente hallhatók előadások, amelyeken külsős kutatók mutatják be az EKB-ban legfrissebb kutatási eredményeiket. Az EKB e két sorozaton kívül egyéb kutatói szemináriumokat is szervez eseti jelleggel.

## 6 EGYÉB FELADATKÖRÖK ÉS TEVÉKENYSÉGEK

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

A Szerződés 237. cikke (d) pontja értelmében az EKB feladata annak figyelemmel kísérése, hogy az EU 27 NKB-ja és az EKB megfelelnek-e a Szerződés 101. és 102. cikkében, valamint a 3603/93/EK és a 3604/93/EK tanácsi rendeletekben foglalt tiltásoknak. A 101. cikk megtiltja az EKB-nak és az NKB-knak, hogy folyószámlahiteleket vagy bármilyen más hitelt nyújtsanak kormányoknak és közösségi intézményeknek vagy 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 intézményekkel való kiváltságos hozzáférést biztosítja. A Kormányzótanáccsal párhuzamosan az Európai Bizottság is figyelemmel kíséri, 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 állami szektor, más tagállamok állami szektora, valamint közösségi intézmények és testületek bocsátottak ki. A 3603/93/EK tanácsi rendelet vonatkozó részei szerint az állami szektor adósságinstrumentumainak másodlagos piacon történő megvásárlását tilos a Szerződés 101. cikke céljának kijátszására használni. Az ilyen vásárlások nem válhatnak az állami szektor közvetett monetáris finanszírozásának formájává.

A 2008. év fenti szempontok szerint végrehajtott figyelemmel kísérése – amely a KBER 27 NKB-ja és az EKB által szolgáltatott információkon alapult – megerősítette, hogy a vizsgált időszakban általánosságban betartották a Szerződés 101. és 102. cikkének rendelkezéseit, illetve a vonatkozó tanácsi rendeleteket. Ez alól egy kivétel volt.

A De Nederlandsche Bank jelentést tett egy olyan napok közti folyószámlahitelről, amely a Szerződés monetáris finanszírozásról szóló tilal-

mának egy napra korlátozódó be nem tartását eredményezte, és amelyet azonnal korrigáltak.

### 6.2 TANÁCSADÓI FELADATKÖR

A Szerződés 105. cikkének (4) bekezdése előírja, hogy az EKB-val konzultálni kell a hatáskörébe tartozó bármely közösségi vagy nemzeti jogszabálytervezetről.<sup>25</sup> Nem szenvedhet sérelmet az EKB-val való konzultációs köteleesség olyan helyzetben sem, amikor valamely jogszabálytervezetet gyorsított eljárás formájában kell elfogadni. Csak kivételes esetben, mint például a piaci zavarok jelenlegi szakaszában engedhető meg, hogy a konzultációs felhívást követően nagyon rövid idővel elfogadjanak valamely jogi rendelkezést. Az EKB véleményeit honlapján teszi közzé.

2008-ban az EKB 92 véleményt alkotott meg, ezek közül tizenegyet EU-intézményekkel, 81-et nemzeti hatóságokkal folytatott konzultációra reagálva. 2007-ben a konzultációk száma 43 volt. A 2008-ban és 2009 elején elfogadott vélemények felsorolása e jelentés függelékében olvasható.

Az EU Tanácsának megkeresésére született EKB-vélemények közül a következők érdemelnek említést.

Az EKB véleményt<sup>26</sup> adott ki az elszámolások véglegességéről szóló irányelvnek<sup>27</sup>, valamint a pénzügyi biztosítékokról szóló irányelvnek<sup>28</sup> a módosító javaslatáról. A változások az éjszakai elszámolásnak és az összekapcsolt rendszereknek az elszámolások véglegességéről szóló irányelv (Settlement Finality Directive) szerinti

25 A Nagy-Britannia és Észak-Írország Egyesült Királyságra vonatkozó bizonyos rendelkezésekről szóló, a Szerződéshez csatolt jegyzőkönyv szerint az Egyesült Királyság mentesül a konzultációs kötelezettség alól (HL C 191., 1992.7.29., 87. o.).

26 CON/2008/37.

27 Az Európai Parlament és a Tanács 98/26/EK irányelve (1998. május 19.) a fizetési és értékpapír-elszámolási rendszerekben az elszámolások véglegességéről, HL L 166., 1998.6.11., 45. o.

28 Az Európai Parlament és a Tanács 2002/47/EK irányelve (2002. június 6.) a pénzügyi biztosítékokról szóló megállapodásokról, HL L 168., 2002.6.27., 43. o.

védelmét érintik, mivel a pénzügyi eszközök piacáról szóló irányelv (Markets in Financial Instruments Directive) és a Klíring és elszámolás európai etikai kódexe (European Code of Conduct for Clearing and Settlement) rendelkezései miatt várhatóan szorosabbá válik az egyes rendszerek közötti üzemkapcsolat. A javaslat azokat a hitelköveteléseket is a pénzügyi biztosítékokról szóló irányelvben (Financial Collateral Directive) lefektetett biztosítékkategóriák közé sorolja, amelyek a központi banki hitelműveletekhez fedezetként (lombardhitel) elfogadhatók. Ennek célja használatuk elősegítése az EU teljes területén. Az EKB véleményében üdvözölte a javaslatot, ezzel együtt a „rendszer” definíciójának olyan kiterjesztését javasolja, amely i) explicit módon tartalmazza az EKB-s jogszabályok által alapított rendszereket; és ii) lehetővé teszi az EKB számára az ilyen EKB-rendszerek kijelölését. Az EKB azt is szívesen látná, ha a hitelkövetelések olyan egységes általános definíció alapján kerülnének a pénzügyi fedezetekről szóló irányelv hatálya alá, amely független a jegybankképességtől, egyszersmind az uniós hitelkövetelésekre vonatkozó jogütközési szabályok egyes elemeinek harmonizálását ajánlotta.

Szintén kikérték az EKB véleményét a tőkekövetelményekről szóló irányelvet (Capital Requirements Directive)<sup>29</sup> módosító irányelvvel, ezen belül a központi intézményekkel kapcsolatban álló bankokkal és egyes saját vagyonalap tételekkel összefüggésben.

Az EKB véleményt<sup>30</sup> adott ki az elektronikus pénzről szóló irányelvet (E-money Directive)<sup>31</sup> módosító javaslatról, amelynek célja az elektronikus pénzkibocsátás piacának úgynevezett elektronikus pénzintézeteken (electronic money institutions – ELMI) keresztüli megnyitása. Az EKB ugyan támogatta a módosítást, ám komoly aggodalmát fejezte ki azzal kapcsolatban, hogy az ELMI-eket a 2006/48/EK átdolgozott irányelvben<sup>32</sup> foglalt meghatározás szerint „pénzügyi intézményekké” minősítsék, mivel ennek messzemenő monetáris politikai következményei lennének. Az irányelvtervezet felügyeleti szempontból szintén aggályos, mivel felpuhítja

az ELMI-kre vonatkozó felügyeleti rendszert, ugyanakkor kiszélesíti az általuk végezhető tevékenységek körét.

Ami a Lámfalussy-keretrendszer<sup>33</sup> illeti, a 3. szintű bizottságok (Európai Bankfelügyelők Bizottsága [Committee of European Banking Supervisors – CEBS], az Európai Biztosítók és Foglalkoztatói Nyugdíjpénztárak Felügyelőinek Bizottsága [Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors – CEIOPS], az Európai Értékpapír-szabályozók Bizottsága [Committee of European Securities Regulators – CESR]) feladatköre tisztázásának és kibővítésének részeként kikérték az EKB véleményét a CEBS-t létrehozó európai bizottsági határozattervezet ügyében, amely a 2004/10-es európai bizottsági határozat<sup>34</sup> helyébe lépne. Az EKB véleményében<sup>35</sup> üdvözölte a módosító javaslatokat, egyszersmind hangsúlyozta, hogy konkrét megjegyzései nem élveznek elsőbbséget az általános vitához való esetleges jövőbeli hozzászólásokkal szemben, például a Jacques de Larosiére elnöklete alatt működő magas szintű szakértői csoporttal összefüggésben. Az EKB néhány változtatást javasolt a határozattervezeten, különös tekintettel az EKB és a Bankfelügyeleti Bizottság részvételére a CEBS bizonyos feladatainak elvégzésében. A szavazási rend tekintetében az egységes biztosítást ajánlotta a határozattervezet és a CEBS-charta rendelkezései között, továbbá javasolta, hogy a Bizottság vegye figyelembe észrevételeit azoknak határozattervezeteknek az összeállításakor, amelyek a másik két 3. szintű

29 A tőkekövetelményekről szóló irányelv a hitelintézetek tevékenységének megkezdéséről és folytatásáról szóló, 2006. június 14-i 2006/48/EK európai parlamenti és tanácsi (átdolgozott) irányelvből (HL L 177., 2006.6.30., 1. o.), valamint a befektetési vállalkozások és hitelintézetek tőkemegefeleléséről szóló, 2006. június 14-i 2006/49/EK európai parlamenti és tanácsi (átdolgozott) irányelvből (HL L 177., 2006.6.30., 201. o.) áll.

30 CON/2008/84.

31 Az Európai Parlament és a Tanács 2000/46/EK irányelve (2000. szeptember 18.) az elektronikus pénzintézetek üzleti tevékenységének elindításáról, folytatásáról és prudenciális felügyeletéről (HL L 275., 2000.10.27., 39. o.).

32 Lásd a 2006/48/EK irányelv az 30. lábjegyzetben idézett 4(1) és (5) cikkét.

33 További részletek a 4. fejezet 2. pontjában olvashatók.

34 A Bizottság 2004/10-es határozata (2003. november 5.) az Európai Bankbizottság létrehozásáról (HL L 3., 2004.1.7., 36. o.).

35 CON/2008/63.

bizottságot érintik, ezekre ugyanis nem terjed ki az EKB-val folytatott konzultáció.

Az EKB véleményt<sup>36</sup> adott ki a határon átnyúló fizetési tranzakciókról szóló rendelettervezetről, amely a 2560/2001/EK rendelet<sup>37</sup> helyébe lépne. Jóllehet a bank üdvözölte, hogy a határon átnyúló csoportos beszédés helyet kapott a rendelettervezetben, figyelmeztetett, hogy a fizetésimérlegadat-szolgáltatást érintő kérdések alapos megfontolást igényelnek. Ebben a tekintetben rendkívül fontos, hogy az euroövezeti és nemzeti fizetésimérleg-statisztikák iránti felhasználói igények ki legyenek elégítve, valamint, hogy biztosítva legyen a SEPA ütemezés szerinti létrejötte. A SEPA fejlesztéséből következik, hogy nem tarthatók fenn az olyan fizetésimérlegadat-szolgáltató rendszerek, amelyek elsősorban pénzforgalmi adatokra támaszkodnak, mivel ezek EU-n belüli euro-pénzforgalmi célt szolgálnak. Az ilyen rendszerek reformjából az is következhet, hogy a bankok adatszolgáltatási kötelezettsége ugyan csökken, a nem banki intézményeké viszont nő, pedig utóbbit a lehető legalacsonyabb szinten lenne tanácsos tartani. Biztosítani kellene továbbá, hogy a fizetésimérleg-statisztikák összeállítását továbbra is az EKB monetáris politikája által megkívánt kiemelkedő megbízhatóság, gyakoriság és publikációs sebesség jellemezze.

Az EKB véleményt<sup>38</sup> adott ki a betétgarancia-konstrukciókról szóló irányelvről (Deposit-Guarantee Schemes Directive)<sup>39</sup>, amelynek célja a befektetői bizalom elmélyítése a betétgarancia-konstrukciók minimálisan garantált összegének növelésén, valamint a garantált betétek végső kifizetési határidejének csökkentésén keresztül. A bank támogatta e célkitűzéseket, ezzel együtt hangsúlyozta, hogy meg kell őrizni a betétgarancia-konstrukciók hitelességét, vagyis hatékony operatív eljárásokat kell kidolgozni a követelések igazolásához és a betétesek kifizetéséhez, biztosítani kell, hogy elegendő forrás álljon rendelkezésre, valamint részletesen tájékoztatni kell a betéteseket a befektetésvédelemi szabályokról. Bármely konstrukció esetén tiszteletben kell tartani a Szerződés 101. cikkét a monetáris finanszírozás

tiltásáról.<sup>40</sup> Az EKB ezen a területen várhatóan 2009-ben is kiveszi a részét a munkálatokból.

Az EKB jogi szakvéleményét a tagállami hatóságok 2008-ban is kikérték a nemzeti központi bankokra vonatkozó kérdésekben, így a belga, a bolgár, a cseh, a német, az észt, a spanyol, a luxemburgi, a magyar, a román és a svéd központi bank alapokmányának módosításáról.<sup>41</sup> A Deutsche Bundesbankról szóló törvénymódosítási javaslattal kapcsolatban az EKB megjegyezte, hogy a tagállamok nem csorbíthatják az NKB-k azon képességét, hogy alkalmazzák és megtartsák azon szakképzett munkavállalóikat, akikre a Szerződés és a KBER alapokmánya által rájuk ruházott feladatok független ellátása miatt van szükség; továbbá, hogy valamely nemzeti központi bank nem hozható olyan helyzetbe, amelyben a kormány befolyást gyakorolhat személyzeti politikájára.<sup>42</sup> Az EKB jelezte, hogy üdvözlőné a módosító javaslat átdolgozását, amely kiterjesztené a Deutsche Bundesbank Igazgatótanácsának hatáskörét a személyzeti szabályzat elfogadása terén. A Banca Națională a României alapokmányát módosító javaslatokat áttekintve az EKB azon a véleményének adott hangot, miszerint azok jelentősen korlátoznák a központi banki függetlenséget. Ennek két okát emelte ki: a bank éves jelentését a parlamentnek kellene elfogadnia, valamint a bank alkalmazottait személyesen felelősségre lehetne vonni a veszteségekért.<sup>43</sup> A Sveriges Riksbank pénzügyi függetlensége, nevezetesen a tőkestruktúra és a nyereségmegosztás kérdésében kifejtett véleményében az EKB hangsúlyozta,

36 CON/2009/1.

37 Az Európai Parlament és a Tanács 2560/2001/EK rendelete (2001. december 19.) a határon átnyúló eurofizetésekről (HL L 344., 2001.12.28., 13. o.).

38 CON/2008/70.

39 Az Európai Parlament és a Tanács 94/19/EK irányelve (1994. május 30.) a betétbiztosítási rendszerekről, HL L 135., 1994.5.31., 5. o.

40 Összhangban a Tanács 3603/93/EK rendeletével (1993. december 13.) a Szerződés 104. cikkében és a 104b. cikke (1) bekezdésében említett tilalmak alkalmazásához szükséges fogalmak meghatározásáról, HL L 332., 1993.12.31., 1. o.

41 CON/2008/33, CON/2008/73, CON/2008/2, CON/2008/21, CON/2008/9, CON/2008/14, CON/2008/82, CON/2008/17, CON/2008/83, CON/2008/31, CON/2008/4 és CON/2008/34.

42 CON/2008/9.

43 CON/2008/31.

hogy Svédország legkésőbb a KBER 1998. június 1-jei létrejöttéig köteles lett volna hatályba léptetni azokat az intézkedéseket, amelyek révén megfelelné a Szerződés és a KBER-alapokmány központi banki függetlenségre vonatkozó rendelkezéseinek.<sup>44</sup> Az EKB továbbá aláhúzta, hogy bármely jogszabályi reformnak az eurorendszer jogi normáinak fokozatos érvényesítésére kell irányulnia. Az EKB saját kezdeményezésére véleményezte a görög társadalombiztosítási rendszer reformját, mivel úgy ítélte meg, hogy a módosító javaslatok érinthetik a Görög Nemzeti Bank mint független hatóság státusát.<sup>45</sup> A Görög Nemzeti Bank saját nyugdíjalapját integrálták az állami nyugdíjalapba, amelybe tizenöt éven keresztül évi 23 millió eurót kell befizetnie. A törvény vonatkozó rendelkezéseiben indokolt lett volna figyelembe venni azok központi banki függetlenségre – beleértve a pénzügyi függetlenséget –, valamint a monetáris finanszírozás tilalmára gyakorolt potenciális hatását.

Luxemburg részéről két ízben érkezett megkeresés az EKB-hoz, nevezetesen a Luxemburg mint pénzügyi központ jogi feltételrendszerének javításáról szóló törvénymódosítási javaslattal, valamint a monetáris státusról és a Banque centrale du Luxembourgról szóló törvénymódosítási javaslattal kapcsolatban.<sup>46</sup> A két EKB-vélemény üdvözölte a luxemburgi központi bank pénzügyi stabilitási szerepkörének megerősítését, valamint azt, hogy a módosítások jogi alapot teremtenek ahhoz, hogy a bank rendkívüli likviditást nyújthasson.

A fizetési és elszámolási rendszerek témakörében Lengyelország fordult az EKB-hoz jogi tanácsért a pénzügyi eszközökkel való kereskedésről szóló törvényt és egyéb jogszabályokat módosító törvény tervezetével összefüggésben.<sup>47</sup> Korábbi véleményéhez hasonlóan az EKB most is azt ajánlotta, hogy kifejezett rendelkezések rögzítsék a lengyel központi bank illetékességét a fizetési és elszámolási rendszerek felügyezése terén.

A pénzügyi felügyelet kérdéskörében Finnország fordult az EKB-hoz a pénzügyi és biztosítási felügyelet integrációjáról szóló törvénytervezettel kapcsolatban.<sup>48</sup> Az EKB támogatta a

felügyeleti struktúra megerősítését, ugyanakkor hangsúlyozta, biztosítékokat kell beépíteni a költségvetést, a visszatérítési mechanizmust, valamint az auditot és az adatszolgáltatást érintő kérdésekben. Korábbi véleményeihez hasonlóan az EKB ismét kijelentette, rendkívül lényegesnek tartja az együttműködést és az információcserét a felügyelet és a központi bankok között a makroprudenciális nyomon követés és a fizetési rendszerek felügyezése szempontjából. Pénzügyi stabilitási kérdésben Lengyelország véleményezte az EKB-val a Bankgarancia Alapról szóló törvényt módosító javaslatot.<sup>49</sup> Az EKB újra ismertette azokat a kritériumokat, amelyek alapján a nemzeti központi bankok hitelt nyújthatnak országos betétbiztosítási konstrukciókhoz, továbbá hangsúlyozta e konstrukciók hatékony koordinációjának fontosságát.

A globális pénzügyi krízis kapcsán az EKB jogi vélemények sorát<sup>50</sup> adta ki a különböző országos mentőintézkedésekről, amelyek az állami garanciákkal, a bajba jutott bankok újratőkésítésével, a banki eszközök felvásárlásával és a befektetővédelmi konstrukciókkal függték össze. A bank hangsúlyozta, hogy összehangolt megközelítésben kell végrehajtani a 2008. október 12-én az euroövezet állam-, illetve kormányfői által elfogadott összehangolt akciótervet és kell megfelelni a közösségi jog rendelkezéseinek (különös tekintettel az állami segítségnyújtásra), továbbá nyomatékosította, hogy az állam részvényesi szerepének időben korlátozottnak kell lennie.<sup>51</sup>

Az euro szlovákiai bevezetése kapcsán Szlovákia kérte az EKB jogi véleményét az áruk kettős

44 CON/2008/34.

45 CON/2008/13.

46 CON/2008/17 és CON/2008/42.

47 CON/2008/20.

48 CON/2008/16.

49 CON/2008/32.

50 CON/2008/44, CON/2008/46, CON/2008/48, CON/2008/50, CON/2008/51, CON/2008/52, CON/2008/54, CON/2008/55, CON/2008/56, CON/2008/57, CON/2008/58, CON/2008/59, CON/2008/60, CON/2008/61, CON/2008/62, CON/2008/65, CON/2008/66, CON/2008/67, CON/2008/68, CON/2008/69, CON/2008/74, CON/2008/75, CON/2008/76, CON/2008/79, CON/2008/80, CON/2008/81, CON/2008/88, CON/2008/89 és CON/2008/92.

51 További részletek az 5. fejezetben olvashatók.

feltüntetéséről és a kerekítési szabályokról szóló törvénytervezetről.<sup>52</sup> Az EKB ismét felhívta a figyelmet az ársemlegesség és a jogi eszközök folytonosságának alapelveire, továbbá olyan megközelítést ajánlott, amely összhangban áll a kerekítés metodológiájának és gyakorlatának hasonló eseteivel. 2008-tól kezdődően az Éves jelentés közölni fogja mindazokat a fontosabb eseteket, amelyekben egyértelműen elmulasztják kikérni az EKB véleményét valamely országos vagy közösségi szintű jogszabálytervezetről. 2008-ban a görög társadalombiztosítási rendszer reformján kívül – amelyről, amint azt fentebb említettük, az EKB saját kezdeményezésre bocsátott ki véleményt – hat esetben mulasztották el kikérni az EKB véleményét országos szintű törvényjavaslatról.

Ezek közül két esetben (Bulgária és Ciprus) a hatóságok olyan jogi rendelkezésekkel összefüggésben nem konzultáltak az EKB-val, amelyek a KBER-alapokmányban rögzítettek túl szolgáltatnak alapot a központi bank elnökének felmentésére. Az összeférhetlenség megelőzéséről és nyilvánosságra hozataláról szóló 2008. október 16-i bolgár törvény úgy rendelkezik, hogy e törvény rendelkezéseinek be nem tartása és összeférhetlenség miatt fel lehet menteni hivatalukból a köztisztviselőket, beleértve a Българска народна банка (Bolgár Nemzeti Bank) elnökét, alelnökeit és igazgatótanácsai tagjait. A ciprusi törvény olyan gazdasági tevékenység és juttatások esetében állít fel korlátokat, amelyek folytatása, illetve igénybevétele esetén a Ciprusi Központi Bank elnöke elbocsátható. Amennyiben a két tagállam jogi véleményért fordult volna az EKB-hoz, a bank komolyan bírálta volna az említett rendelkezéseket abból a szempontból, hogy mennyire felelnek meg a KBER-alapokmány 14.2 cikke előírásainak.

A francia hatóságok nem konzultáltak az EKB-val a gazdaság modernizációjáról szóló törvénytervezet két módosításával kapcsolatban, amelyek tovább egyszerűsítik a Banque de France alapokmányát többek között azért, hogy megszüntetik általános tanácsának monetáris bizottságát, valamint az elnök hatáskörébe utalják az

EKB iránymutatásai átvételének feladatkörét. Jóllehet az EKB nem emelt volna kifogást ezen intézményi változások ellen, ki kellett volna kérni véleményét, hiszen a változások a Banque de France-t érintik.

A holland hatóságok elmulasztottak konzultálni az EKB-val a pénzügyi felügyeletről szóló törvényt módosító törvénnyel kapcsolatban. A jogszabály kimondja, hogy kivételes körülmények között a De Nederlandsche Bank és az Autoriteit Financiële Markten elfogadhat olyan átmeneti szabályokat, amelyek elősegítik a pénzügyi szféra stabilitását. A holland pénzügyminiszternek írott levelében az EKB megjegyezte, hogy nemzeti központi bankot érintő jogszabálytervezetről, valamint olyan szabályokról lévén szó, amelyek lényegesen befolyásolják a pénzügyi intézmények és piacok stabilitását, ki kellett volna kérni az EKB szakvéleményét.

A portugál hatóságok a pénzügyi turbulenciát érintő három jogi aktus esetében nem konzultáltak az EKB-val. Közülük az egyik a Banco de Portugal hatáskörébe utalta a hitelintézetek sajtótájékoztató-emelésre vonatkozó kérésének elbírálását, valamint az újratőkésítési tervek betartásának ellenőrzését. A másik két jogszabály lehetővé tette a portugál állam számára, hogy garanciavállalóként léphessen fel a Portugáliában bejegyzett hitelintézetek finanszírozásához. A rendelkezések értelmében a Banco de Portugal az egyike azoknak a hatóságoknak, amelyek feladata a finanszírozási kérések áttekintése és az állami garanciavállalás érvényesítésének ellenőrzése. Mivel az elfogadott jogszabály nemzeti központi bankot érint, illetve olyan szabályokat fektet le, amely számottevően befolyásolja a pénzügyi intézmények és piacok stabilitását, ki kellett volna kérni az EKB szakvéleményét.

A román hatóságok nem egyeztettek az EKB-val az éves beszámolók és az összevont (konszolidált) beszámolók jog szerinti könyvvizsgálatáról szóló 2006/43/EK irányelvet a román jogba

52 CON/2008/23, CON/2008/25 és CON/2008/27.

átültető törvénytervezetekről. Jóllehet közösségi irányelvről volt szó, mivel a tervezett jogszabályok a Banca Națională a României érintik, ki kellett volna kérni az EKB szakvéleményét.

mérését követően – amely az üzleti partnerek általános elégedettségéről számolt be – 2008-ban hozzalátott a rendszer biztosította szolgáltatások körének bővítéséhez és a szolgáltatások minőségének javításához.

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

A Szerződés 123. cikke (2) bekezdésével és a 2002. február 18-i 332/2002/EK tanácsi rendelet 9. cikkével összhangban az EKB továbbra is felelős az Európai Közösség hitelfelvételi és hitelnyújtási műveleteinek adminisztrációjáért a középtávú pénzügyi segítségnyújtási mechanizmus (medium-term financial assistance mechanism) keretében. 2008-ban az EKB egy bizonyos tőkeösszeget kapott a Közösség hitelezőitől, és a kölcsön összegét kifizette a hitelfelvevő országnak (Magyarországnak). 2008. december 31-én a Magyarországgal szembeni teljes közösségi hitelkintlevőségek összege 2 milliárd euro volt (2007 végén nem volt kintlevőség).

### **6.4 AZ EUORENDSZER TARTALÉKKEZELÉSI SZOLGÁLTATÁSAI**

2008-ban továbbra is a szolgáltatások átfogó körét nyújtották a 2005 januárjában létrehozott keretrendszerben az euroövezeti ügyfelek euróban denominált tartalékainak kezelésére. Az eurorendszer központi bankjai (az eurorendszer szolgáltatói) az euroövezeten kívüli központi bankok, monetáris hatóságok és állami szervek, valamint nemzetközi szervezetek számára elérhető szolgáltatások teljes körét harmonizált feltételekkel kínálják, összhangban az általános piaci normákkal. Az EKB általános koordináló szerepet tölt be, biztosítva a rendszer zökkenőmentes működését. Az eurorendszerrel üzleti kapcsolatban álló ügyfelek száma 2008 során stabil maradt. Ami magukat a szolgáltatásokat illeti, különösen az év második felében számottevően növekedtek az ügyfelek teljes készpénzgyenlegei és értékpapír-állományai. Az eurorendszer 2007-es ügyfél-elégedettségi fel-







Pénztárosok oktatása a Suomen Pankki – Finlands Banknél Helsinkiben, 2001 szeptemberében

3. FEJEZET

# SZLOVÁKIA CSATLAKOZÁSA AZ EUROÖVEZETHEZ

## I GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK SZLOVÁKIÁBAN

2008. július 8-án az ECOFIN Tanács elfogadott egy határozatot, amely lehetővé tette, hogy Szlovákia 2009. január 1-jétől saját valutájaként bevezesse az eurót, 15-ről 16-ra növelve ezáltal az euroövezetbeli országok számát. A Tanács döntése az EKB és az Európai Bizottság által 2008 májusában készített konvergenciajelentéseken alapult; ezután az állam- és kormányfők alkotta Tanács megvitatatta és az Európai Parlament véleményezte a kérdést, és az Európai Bizottság megtette javaslatát. Ugyanezen a napon az ECOFIN Tanács elfogadta a szlovák korona euróval szembeni átváltási árfolyamát visszavonhatatlanul rögzítő rendeletet; ez az árfolyam a döntés idején érvényes ERM-II központi árfolyam, azaz 30,1260 korona/euro volt. Az átváltási árfolyam megállapításának napján a szlovák koronát ehhez az árfolyamhoz közeli értéken jegyezték. ERM-II-be való belépése, azaz 2005. november 28. óta, a szlovák korona középarfolyamát kétszer értékelték fel az euróval szemben: 2007 márciusában 8,5%-kal, 2008 májusában pedig 17,6472%-kal.

A 90-es évek végén tapasztalt lanyha, 2% alatti gazdasági növekedés időszakát követően Szlovákia gazdasága rendkívül erőteljes ütemben növekedett az utóbbi években. A növekedési teljesítmény utóbbi tíz évben tapasztalható javulását segítették elő a mélyreható strukturális reformok és az ezt követően nagy mennyiségben beáramló külföldi tőke. A reál-GDP-növekedés 2007-ben 10% fölé tetőzött, amelyet 2008-ban egy némileg mérsékeltebb ütemű, 6,4%-os növekedés követett (lásd 13. táblázat). Szlovákia gazdasági teljesítménye az utóbbi néhány évben szorosan összefüggött gyártási kapacitásának jelentős bővülésével, különösen az ipari szektorban. Az autógyártás és az elektronika területén koncentrálnak az új üzemek legnagyobb része exportorientált. Ami a külső környezetet illeti, Szlovákia számottevő folyó fizetési- és tőkemérleg-hiányt könyvelt el az elmúlt évtized legnagyobb részében. A deficit jelentős részét azonban a beáramló közvetlen külföldi tőkebefektetések finanszírozták, és az adósságnövelő állományváltozások csupán másodlagos szerepet játszottak. Az évtized első felében a folyó

13. táblázat: Főbb gazdasági mutatók - Szlovákia

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Reál-GDP-növekedés	0,0	1,4	3,4	4,8	4,7	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4
<i>Hozzájárulás a reál-GDP-növekedéshez (százalékpontban)</i>										
Belföldi kereslet, készletek kivételével	-6,7	-0,6	7,5	4,0	1,1	3,3	8,7	7,6	6,0	5,8
Nettó export	6,9	0,3	-5,0	0,4	5,7	-0,8	-2,2	2,2	4,6	0,0
HICP-infláció <sup>1)</sup>	10,5	12,3	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9
Egy alkalmazottra jutó javadalmazás	6,9	13,3	5,8	8,7	8,2	8,4	9,7	7,7	8,8	9,0
Nominális fajlagos munkaerőköltség (egész gazdaság)	4,1	9,6	2,9	3,9	4,4	2,9	4,3	1,5	0,6	5,2
Import deflátor (árak és szolgáltatások)	0,3	14,1	6,0	1,0	1,9	2,1	1,7	3,6	1,6	3,0
Folyó- és tőkeszámla-egyenleg (a GDP százalékában)	..	..	-1,8	-5,3	-4,1	-5,7	-6,7	-6,3	-4,2	-4,8
Teljes foglalkoztatás	-2,5	-2,0	0,6	0,1	1,1	-0,2	1,4	2,3	2,1	2,8
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)	16,4	18,8	19,3	18,7	17,6	18,2	16,3	13,4	11,1	9,6
Államháztartási többlet (+)/hiány (-)	-7,4	-12,3	-6,5	-8,2	-2,7	-2,3	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3
Államháztartás bruttó adóssága	47,8	50,3	48,9	43,4	42,4	41,4	34,2	30,4	29,4	28,8
Három hónapos kamatláb (százalék/év) <sup>1)</sup>	15,7	8,6	7,8	7,8	6,2	4,7	2,9	4,3	4,3	4,2
Hosszú lejáratú, tízéves államkötvények hozama (százalék/év) <sup>1)</sup>	..	..	8,0	6,9	5,0	5,0	3,5	4,4	4,5	4,7
Árfolyam az euróval szemben <sup>1),2)</sup>	44,1	42,6	43,3	42,7	41,5	40,0	38,6	37,2	33,8	31,3

Források: EKB és Eurostat.

1) Időszaki értékek átlaga.

2) Szlovák korona/euro.

fizetési- és tőkemérleg némi romlását idézték elő kezdetben a nagyberuházási projektek, amely az új technológiák importjához köthető elsősorban. Ez a hatás azonban csupán ideiglenes volt, és az ipar exportkapacitásának jelentős mértékű bővülése valójában a fenti hiányok csökkentéséhez járult hozzá. Az utóbbi öt évben Szlovákia folyó fizetési és tőkemérlegének hiánya átlagosan a GDP 5,5%-ának felelt meg.

A szlovák gazdaság inflációs teljesítménye az elmúlt évtizedben viszonylag volatilisnak bizonyult. A szabályozott árak és a közvetett adók jelentős mértékben hozzájárultak ehhez a volatilitáshoz. Egy magas inflációval jellemezhető időszak után, 2004-től fokozatosan csökkenni kezdett, majd 2007-ben 1,9%-os mélypontot ért el az éves HICP-infláció, a 2006-ban tapasztalható ideiglenes növekedés ellenére is. Ez a csökkenés azt követően indult meg, hogy a Národná banka Slovenska bevezette az inflációs célkövetés rendszerét. Az infláció mérséklődését támogatta a szlovák korona euróhoz viszonyított árfolyamának fokozatos felértékelődése is. Később azután ismét erősödött, és 2008 szeptemberében tetőzött a szlovákiai HICP-infláció, ami jelentős mértékben a nemzetközi energia- és élelmiszerárak változásaival volt összefüggésben. A nemzetközi nyersanyagárak erőteljes csökkenésének hatására 2008 utolsó hónapjaiban és 2009 elején ismét mérséklődni kezdtek az inflációs ráták. 2008-ban összességében 3,9%-on állt a HICP-infláció.

A számottevő javulás ellenére a munkaerőpiacot továbbra is igen jelentékeny szerkezeti merevségek jellemzik. Az évtized elején a viszonylag erőteljes gazdasági növekedés ellenére sem javult a munkaerő-piaci helyzet. Ez a helyzet 2004-ben megváltozott. Jelentős reformok kerültek megvalósításra az adózás, a szociális juttatások és a munkaerőpiac terén, amelyek az ezt követő intenzív külföldi tőkebeáramlással párosulva hozzájárultak a munkahelyek számának erőteljes növekedéséhez. Egyúttal csökkent a munkanélküliségi ráta is, mivel 2004 májusában, Szlovákia EU-hoz való csatlakozásakor megindult a dolgozók migrációja Szlovákiából.

A fenti kedvező változások ellenére a munkaerőpiac fennálló merevségeinek következtében továbbra is 10% közelében maradt a munkanélküliségi ráta. Ezek a merevségek felelősek például a tartós munkanélküliség magas arányáért, a munkanélküliek körében tapasztalható kedvezőtlen szakértelem-kínálatért és a régió munkaerőpiacai között levő óriási egyenlőtlenségekért.

A fiskális politika az utóbbi években jobban támogatta az árstabilitás elérését Szlovákiában. Magas szintekről indulva, a GDP-arányos államháztartási hiány a 2000-ben regisztrált 12,3%-ról 2008-ra 2,3%-ra csökkent. A Szlovákia ellen 2004-es EU-csatlakozásakor megindított túlzott-hiány-eljárást 2008 júniusában megszüntették. Az utóbbi években csökkent továbbá a GDP-arányos államadósság-állomány: míg 2000-ben a GDP 50,3%-át tette ki, 2008-ban ugyanez az érték már csak 28,8% volt. Mindazonáltal, az utóbbi néhány évben tapasztalt rendkívül erőteljes gazdasági növekedést tekintve még mindig magas Szlovákia költségvetési hiánya. A jövőt illetően Szlovákiának biztosítania kell, hogy hiteles és fenntartható konszolidációs intézkedések révén költségvetési hiányát fenntartható módon a GDP 3%-a alatt tartsa, amivel egyszerűsödne az országot is hozzásegíthetné középtávú költségvetési céljai eléréséhez.

A monetáris politika fontos szerepet játszott a szlovák gazdaság stabilizálásában. 1998 őszén a szlovák korona árfolyamrendszerét irányított lebegtetésű árfolyamrendszerre állították át, amelynek referenciaválatóját 1999 januárjától az euro lett. A Národná banka Slovenska monetáris politikai stratégiája áttért az implicit inflációs célkövetésre. 2005. január 1-jén a Národná banka Slovenska monetáris politikai stratégiájának módosításával megvalósult az "inflációs célkövetés az ERM-II feltételei szerint". 2005. november 28-án a szlovák korona belépett az ERM-II-be. Középfolyamat ekkor 38,4550 koronában állapították meg az euróval szemben. Az alkalmazott standard ingadozási sáv  $\pm 15\%$  volt. A kedvezőbbé váló makrogazdasági fundamentumok hatására jelentősen erősödött a

szlovák korona, középárfolyamát az ERM-II-ben való részvétele során kétszer is felértékelték az euróval szemben.

A 2005 és 2008 között alkalmazott inflációs célkövetési rendszernek megfelelően, a Náródná banka Slovenska monetáris politikája az árstabilitás fenntartására törekedett. Ennek következtében a 2005-től megfigyelhető, fokozódó inflációs nyomás a monetáris szigorítás időszakát nyitotta meg. A Náródná banka Slovenska több lépésben, összesen 175 bázisponttal emelte meg irányadó kamatlábát, ami 2006 szeptemberében elérte a 4,75%-ot. Az inflációs ráta ezt követő stabilizációja, valamint az újonnan megválasztott kormány szilárd elkötelezettsége az eredeti euroátállási ütemterv betartása mellett hozzájárult ahhoz, hogy az ország le tudta küzdeni a gazdasági instabilitás e rövid epizódját. Az eurobevezetéssel kapcsolatos tervek iránt megnyilvánuló új bizalom és a kedvező makrogazdasági fejlemények megerősítették a szlovák koronát, amelynek árfolyama fokozatosan emelkedni kezdett az euróval szemben. 2007-ben a Náródná banka Slovenska megkezdte monetáris politikai irányvonalának lazítását, és irányadó kamatlábát két lépésben, összesen 50 bázisponttal 4,25%-ra csökkentette. A várható euroátállásra való tekintettel a Náródná banka Slovenska 2008 októberétől követte az EKB kamatdöntéseit, amelynek következtében három lépésben, összesen 175 bázisponttal 2,5%-ra csökkentette repokamatlábát. A szlovákiai pénzügyi kamatlábak nagyjából a hivatalos jegybanki kamatlábakhoz alkalmazkodtak. 2008 utolsó hónapjaiban a szlovákiai banki szektort jellemző bőséges likviditásnak köszönhetően

a pénzügyi kamatlábak alacsonyabbak voltak, mint az euroövezetben. A szlovákiai gazdasági változások iránt megnyilvánuló határozott piaci bizalomnak köszönhetően, az utóbbi években csökkentek a hosszú lejáratú államkötvények hozamai.

Most, hogy Szlovákia áttért az euróra, már nem részesülhet az euróval szemben felértékelődő nemzeti valutája által nyújtott előnyökből, noha a múltban ez segített az infláció visszaszorításában. Ezért az euróra való átállás után a hatóságoknak célratörő gazdaságpolitikát kell folytatniuk minden fronton. A prioritás a fenntartható gazdasági konvergencia még magasabb fokának elérése kell, hogy legyen. E tekintetben létfontosságú az alacsony inflációs környezet fenntartása. A gazdaságban uralkodó inflációs nyomások kordában tartásához elengedhetetlen a Stabilitási és növekedési paktum követelményeivel összhangban, következetesen és hitelesen megvalósított fiskális politika. A közelmúltban tapasztalható gazdasági lassulás ellenére a hatóságoknak továbbra is a túlzott fiskális hiány elkerülésére és a fiskális konszolidáció folytatására kell törekedniük annak érdekében, hogy mielőbb elérhessék középtávú költségvetési céljaikat. Szlovákiában további erőfeszítésekre van szükség a külső versenyképesség megalapozásához és a gazdaság ellenálló képességének megerősítéséhez. Tovább kell javítani a szlovák munkaerőpiac működését, és meg kell oldani a strukturális munkanélküliség magas szintjének problémáját. A termelékenység növelése és az ország külföldi tőkét vonzó képességének megerősítése érdekében szükség van az üzleti környezet fejlesztésére is.

## II. keretes írás

### AZ EUROÖVEZET SZLOVÁKIÁVAL TÖRTÉNT KIBŐVÍTÉSÉNEK STATISZTIKAI VONZATAI

Szlovákia 2009. január 1-jei csatlakozása az euroövezetbe a negyedik olyan alkalom volt, amikor az euroövezetre vonatkozó statisztikai sorokat módosítani kellett új tagország belépése miatt. Ahol szükséges volt, a kibővített euroövezetre vonatkozó statisztikák készítését koordinálták az Európai Bizottsággal.

Szlovákia euroövezetbe való belépése azt jelenti, hogy Szlovákia rezidensei az euroövezet rezidenseivé váltak. Ez befolyásolja azokat a statisztikákat, amelyeknél az euroövezeti aggregátumok nem egyszerűen csak az olyan nemzeti adatok összegei, mint a monetáris, fizetésimérleg- és nemzetközi befektetési pozícióra vonatkozó statisztikák vagy a pénzügyi számlák, ugyanis most már konszolidálni kell a szlovák és más euroövezeti rezidensek közötti tranzakciókat is.

Következésképpen 2009 januárjától Szlovákia köteles teljesíteni az EKB valamennyi statisztikai követelményét, azaz teljesen harmonizált és összehasonlítható nemzeti adatokat szolgáltatni.<sup>1</sup> Tekintve, hogy az új statisztikák előkészítése hosszú időt igényel, a Národná banka Slovenska és az EKB jóval Szlovákia EU-csatlakozása előtt megkezdte a statisztikai előkészületeket. A KBER-be történő integrálódását követően a Národná banka Slovenska még intenzívebben folytatta az előkészületeket, hogy teljesíteni tudja az EKB követelményeit a monetáris, banki, fizetésimérleg-, állami finanszírozási, pénzügyi számla és más pénzügyi statisztikák terén. Ezenkívül a Národná banka Slovenskának meg kellett tennie a szükséges előkészületeket a szlovák hitelintézetek integrálódására az EKB kötelezőtartalék-rendszerébe, és teljesítenie kellett a vonatkozó statisztikai követelményeket.

A többi euroövezetbeli ország adatközlői és NKB-i számára az euroövezet bővítése azt jelenti, hogy 2009 januárjától a szlovák rezidensekkel lebonyolított tranzakciókat (vagy állományváltásokat) és a hozzájuk kapcsolódó pozíciókat az euroövezeti adatok részeként kell jelenteniük, nem pedig euroövezeten kívüli rezidensekkel kapcsolatos tranzakciókként és pozíciókként.

Továbbá Szlovákiának és minden euroövezetbeli országnak megfelelő földrajzi és szektorális részletességgel visszamenőleges adatokat kellett szolgáltatni Szlovákia EU-hoz történő csatlakozásának évéig, azaz 2004-ig visszamenően.

Az euroövezeti statisztikák publikálását illetően az EKB online hozzáférést biztosít a felhasználók számára két csoport idősorhoz. Míg az egyik a jelenlegi (tehát Szlovákiát is magában foglaló) euroövezetre vonatkozó adatokat tartalmazza a lehető legtávolabbi múltba visszanyúlva, a másik összeköti az euroövezet különféle összeállításait az 1999-ben idetartozó 11 országgal kezdve.

<sup>1</sup> Az EKB statisztikai követelményeit az *EKB-statisztika – áttekintés* című, 2008. áprilisi dokumentum foglalja össze.

## 2 A NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA EURORENDSZERBELI INTEGRÁCIÓJÁNAK JOGI SZEMPONTJAI

A Szerződés 122. cikke (2) bekezdése értelmében az EKB megvizsgálta, hogy a Náródná banka Slovenska alapszabálya és az egyéb vonatkozó szlovák jogszabályok megfelelnek-e a Szerződés 109. cikkének. Amint azt a 2008 májusában kiadott konvergenciajelentés megállapítja, az EKB kedvezően ítélte meg a szlovák jogszabályok összhangját a Szerződéssel és a KBER alapokmányával.

Tekintettel a Náródná banka Slovenska eurorendszerhez történő 2009. január 1-jei csatlakozásának biztosítására, az EKB és a Náródná banka Slovenska számos jogi eszközt léptetett érvénybe. Az eurorendszer jogi kereteit az ECOFIN Tanács 2008. július 8-i, Szlovákia eltéréseinek megszüntetéséről szóló határozata következményeként átalakították<sup>1</sup>. Az euro szlovákiai bevezetése és a központi bank integrációja az eurorendszerbe szükségessé tette néhány szlovák jogszabály megváltoztatását.

2007 végére a Náródná banka Slovenska alapszabályát összhangba hozták az EKB 2004. és 2006. évi konvergenciajelentéseinek ajánlásaival. 2007. július 20-án Szlovákia egyeztetett az EKB-val a Náródná banka Slovenska alapszabályában végrehajtandó tervezett módosításokról. Az EKB elfogadta a javaslatot bizonyos változtatásokról, amelyek ezután átvezetésre kerültek az alapszabály végleges változatában.<sup>2</sup>

Az ECOFIN Tanács 2008. július 8-i határozata az euro szlovákiai bevezetése okán<sup>3</sup> szükségessé tette a 974/98/EK tanácsi rendelet módosításait, valamint a 2866/98/EK rendeletet módosító 694/2008/EK tanácsi rendelet<sup>4</sup> elfogadását, amely meghatározta a szlovák korona visszavonhatatlanul rögzített árfolyamát az euróval szemben. A Tanács konzultált az EKB-val a javaslatokról mindkét rendeletre vonatkozóan, amelyekről az EKB véleményt fogadott el.<sup>5</sup> Kikérték az EKB véleményét az euroátállást vezérlő nemzeti jogalkotás, a fizetési és elszámolási rendszerek, a kerekítési szabályok és a Szlovákiában forgalomban lévő bankjegyek kérdésében is.<sup>6</sup>

A Náródná banka Slovenska eurorendszerbe történő integrációjának jogi előkészületeivel kapcsolatban az EKB elfogadta a szükséges jogi eszközöket, hogy lehetővé tegye a hátralevő tőke befizetését a Náródná banka Slovenska által az EKB részére.<sup>7</sup> Az EKB ugyancsak felülvizsgálta jogi kereteit, és ahol szükséges volt, módosításokat vezetett be a Náródná banka Slovenska eurorendszerbeli tagsága okán. Ide tartozott az eurorendszer monetáris politikájára és a TARGET2-re vonatkozó jogi keretek megvalósításával kapcsolatos szlovákiai jogszabályok áttekintése, ami 2009. január 2-ától lehetővé tette a szlovák ügyfelek részére az eurorendszer nyílt piaci műveleteiben való részvételt. Az EKB ugyancsak elfogadott egy döntést a kötelező tartalékok EKB általi alkalmazására vonatkozó átmeneti rendelkezésekről az euro szlovákiai bevezetését követően.<sup>8</sup> Végezetül, az ERM-II-megállapodás<sup>9</sup> a Náródná banka Slovenskával megszüntetésre került.

1 A Tanács 2008. július 8-i 2008/608/EK határozata a Szerződés 122. cikke (2) bekezdésének megfelelően a közös valuta 2009. január 1-jén Szlovákia által történő bevezetéséről, HL L 195., 2008.7.24., 24. o.

2 CON/2007/43.

3 A Tanács 2008. július 8-i 693/2008/EK rendelete a 974/98/EK rendeletnek az euro Szlovákiában való bevezetése tekintetében történő módosításáról, HL L 195., 2008.7.24., 1. o.

4 A Tanács 2008. július 8-i 694/2008/EK rendelete a 2866/98/EK rendeletnek az euro szlovákiai átváltási árfolyama tekintetében történő módosításáról, HL L 195., 2008.07.24., 3. o.

5 CON/2008/28.

6 CON/2008/18, CON/2008/23, CON/2008/25, CON/2008/27, CON/2008/40 és CON/2008/86.

7 Az EKB határozata (2008. december 31.) az Európai Központi Bank tőkéjének a Náródná banka Slovenska általi befizetéséről, a Náródná banka Slovenska devizataralékokat megtestesítő eszközeinek az EKB számára történő átadásáról és az Európai Központi Bank általános tartalékaihoz és céltartalékaihoz való hozzájárulásáról (EKB/2008/33), HL L 21., 2009.01.24., 83. o.

8 EKB/2008/14 döntés (2008. október 28.) az euro szlovákiai bevezetését követően a kötelező tartalékok EKB által történő alkalmazására vonatkozó átmeneti rendelkezésekről, HL L 319., 2008.11.29., 73. o.

9 2008. december 8-i megállapodás az EKB és az euroövezeten kívüli tagállamok nemzeti központi bankjai között a gazdasági és monetáris unió harmadik szakaszában az árfolyam-mechanizmus eljárási szabályainak meghatározásáról szóló, az EKB és az euroövezeten kívüli tagállamok nemzeti központi bankjai közötti, 2006. március 16-i megállapodás módosításáról, HL C 16., 2009.01.22., 10. o.

### 3 A NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA EURORENDSZERBELI INTEGRÁCIÓJÁNAK OPERATÍV SZEMPONTJAI

Az ECOFIN Tanács 2008. július 8-i határozatát követően a 2009. január 1-jén történő eurobevezetésről Szlovákiában, az EKB technikai előkészületeket hajtott végre a Národná banka Slovenska eurorendszerbeli teljes integrációja céljából. A Szerződés rendelkezéseivel összhangban a Národná banka Slovenska pontosan ugyanazokkal a jogokkal és kötelezettségekkel csatlakozott az eurorendszerhez, mint azon EU-tagállamok NKB-i, amelyek már korábban bevezették az eurót.

A Národná banka Slovenska eurorendszerbeli integrációjának technikai előkészületei a területek széles körét fedték le, nevezetesen pénzügyi jelentés és számvitel, monetáris politikai műveletek, devizatartalékok kezelése és devizaműveletek, fizetési rendszerek, statisztikák és bankjeggyártás. A működés területén az előkészületek kiterjedtek a monetáris politika végrehajtását és a devizaműveleteket szolgáló eszközök, eljárások és technikai rendszerek átfogó tesztelésére.

#### 3.1 MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK

Az euro 2009. január 1-jei szlovákiai bevezetésétől kezdődően a szlovákiai hitelintézetekre is vonatkoznak az eurorendszer tartalékolási előírásai. Ezen hitelintézetek listája az EKB honlapján megtekinthető. Szlovákia csatlakozása az euroövezetbe csekély változást jelentett az eurorendszer likviditási feltételeiben. Az euroövezeti hitelintézetek aggregált kötelező tartalékai kevesebb, mint 0,5%-kal (740 milliárd euróval) nőttek. Szlovákiában a 2008. január 1. és 20. közötti időszakban a nettó autonóm likviditási tényezők iránya likviditásnyújtó volt, ami átlagosan 7,21 milliárd euróval csökkentette a teljes euroövezeti bankszektor likviditási szükségleteit. A likviditásnyújtó hatás annak ellenére bekövetkezett, hogy az euroövezeti csatlakozást megelőzően a Národná banka Slovenska által végrehajtott, 2009. január 6. és 13. között lejáró, likviditásszűkítő monetáris politikai műveleteket, valamint a jegybank által január 20-i lejáráttal kibocsátott kötvényeket egyaránt autonóm tényezőként kezelték. Ha a fenti

tényezők mindegyikét figyelembe vesszük, Szlovákia csatlakozása az euroövezet bankszektorának teljes likviditási szükségletét 11 milliárd euróval csökkentette, amely az aggregált likviditási szükségletek mintegy 1%-ának felel meg.

Tekintettel a likviditási többletre, a szlovákiai ügyfelek 2009 elején viszonylag kis összegekre nyújtottak be ajánlatokat nyíltpiaci műveletek keretében: 1 millió euróra a január 14-én elszámolt irányadó refinanszírozási művelet keretében, és egyenként 15 millió euróra a január 8-án elszámolt három hónapos és hat hónapos hosszabb lejáratú refinanszírozási művelet keretében.

Az euroövezetbe való csatlakozással a Národná banka Slovenska is átvette az eurorendszer fedezeti rendszerét, és 17,6 milliárd euro értékben jelentett be az eurorendszer hitelműveleteiben 2009. január 1-jei hatállyal elfogadható fedezetet Szlovákiában található eszközökben.

#### 3.2 HOZZÁJÁRULÁS AZ EKB TŐKÉJÉHEZ, TARTALÉKAIHOZ ÉS DEVIZATARTALÉKOKAT MEGTESTESÍTŐ ESZKÖZEIHEZ

A KBER-hez történt 2004. május 1-jei csatlakozásakor a Národná banka Slovenska az EKB működési költségeihez való hozzájárulásként az EKB jegyzett tőkéjéből ráeső rész 7%-át fizette be. A KBER alapokmányának 49.1. cikkével és a Kormányzótanács által 2008. december 31-én elfogadott jogi aktusokkal összhangban a Národná banka Slovenska 2008. január 1-jén befizette részvényjegyzésének hátralevő részét. A Národná banka Slovenska jegyzett részesedésének teljes összege 39,9 milliárd euro, amely az EKB 2009. január 1-jén számolt 5,761 milliárd eurós jegyzett tőkéjének 0,6934%-ával egyenlő.

2009 elején a KBER alapokmányának 30. és 49.1 cikkével összhangban a Národná banka Slovenska az EKB jegyzett tőkéjéből való részesedése alapján összesen 443,1 milliárd eurónak megfelelő devizatartalékot adott hozzá az EKB devizatartalékaihoz (melynek 85%-a



USA-dollárban denominált eszköz, 15%-a pedig arany volt). A Národná banka Slovenska úgy döntött, hogy az EKB USA-dollárban denominált tartalékeszközeiből ráeső rész kezelésével kapcsolatos operatív tevékenységeket egyéni alapon, egy USA-dollárban denominált elkülönített tartalékezelési portfólión keresztül fogja végrehajtani. A KBER alapokmányának 30.3 cikkével összhangban a devizatartalékok EKB-nak történő átadását követően a Národná banka Slovenska részére euróban denominált követelést írtak jóvá az EKB-val szemben.

## 4 A SZLOVÁK KÉSZPÉNZCSERE

### A KÉSZPÉNZCSERE GYAKORLATI LEBONYOLÍTÁSA

2009. január 1-jén Szlovákia saját nemzeti pénzneméként bevezette az eurót. A két hétig tartó átmeneti időszakot követően, amikor még a régi pénz is forgalomban volt, az euro teljesen felváltotta a szlovák koronát.

Az eurobankjegyek és -érmék zökkenőmentes bevezetésének biztosításához minden lényeges piaci szereplő, köztük is elsősorban a banki szektor, részt vett az átállással kapcsolatos előkészületekben. A nemzeti átállási terv jóval az €-napot megelőzően a vállalkozások és a lakosság rendelkezésére bocsátotta az átállás menetrendjét. A 2007-ben Szlovéniában és a 2008-ban Máltán és Cipruson végrehajtott készpénzcseré tapasztalatai alapján a Kormányzótanács új EKB-iránymutatást fogadott el az eurokészpénzcserére való egyes előkészületekről és az eurobankjegyek és -érmék elő- és továbbszállításáról.<sup>10</sup> Az új iránymutatás rendelkezik például arról, hogy a mikrovállalkozásoknak lehetőségük legyen a korábbi készpénzcserénél alkalmazott normál eljárás mellett egyszerűsített eljárás keretében is előzetesen hozzájutni eurokészpénzhez. Az eurorendszerhez csatlakozó NKB-k maguk dönthetik el, hogy az iránymutatásban rögzített rendelkezések révén mennyit lehetőségeket igénybe kívánják venni vagy sem.

Az ECOFIN Tanács 2008. július 8-i határozatával az euro 2009. január 1-jén Szlovákiában történő bevezetéséről a Národná banka Slovenska jogosulttá vált arra, hogy a 2009. évi készpénzcserére és bankjegyszükségletekre való felkészülés keretében bankjegyeket vegyen kölcsön az eurorendszertől. Földrajzi és logisztikai okokból a szükséges a 8,3 milliárd euro névértékű, 196,2 millió bankjegy leszállítását az Österreichische Nationalbank teljesítette az eurorendszer nevében.

A kremnicai Szlovák Pénzverdében 165,22 millió euro névértékben összesen 499 millió euroérmét vertek.

Az euroérmék előszállítása a pénzintézetek részére 2008 szeptemberében, az eurobankjegy-

gyeké pedig októberben kezdődött. A továbbszállítás a vállalkozások részére 2008 novemberében indult meg. A lakosság 2008. december 1-jétől vásárolhatott euroérme startcsomagokat (egyenként 16,60 eurós névértékben) a Národná banka Slovenskában, bankokban és postahivatalokban. Ez lehetővé tette, hogy a kis összegű vásárlások során pontos összegben lehessen fizetni, így a készpénzcserét közvetlenül követő időszak aprópénz-szükséglete lecsökkent.

Az előszállítási és továbbszállítási műveletek révén az eurobankjegyek és -érmék kiszállítását hosszabb időszakra lehetett kiterjeszteni, s ezzel elkerülhetővé váltak a készpénzellátással kapcsolatos fennakadások. Az előszállított összegeket nagyrészt a bankjegykiadó automaták (ATM-ek) gyors átállítására fordították. 2009. január 1-jétől gyakorlatilag az összes ATM-ből lehetett eurobankjegyeket kivenni.

Az euro szlovákiai bevezetése kapcsán, az euroövezeti NKB-k 2009 első munkanapjától 2009. február 28-ig ingyenes szolgáltatásként, névértéken váltották a szlovák korona bankjegyeket euróra.<sup>11</sup> Az átváltást bármely félre és tranzakcióra vonatkozóan napi 1000 euróra korlátozták. A Národná banka Slovenska a szlovák korona bankjegyeket korlátlan ideig, az érméket pedig 2013 végéig fogja átváltani.

### TÁJÉKOZTATÁSI KAMPÁNY AZ EURO BEVEZETÉSÉRŐL

Az EKB és a Národná banka Slovenska szoros együttműködésben dolgozott egymással az euro 2009. január 1-jei szlovákiai bevezetését előkészítő átfogó tájékoztatási kampány kidolgozásán.

<sup>10</sup> Az EKB/2008/4 iránymutatás az eurokészpénz-cserére való egyes előkészületekről és az eurobankjegyek és -érmék elő- és továbbszállításáról szóló EKB/2006/9 iránymutatás módosításáról.

<sup>11</sup> A KBER alapokmányának 52. cikke előírja az EKB Kormányzótanácsa számára, hogy tegye meg a szükséges intézkedéseket annak biztosítása érdekében, hogy az eurohoz visszavonhatatlanul rögzített árfolyamú pénznemekben denominált bankjegyeket az euroövezetbeli NKB-k névértéken váltsák be. Ezzel összefüggésben 2006. július 24-én a Kormányzótanács elfogadott egy iránymutatást az ilyen bankjegyek beváltásáról.

A Národná banka Slovenska az “Az euro - a mi pénzünk” logót használta az euro szlovákiai bevezetésével kapcsolatos valamennyi kommunikációs tevékenysége során, ami az eurorendszer által a 2002-ben lezajlott euro információs kampány óta nagy sikerrel alkalmazott logón alapult.

Az EKB és a Národná banka Slovenska által szervezett tájékoztatói kampány célja az volt, hogy megismertesse a készpénzkezelőket és a közvéleményt az eurobankjegyek és -érmék vizuális megjelenésével és biztonsági jellemzőivel, valamint a készpénzcserével kapcsolatos eljárásokkal.

A kampány során felhasznált különféle kommunikációs eszközök az összes eddigi készpénzcseré tapasztalatait felhasználták. 17 különféle kiadvány közzétételére került sor, többek között külön tájékoztató anyagok készültek a készpénzkezelő szakma részére. 2008. negyedik negyedéve során a Národná banka Slovenska a különféle kiadványok 7 millió példányát juttatta el a nagyközönséghez (többek között a lakosság részére készített tájékoztató füzetet, az euro átváltási kártyát és több más, négy nyelven megjelentetett kiadványt). 2008. decemberében minden szlovák háztartásba eljuttatták a tájékoztató füzetet és két euro átváltási kártyát. Az euro átváltási kártyákon más-más képeket lehetett látni attól függően, hogy milyen szögből szemlélték őket. A kártyák címdoldalán 28 összeg euro/szlovák korona átváltási táblázata szerepelt, míg hátoldaluk a 20 eurós bankjegy legfőbb biztonsági jellemzőit mutatta be.

Sor került több sajtó- és közönségkapcsolati program lebonyolítására is, többek között 2008. szeptember 4-én a média képviselőinek szóló EKB-szemináriumra, az eurobankjegyek és -érmék a Národná banka Slovenska által 2008. szeptember 21-én indított utazó kiállítására, a 2008. szeptember 22-én Pozsonyban megrendezett eurokonferenciára, és a 2009. január 8-i állami euroünnepre.

Részben az EKB finanszírozta a Národná banka Slovenska pozsonyi székházának homlokzatára

kifüggesztett, Szlovákiában valaha látott leghatalmasabb plakát elkészítését, amelynek kisebb változatai a jegybank regionális központjait díszítették. Több mint 100 partner, főként bank és állami hatóság kapott hozzáférést az EKB vonatkozó publikációinak magas színvonalú nyomtatási fájllaihoz, amelyeket azután saját tájékoztatói munkájuk során szabadon felhasználhattak.

Az EKB felvette a kapcsolatot a vakok és gyengénlátók szövetségeivel, és egy beültetett MP3 fájlal rendelkező „beszélőkártyát” fejlesztett ki vakok és gyengénlátók részére, amely egy felvételt játszott le az eurobankjegyekről és -érmékről rögzített legfőbb információkról.





Willem F. Duisenberg az euro nevében 2002. május 9-én átveszi a Charlemagne Díjat Aachenben

## 4. FEJEZET

# PÉNZÜGYI STABILITÁS, PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ

# I PÉNZÜGYI STABILITÁS

Az eurorendszer hozzájárul ahhoz, hogy az illetékes nemzeti hatóságok zökkenőmentesen folytathassák a hitelintézetek prudenciális felügyeletére és a pénzügyi rendszer stabilitására irányuló politikájukat. Tanácsot ad továbbá a hatóságoknak és az Európai Bizottságnak az említett területekre vonatkozó közösségi jogszabályok érvényességével és végrehajtásával kapcsolatban.

## I.1 A PÉNZÜGYI STABILITÁS NYOMON KÖVETÉSE

Az EKB a KBER Bankfelügyeleti Bizottságával (Banking Supervision Committee – BSC) együttműködve örködik a pénzügyi rendszer stabilitása felett.<sup>1</sup> Ide kapcsolódó legfontosabb tevékenysége a pénzügyi stabilitást fenyegető kockázatok figyelemmel kísérése és a pénzügyi rendszer sokkelnyelő-képességének értékelése. A figyelem középpontjában a bankok állnak, hiszen még mindig ők a pénzeszközök elsődleges közvetítői. Ugyanakkor a pénzügyi piacok és az egyéb pénzügyi intézmények szerepének növekedése, illetve bankokhoz fűződő kapcsolatai miatt a KBER a pénzügyi rendszer ezen elemeinek sérülékeny pontjait is figyeli.

### A KONJUNKTURÁLIS FEJLEMÉNYEK

2008-ban tovább fokozódott az euroövezet pénzügyi rendszerére nehezedő nyomás, amelyet még 2007-ben a pénzügyi intézményeknek az amerikai gyengébb minőségű jelzáloghitelek (subprime mortgages) által fedezett értékpapírokból eredő veszteségei váltottak ki világszerte. Az év előrehaladtával az euroövezeti bankok további eszközértékelési leírást szenvedtek, nőtt a hitelekre elszámolt értékvesztés és a hitelköltség, továbbá jelentősen visszaestek a kereskedési bevételek. Az időszak legfontosabb fejleményeit és a belőlük levonható tanulságokat e jelentés egy másik fejezete (1. fejezet, 2. pont), valamint az EKB számos egyéb kiadványa, köztük a Pénzügyi stabilitási jelentés tárgyalja.

Ahogy egyre nőtt a bizonytalanság a világgazdasági kilátásokkal kapcsolatban, és ahogy a kockázatok egyre határozottabban az alacsonyabb növekedés irányába hajlottak el, úgy fokozódott

a pénzügyi piaci szereplők kockázatkerülése, és ennek eredményeként esett a legtöbb pénzügyi eszköz ára. Az év során jelentősen csökkent a hitelpiaci likviditás és romlottak a finanszírozási feltételek, az értékpapírosítási piacok tevékenysége pedig gyakorlatilag leállt. Az elhúzódó likviditási nyomás végül egyre nagyobb aggodalmat keltett a hitelképességet és a tőkepuffer elegendőségét illetően. Ilyen viszonyok között a befektetők és a hitelezők kételkedni kezdtek abban, hogy egyes pénzügyi vállalatok képesek lesznek eleget tenni kötelezettségeiknek. Ennek következtében több kulcsfontosságú pénzügyi vállalat hatalmas akadályokba ütközött, valahányszor megkísérelt hozzáférni a rövid távú finanszírozáshoz és a tőkepiacokhoz. A világ legnagyobb pénzügyi intézményei közül nem egyet leminősítettek, részvényárfolyamuk drámaian csökkent. Mindez számos euroövezeti és nemzetközi pénzügyi intézményt vagy konszolidációra, vagy arra kényszerített, hogy a részvényesekhez, illetve az államhoz forduljanak további támogatásért. Nem egy nemzetközi pénzügyi intézmény esetében azonban elkerülhetetlen volt a csőd.

A pénzügyi turbulencia első szakaszában az euroövezeti bankok fizetőképességi pozíciója általánosságban jóval a minimális szabályozói követelmény fölött volt a korábbi évek jelentős profitabilitásának köszönhetően. Noha a strukturált hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok értékelési leírása és az ebből adódó, bő egy évig elhúzódó piaci nyomás több nagy euroövezetbeli bankot kedvezőtlenül érintett, ezek összességében ellenállónak tűntek a turbulenciával szem-

<sup>1</sup> A 2004. év vége óta az EKB évente kétszer Financial stability review (Pénzügyi stabilitási jelentés) címmel jelentést tesz közzé az euroövezet pénzügyi rendszerének stabilitásáról. 2008-ban jelent meg az „EU-beli bankstruktúrák” (EU banking structures) című jelentés hetedik kiadása, valamint „A kereskedelmi ingatlanok piaca” (Commercial property markets), „Az «originate and distribute» modell ösztönzőstruktúrája” (The incentive structure of the „originate and distribute” model), „Fedezett kötvények az Európai Unió pénzügyi rendszerében” (Covered bonds in the EU financial system) és „Európai uniós bankok likviditási stressztesztje és finanszírozási vészhelyzettervei” (EU banks’ liquidity stress testing and contingency funding plans) című ad hoc jelentések. Ezek az EKB honlapján megtekinthető kiadványok a BSC megfigyeléseinek főbb eredményeit mutatják be a bankszektor szerkezetéről és stabilitásáról.

ben egészen 2008 szeptemberéig, amikor is a helyzet jóval súlyosabbá vált.

Az euroövezeti bankok tőkemegtérülése 2008 első félévében összességében csökkent, ami a piaci árú elszámolásból adódó veszteségekkel párosult. Jelentősen megemelkedett a hitelekre és az értékpapírokra elszámolt értékvesztés, miközben mind a díjakból és jutalékokból származó jövedelem, mind a kereskedési bevétel csökkent, ami a kedvezőtlen tőkepiaci helyzettel állt összefüggésben. A nyereségség csökkenése ellenére 2008 első felében a szabályozóitőke-ráták emelkedése volt megfigyelhető, ami a kockázattal súlyozott eszközök tőkeáttételének egyes bankok általi diszkrecionális csökkentését, a kedvezőtlen körülmények ellenére széles körben végrehajtott tőkeemelés, valamint bizonyos fokig a Bazel II keretrendszer és a prudenciális szűrők meghonosítását tükrözte.

A jelek szerint rövid távon nem nagy a valószínűsége annak, hogy a jövedelmezőség újra elérje a turbulencia előtti szintet. Nem lehet kizárni egyéb strukturált pénzügyi termékek (amerikai lakossági eszközalapú értékpapírok, az euroövezeti lakóingatlanhoz kötődő jelzálogalapú értékpapírok) jelentős további értékcsökkenésének lehetőségét sem. A háztartási és vállalati hitelállomány lassabb bővülési üteme, az értékpapírosítás majdhogynem teljes megtorpanása, továbbá a díjakból és jutalékokból, valamint a kereskedésből származó bevételek csökkenése 2009-ben várhatóan kihívást jelent majd a bankok pénzügyi teljesítménye szempontjából. A helyzetre reagálva a bankok szigorították a hitelfeltételeken és csökkentették kiadásait. Az eurorendszer és az euroövezet kormányai jelentős gazdaságpolitikai intézkedéseket fogantatosítottak a piaci likviditás élénkítésére, a bizalom visszaállítására és a tőkepuffer bővítésére.

A nagy euroövezeti biztosítótársaságok pénzügyi teljesítménye romlott 2008 első felében, legtöbbjükben a díjak visszaesése volt megfigyelhető 2007 azonos időszakával összehasonlítva. Ennek egyik jelentős oka az volt, hogy a tőke- és hitel-

piaci turbulencia nyomán csökkent az életbiztosítási termékek iránti kereslet. A pénzügyi piaci feszültségek és reálgazdasági hatásaik a jövőben is további kihívások elé állítanak majd számos biztosítótársaságot. A banki szolgáltatásokat nyújtó, illetve pénzügyi konglomerátum részét képező biztosítóknak ezenkívül a bankszektorra érő kihívásokkal is meg kell birkóznuk.

2008. szeptember végére a globális fedezeti alapok (global hedge fund) hozamai szinte valamennyi befektetési kategóriában jelentősen negatív tartományba kerültek. A gyenge teljesítményhez hozzájárult az ingadozó eszközár-csökkenés, a kényszerű tőkeáttétel-csökkentés és fedezetkiegészítési felhívások, a short eladások állami hatóságok általi hirtelen betiltása, valamint a befektetői visszafizetések. Ismeretes, hogy a fedezeti alapok a piaci feszültségek kezdete óta jelentősen csökkentették adósságtömegüket, ezáltal csökkentve sérülékenységüket a további fedezetkiegészítési felhívásokkal vagy a banki hitelkeretek váratlan lefaragásával szemben, ennek ellenére 2008-ban a jelek szerint növekedett a befektetői visszafizetések kockázatával szembeni sebezhetőség, a befektetői visszafizetések ugyanis általában érzékenyen reagálnak a fedezeti alapok teljesítményére. Ami a fedezeti alapok kilátásait illeti, ha egyre kevésbé sikerül megtartaniuk befektetőiket, a további jelentős mértékű eszköz-eladások lehetősége nem elhanyagolható mértékben fenyegetheti a pénzügyi piacok stabilitását.

## STRUKTURÁLIS FOLYAMATOK

Az Európai Unió bankrendszerének legjelentősebb strukturális trendjei az előző években megfigyeltekkel összhangban haladnak.<sup>2</sup> Folytatódott a konszolidáció, igaz, a jelek szerint üteme enyhén mérséklődött. Míg a 15 régebbi tagállam körében eltérő trendek rajzolódtak ki, addig a 2004 óta csatlakozott új tagállamokban a hitelintézetek száma jobbra változatlan maradt, kivéve Cipruson, amely a takarékszövetkezeti szektor folyamatban lévő konszolidációja miatt

<sup>2</sup> Az ebben a részben szereplő adatok az EKB „EU-beli bankstrukturák” (EU banking structures) című jelentéséből valók, amely 2007-ig bezárólag közöl adatokat.



lógott ki a sorból. 2007-ben az EU-n belüli hitelintézetek száma összesen 166-tal csökkent (8514-ről 8348-ra), míg egy évvel korábban ez a szám 175 volt.

Az unió bankstruktúráját ugyanakkor változatlanul belföldi hitelintézetek uralják (71,3%-os piaci részesedéssel), a fennmaradó részt pedig külföldi hitelintézetek fiókjai és leányvállalatai teszik ki, nagyjából egyenlő eloszlásban. Ki kell emelni azonban, hogy jelentős eltérések vannak egyes országok között: az újabb tagállamokban a külföldi hitelintézetek vannak túlsúlyban, különösen olyanok, amelyek anyavállalata valamely régebbi tagállamban található. Figyelemreméltó, hogy a 2006-os évvel ellentétben előretörték az EU-n belüli külföldi bankfiókok mind a piaci részesedés, mind a teljes eszközállomány tekintetében. Ez különösen a 2004 óta csatlakozott tagállamokra igaz, ahol a külföldi fiókok piaci részesedése nagyjából 1 százalékponttal emelkedett, míg a külföldi leányvállalatok száma hozzávetőleg 4 százalékponttal csökkent.

Ami az egyesüléseket és felvásárlásokat (M&A) illeti, a tranzakciók teljes száma csökkent 2007-ben. Számottevően növekedett viszont az uniós hitelintézetek EU-n kívüli akvizícióinak száma, amely magasabb volt, mint a belföldi ügyleteké az elmúlt három évben. Az M&A értéke 2003 óta folyamatosan növekszik, 2007 sorozatban a második év volt, amelyben a tranzakciók összértéke meghaladta a 2000-ben regisztrált csúcst. Növekedett a koncentráció, ami egyfelől a folytatódó piaci konszolidációra utal, másfelől egyes bankcsoportok dinamikus növekedésére, amely részben M&A-tevékenységüknek tudható be. Megjegyzendő, hogy a kisebb országokban jellemzően konszolidáltabb a bankszektor, ami alól Ausztria és Luxemburg jelent csak kivételt; előbbiben erős takarékbanki és takarékszövetkezeti szektor, utóbbiban nagyszámú külföldi hitelintézet működik.

Végül megerősödött a banki közvetítói tevékenység, amit az is alátámaszt, hogy a hitelintézetek teljes eszközállománya a GDP-nél gyorsabb ütemben nőtt. A teljes uniós eszközállomány bővülési üteme azonban 2007-ben

lassúbb volt (10,7%), mint az előző években (2005: 13,7%; 2006: 11,9%).<sup>3</sup> Meg kell jegyezni azonban, hogy az aggregált adatok mögött nagyfokú ingadozás figyelhető meg: míg az újabb tagállamokban csaknem 25%-os nominális növekedés volt tapasztalható, addig az Egyesült Királyságban, amelynek pénzügyi szektora az uniós bankszektor eszközeinek hozzávetőleg negyedét teszi ki, a teljes eszközállománynak mindössze 2,3%-os bővülését regisztrálták. A pénzügyi rendszer strukturális átrendeződésével, valamint a befektetési és fedezeti alapok hanyatlásával a legjelentősebb kereskedelmi bankok fontosabb szerepet kapnak majd a hitelközvetítésben.

## 1.2 PÉNZÜGYI STABILITÁSI INTÉZKEDÉSEK

Mind nemzetközi, mind európai uniós szinten indultak kezdeményezések a pénzügyi stabilitási keretrendszer pénzügyi turbulencia által felszínre hozott gyengeségeinek orvoslására.

2008 áprilisában a Pénzügyi Stabilitási Fórum (Financial Stability Forum – FSF) ajánlásokat fogalmazott meg a piac és az intézményrendszer ellenálló képességének növelésére. A hatóságoktól elvárják a gyenge bankok kezelésével kapcsolatos országhatáron belüli és azon átnyúló intézkedések tisztázását és megerősítését, továbbá a betétbiztosítási konstrukciók felülvizsgálatát és, amennyiben szükséges, megerősítését. A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS) áttekintette a bankmentő intézkedések és a határokon átnyúló válságkezelés országos gyakorlatát. Ezzel párhuzamosan az FSF a válságkezelés magas szintű alapelveinek megfogalmazásán dolgozik.

<sup>3</sup> Megjegyzendő, hogy az itt közölt elemzés mérlegben szereplő állományadatokon alapul. Javítana a teljes eszközállomány trendszerű alakulásának elemzésén, ha rendelkezésre állnának forgalmi adatok az értékpapírosított eszközökről (mind az állami, mind magánkézben lévőkről). Ezen adatok hiánya kevésbé befolyásolja a 2004 óta EU-tagként vált országok elemzését, ezekben ugyanis még nem áll olyan magas szinten az értékpapírosítás. Ezenkívül, mivel az euroövezeten kívüli országokra vonatkozó számok árfolyam-kiigazítást nem tartalmaznak, a folyamatokat részben befolyásolhatta a helyi valuták euróval szembeni árfolyamának változása.

2008 májusában az ECOFIN Tanács aktualizálta a pénzügyi stabilitási intézkedések megerősítésének 2007 októberében elfogadott uniós ütemtervét. Ennek alapján 2008. június 1-jével hatályba lépett az egyetértési megállapodás a határon átnyúló pénzügyi stabilitásról az EU felügyeleti szervei, pénzügyminisztériumai és központi bankjai között.<sup>4</sup> A BSC – külön erre a célra felállított munkacsoportján keresztül – segítette az illetékes hatóságokat a megállapodás végrehajtásában, figyelmét annak a közös elemzési keretrendszernek életbe léptetésére összpontosítva, amely a pénzügyi krízis rendszerszerű vonatkozásainak értékelését szolgálja. A testület áttekintette továbbá a tagállamokban jelenleg működő legfontosabb válságkezelő szerveket, egyszersmind véleményezte azokat a kezdeményezéseket, amelyek a hatóságok rendelkezésére álló eszközök felülvizsgálatára irányulnak.

2008 októberében az EU tagállamai számos kezdeményezést indítottak annak biztosítására, hogy a tagállami stabilizációs intézkedések – amelyek a pénzügyi zavarok megszüntetését szolgálták – ne eredményezzenek negatív átgűrűzést, valamint, hogy továbbra is érvényben maradjon az egyenlő játékszabályok elve az egyes országok között.

Elsőként az ECOFIN Tanács döntött úgy október 7-én, hogy legalább egyéves időtartamra 50 000 euróra emeli az uniós betétek minimális védelmének értékhatárát. Ennek eredményeként a Bizottság 2008. október 15-én elfogadta a betétgarancia-konstrukcióról szóló irányelvet módosító javaslatot, amely, amennyiben az Európai Parlament és az EU Tanácsa is jóváhagyja, várhatóan 2009 márciusában jelenik meg a Hivatalos Lapban. A módosított irányelv a kötelező betétvédelmi összeghatárt 2009 júniusára betétenként 50 000 euróra, 2010 végétől pedig 100 000 euróra emeli, feltéve, hogy a Bizottság nem emel kifogást a javaslat ellen.

Másodszor, „általános uniós alapelveket” fogalmaztak meg, amelyeket konkrétabb iránymutatásokkal egészítettek ki az euroövezeti országok október 12-i, párizsi csúcsertekezletén, és

amelyeket a 27 tagállam az október 15–16-i Európai Tanácson hagyott jóvá. Az alapelvek meghatározták a tagállami intervenciók közös jellemzőit, beleértve a bankok finanszírozására és újratőkésítésére alkalmazott garanciákat.

A „likviditásszűkében lévő fizetőképes bankokat” célzó intézkedések vonatkozásában az a megállapodás született, hogy a kormány garanciát vállalhat az új középtávú (öt évnél rövidebb lejáratú) elsőhelyi (senior) banki adósságkibocsátásra. Nem lehetnek diszkriminatívak azok a kritériumok, amelyek alapján meghatározzák, hogy mely pénzügyi intézmények jogosultak a garanciakonstrukcióban való részvételre; a jogosultak körébe be kell vonni azoknak a külföldi intézményeknek a leányvállalatait is, amelyek komoly üzleti tevékenységet folytatnak valamely EU-tagállamban. A konstrukció csak egy meghatározott összeghatárig érvényes, és 2009. december 31-ig marad érvényben. Fontos kiemelni, hogy a párizsi deklaráció aláírói kijelentik, hogy a kormányoknak együtt kell „működni az Európai Központi Bankkal az eurorendszer likviditáskezelésével való összhang és működési keretével való összeegyeztethetőség biztosítása érdekében”.

Ami az újratőkésítési intézkedéseket illeti, a tagállamok úgy döntöttek, hogy az érintett pénzügyi intézmények számára biztosítják a működésükhöz legszükségesebb tőkét, például elsőbbségi részvények vásárlásával. Noha a kormányok kötelezettséget vállaltak arra, hogy amikor szükséges, rendelkezésre bocsátják a megfelelő tőkemennyiséget, általában mégis a magántőke bevonását részesítik előnyben.

Az Európai Tanács október 15–16-i ülésén kiemelte az együttműködési mechanizmusok fontosságát, és bejelentette az úgynevezett „pénzügyi krízis sejt” felállítását. A testület, amelynek az EKB elnöke is tagja, azzal a céllal jött létre, hogy az uniós tagállamok közötti válságkezelést egyebek mellett informális figyelemzetezéseken, információcserén és értékelési

<sup>4</sup> <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mou-financialstability2008en.pdf>

rendszeren keresztül javítsa. A Tanács szintén hangsúlyozta a rendszeres találkozók fontosságát az országos felügyeletek között.

Végül az ECOFIN Tanács 2008. december 2-i ülésén kiemelten hangsúlyozta, hogy haladéktalanul nemzeti konstrukciókat kell kidolgozni a bankszektor támogatására a garanciákat, különösen az újratőkésítési terveket illetően. Az Európai Bizottságot felkérték, szorosan működjen együtt az EKB-val ezekben a kérdésekben.

A pénzügyi rendszer stabilitásának növelésére és az esélyegyenlőség fenntartására az eurorendszer ajánlásokat fogalmazott meg a banki adósságra szóló kormánygaranciákkal, valamint a banki újratőkésítés árazásával kapcsolatban. 2008. decemberében az Európai Bizottság közleményt fogadott el a pénzügyi intézmények újratőkésítéséről, amely az EKB témában tett ajánlásait is tükrözte.<sup>5</sup>

2009 februárjában az ECOFIN Tanács a bankrendszer stabilitásának megőrzése érdekében hozzájárult ahhoz, hogy bizonyos esetekben a banki adósságra és az újratőkésítésre vállalt kormánygaranciákat kiegészíthetik a rossz eszközök kezelése jegyében tett intézkedésekkel. Az ilyen intézkedéseknek változatlanul összhangban kell lenniük a 2008 októberében lefektetett alapelvekkel, különösen i) a pénzügyi stabilitás megőrzése, valamint a hitelezés és a hitelfelvétel visszaállítása; ii) az egységes piacon az esélyegyenlőség biztosítása; és iii) az állami finanszírozásra gyakorolt hatás kordában tartása vonatkozásában. A Bizottság az EKB-val együttműködve uniós szintű iránymutatást adott ebben a tekintetben.

<sup>5</sup> A közleményt 2009 januárjában publikálták (HL C 10., 2009.1. 15., 2–10. o.).

## 2 PÉNZÜGYI ELLENŐRZÉS, PÉNZÜGYI FELÜGYELET

### 2.1 ÁLTALÁNOS KÉRDÉSEK

A pénzügyi szabályozás és felügyelet ügynevezett Lámfalussy-keretrendszer<sup>6</sup> felülvizsgálatának lezárását – amelyet az Európai Bizottság végzett, de amelybe az eurorendszer is bekapcsolódott – követően a hangsúly 2008-ban az ECOFIN Tanács 2007 decemberében elfogadott ajánlásainak végrehajtására tevődött.

Először is, a 3. szintű bizottságok<sup>7</sup> úgy módosították chartáikat, hogy lehetőséget nyitottak a minősített többség mint szavazási forma alkalmazására. Noha a bizottságok döntései jogi értelemben nem bírnak kötelező érvénnyel, akik nem tartják be őket, azoknak legalább nyilvános magyarázatot kell adniuk döntéseikre.

Másodsor, a 3. szintű bizottságok növelték felelősségüket azért, hogy éves munkaprogramjukat megküldik az Európai Bizottságnak, az EU Tanácsának és az Európai Parlamentnek, hogy lehetőséget biztosítsanak számukra véleményük kifejtésére a fő súlyponti kérdésekben, és elvi-stratégiai tanácsadásra a felügyeleti konvergenciával és együttműködéssel kapcsolatban.

Harmadsor, a tagállamokat arra buzdították, hogy emeljék be az európai dimenziót nemzeti felügyeleteik mandátumába. Az EKB részt vett különböző európai bizottságok tárgyalásain, amelyek az ECOFIN Tanács ajánlásainak végrehajtási módjával foglalkoztak. 2008. május 14-én az ECOFIN Tanács felkérte az Európai Bizottságot, vizsgálja felül a 3. szintű bizottságokat létrehozó határozatokat, hogy azokban konkrét feladatok is helyet kaphassanak a felügyeleti konvergencia és együttműködés előmozdítására. 2008. november 7-én az eurorendszer véleményt fogadott el az Európai Bankfelügyelet Bizottságát (CEBS) létrehozó határozat felülvizsgálatáról. Az EKB megjegyzései többek között a CEBS és a BSC közötti megfelelő munkamegosztást érintették az EU bankszektorának kockázati értékelése tekintetében. Míg a BSC felhatalmazásával összhangban a pénzügyi rendszer fő prudenciális kockázatainak meghatározására összpontosít, addig a CEBS feladata a konkrét kockázatok, problémás

felügyeleti területek és a lehetséges gazdaságpolitikai intézkedések proaktív azonosítása.

A Lámfalussy-keretrendszer megerősítése mellett a hatóságok számos konkrét, mind nemzetközi, mind európai szintű kezdeményezést is elindítottak azoknak a rendszerszintű veszélyforrásoknak a kezelésére, amelyek a jelenlegi szabályozási és felügyeleti keretrendszer felülvizsgálatával összefüggő elvi-stratégiai javaslatokból adódnak, és meghatározzák ezek lehetséges hosszú távú hatásait. Nemzetközi szinten az FSF vállalta azoknak a kihívásoknak az elemzését, amelyekkel a felügyelők és szabályozók a tőke megfelelési rendszer potenciális prociklikus hatásai, a tartalékképzés gyakorlata, a kompenzációs rendszer és a pénzügyi intézmények által alkalmazott értékelési módszerek kapcsán szembesülnek.

Uniós szinten az Európai Bizottság elnöke 2008 októberében független magas szintű csoportot hozott létre, amely 2009 februárjában valamennyi pénzügyi szektorra érvényes ajánlásokat fogalmazott meg az uniós pénzügyi felügyelettel kapcsolatban az európai felügyeleti rendszer megerősítésére.<sup>8</sup> Az ECOFIN szeptember 12–13-i informális tanácskozásán munkacsoportot hozott létre – amelyben az EKB is képviselteti magát – azzal a felhatalmazással, hogy értékelje azoknak a gazdaságpolitikai reakcióknak a skáláját, amelyek segíthetnének csökkenteni a pénzügyi rendszer működéséből adódó ciklikus kilengéseket. Az EKB emellett azt a feladatot is kapta, hogy rendszeres jelentésben tájékoztasson a tőkekövetelményekről szóló irányelv szerinti tőkekövetelmények potenciális

6 A Lámfalussy-féle megközelítés négylépcsős folyamat keretében fogadja el az értékpapírokra, illetve a banki és biztosítási ügyekre vonatkozó jogszabályokat. További részletek a „Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets” című, 2001. február 15-i jelentésben olvashatók az Európai Bizottság honlapján. Lásd még az EKB 2003. évi Éves jelentésének 111. oldalát.

7 A Lámfalussy-keretrendszer 3. szintje a felügyeleti konvergencia és együttműködés megerősítésére koncentrál. Konkrétan három bizottság végzi ezt a munkát: a Bankfelügyelet Európai Bizottsága (CEBS), az Európai Értékpapír-szabályozók Bizottsága (CESR), és az Európai Biztosítók és Foglalkoztatói Nyugdíjpénztárak Felügyelőinek Bizottsága (CEIOPS).

8 [http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/president/pdf/statement\\_20090225\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf)

prociklikáltságáról. A bank e munka során szorosan együttműködik a BSC-vel és a CEBS-szel. Az illetékes hatóságok kvalitatív adataira építő, a felügyeleti adatsorok közlésére váró előzetes jelentés 2008 végén látott napvilágot.

## 2.2 BANKI TEVÉKENYSÉG

### TŐKEKÖVETELMÉNY-IRÁNYELV

A tőkekövetelményről szóló irányelv (Capital Requirements Directive – CRD) a bankok és befektetési társaságok pénzügyi szilárdsága felett hivatott őrködni oly módon, hogy a szabályozói tőkemegfelelést szorosan összekapcsolja az ezen intézmények által tapasztalt mögöttes kockázatokkal. 2008 októberében az Európai Bizottság javaslatot fogadott el a CRD egyes rendelkezéseinek módosítására többek között a pénzügyi krízis tanulságainak figyelembe vételére. Ami a nagy kitettségre épülő kockázatkezelő rendszert illeti, korlátozzák a bankok egyetlen ügyféllel szembeni kitettségét, ami a bankközi piacon is korlátozásokhoz vezet. Egyértelmű uniós szintű kritériumrendszert vezetnek be a hibridtőkéhez való hozzáférés értékelésére, amelynek célja javítani a bankok sajáttőke-állományának minőségét. A kockázatkezelés területén a változtatások a likviditási kockázat és az értékpapírosított termékek kezelését érintik. Ami a likviditási kockázatkezelést illeti, számos rendelkezés bevezetésre került, összhangban a BCBS-ben és a CEBS-ben folyó munkával. Az értékpapírosított termékek kezelésével összefüggő rendelkezések pedig az átláthatóság javítására, mind a kezdeményezők, mind a befektetők kockázatkezelési folyamatainak megerősítésére, valamint az értékpapírosítási láncban belül az ösztönzők hatékonyabb összehangolására irányulnak. Végül a bizottsági javaslat valamennyi nemzetközi bank esetében „felügyeleti kollégiumok” felállítását, valamint az illetékes hatóságok szerepének tisztázását vetíti előre a több országban működő bankcsoportok felügyeletének megerősítésére. A bizottsági javaslatot kidolgozásába az EKB is bekapcsolódott. Az EKB szakemberei itt arra a munkára támaszkodtak, amely a BSC-ben 2008 negyedik negyedévében megjelent két jelentés kapcsán folyik.

Novemberben a BSC jelentést publikált az uniós bankok likviditási stressztesztjéről és finanszírozási vészhelyzetterveiről. A dokumentum részletesen ismerteti a likviditási stresszteszt technikáit és a likviditási finanszírozási vészhelyzetterveket, amelyek az uniós bankok között igen nagy sokféleséget mutatnak. Elemzi továbbá a likviditási stressztesztelési technikák és a likviditási finanszírozási vészhelyzettervek pontosságát abból a szempontból, hogy mennyire képesek elnyelni a likviditási sokkokat különösen piaci zavarok idején. A tanulmány azt a következtetést vonja le, hogy mindkét területen van mit javítani.

Decemberben a BSC jelentést készített az úgynevezett „originate and distribute” modellről, áttekintve fejlődését népszerűségének növekedése idején, illetve a pénzügyi piaci turbulenciához kapcsolódóan. A jelentés az ösztönzői struktúrát és a modell szereplői között húzódo érdekellentéteket mutatja be. Számos olyan piaci megoldásra és gazdaságpolitikai intézkedésre is javaslatot tesz, amelyek fontos szerepet játszhatnak az érdekellentétek hatásainak mérésében.

### SZÁMVITEL

A pénzügyi piaci feszültség megerősítette a számviteli előírások fontosságát a pénzügyi stabilitás szempontjából. Az ECOFIN ütemterve és az FSF ezen belül a következőkre hívja fel a figyelmet: a strukturált termékeknek való kitettség pontosabb kimutatása, a mérlegben kívüli tételek kezelése, továbbá valós értéken alapuló könyvvitel alkalmazása piaci inaktivitás vagy likviditáshiány esetén.

Az FSF kérésére a Nemzetközi Számviteli Standardok Testülete (International Accounting Standards Board – IASB) szakértői tanácsadói testületet hozott létre, amelyben az EKB is képviselteti magát, és amely 2008. október végén iránymutatást dolgozott ki a valós értéken alapuló könyvvitel alkalmazására piaci inaktivitás esetén.

Egy másik számviteli kérdés ahhoz kapcsolódik, mennyire fontos, hogy a számviteli előírások tekintetében globálisan érvényesüljön az

egyenlő versenyfeltételek elve, különösen az Atlanti-óceán két partján. Az IASB ide kapcsolódó döntései összhangot kívánnak teremteni a nemzetközi pénzügyi jelentési standardok (International Financial Reporting Standards) és az amerikai általánosan elfogadott számviteli alapelvek (Generally Accepted Accounting Principles – GAAP) között a könyvelési tételek egyes számlák közötti átsorolása tekintetében. Az IASB ezenkívül magas szintű tanácsadói testületet hozott létre, amely biztosítani kívánja, hogy a globális gazdasági válságból adódó adatszolgáltatási kérdéseket nemzetközileg összehangolt formában kezeljék. Az Európai Bizottság a maga részéről szintén meghatározott olyan fő területeket, amelyek tekintetében az IFRS és az US-GAAP eltér egymástól, és arra sürgette a számviteli standardok megalkotóit, hogy ezek feloldását prioritásként kezeljék. Az ECOFIN Tanács, az Európai Parlament és az Európai Értékpapír Bizottság pozitív véleménye nyomán az Európai Bizottság 2008. december 12-én úgy határozott, hogy 2009 januárjától az Egyesült Államok, Japán, Kína, Kanada, Dél-Korea és India általánosan elfogadott számviteli alapelveit az IFRS-szel egyenrangúként kezeli. A Bizottság egyszersmind bejelentette, hogy figyelemmel kíséri a helyzetet, és legkésőbb 2011-ig jelentést készít a vizsgálat eredményeiről az utolsó négy ország tekintetében. Az EKB gondosan figyelemmel kíséri a folyamatokat.

### 2.3 ÉRTÉKPAPÍROK

A pénzügyi piaci turbulencia kitörése óta széles körű kritikával illetik a hitelminősítő intézeteket mondván, hogy a strukturált pénzügyi értékpapírokról adott korábbi értékelésük nem tükrözte teljes mértékben kockázatosságukat. Az FSF a piaci és intézményi ellenálló képesség növeléséről szóló, 2008. április 7-én kelt jelentése<sup>9</sup> rávilágított a minősítő modellek és módszertanok néhány hiányosságára, továbbá számos további intézkedést ajánlott a minősítési folyamat javítására. Ezen kérdések körüljárására az Európai Bizottság 2008. július 31-én rendelettervezetet bocsátott konzultációra a hitelminő-

sítő intézetekről. A dokumentum a hitelminősítők megbízásának, működésének és felügyeletének feltételeivel foglalkozik, továbbá biztosítani kívánja, hogy feladataik ellátása során eleget tegyenek a függetlenség, a feddhetetlenség és a minőségi szigorú követelményeinek. A nyilvános konzultációra reagálva az eurorendszer 2008. szeptember 25-én<sup>10</sup> összességében üdvözölte a javaslatot. Kiemelte, hogy a hitelminősítő intézetekről szóló uniós rendeletnek növelnie kell az átláthatóságot a minősítések összeállításával és folyamatos felülvizsgálatával kapcsolatban, biztosítania kell, hogy a szabályozói keretrendszer ne befolyásolja a minősítések tartalmát, valamint az összeférhetetlenség kezelésén keresztül örködni kell az intézetek feddhetetlensége és függetlensége felett. Az eurorendszer olyan uniós szabályozói és felügyeleti struktúra felállítását javasolta, amelyben a hitelminősítő intézeteket hivatalosan továbbra is az országos felügyeletnek bíznák meg és felügyelnék, ám mindezt közös értékelési folyamat előzné meg, és közös felügyeleti eljárások kísérik. Az illetékes országos hatóságok koordinációja a CESR feladata lenne mind a felhatalmazás, mind a jogszabály-érvényesítési intézkedés végrehajtása tekintetében.

Végül az eurorendszer hangsúlyozta, hogy a hitelminősítők szabályozására és felügyeletére irányuló bármely koordinációs intézkedésbe kellő mértékben be kell vonni az eurorendszert is, lévén, hogy az eurorendszernek van saját hitelminősítő rendszere, amely a monetáris politikai műveletek végrehajtásával összefüggésben kíséri figyelemmel a hitelminősítők tevékenységét.

Nyilvános konzultáció után a Bizottság 2008 novemberében javaslatot tett közzé a hitelminősítő intézetek szabályozásáról.

<sup>9</sup> [http://www.fsforum.org/publications/r\\_0804.pdf](http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf)

<sup>10</sup> <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/regulationcreditratingagencies2008en.pdf>

### 3 PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ

Az eurorendszer fokozottan érdekelt Európa pénzügyi integrációjában, hiszen a jól integrált pénzügyi rendszer egyfelől eredményesebben közvetíti a monetáris politikai impulzusokat az euroövezetben, másfelől egyes vonatkozásai összefüggenek az eurorendszernek a pénzügyi stabilitás megőrzésére vonatkozó feladatkörével. A pénzügyi integráció emellett hozzájárul a fizetési és értékpapír-elszámolási rendszerek zavartalan működéséhez, valamint az Európai Unió kiemelt célkitűzéseként elősegítheti a pénzügyi rendszer fejlődését, javítva így a gazdaság növekedési potenciálján.

Az eurorendszer négy tevékenységi körben járul hozzá az európai pénzügyi integráció elmélyítéséhez: i) terjeszti a pénzügyi integrációról szóló ismereteket és nyomon követi a pénzügyi integrációt; ii) a közös fellépés előmozdításával egyfajta katalizátorszerepet tölt be a magánszféra vonatkozásában; iii) tanácsot ad a pénzügyi rendszer jogi és szabályozási kereteiről, illetve közvetlenül rendelkezik ilyen kérdésekben; iv) központi banki szolgáltatásokon keresztül mozdítja elő a pénzügyi integrációt. Az EKB 2008 során mind a négy területen folytatta tevékenységét.

#### A PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓRÓL SZÓLÓ ISMERETEK TERJESZTÉSE, A FOLYAMAT NYOMON KÖVETÉSE

2008 áprilisában „Pénzügyi integráció Európában” („Financial integration in Europe”)<sup>11</sup> címmel az EKB másodízben adta ki éves kiadványát. A jelentés fő célja az európai pénzügyi integráció előmozdítása, valamint a nagyközönség tájékoztatása az eurorendszernek ebben játszott szerepéről. A jelentésben az EKB először is értékeli, hogyan áll az euroövezet pénzügyi integrációja; értékelését azokra a kvantitatív mutatókra alapozza, amelyeket félévente honlapján is publikál. 2008-ban a mutatók immár az európai piaci infrastruktúra alakulását is mérték. A jelentésben mélyreható elemzések is helyet kapnak különböző aktuális kérdésekről, amelyeket az alapján választanak ki, hogy mennyire lényegesek az EU pénzügyi integrációs programja szempontjából, illetve mennyire kapcsolódnak az EKB feladataihoz. 2008-ban négy ilyen témakör került megvita-

tásra: a pénzügyi fejlesztés fogalma és mérése; a rövid lejáratú európai értékpapír (STEP) nevű kezdeményezés; az európai jelzálogpiacok integrációja és fejlesztése; a nagy összegű fizetési és értékpapír-tranzakciók integrációja. A jelentés végül azt tekinti át, hogy az eurorendszer mennyiben járult hozzá az előző naptári évben Európa pénzügyi piacainak integrációjához és fejlődéséhez.

Mivel a pénzügyi integrációnak várhatóan hatása van a pénzügyi rendszer fejlődésére és a gazdasági növekedésre, az EKB pénzügyi integrációval összefüggő tevékenysége szorosan összefügg a pénzügyi integráció működését alátámasztó tényezők átfogóbb elemzésével. E területen 2008-ban is folytatódott a munka,<sup>12</sup> amelynek célja fogalmi keret kidolgozása a pénzügyi rendszerek potenciális súrlódásainak rendszeres figyelemmel kíséréséhez és felméréséhez.

Az EKB 2008-ban is részt vett az európai tőkepiacokkal és az európai pénzügyi integrációval foglalkozó kutatási hálózatban (Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe), amelyet a frankfurti egyetem Pénzügytani Központjával közösen tart fenn. A hálózat folytatta azt a tudósokat, piaci szereplőket és döntéshozókat felvonultató konferenciasorozatot, amelybe a nemzeti központi bankok is aktívan bekapcsolódtak. A hálózat második fázisának záróakkordjaként került sor 2008. február 13–14-én immár második alkalommal a „Tőkepiacok és a pénzügyi integráció Európában” című szimpóziumra Frankfurtban. A harmadik fázis a hálózat tizenegyedik konferenciájával vette kezdetét, amelynek a Česká národní banka adott otthont Prágában 2008. október 20–21-én. A rendezvény témája a következő volt: „Lakossági pénzügyi szolgáltatások piaca: fejlődés, integráció és gazdasági hatások”. A korábbi évek gya-

11 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope200804en.pdf>

12 További részletek a „Pénzügyi integráció Európában” („Financial integration in Europe”) című 2008. áprilisi kiadvány második fejezetének „Financial development: concepts and measures” című részében.

korlatához hasonlóan az EKB 2008-ban is odaítélte a „Lámfalussy ösztöndíjat” a hálózatban részt vevő fiatal kutatóknak. A hálózat legfontosabb tevékenységi körei jelenleg a következők: i) a pénzügyi rendszer mint kockázatkezelő, kockázatszétterítő és kockázatkeltő; ii) a lakossági pénzügyi szolgáltatások integrációja és fejlesztése és az innovatív vállalatok támogatása; iii) pénzügyi modernizáció és irányítás, valamint az európai pénzügyi rendszer integrációja a globális tőkepiacokba.

#### **A MAGÁNSZFÉRÁBAN BETÖLTÖTT KATALIZÁTOR-SZEREP**

Az európai pénzügyi integráció előrehaladása nagyban függ a magánszféra azon kezdeményezéseitől, amelyek a meglévő lehetőségeket igyekeznek kiaknázni a határon átnyúló ügyletek terén. Az állami hatóságok támogatják a magánszféra ilyen jellegű erőfeszítéseit.

Az eurorendszer 2008-ban is határozottan támogatta az egységes euro-pénzforgalmi övezet (Single Euro Payments Area – SEPA) nevű kezdeményezést, amelynek révén magánszemélyek, magánvállalatok és állami szereplők egyetlen számláról, egységes pénzforgalmi instrumentumokkal hajthatnak végre eurós készpénz nélküli fizetési tranzakciókat bárhol az euroövezetben, illetve más övezeten kívüli SEPA-országok viszonylatában. Az így végrehajtott tranzakciók ugyanolyan egyszerűek, hatékonyak és biztonságosak, mintha országhatáron belül bonyolítanák le őket. A SEPA az integrált európai pénzforgalmi piac irányába tett lépés, amely jelentős gazdasági előnyöket biztosít a társadalom számára. A SEPA az euro jelenleg 16 országban való bevezetésének logikus következménye.

A kezdeményezés első komoly mérföldköve a SEPA-átutalás 2008. januári sikeres elindítása volt. A SEPA első kedvező hatásai azóta már realizálódtak a bankok számára, és, ami még ennél is fontosabb, már a pénzforgalmi szolgáltatások igénybe vevői is tapasztalják őket. Az eurorendszer arra kérte az infrastruktúrák üzemeltetőit, hogy rendszeresen ellenőrizzék, megfelelnek-e a SEPA-kívánalmaknak. A legtöbb euroátutalást feldolgozó automatizált

elszámolóház az átutalási konstrukcióval összhangban üzemel, és közülük többen tettek már lépéseket a pán-európai szolgáltatás irányába. Amint azonban a SEPA-ról szóló, az eurorendszer által 2008 novemberében kiadott hatodik fázisjelentésben is szerepel, az áttérés még mindig túlságosan lassan halad, és a folyamatot felgyorsító intézkedésekre lenne szükség.

2008 januárjában a SEPA kártyás fizetési forgalomra vonatkozó keretrendszer is életbe lépett, itt azonban még több erőfeszítésre van szükség. A keretrendszer hozadékaként nagyobb lesz a választási lehetőség és javul a hatékonyság, aminek háttérében a jogi, műszaki és konstrukciós akadályok fokozatos lebontása, valamint az élesebb verseny áll a kibocsátás, az akvizíció, a befogadás és a feldolgozás terén. Az áttérés a személyi azonosító számmal (PIN) rendelkező chipkártyákra – amelyek a SEPA fontos építőkövei – kielégítő ütemben haladt 2008-ban. Több kártyakonstrukció szabályait összhangba hozták a SEPA-követelményekkel. Továbbra is kérdéses azonban, hogy valamennyi kártyakonstrukció hatékonyan leválasztotta-e a feldolgozó tevékenységet a konstrukciómenedzsment funkcióról. Az eurorendszer arra számít, hogy az elkövetkező években legalább még egy európai kártyakonstrukció fog születni, amely megfelel egyfelől az eurorendszer, másfelől a kártyatulajdonosok, a bankok, a kereskedők és a versenyhatóságok kívánalmainak. Az eurorendszer 2008 áprilisa óta tárgyal erről a témáról a legjelentősebb európai bankokkal és egyéb érdekelt felekkel, és úgy tapasztalja, hogy az elképzelés egyre nagyobb támogatásnak örvend. Számos kezdeményezés zajlik egy ilyen kártyakonstrukció létrehozására, ami az eurorendszer megítélése szerint egyértelműen azt jelzi, hogy a piac elismeri szükségességét. Tovább folytak a SEPA csoportos beszédés 2009. november 1-jei elindításának előkészületei, aminek eredményeként két szabálykönyv született a kulcsfontosságú szolgáltatásokról és a vállalkozástól vállalkozásig terjedő szolgáltatásokról. A konstrukció elindítását azonban továbbra is bizonytalanság övezi, amelyet sürgősen fel kell oldani, különösen a többoldalú konverziós díj (multilateral interchange fee) alkalmazásával összefüggés-



ben. A konstrukció időbeni elindítását támogató az EKB 2008 szeptemberében az Európai Bizottsággal szorosán együttműködve köztes rendszer bevezetését javasolta, amelyben a jelenleg érvényben lévő többoldalú konverziós díjakat alkalmaznák a SEPA csoportos beszedésekre. Az átmeneti időszak alatt, amely mindössze néhány évig tartana, a bankoknak változtatniuk kellene üzleti modelleiken, és erről ügyfeleiket is megfelelőképpen tájékoztatni. Az eurorendszer továbbra is mindent megtett azért, hogy ezek az új, európai szintű pénzforgalmi szolgáltatások időben elinduljanak. A SEPA-ról szóló hatodik fázisjelentés meghatározza ezen a területen a prioritásokat és további munkára buzdít.

A rövid lejáratú értékpapírok európai piaca jórészt belföldi piacokból tevődik össze. Az Európai Bankszövetség (European Banking Federation) és a Pénzügyi Piaci Szövetség (ACI) égisze alatt piaci szereplők által beindított, és a STEP-piaci Bizottság (STEP Market Committee) által irányított STEP kezdeményezés a pénzügyi integrációnak éppen ezen hiányosságát igyekezett orvosolni olyan közösen elfogadott piaci normák és gyakorlat kialakításán keresztül, amelyet a piaci szereplők önkéntes alapon tartanak be.

Az eurorendszer 2001-es indulása óta támogatta a projektet a piaci szereplők közötti párbeszéd előmozdításán, a STEP-piaci egyezmény megalkotásában való részvételen és a lakosság tájékoztatásán keresztül. A STEP-piac 2006. júniusi sikeres megnyitása óta az eurorendszer kétféle módon támogatta a kezdeményezést. Az EKB statisztikákat készít a STEP-piacról, továbbá az eurorendszer segíti a STEP Titkárság munkáját a STEP-papírok címkézésében. Utóbbi egy átmeneti intézkedés, amely 2010 júniusáig lesz érvényben.

A STEP-piaci Bizottság hozzálatott a STEP-piaci egyezmény felülvizsgálatához azzal a céllal, hogy műszaki szempontból több piac számára könnyebbé tegye alkalmazhatóságát, ugyanakkor megőrizze, sőt inkább javítsa a szabványokat. Az EKB üdvözli a felülvizsgálatot. Egyfelől a piaci egyezményt a piac fejlődéséhez kell igazítani,

másfelől kitűnő lehetőség kínálkozik a STEP-piac 2006. júniusi megnyitása óta alkalmazott folyamatokkal, eljárásokkal kapcsolatos számvetésre, és ennek fényében az egyezmény jobbá tételére.

Az EKB naponta statisztikákat állít össze az euróban denominált új STEP-értékpapírok kibocsátásáról, valamint a STEP hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok havi volumenéről. A nehézségekkel küzdő piaci viszonyok ellenére a STEP hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok összállománya 2008 negyedik negyedévében éves szinten 24%-kal emelkedett.

#### **TANÁCSADÓI SZEREP A PÉNZÜGYI RENDSZER JOGI ÉS SZABÁLYOZÁSI KERETEI ÉS A KÖZVETLEN SZABÁLYALKOTÁS TERÉN**

Az EKB és az eurorendszer tanácsadói szerepkörben rendszeresen kiveszi részét az EU jogalkotási és szabályozási keretrendszerének alakításából, amelyen belül az éppen zajló főbb elvi-stratégiai kezdeményezésekre koncentrálnak.

2008-ban az EU pénzügyi felügyeletével kapcsolatban a figyelem homlokterében a Lámfalussy-keretrendszer felülvizsgálatának utómunkálatai álltak. Ebből a munkából az eurorendszer is kivette részét (lásd még e fejezet 2. pontját). Az EKB tanácsadó szerepének részeként, valamint a Szerződés 105. cikkének (4) bekezdésével összhangban rendszeresen tanácsot ad az Európai Bizottság jogszabályi javasolataival kapcsolatban (lásd még a 2. pontot).

Az EKB tanácsadóként az értékpapír-elszámolási rendszerek és fizetési rendszerek integrációjával kapcsolatos témákban is megnyilvánult, így aktívan bekapcsolódott az „Elszámolási és teljesítési etikai kódex” kidolgozásába. A kódex célja a verseny élénkítése az árak átláthatósága, a hozzáférés és az egyes rendszerek közötti együttműködési képesség (interoperabilitás), valamint a szolgáltatás-felosztás és a könyvelés elkülönítése alapján. Mivel az etikai kódex az önszabályozás egyik eszköze, szigorú felügyeleti mechanizmus biztosítja, hogy valamennyi intézkedést megfelelően és időben életbe léptessenek. A mechanizmus külső könyvvizsgálókra, valamint az Európai

Bizottságból, a CESR-ből és az EKB-ból álló ad hoc monitoring csoportra támaszkodik. A monitoring csoport 2008 folyamán négy alkalommal ülésezett. Az EKB és az Európai Központi Értéktárolók és Elszámolóházak Szövetsége (European Central Securities Depositories Association) elemezte az áruk átláthatóságát és javaslatokat dolgozott ki az áruk összevethetőségének javítására.

Mivel az etikai kódex célja végső soron nem más, mint választási lehetőséget biztosítani a felhasználóknak, ehhez maradéktalanul fel kell számolni a hatékony klíring és elszámolás útjában álló úgynevezett Giovanni-akadályokat (nevüket az őket 2001-ben feltáró bizottságról kapták), amelyek az eltérő műszaki szabványokból és üzleti gyakorlatból, a jogi bizonytalanságból és az adózási rend eltéréseiből adódnak. Az EKB 2008-ban is részt vett az Elszámolási és Teljesítési Tanácsadói Ellenőrző Szakértői Csoport (Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group – CESAME) munkájában, amely az akadályok első csoportjának felszámolásával foglalkozik. A bank továbbá folytatta részvételét a Jobbiztonsági Csoportban is, amely 2008 augusztusában 15 ajánlást fogalmazott meg a kereskedést követő jogi akadályok lebontására.

Mivel az európai jogharmonizáció adja a SEPA bázisát, az eurorendszer élénk figyelemmel kísérte a közösségi jog alakulását ezen a területen. A pénzforgalmi szolgáltatásokról szóló irányelvet (Payment Services Directive)<sup>13</sup> hivatalosan 2007 novemberében fogadták el. Az Európai Bizottság megítélése szerint a tagállamok jól haladnak az irányelv nemzeti jogba való átültetésével, amelynek határideje 2009. november 1. Az EKB tagja a bizottság jogszabály-átültetéssel foglalkozó munkacsoportjának. A határon átnyúló euroalapú fizetési forgalomról szóló 2560/2001/EK rendelet<sup>14</sup> módosításának lényegbevágó következményei vannak a SEPA-ra, és különösen a SEPA csoportos beszedésre. Széles körben elismert tény, hogy ez a rendelet indította el a bankszektor 2002-ben a SEPA kifejlesztése felé vezető útján. A bizottsági javaslat<sup>15</sup> a pénzforgalmi ágazat jelenlegi helyzetéhez igazítja a rendeletet péld-

dául azáltal, hogy kiterjeszti hatályát a csoportos beszedési tranzakciókra. Ez annyit jelent, hogy a határon átnyúló SEPA-formátumú csoportos beszedés tarifái nem lehetnek magasabbak a neki megfelelő országos csoportos beszedési tranzakciókéinál. Az EKB bekapcsolódott a tervezet bizottsági előkészítésébe, és a témában véleményt is kiadott.<sup>16</sup>

Az EKB szintén bekapcsolódott az elektronikus pénzről szóló, az elektronikus pénzintézetek tevékenységének jogi keretét megteremtő irányelv felülvizsgálatának előkészítésébe<sup>17</sup>. A Bizottság kijelenti, hogy az elektronikus pénz biztosítása és használata nem terjed a várt mértékben, ezért az irányelv átdolgozását javasolja. Az EKB saját szempontjából üdvözli a felülvizsgálatot, ezzel együtt aggodalmát fejezi ki a bizottsági javaslat bizonyos részeivel, különösen az elektronikus pénzintézetek prudenciális keretrendszerével és intézményi státusával kapcsolatban.<sup>18</sup>

## **A PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓT ELŐMOZDÍTÓ KÖZPONTI BANKI SZOLGÁLTATÁSOK**

A TARGET2-t, az eurorendszer nagy összegű fizetési rendszerének második generációs képviselőjét 2007. november 19-én sikeresen üzembe helyezték, és 2008. május 19-én teljes mértékben felváltotta elődjét, az első generációs TARGET rendszert. Az új rendszert azért találták ki, hogy az euro-pénzpiacok és a pénzügyi piacok számára hatékony és biztonságos végrehajtási mechanizmusként szolgáljon az euroalapú fizetési tranzakciók valós idejű, jegybankpénzben való elszámolásánál. A TARGET2 beve-

13 Az Európai Parlament és a Tanács 2007/64/EK irányelve (2007. november 13.) a belső piaci pénzforgalmi szolgáltatásokról, a 97/7/EK, a 2002/65/EK, a 2005/60/EK és a 2006/48/EK irányelv módosításáról és a 97/5/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről.

14 Az Európai Parlament és a Tanács 2560/2001/EK rendelete (2001. december 19.) a határon átnyúló eurofizetésekről.

15 Lásd [http://ec.europa.eu/internal\\_market/payments/crossborder/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/payments/crossborder/index_en.htm).

16 Vélemény a Közösségen belüli, határokon átnyúló fizetési tranzakciókról szóló rendeletről (CON/2009/1).

17 Lásd [http://ec.europa.eu/internal\\_market/payments/emoney/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/payments/emoney/index_en.htm).

18 Vélemény az elektronikuspénz-kibocsátó intézmények tevékenységének megkezdéséről, folytatásáról és prudenciális felügyeletéről szóló irányelvről (CON/2008/84).

zetésével az eurorendszer döntő mértékben hozzájárul Európa pénzügyi integrációjához. Ez az első európai szinten maradéktalanul integrált és harmonizált piaci infrastruktúra, amely megoldotta a jegybanki likviditáskezelés és a nagy összegű fizetési forgalom korábbi szétaprózottságából adódó problémákat. A rendszer tulajdonságai szervezeti átalakításokat tettek lehetővé és indítottak el a több európai országban működő hitelintézetek között azáltal, hogy lehetővé tették számukra back office egységeik racionalizálását és az eurolikviditás kezelésének konszolidálását (lásd a 2. fejezet 2.1 pontját).

Az eurorendszer a piaci szereplőkkel karöltve szintén folytatta munkáját a TARGET2-Értékpapír (T2É) projekten. A T2É olyan multidevizás platform, amelyet az európai központi értéktárok vehetnek igénybe értékpapírügyleteik jegybankpénzes elszámolására. A Kormányzótanács 2008. július 17-én döntött a T2É létrehozásáról, valamint arról, hogy a fejlesztést és az üzemeltetést a Deutsche Bundesbankra, a Banco de España-ra, a Banque de France-ra és a Banca d'Italia-ra bizza. A T2É azáltal, hogy harmonizált, határoktól független, semleges euróban és más devizában végrehajtott elszámolási szolgáltatásokat biztosít, komoly előrelépést jelent az integrált értékpapírpiacon irányába, egyszersmind komoly hozzájárulás Európa pénzügyi integrálódásához (lásd a 2. fejezet 2.2 pontját).

Végül a fedezetkezelés témakörében a Kormányzótanács 2008 júliusában úgy döntött, egységes megosztható platformot (CCBM2) hoz létre az euroövezeti nemzeti központi bankok számára az eurorendszer belső rendszerei konszolidálására és hatékonyságának növelésére, valamint a partnerek likviditás- és fedezetkezelésének javítására. A Kormányzótanács a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique-et és a De Nederlandsche Bankot bízta meg, hogy az eurorendszer nevében fejlessze és üzemeltesse a platformot. A fejlesztés a piaci szereplőkkel szoros együttműködésben zajlik (lásd a 2. fejezet 2.3 pontját).

## 4 A FIZETÉSI RENDSZEREK ÉS A PIACI INFRASTRUKTÚRA FELVIGYÁZÁSA

A fizetési, valamint értékpapírklíring és -elszámolási rendszerek olyan alpinfrastruktúrák, amelyek a piacgazdaság megfelelő működéséhez szükségesek. Elengedhetetlenek az áruk, szolgáltatások és pénzügyi eszközök hatékony pénzforgalmához, zökkenőmentes működésük pedig alapfeltétele a központi banki monetáris politika megvalósításának, valamint a fizetőeszköz, a pénzügyi rendszer, illetve általánoságban a gazdaság stabilitása és a beléjük vetett bizalom fenntartásának.

Az eurorendszer a felvigyázási funkción keresztül többek között minimumelőírások és követelmények alkalmazásával kívánja biztosítani a fizetési és értékpapír-elszámolási rendszerek, valamint az euróban üzemelő központi partnerek biztonságát és hatékonyságát. Ezen belül célja a fizetési rendszer rendszerszintű stabilitásának megőrzése a rendszerszintű kockázati kitettség kordában tartásán keresztül. A felvigyázók figyelme egyaránt kiterjed az egyes fizetési és elszámolási rendszerekre – amelyek kölcsönösen függenek egymástól – és a piaci infrastruktúra egészére. Szintén az eurorendszer felvigyázói hatáskörébe tartoznak a fizetési módok, elsősorban biztonságosságuk és hatékonyságuk szempontjából.

A Szerződés felvigyázói feladatkörrel ruházta fel az eurorendszert. A felvigyázás eredményességét és hatékonyságát biztosítandó, az EKB és az eurorendszer nemzeti központi bankjai ezen feladatkörüknek úgy tesznek eleget, hogy az eurorendszer élvezhesse decentralizált felépítésének előnyeit, ugyanakkor lehetőség nyíljon a felvigyázói tevékenység összehangolására és az elvi-stratégiai irányelvek egyenlő alkalmazására. Az eurorendszer felvigyázói politikája és követelményei nemzetközileg elfogadott normákat tükröznek, amelyek az eurorendszer speciális adottságaihoz és igényeihez igazodnak.

### 4.1 NAGY ÖSSZEGŰ FIZETÉSI RENDSZEREK ÉS HÁTTÉRSZOLGÁLTATÓK

Az eurorendszer felvigyázói tevékenysége kiterjed valamennyi nagy összegű eurotranzakciókat

elszámoló fizetési rendszerre, beleértve a saját maga által irányított rendszereket is. Saját rendszereire is ugyanazon felvigyázói normákat alkalmazza, mint a magánkézben levőkre. Ezek a normák alkotják a „Rendszerkockázati szempontból jelentőséggel bíró fizetési rendszerek működésének alapelveit”, amelyeket a G10-hez tartozó Fizetési és Elszámolási Rendszerek Bizottsága (Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS) határozott meg és a Kormányzótanács 2001-ben fogadott el. Ezt a dokumentumot egészítik ki az eurorendszernek a rendszerszempontból lényeges fizetési rendszerekre vonatkozó üzletmenet-folytonossági felvigyázói elvárásai, amelyeket a Kormányzótanács 2006-ban fogadott el, és amelyeket 2009 júniusára valamennyi rendszerszempontból lényeges euroövezeti fizetési rendszerben végre kell hajtani.

A legfontosabb, euróban denominált tranzakciókat elszámoló infrastruktúrák (TARGET2, EURO1, CLS), háttérszolgáltatók (SWIFT) és euroértékpapír-klíring és -elszámolási infrastruktúrák sikeresen megbirkóztak azokkal a kihívásokkal, amelyek a 2008-ban folytatódó piaci turbulenciából adódtak. Felvigyázási szempontból számos tanulság levonható az eseményekből, nem utolsósorban a rendszerüzemeltetők megfelelő kapacitáskezelésének fontosságát, továbbá a felvigyázók, egyéb illetékes hatóságok és a piaci háttérszolgáltatók közötti válságkommunikáció jól meglapozott keretrendszerét illetően.

#### TARGET2

2008. május 19-én, az országos bankközösségek harmadik, és egyben utolsó csoportjának a TARGET2-höz való sikeres kapcsolódásával zökkenőmentesen és a menetrend szerint lezárult az áttérés TARGET-ről a TARGET2-re, amely még 2007 novemberében vette kezdetét. A TARGET2-höz fűződő összes felvigyázási tevékenységet az EKB irányítja és hangolja össze szoros együttműködésben a részt vevő nemzeti központi bankokkal. Utóbbiak vigyáznak fel a TARGET2 lokális funkcióit, továbbá önkéntes alapon részt vesznek a rendszer központi funkcióinak felvigyázásában.

2007 elején, amikor még zajlott a TARGET2 fejlesztése, a felvigyázók hozzáálltak a rendszer felépítésének átfogó értékeléséhez a „Rendszerkockázati szempontból jelentőséggel bíró fizetési rendszerek működésének alapelvei”, valamint a rendszerszempontból lényeges fizetési rendszerekre vonatkozó üzletmenet-folytonossági felvigyázói elvárások alapján. Az értékelés első eredményei biztatóak voltak, így 2007 végén a TARGET2-felvigyázók azt a következtetést vonták le, hogy a rendszer minden valószínűség szerint maradéktalanul kielégíti az összes alapvető feltételt, hogy a rendszerüzemeltető 2008 során, az elfogadott cselekvési tervvel összhangban orvosol több, a felvigyázói vizsgálat során feltárt kérdést. 2008 novemberében a rendszerüzemeltető a felvigyázóknak készített jelentésében részletesen kifejtette, miként teljesítették a cselekvési terv pontjait. A felvigyázók a jelentést és a TARGET2-üzemeltető intézkedéseit áttekintve 2009 márciusában nyújtották be záró beszámolójukat az EKB döntéshozó testületeihez a TARGET2 felépítésének felvigyázói értékeléséről. Az értékelő jelentés nyilvános változata a nagyközönség számára is hozzáférhető lesz.

A TARGET2-felvigyázók véleménye szerint a rendszer működése a várakozásokkal összhangban alakult. Mindössze egyetlen komolyabb incidens (2008. június 30-án) igényelt különleges figyelmet és beavatkozást a TARGET2-felvigyázók részéről. Az esethez kapcsolódóan néhány felvigyázói ajánlás került megvitatásra a rendszerüzemeltetővel, aki kárenyhítő intézkedéseket hajtott végre.

### **EURO1**

Az EURO1 országhatáron belüli és azon átnyúló euroalapú tranzakciók nagy összegű fizetési rendszere az Európai Unióban működő bankok között. Az Euro Bankszövetség (EBA) klíringvállalata, az EBA CLEARING által üzemeltetett rendszer multilaterális háló alapon működik. Az EURO1-tagok napvégi pozícióit végső soron jegybankpénzben számolják el a TARGET2 rendszeren keresztül, amelynek során az EKB mint elszámoló intézmény funkcionál. A 2008.

évi felvigyázás többek között arra irányult, hogy az EURO1 napvégi pozíciói elszámolását 2008. májustól a TARGET2-be irányítsák át előrendszerre, a TARGET ugyanis ekkor fejezte be működését. Az áttérés problémamentesen zajlott.

2008. július 7-én az EBA CLEARING további két likviditáselosztási időablakot léptetett életbe az EURO1-en belül a rugalmas elszámolási képesség (Flexible Settlement Capability), vagy „likviditási híd” jegyében: az egyiket 13.00 órakor, a másikat 15.30 órakor. A konstrukció azoknak a fizetéseknek a feldolgozását segíti elő, amelyeket egyébként visszatartának, ahogy a bankok tartozik vagy követel pozíciója elérné a felső korlátot az EURO1-ben. A két további likviditáselosztási ablak célja csökkenteni az EURO1 elszámolás előtti számlájának TARGET2-ben szereplő egyenlegét, továbbá maximalizálni az előfinanszírozott likviditás visszaforgatását/újra felhasználását. A két ablak bevezetése pozitív fogadtatásra talált felvigyázói körben mind az EURO1, mind a TARGET2 vonatkozásában.

### **FOLYAMATOSAN KAPCSOLT TELJESÍTÉSI RENDSZER**

A folyamatosan kapcsolt teljesítési (Continuous Linked Settlement – CLS) rendszer több valuta, egyidejű, vagyis fizetés fizetés ellenében (payment-versus-payment – PvP) alapon működő rendszer, amelyben a devizatranszakcióhoz kötődő fizetési megbízás végleges. A PvP mechanizmuson keresztül a CLS gyakorlatilag kiiktatja a devizaelszámolási kockázatot, vagyis annak a kockázatát, hogy a devizatranszakció egyik szereplője kifizeti ugyan az általa eladott devizát, ám nem kapja meg az általa megvásároltat.

A CLS 2002-ben kezdte meg működését, és kezdetben hét vezető devizában, köztük euróban számolt el devizatranszakciót. Miután a CLS felvigyázói jóváhagyták, hogy a rendszerben mexikói pesóban és izraeli shekelben denominált tranzakciókat is el lehessen számolni, a CLS immár 17 devizát ölel fel. A CLS továbbá pénzügyi instrumentumoknak egy korlátozott csoportjához kötött, egy devizanemes fizetési tranz-

akciókat is elszámol, vagyis hitelderivatívákat és teljesítéssel nem járó, határidős<sup>19</sup> tőzsdén kívüli (OTC) ügyleteket.

A CLS-t a New York-i székhelyű CLS Bank International (CLS Bank) irányítja, amelynek tulajdonosai magánbankok és egyéb pénzügyi intézmények. Az amerikai Szövetségi Tartalékbankrendszer elfogadta, hogy a CLS-ben a fő felvigyázói szerepkör annak a felvigyázói együttműködésnek az elsődleges hatáskörébe tartozik, amely a G10-ek központi bankjaiból és a CLS-ben elszámoló devizák központi bankjaiból áll. A kooperáción belül a fő felvigyázói szerep az euróban végrehajtott CLS-es tranzakciók elszámolásában az EKB-é (szorosan együttműködve az euroövezeti NKB-ekkel).

A tranzakciók értékét tekintve a CLS a legnagyobb eurotranzakciókat elszámoló fizetési rendszer az euroövezeten kívül. Ennek megfelelően az eurorendszer számára elsődleges fontosságú a CLS biztonságossága és hatékonysága, valamint hogy megfeleljen az eurorendszer elvi-stratégiai irányelveinek.<sup>20</sup> 2008 decemberében a CLS naponta átlagosan 473 000 devizatranzakciót számolt el, napi átlagban 3,3 billió eurónak megfelelő teljesítési értékben.<sup>21</sup> Mindez volumen tekintetében jelentős emelkedésnek tekinthető 2007 decemberéhez képest, amikor is a CLS naponta átlagosan 381 436 ügyletet számolt el napi átlagban 2,9 billió euro értékben. A CLS-ben elszámolt összes tranzakcióból való nagyjából 21%-os részesedésével az euro az amerikai dollár (hözvetőleg 44%) után továbbra is a második legfontosabb elszámolási pénznem volt. 2008-ban az euróban teljesített CLS-tranzakciók átlagos napi értéke 560 milliárd eurót tett ki.

A BIS 2008-ban jelentést tett közzé „A devizaelszámolási kockázat csökkentésében elért eredmények” (Progress in reducing foreign exchange settlement risk) címmel.<sup>22</sup> Az eurorendszer által is jegyzett dokumentumból az derül ki, hogy a G10-ek központi bankjai által 1996-ban jóváhagyott átfogó hosszú távú stratégia révén jelentősen csökkentek a devizatranzakciók elszámolásának módjából adódó rendszerszintű

kockázatok. A jelentés ugyanakkor arra is felhívja a figyelmet, hogy az egyes intézmények, ágazati csoportok és központi bankok szintjén többet lehet és kell még tenni a fennmaradó kitettség csökkentésére, és annak megakadályozására, hogy az eddig elért eredmények visszajukra forduljanak.

### SWIFT

Az EKB a G10-ek más központi bankjaival együtt részt vesz a SWIFT együttműködésen alapuló felvigyázásában, amelyben a fő felvigyázói szerepkört a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique tölti be. Az együttműködés olyan célokat tart szem előtt, mint a SWIFT-infrastruktúra biztonsága, működésének megbízhatósága, üzletmenet-folytonossága és ellenálló képessége. A felvigyázói csoport 2008-ban azt tekintette át, hogy vajon a SWIFT megvalósítja-e ezeket a célkitűzéseket. A felvigyázók biztosítani kívánták, hogy rendelkezésre álljanak mindazok az irányítási rendszerek, struktúrák, eljárások, kockázatkezelési folyamatok és kontrollok, amelyek révén eredményesen kezelhetők a SWIFT-et alkalmazó piaci infrastruktúrák megfelelő működését, illetve általánosságban a pénzügyi stabilitást veszélyeztető potenciális kockázatok.

2008-ban a felvigyázók megkülönböztetett figyelemmel kísérték azt a projektet, amelynek során a SWIFT-et többzónás üzenetküldő architektúrára terelik át. A SWIFT-beli feldolgozást transzatlanti és európai zónára osztják a SWIFT-infrastruktúra feldolgozó kapacitásának növelé-

19 „Nettó készpénzben elszámolt” tranzakcióként definiált határidős devizaügylet, amelynek keretében két fél megállapodik, hogy két fiktív devizatranzakciót hajt végre egymással, és ezek különbségét készpénzben, előre meghatározott devizában egyenlíti ki. A két fiktív devizatranzakcióban meghatározott devizát a felek ténylegesen nem cserélik ki.

20 „The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions” (Az eurorendszer irányelvei az euróban denominált tranzakciókat elszámoló infrastruktúrák székhelye és működése tekintetében), EKB, 2007. július.

21 Az egyes devizaügyletek pénzbeli teljesítése mindig két fizetési tranzakciót foglal magában, egyet-egyet mindkét devizanemben. Így 2008 decemberében a CLS napi átlagban körülbelül 236 396 tranzakciót bonyolított le, naponta átlagosan 1,65 billió euro értékben.

22 <http://www.bis.org/publ/cpss83.htm>.

sére, ami növeli a rendszer ellenálló képességét, egyszersmind megfelel az európai adatvédelmi követelményeknek. A két lépcsőben (2010, 2013) megvalósítandó projekt részeként Európában új, globális üzemeltetői központot hoznak létre, amely mind a transzatlanti, mind az európai zónát kiszolgálja majd. A SWIFT európai székhelyű ügyfeleit automatikusan az európai zónába sorolják, ami azt jelenti, hogy teljes európai forgalmukat a kontinensen tárolják és dolgozzák fel. A felvigyázók a SWIFT folyamatait vizsgálják az új architektúra kidolgozása és alkalmazása szempontjából, ezzel párhuzamosan figyelemmel kísérik, hogy kellő figyelmet fordítottak-e arra, hogy a SWIFT-szolgáltatások folyamatosan ellenállóak és elérhetőek legyenek, ugyanis a globális pénzügyi stabilitás fenntartásának kulcsfontosságú tényezői.

#### 4.2 KIS ÖSSZEGŰ FIZETÉSI RENDSZEREK ÉS MÓDOK

Az eurorendszer felvigyázói tevékenysége a kis értékű fizetési megbízásokat teljesítő fizetési rendszerekre és fizetési módokra is kiterjed. Az EKB 2008-ban folytatta a STEP2 zökkenőmentes működésének figyelemmel kísérését. A STEP2 határon átnyúló, de egyre növekvő mértékben belföldi, kis összegű eurofizetéseket teljesítő rendszer, amelyet az EBA CLEARING üzemeltet. 2008-ban a rendszerben eszközölt számos változtatást össze kellett vetni a megfelelő felvigyázói normákkal.

2008. január 28-án az EBA CLEARING útjára indította SEPA-átutalás nevű szolgáltatását az átutalások STEP2-ben való feldolgozására, összhangban a SEPA átutalási konstrukció szabálykönyvével, amelyet az Európai Pénzforgalmi Tanács (European Payments Council – EPC) dolgozott ki. 2008 májusában újabb napközi ciklust vezettek be a SEPA-átutalási szolgáltatásban, aminek célja kielégíteni azokat az igényeket, amelyek az euroövezeti országok belföldi forgalmának az új szolgáltatásra való áttéreléséből adódnak. 2008. december 8-án jelentős változás állt be a rendszerben a SEPA-átutalás TARGET2-be való integrálá-

sával. Ezt megelőzően az átutalási szolgáltatást a többi STEP2 szolgáltatáshoz hasonlóan az EURO1-ben számolták el. A változtatások révén a STEP2 nem felel meg kevésbé a vonatkozó felvigyázói szabályoknak.

2008 januárjában a Kormányzótanács jóváhagyta az euroövezeti kártyás fizetési konstrukciók felvigyázói keretrendszerét, figyelembe véve a 2007-es nyilvános konzultáció során beérkezett észrevételeket. 2008 májusában az eurorendszer megkezdte az euroövezetben működő kártyás fizetési konstrukciók felvigyázói értékelését az újonnan életbe lépett felvigyázói normák fényében. 26 konstrukciót értékelték, ezekből négy nemzetközi volt. A nemzetközi kártyakonstrukciókat együttműködés keretében létrejött csoportok értéklik, amelyek egy vezető felvigyázó központi bankból és további önkéntes központi bankokból állnak.<sup>23</sup> Az egyes országos és nemzetközi kártyakonstrukciókat kölcsönös szakmai felülvizsgálat (peer review) keretében értéklik, amivel a felvigyázói normák egyenlő alkalmazását kívánják biztosítani. A tervek szerint a felek összefoglaló értékelésben ismertetik majd a főbb aggregált szintű eredményeket.

Az eurorendszer 2008-ban hozzálátott az EPC által létrehozott új SEPA fizetési módok – a 2008. január 28-án elindított átutalási, valamint a 2009-re tervezett csoportos beszedési konstrukció – felvigyázói keretrendszerének kidolgozásához. Miután a felvigyázói keretrendszer elkészül, a tervek szerint nyilvánosságra hozzák, illetve nyilvános konzultációra bocsátják.

#### 4.3 ÉRTÉKPAPÍRKLÍRING ÉS -ELSZÁMOLÁS, DERIVATÍVA KLÍRING ÉS -ELSZÁMOLÁS

Az eurorendszer fokozottan érdekelt abban, hogy az értékpapírklíring és -elszámolási rendszerek zavartalanul működjenek, ugyanis a

<sup>23</sup> Az EKB az eurorendszer vezető felvigyázója a VISA, az American Express és a Diners/Discover tekintetében. Tagként vesz részt továbbá a MasterCard értékelő csoportjában, amelynek vezető felvigyázó központi bankja a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique.

fedezetek kölcsönös beszámításában, elszámolásában és letétjében fellépő zavar veszélyeztetheti a monetáris politika megvalósítását, a fizetési rendszerek zökkenőmentes működését és a pénzügyi stabilitás fenntartását.

Az eurorendszer értékpapír-elszámolási rendszereket (securities settlement system – SSS) használó minőségében értékeli, hogy az euroövezetbeli SSS-ek és a közöttük lévő kapcsolatok mennyiben felelnek meg az eurorendszer felhasználói normáinak.<sup>24</sup> Az SSS-ek és kapcsolataik abban az esetben alkalmazhatók az eurorendszer hitelműveleteihez, ha megfelelnek a normáknak, amelyek alapján az eurorendszer értékeli, hogy az új SSS-ek, kapcsolatok vagy rendszerfrissítések alkalmasak-e az említett műveletekhez.

2008-ban egy új rendszer (VP Lux) és egy új közvetített kapcsolat értékelésére került sor, mindkét esetben azzal a megállapítással, hogy megfelelnek az euroövezet felhasználói normáinak. A Kormányzótanács megvizsgálta a szlovák SSS-t is előkészítve Szlovákia 2009. január 1-jei euroövezeti csatlakozására. A testület megállapította, hogy a rendszer megfelel a felhasználói szabványoknak, tehát alkalmazható az eurorendszer monetáris politikai és napközbeni hitelműveletei során. Az eurorendszer továbbá hozzálátott a valamennyi meglévő SSS-re, kapcsolatra és közvetett kapcsolatra kiterjedő első átfogó vizsgálatának, amelynek eredményei várhatóan 2009 tavaszán válnak hozzáférhetővé.

2008-ban az eurorendszer új konstrukciót értékelt a nemzetközi hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok globális regisztrált formában való tartására, amelyeket a két nemzetközi központi értéktár (ICSD), az Euroclear Bank (Belgium) és a Clearstream Banking Luxembourg bocsátott ki közösen. A 2010 közepén bevezetendő konstrukció fő alapelvei megegyeznek az új világpiacon kötvényével (New Global Note – NGN), amelyet 2006-ban vezettek be a globális bemutatásra szóló formában lévő, nemzetközi hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok vonatkozásában. Lévén, hogy egyre kevesebb nemzetközi hitelviszonyt megtestesítő értékpapírt bocsátanak ki

egyéni kötvény formájában, nem volt indokolt tartási struktúrájuk áttekintése. Ezért az a döntés született, hogy ezeket az értékpapírokat törlik az eurorendszer hitelműveleteihez elfogadható fedezetek listájából. 2010. szeptember 30-ig átmeneti időszakot határoztak meg, amelynek során az eddig a napig és ezen a napon kibocsátott ilyen típusú értékpapírokat lejártukig elfogadható fedezetnek tekintik.

#### **A KBER-CESR AJÁNLÁSAI AZ EURÓPAI UNIÓN BELÜLI ÉRTÉKPAPÍRKLÍRINGGEL ÉS -ELSZÁMOLÁSSAL KAPCSOLATBAN**

2001-ben a Kormányzótanács együttműködési keretrendszert hagyott jóvá a KBER és a CESR között az értékpapírlíring és -elszámolás területén. Ugyanebben az évben közös munkacsoport alakult, amelynek célja uniós viszonyokra alkalmazni a CPSS és az Értékpapír-bizottságok Nemzetközi Szervezete (International Organisation of Securities Commissions – IOSCO) SSS-ekre vonatkozóan megfogalmazott ajánlásait, majd 2004-től a központi szerződő felekre vonatkozóakat. 2005-ben megakadt a folyamat a KBER-CESR-ajánlások alkalmazási körét, tartalmát és jogi alapját érintő nyitott kérdések miatt.

2008. június 3-án az ECOFIN Tanács hivatalosan felkérte a KBER-t és a CESR-t, hogy 2008 őszéig módosítsa és véglegesítse „Az értékpapírlíring és -elszámolás normái az Európai Unióban” (Standards for securities clearing and settlement in the EU) című tervezet tiszteletben tartva a következő alapelveket: i) az elfogadott szöveg jogilag nem kötelező érvényű ajánlásokat tartalmaz kizárólag az állami hatóságok és nem a piaci szereplők számára; ii) az ICSD-kre igen, a letéti bankokra nem alkalmazandó; iii) a hitel- és likviditási kockázat tekintetében a G10-ek által elfogadott norma (a CPPS-IOSCO SSS-ekre vonatkozó 9. ajánlása) tekintendő irányadónak.

<sup>24</sup> „Előírások az EU értékpapír-elszámolási rendszereinek a KBER hitelműveleteiben való alkalmazásához” (Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations), 1998. január.



Az ECOFIN Tanács kérésének megfelelően a KBER-CESR munkacsoport újra munkához látott, és ajánlástervezeteket fogalmazott meg, amelyeket 2008. október 23. és 2009. január 23. között nyilvános konzultációra bocsátottak. A konzultáció ideje alatt nyilvános meghallgatásokat rendeztek az érdekelt felek számára.

Az Európai Parlamentet, az Európai Bizottságot, a CEBS-et, a piaci szereplőket és szövetségeket aktívan bevonták a munka különböző fázisaiba. A módosított ajánlásoknak a CESR, a Kormányzótanács és az euroövezeten kívüli NKB-k általi jóváhagyására várhatóan 2009 első negyedévének végén kerül sor. A CEBS ezzel párhuzamosan elemzést készít az olyan területek feltárására, amelyeken további intézkedések lehetnek indokoltak azoknak a különbségeknek a feloldására, amelyek a KBER-CESR-ajánlások, valamint a belső klíring- és elszámolási tevékenységet folytató bankokra vonatkozó banki szabályozás között lelhetők fel.

A véglegesített ajánlások révén a központi banki felügyelők és értékpapír-szabályozók örökölhetnek az EU-n belüli értékpapírklíring és -elszámolás megbízhatósága és hatékonysága felett, valamint egyenlő versenyfeltételeket biztosíthatnak a különböző infrastruktúrák számára. A más uniós fórumok munkáját kiegészítő KBER-CESR-ajánlásokat a kereskedés utáni szektorra vonatkozó uniós politika egyik pillérének tekintik a TARGET2-Értékpapírral, az Elszámolás és teljesítés etikai kódexével és a Giovannini-akadályok felszámolásával együtt.

#### **A PARTNERKOCKÁZAT CSÖKKENTÉSE A CDS-EKBEN**

A BIS adatai szerint az állampapírokra egyfajta biztosítást jelentő eszközök (credit default swaps – CSD) fiktív állománya 57 billió USD-t tett ki 2008 júniusában, ami a tőzsdén kívüli derivatívák teljes állományának nagyjából 8%-át jelenti. A 2008-as pénzügyi piaci turbulencia eredményeként még sürgetőbbé vált egy ellenállóbb működési keretrendszer létrehozása a tőzsdén kívüli derivatívákkal lebonyolított ügyletek rendezett feldolgozására (amire már a CPSS „A tőzsdén kívüli derivatívák klíringjével és elszámolásával kapcsolatos új fejlemények”

című 2007. márciusi jelentése felhívta a figyelmet). 2008. november 3-án az EKB-ban került sor arra az összejövetelre, amelyen az európai érdekelt felek a CDS-ek vonatkozásában a központi szerződő fél (central counterparty – CCP) intézményének létrehozásáról tárgyaltak. A résztvevők között voltak potenciális CCP-szolgáltatók, üzletkötők, felhasználók és szabályozók. Az összejövetel a Federal Reserve Bank of New Yorknak és az Európai Bizottságnak hasonló kezdeményezéseihez társult. Az EKB részt vett továbbá abban az Európai Bizottság által életre hívott munkacsoportban, amelynek feladata a derivatívapiac rövid és hosszú távú felügyeleti, szabályozói és versenypolitikai kérdéseinek vizsgálata a pénzügyi stabilitás elősegítésére. Az érintettek kiemelték a többféle megoldás és legalább egy európai megoldás előnyeit. 2008. december 18-án a Kormányzótanács emlékeztetett a tőzsdén kívüli derivatívák infrastrukturális megerősítésének fontosságára, továbbá a hitelderivatívák esetében legalább egy európai CCP létrehozásának szükségességére. Potenciálisan a rendszer szempontjából lényeges elemről lévén szó, az európai CCP-nek az euroövezetben kell helyet kapnia.

Az eurorendszer osztja mind a Pénzügyi Stabilitási Fórum, mind az Európai Bizottság véleményét a partnerkockázat visszaszorításának és a tőzsdén kívüli derivatívapiac átláthatósága növelésének fontosságáról különösen a rendszer szintjén fontos területeken (pl. hitelderivatívák). A CCP-k bevezetése a tőzsdén kívüli derivatívák piacára kielégítő megoldásnak tekinthető, mivel azáltal, hogy a pozíciókat egyetlen helyre összpontosítják i) csökkentik a partnerkockázatot, amelynek a piaci szereplők ki vannak téve, továbbá hatékonyabbá teszik a kockázatkezelést; ii) integráltabbá, átláthatóbbá teszik a piacot és hozzáférhetőbbé az információkat; iii) egységesítik a kockázati kitétségek értékelésének kritériumait; és iv) fedezetet szabadítanak fel. Az eurorendszer kinyilvánította azon szándékát, hogy más hatóságokkal együttműködve elősegíti a magánszektor eredményes közös felépését ezen a területen. 2008 decemberében az ECOFIN Tanács felkérte a KBER-t és a CESR-t hogy módosítsák a CCP-kről szóló ajánlásterve-

zetüket, kifejezett hangsúlyt fektetve a tőzsdén kívüli derivatívák kockázatára.

#### 4.4 EGYÉB TEVÉKENYSÉGEK

Az EKB 2008. július 11-én publikálta a „Fizetési rendszerek és a piaci infrastruktúrák 2007-es felvigyázói jelentése” (Payment systems and market infrastructure oversight report 2007) című kiadványát, amellyel célja tájékoztatni az állami hatóságokat, a piaci infrastruktúra szolgáltatóit, tagjait és a lakosságot felvigyázói keretrendszerének alakulásáról. Ez az első kiadvány, amely az EKB felvigyázói tevékenységével foglalkozik. A jelentés a jövőben bővülni fog, későbbi számai már mint az eurorendszer felvigyázói jelentése jelennek meg.

Mivel a fizetési és elszámolási infrastruktúrák kulcsfontosságúak a piacgazdaságok megfelelő működéséhez, fontos, hogy tagjaikat és a harmadik félként jelen lévő szolgáltatókat is beleértve eredményes és hatékony kockázatkezelési és üzletmenet-folytonossági eljárásokat léptessenek életbe, továbbá, hogy megfeleljenek a vonatkozó nemzetközi és országos normáknak. Mivel a különböző piaci infrastruktúrák számos ponton egymásra vannak utalva, továbbá szükséges a fokozott információcsere és a kölcsönös megértés, ezért az EKB és az EU nemzeti központi bankjai megállapodtak, hogy elősegítik a kölcsönös tájékoztatást a működési rugalmasságra vonatkozó nemzetközi és országos normákról, különös tekintettel az üzletmenet-folytonossággal összefüggőkre. 2008 februárjától az EKB honlapján külön oldalt szentel a piaci infrastruktúrák üzletmenet-folytonosságának,<sup>25</sup> amelyen az európai infrastruktúrákat érintő legfrissebb üzletmenet-folytonossági normák, üzletmenet-folytonossági fogalomtár és aktuális információk találhatóak az európai folyamatokról. A weblapról linkek vezetnek a központi bankok és egyéb olyan szabályozó hatóságok honlapjaira, amelyek az adott országban (beleértve olyan Európán kívüli országokat is, mint az Egyesült Államok, Hong Kong és Japán) alkalmazandó normákat és piaci gyakorlatot dolgoztak ki.

Az EKB biztosítani kívánja, hogy valamennyi KBER-kiadványban következetes terminológiát használjanak a pénzforgalom, a klíring és az elszámolás témakörében, ezért 2008. szeptember 30-án nyilvános konzultációra bocsátotta az uniós fizetési, klíring és elszámolási rendszerekkel kapcsolatos technikai jellegű szakkifejezések fogalomtárát. A glosszáriumban helyett kapott kifejezések közérthető, nem jogi meghatározással szerepelnek, ami elősegíti meghonosodásukat. A fogalomtár végleges változata az EKB honlapján lesz olvasható.

Végül a bank éves statisztikai adatokat tesz közzé a pénzforgalomról és az értékpapír-kereskedelemről, a klíringről és az elszámolásról. A 2007-től országos bontásban szereplő adatok kizárólag elektronikus úton, az EKB honlapján található Statisztikai Adattárban (SDW) tekinthetők meg. A 2007-es adatokat 2008. november 26-án tették közzé.

<sup>25</sup> Az oldal címe <http://www.ecb.europa.eu/paym/pol/bc/html/index.en.html>.



Willem F. Duisenberg 2003. október 22-ei búcsúzása alkalmával átadja a Kormányzótanács ülésein használt csengőt Jean-Claude Trichet-nek

5. FEJEZET

EURÓPAI  
ÉS NEMZETKÖZI  
KAPCSOLATOK

## I EURÓPAI KITEKINTÉS

Az EKB 2008-ban is rendszeres kapcsolatokat ápolt a különféle európai intézményekkel és fórumokkal, kiváltképp az Európai Parlamenttel (lásd a 6. fejezetet), az ECOFIN Tanáccsal, az Eurocsoporttal és az Európai Bizottsággal. Az EKB elnöke részt vett az ECOFIN Tanács ülésein, amikor a KBER céljaival és feladataival kapcsolatos kérdésekről tárgyaltak, és ott volt az Eurocsoport ülésein is. Az Eurocsoport elnöke, valamint a gazdasági és monetáris ügyek biztosa jelen volt a Kormányzótanács ülésein, amikor azt helyénvalónak ítélte.

### I.1 GAZDASÁGPOLITIKAI KÉRDÉSEK

#### STABILITÁSI ÉS NÖVEKEDÉSI PAKTUM

2008-ban a kezdetben kedvező makrogazdasági környezet a legtöbb országban elősegítette, hogy javuljon a költségvetési egyenleg, így hat tagállam közül ötben megszüntették a 2007. végi túlzott hiány miatt indított eljárást. Az ECOFIN Tanács 2008 júniusában véget vetett a Cseh Köztársaság, Olaszország, Portugália és Szlovákia ellen folytatott túlzottdeficit-eljárásnak, majd 2008 júliusában ugyanilyen lépést tett Lengyelország vonatkozásában is. Szlovákia esetében ezzel elhárult az euro 2009-es bevezetésének egyik komoly akadály. A 2007-es görög deficitet időközben a GDP 2,8%-áról 3,5%-ára módosították, de nem indították el a túlzott hiány esetén követendő eljárást.

A makrogazdasági környezet évközi romlása és a pénzügyi válság hatása az adóbevételekre ugyanakkor nyomást gyakorolt az államháztartásokra, és ismét magas deficiteket eredményezett, kiváltképp azokban az országokban, amelyek a jó időkben nem konszolidálták eléggé államháztartásukat, ezért sebezhetőek voltak. 2008 júliusában az ECOFIN Tanács túlzottdeficit-eljárást indított az Egyesült Királyság ellen, és a Szerződés 104. cikke (7) bekezdése alapján azt ajánlotta, hogy a 2009/10-es pénzügyi évben az Egyesült Királyság csökkentse a hiányt a GDP 3%-a alá. Magyarország ellen 2008-ban is folytatódott a túlzott deficit esetén követendő eljárás, a hiány lefaragására megadott határidő 2009. A Bizottság ezenkívül 2008

májusában „gazdasági és költségvetési politikai tanácsot” adott Franciaországnak, amelyben felkérte, hogy hajtsa végre az államháztartás szükséges konszolidációját, és folytassa a strukturális reformokat. A kötelező érvényű középtávú költségvetési keretrendszer szükségességét és a GDP 3%-át meghaladó hiány kockázatát szem előtt tartva a Bizottság 2008 júniusában Romániának is adott tanácsot.

Májusban az Eurocsoport elfogadta a Stabilitási és növekedési paktumban meghatározott politikai keretet. A miniszterek emlékeztettek: számos országnak határozottabb politikát kell folytatnia, hogy betartsa a paktum megelőzési pillérének előírásait, és elérje a 2007-es berlini megállapodás költségvetési céljait, miszerint a tagállamoknak 2008-ban vagy 2009-ben, de legkésőbb 2010-ben teljesíteniük kell középtávú célkitűzéseiket.

Mivel az év során súlyosbodtak a pénzügyi zavarok, és megcsappant a pénzügyi szektorba vetett bizalom, októberben az ECOFIN Tanács nagyobb fiskális körültekintést szorgalmazott a bizalom megszilárdítására. A miniszterek megerősítették, hogy a paktum továbbra is megfelelő keretet jelent, és teljes mértékben alkalmazandó. Különösen az automatikus stabilizátoroknak kell segíteniük a várható lassulás ütemének visszafogásában. Az államháztartás hosszú távú fenntarthatósága kapcsán a Tanács megtárgyalta, hogy miként lehetne a népesség előregedésével kapcsolatos költségvetési terheket beépíteni a középtávú célok definíciójába.

#### A LISSZABONI STRATÉGIA

A lisszaboni stratégia, az EU átfogó gazdasági, társadalmi és környezetvédelmi reformprogramja 2008-ban újabb hároméves ciklusába lépett, a másodikba a 2005-ös felülvizsgálata óta.

2008 tavaszán az Európai Tanács megerősítette a 2005–2008-as időszakra elfogadott integrált iránymutatásokat (Integrated Guidelines), és hangsúlyozta, hogy a jelenlegi ciklusban az elfogadott célok megvalósítására kell összpontosítani. A fenti iránymutatásokat minden egyes tagállam számára testre szabott ajánlásokkal, az

euroövezetbeli országok számára pedig horizontális iránymutatással is kiegészítette. Felkérte az Európai Bizottságot, hogy a tagállamokkal együttműködve folytassa a lisszaboni reformok nyomom követésére és értékelésére vonatkozó világos és átlátható módszertan kialakítását. Mi több, a strukturális reformok iránti elkötelezettség fenntartása érdekében az Európai Tanács felkérte a Bizottságot, az EU Tanácsot és a program nemzeti koordinátorait, hogy kezdjenek el gondolkodni a lisszaboni stratégia 2010 utáni jövőjéről.

A tagállamok 2008 őszén benyújtották nemzeti reformprogramjaikat, amelyekből kitűnt, hogy mennyire haladtak előre strukturális reformstratégiáik megvalósításában. Ezek a stratégiák az államháztartás fenntarthatóságát és egészséges alakulását, az üzleti világ szabályozási környezetének javítását, a kutatásba, fejlesztésbe és innovációba történő befektetések ösztönzését, a foglalkoztatottak arányának növelését és a munkaerőpiac rugalmasságának fokozását szolgálják. 2008 végén az Európai Bizottság közzétette a 2007 végén elfogadott és a nemzeti reformprogramokat az EU szintjén hozandó intézkedések részletezésével kiegészítő közösségi szintű 2008–2010-es lisszaboni program megvalósításáról szóló első értékelését. A Bizottság további intézkedéseket is javasolt, hogy az Európai Gazdasági Újjáépítési Program (European Economic Recovery Plan) részeként megerősítsék a lisszaboni stratégiát.<sup>1</sup>

Az EKB ismételt hangoztatta a növekedést és foglalkoztatást ösztönző strukturális reformok végrehajtásának jelentőségét. Különösen az euroövezetbeli országoknak kell átfogó reformintézkedéseket végrehajtaniuk, hogy elősegítsék a GMU zökkenőmentes működését.

## **PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK ÉS PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ**

Az EU pénzügyi piaci politikáját 2008-ban nagyrészt a pénzügyi válság határozta meg. 2007 második felében az EU Tanács három menetrendet is elfogadott az év augusztusában jelentkező pénzügyi piaci zavarok kezelésére. A három menetrend meghatározta, hogy milyen intézkedéseket kell tenni i) a pénzügyi zavar

kezelésére, ii) az EU pénzügyi stabilitási rendszerének megerősítésére, valamint iii) a pénzügyi ellenőrzéssel és felügyelettel kapcsolatos Lámfalussy-folyamat felülvizsgálatára.

2008 során mindhárom menetrend végrehajtásában jelentős előrehaladás történt. Ami a pénzügyi zavar kezelését illeti, az Európai Bizottság júliusban javaslatokat tett a hitelminősítő ügynökségek engedélyezésének, működésének és ellenőrzésének feltételeire. Októberben javasolta a tőkekövetelmény-irányelv (Capital Requirements Directive — CRD) módosítását (további részleteket lásd a 4. fejezet 2. pontjában). Az EU pénzügyi stabilitási rendszerének megerősítése érdekében az EU felügyeleti hatóságai, központi bankjai és pénzügyminisztériumai egyetértési megállapodást fogadtak el a nemzetközi pénzügyi stabilitásért folytatandó együttműködésről. A megállapodás júniusban lépett életbe. A Lámfalussy-folyamat felülvizsgálata terén is komoly előrelépés történt: megállapodtak, hogy a nemzeti felügyeletek mandátumát 2009 közepéig kiegészítik egy EU-dimenzióval, a legnagyobb nemzetközi pénzügyi csoportok számára pedig „felügyeleti kollégiumokat” hoznak létre.

Amikor 2008 őszén a pénzügyi válság súlyosabbá vált, az EU-intézmények és -tagállamok fokozták az újabb kihívások kezelésére hozandó intézkedések összehangolását. Október 12-én az euroövezeti állam-, illetve kormányfők közös akcióttervet fogadtak el. Október 15-én az Európai Tanács jóváhagyta az euroövezeti országok által elfogadott alapelveket, és felszólította az EU-országokat, hogy hozzanak az akcióttervvel összhangban nemzeti szintű intézkedéseket. Az EKB elnöke mindkét találkozón részt vett.

A közös akciótterv fő célja az volt, hogy megfelelő likviditási feltételeket biztosítson a pénz-

<sup>1</sup> A javasolt intézkedések a következők: i) az üzleti környezet javítását szolgáló intézkedések végrehajtásának felgyorsítása, ii) a munkaerőpiacok működésének javítása, iii) a szakképzett munkaerő hiányának enyhítése és iv) az állami infrastrukturális beruházások előrehozatala. Az Európai Gazdasági Újjáépítési Program a nemzetközi piacokhoz való hozzáférés javításának és a szabályozás terén történő nemzetközi együttműködés fokozásának fontosságát is hangsúlyozza.

ügyi intézményeknek, megkönnyítse a bankok finanszírozását, pótlólagos tőkeforrásokat teremtsen a pénzügyi intézmények számára, lehetővé tegye a bajba került bankok hatékony újratőkésítését, és megfelelő rugalmasságot biztosítson a számviteli szabályok érvényesítéséhez. Ezenkívül létrejött egy pénzügyi válságsejt, hogy válsághelyzetben megkönnyítse a gyors és hatékony cselekvést. Ebben a sejtben képviselteti magát az EU soros elnökségét adó ország, az Európai Bizottság elnöke, az EKB elnöke (a többi uniós központi bankkal egyetértésben), az Eurosoport elnöke és a tagállamok kormányai.

#### EGYÉB EU-SZAKPOLITIKÁK

Az EKB figyelemmel kísérte az EU klímaváltozási és energiapolitikájának alakulását, mivel az befolyásolhatja a makrogazdasági fejleményeket, az árstabilitást és a fiskális pozíciókat. Ami az energiapolitikát illeti, az EU belső energiapiacának javuló működése várhatóan pozitívan hat az energiaárak alakulására, és kiszámíthatóbbá teszi az energiaellátást. 2008 során mindkét szakpolitikában arra helyezték a hangsúlyt,

hogy az EU bátor vállalásait törvényekkel is alátámasszák.<sup>2</sup> Az EKB figyelemmel kísérte a közös agrárpolitika (Common Agricultural Policy – KAP) alakulását is, különösen az élelmiszerárakra kifejtett hatását. Az EU Tanács az élelmiszerárak megugrására reagálva több intézkedést is hozott az élelmiszerellátás javítására, például állami készleteket értékesítettek, felfüggesztették a gazdák kötelezettségét, hogy megművelhető földjük egy részét parlagon hagyják, növelték a tejkvótákat, és felfüggesztették a gabonafélék importvámjait. Miután a Bizottság beindította a KAP állapotfelmérését, az EU Tanács 2008 novemberében megállapodott abban, hogy korszerűsíti és egyszerűsíti a KAP-ot, valamint az élelmiszerek iránt növekvő keresletre reagálva megszünteti a gazdák megmaradt korlátozásait.

2 A klíma- és energiaügyi törvénycsomag szerint az EU-nak 2020-ig 1990-hez képest 20%-kal csökkentenie kell az üvegházhatású gázok kibocsátását, és a saját teljes energiafogyasztásán belül 20%-ra kell növelnie a megújuló energiaforrások arányát. Az energiafelhasználás hatékonyságának 20%-kal kell növekednie.

## 12. keretes írás

### A GMU TÍZ ÉVE

Az EKB, az eurorendszer és a KBER 2008-ban ünnepelte fennállásának tizedik évfordulóját. Ez a jubileum lehetőséget adott a GMU első évtizedének áttekintésére és az időszak során szerzett tapasztalatokból a tanulságok levonására.

2008 májusában az EKB havi jelentései sorában különszámot jelentetett meg, amely beszámolt az eurorendszer munkájáról és eredményeiről, valamint áttekintette azokat a kihívásokat, amelyekkel az eurorendszernek és az euroövezetnek fennállása második évtizedének elején szembeülnie kell. A GMU első tíz éve megmutatta, hogy az EKB teljes mértékben képes betölteni a Szerződésben megfogalmazott mandátumát. Bár a külső környezet kedvezőtlen volt – például meredeken emelkedtek a nyersanyagárak –, az árak stabilitását lényegében sikerült biztosítani. Az 1999-től 2007-ig terjedő időszakban az euroövezetben évi átlagban 2,1%-kal növekedtek a fogyasztói árak, jóval lassabban, mint az 1990 és 1998 között mért CPI-infláció 3%-os éves átlaga. Mi több, az EKB-nak sikerült a hosszú távú inflációs várakozásokat az árstabilitással összhangban levő szinteken rögzítenie. A GMU a foglalkoztatottság növelését is elősegítette. 1999 és 2007 között az euroövezetben mintegy 16 millió fővel emelkedett a foglalkoztatottak száma, míg az 1990–1998-as időszakban csak körülbelül 6 millió fős volt a növekmény.

Az Európai Bizottság májusban kiadott egy közleményt, és megjelentette a „GMU: a Gazdasági és Monetáris Unió első tíz évének sikerei és jövőbeni kihívásai” című jelentést, amelyben hangsúlyozta, hogy az euro tíz évvel a bevezetése után is sikeres valuta. A Bizottság ezenkívül több javaslatot terjesztett elő a GMU-n belüli koordináció és felügyelet javítására, az euroövezet nemzetközi szerepének fokozására, és a GMU hatékony irányításának elősegítésére.

Az ECOFIN Tanács 2008. október 7-i ülésén tárgyalta a GMU első tíz évéről. A miniszterek megállapították, hogy az elmúlt tíz évben a GMU hozzájárult a makrogazdasági stabilitáshoz. Azt is leszögezték, hogy a GMU-n belül lezajlott reformfolyamatok eredményeként az EU ma már jobban felkészült arra, hogy megbirkózzék a gazdasági sokkokkal. A GMU további előnyeinek kiaknázása és a tagállamok gazdasági teljesítményének javítása érdekében az ECOFIN Tanács több javaslatot is elfogadott, többek között i) a versenyképesség alakulásának jobb nyomon követésére (különösen az euroövezeti és az ERM–II-ben részt vevő országokban), ii) a gazdasági helyzetet figyelembe véve az ajánlott strukturális reformok sorrendjének meghatározására és iii) azokra az intézkedésekre, amelyek révén jobban megmagyarázhatók a gazdasági ciklusok, valamint az eszközárak velük összefüggő ciklusainak hatásai az adóbevételekre.

A GMU első tíz évéről az Európai Parlament is elfogadott egy határozatot (lásd a 6. fejezetet).

A Gazdasági és Monetáris Unió első tíz évével kapcsolatos gondolatokból levont általános következtetés az volt, hogy a GMU intézményrendszere jól működik. A GMU tartós sikeréhez azonban arra is szükség van, hogy a politikai döntéshozók szilárdan tartsák magukat az európai szinten elfogadott célokhoz, és határozottan végrehajtsák a szükséges szakpolitikákat.

## 1.2 INTÉZMÉNYI KÉRDÉSEK

### A LISSZABONI SZERZŐDÉS

Miután az állam-, illetve kormányfők 2007. december 13-án aláírták a Lisszaboni Szerződést, a tagállamok saját alkotmányos követelményeikkel összhangban elkezdtek a ratifikációs eljárást. Eddig 23 tagállam ratifikálta a dokumentumot. Németország és Lengyelország már nagyon közel van a ratifikációs eljárás hivatalos lezárásához. Csehországban a parlamenti ratifikáció még mindig függőben van.

Írországban ügydöntő népszavazást tartottak a Lisszaboni Szerződésről, amely végül nem nyerte el a többség támogatását. Az Európai Tanács 2008. június 19–20-i ülésén ugyanakkor megerősítette, hogy „a kibővített Unió hatékonyabb és demokratikusabb működése érdekében” továbbra is törekedni kell a Lisszaboni Szerződés megvalósítására. Az Európai Tanács 2008. december 11–12-i ülésén részt vevő állam-, illetve kormányfők elhatározták, hogy a Lisszaboni Szerződés elutasítása után „jogi

garanciákat” adnak Írországnak. Az ír kormány kötelezte magát, hogy még a jelenlegi Európai Bizottság mandátumának lejártá előtt megpróbálja ratifikálni a szerződést.

### KONVERGENCIAJELENTÉSEK

A Szerződés 122. cikkével összhangban az EKB és az Európai Bizottság konvergenciajelentéseket készített arról, hogy milyen eredményeket ért el Bulgária, Csehország, Észtország, Lengyelország, Lettország, Litvánia, Magyarország, Románia, Svédország és Szlovákia az euroövezethez történő csatlakozás feltételeinek teljesítésében. Ezekben a 2008. május 7-én közzétett jelentésekben Szlovákiát valamelyest alaposabban értékelték, mint a többi országot, mert a szlovák hatóságok arra való tekintettel is vizsgálatot kértek, hogy az ország 2009. január 1-jén be szándékozta vezetni az eurót. A Bizottság javaslatára az ECOFIN Tanács 2008. július 8-án úgy döntött, hogy Szlovákia teljesítette az euroövezethez való 2009. január 1-jei csatlakozás feltételeit (lásd a 3. fejezetet).



### **I.3 AZ EU TAGJELÖLT ORSZÁGOKBAN ZAJLÓ FOLYAMATOK ÉS A VELÜK FENNTARTOTT KAPCSOLATOK**

Az EKB kétoldalú találkozókra és az EU által a bővítési folyamatra megszabott általános intézményi kereteken belül is folytatta szakpolitikai párbeszédét az EU tagjelölt országok központi bankjaival.

Horvátországgal 2005 októberében kezdődtek el a csatlakozási tárgyalások. Az EU közösségi vívmányainak (*acquis communautaire*) egyes fejezeteit 2006 júniusától nyitották meg tárgyalásra, a megbeszéléseken 2008-ban is jelentős előrehaladást értek el. Az év végéig 21 fejezetről nyitották meg, négyről pedig már ideiglenesen le is zárták a tárgyalásokat. Az EKB többek között magas szintű politikai párbeszéd keretében is folytatta gyümölcsöző kétoldalú kapcsolatait a Horvát Nemzeti Bankkal.

A Törökországgal folytatandó csatlakozási tárgyalások 2005. október 3-i megnyitása után az Európai Bizottság 2006. júniusában kezdte meg a tárgyalásokat az *acquis communautaire* egyes fejezeteiről. 2006 decemberében az Európai Tanács úgy döntött, hogy az EU-csatlakozási folyamat 35 fejezete közül nyolcra felfüggeszti a tárgyalásokat, mert nem történt előrelépés a vámunió EU-tagállamokra történő kiterjesztésében. Az EU intézményei továbbra is vizsgálják, hogy a török törvények mennyire összeegyeztethetők az EU közösségi vívmányaival, és haladnak a további fejezetek megnyitása felé. Az EKB folytatta régóta fennálló magas szintű szakpolitikai párbeszédét a Török Köztársaság Központi Bankjával.

Bár Macedónia Volt Jugoszláv Köztársaság 2005 decemberében megkapta a tagjelölti státust, az EU-csatlakozásról szóló tárgyalások megindításáig még számos intézményi feltételt teljesítenie kell. A feltételek egy része a politikai reformok kulcsfontosságú területeihez kötődik. Az EKB és a Macedón Köztársaság Nemzeti Bankja között munkatársi szinten erősek maradtak a kapcsolatok.

## 2 NEMZETKÖZI KÉRDÉSEK

### 2.1 A NEMZETKÖZI MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI RENDSZER LEGFONTOSABB FOLYAMATAI

#### A VILÁGGAZDASÁG MAKROGAZDASÁGI POLITIKÁINAK FELÜGYELETE

Figyelembe véve a gazdasági és pénzügyi integráció magas szintjét, a világgazdasági környezet rendkívül nagy hatással van az euroövezeti gazdaságpolitikára. Az eurorendszer ezért élénk figyelemmel kíséri és elemzi az euroövezeten kívüli országok makrogazdasági politikáját és fejlődési folyamatait. Fontos szerepet játszik továbbá a makrogazdasági politikák nemzetközi multilaterális felügyeletének folyamatában, amely elsősorban az olyan nemzetközi intézmények ülésén zajlik, mint a BIS, az IMF és az OECD, valamint olyan fórumokon, mint a G7 és a G20 pénzügyminisztereinek és központi banki elnökeinek találkozói. 2008-ban különösen fontos volt a nemzetközi fejlemények értékelése, ami a stabil makrogazdasági környezet, valamint a kiegyensúlyozott makrogazdasági és pénzügyi politikák kialakítását célozza.

A nemzetközi gazdasági környezetet 2008-ban jórészt a globális pénzügyi zavar határozta meg, amely a megelőző években kialakult belső és külső egyensúlyhiányok kontrollálatlan súlyosbodását és az ezt övező kockázatok materializálódását tükrözte.

A fenti kockázatok realizálódásából fakadó problémák a később homályosnak és fenntarthatatlannak bizonyuló gyakorlatok kialakulásához hozzájáruló szabályozási, számviteli és üzleti modellek globális jellege, illetve a nemzetközi pénzügyi és kereskedelmi kapcsolatok erőssége miatt a világ minden táján gyorsan jelentkeztek. Az Egyesült Államok gyengébb minősítésű jelzálogpiacán (sup-prime mortgage) kezdődő eredeti sokkot jelentős mértékben felerősítette a pénzügyi intézmények eladósodottságának magas szintje és a globális szintű kockázatok alulárázása. Amíg a 2007 augusztusa és 2008 szeptembere között jelentkező pénzügyi zavarok időszakai viszonylag rövidek voltak és viszonylag kevés pénzügyi intézményre korlátozódtak, 2008 szeptemberétől számos igen nagy, globális szinten tevékenykedő intézményben is

nehézségek támadtak, ami erős sokk hullámokat váltott ki. Ezek komoly feszültségeket keltek a bankközi és az egyéb kulcsfontosságú finanszírozási piacokon, súlyos nehézségeket okoztak több ország bankszektorában, valamint hozzájárultak a globális árfolyamok és kőolajárak megváltozásához, az eszközárak határozott világméretű csökkenéséhez és a konjunktúra markáns lassulásához (lásd az 1. fejezetet). Bár ez a pénzügyi válság az Egyesült Államokból indult ki, egyre több ország érzékeli hatásait: a fejlett országok éppúgy, mint – különösen az utóbbi időben – a feltörekvő piacgazdaságok. Több ország az IMF-től kért segítséget (lásd a nemzetközi pénzügyi szerkezetéről szóló következő részt). Más országok központi bankjainak több nagy központi bank, például az EKB és az amerikai Szövetségi Tartalékrendszer (Fed) nyújtott likviditási támogatást. Az utóbbi például a feltörekvő gazdaságok befagyott pénzpiacainak életre keltése érdekében 2008. október végén likviditáscsere-konstrukciókat teremtett négy nagy, rendszer szempontból fontos gazdaság (Brazília, Mexikó, Dél-Korea, Szingapúr) központi bankjával.<sup>3</sup>

Nagyrészt e fejleményeknek tudható be, hogy 2008-ban komoly változások történtek a folyó fizetési mérlegek egyenlegeiben. Az Egyesült Államok folyó fizetési mérlegének hiánya 0,7 százalékponttal, a GDP 4,6%-ára csökkent, ami elsősorban a kisebb hazai kereslet következménye.<sup>4</sup> Néhány országban jelentős mértékben zsugorodott a folyó fizetési mérleg GDP-hez viszonyított többlete: Kínában például 1,9 százalékponttal, Japánban pedig 0,8 százalékponttal. Ugyanakkor 2008-ban a kőolaj-exportáló országok együttvéve növelték folyó fizetési mérlegük többletét; bár az év vége felé határozottan csökkentek a kőolajárak, az év nagy részében meghaladták a 2007-es szintet. 2008-ban az euroövezet folyó fizetési mérlege a 2007-es többletből deficitbe fordult át, amelynek értéke a GDP 0,5%-át tette ki.

3 Az EKB által biztosított swapkeretről részletesebben lásd a 2. fejezet 1. pontját.

4 E részben a 2008-ra vonatkozó becslések az IMF által 2008 októberében kiadott World Economic Outlook prognózisain alapulnak.

Az eurorendszer 2008-ban több alkalommal is hangsúlyozta a globális egyensúlyhiányok fennmaradásával összefüggő kockázatokat és torzulásokat. Megerősítette, hogy teljes mértékben támogatja a globális egyensúlyi problémák együttműködésen alapuló, fegyelmezett kiigazítását. Az eurorendszer különösen azt sürgette, hogy növeljék a magán- és állami megtakarításokat a fizetésimérleg-hiánnyal küszködő országokban, hajtsanak végre további szerkezeti reformokat a viszonylag kis növekedési potenciállal rendelkező érett gazdaságokban, hozzanak belső keresletélénkítő intézkedéseket és javítsák a tőkeallokációt a hatalmas folyófizetésimérleg-többlettel rendelkező feltörekvő piacgazdaságokban, és általában véve pontosabban mérjék fel a kockázatokat. A nemzetközi pénzügyi szerkezet (lásd később) tökéletesítéséről az EKB és más eurorendszerbeli központi bankok bevonásával folyó közös gondolkodás keretében az eurorendszer hangsúlyozta, hogy az ilyenfajta tökéletesítésnek a pénzügyi piaci fegyelem mellett a makrogazdaság-politikai fegyelmet is feltétlenül javítania kell. Olyan megerősített multilaterális gazdasági felügyeleti keretekre van szükség, amelyek elősegítik, hogy a gazdaságpolitikák különösen a rendszer szempontjából fontos országokban stabilitásorientáltak és fenntarthatók legyenek.

Végezetül maga az euroövezet felett is gyakorolnak nemzetközi elvi-stratégiai felügyeletet. 2008-ban mind az IMF, mind az OECD lefolytatta az euroövezet monetáris, pénzügyi és gazdaságpolitikájának rendszeres felülvizsgálatát, ezzel kiegészítve az egyes euroövezetbeli országok felülvizsgálatát. Az IMF által a IV. cikk alapján folytatott konzultációk, valamint az OECD Gazdasági Fejlődést Vizsgáló Bizottságának áttekintése lehetővé tette, hogy a nemzetközi szervezetek hasznos eszmecserét folytassanak az EKB-val, az Eurocsoport elnökségével és az Európai Bizottsággal. E tárgyalásokat követően mind az IMF, mind az OECD értékelő jelentést készített az euroövezet szakpolitikáiról.<sup>5</sup>

## NEMZETKÖZI PÉNZÜGYI SZERKEZET

A pénzügyi zavar hatására széleskörű viták kezdődtek a nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszer felépítéséről és működéséről. Az EU állam-, illetve kormányfői 2008. november 7-én Brüsszelben megtartott nem hivatalos találkozójukon megállapodtak abban, hogy összehangolják a pénzügyi válságra adandó válaszaikat, és érvényesítik azokat a közös elveket, amelyekre az új nemzetközi pénzügyi rendszernek épülnie kell. A G20-országok vezetői november 15-én Washingtonban gyűltek össze, hogy megtartsák a pénzügyi piacokkal és a világgazdasággal foglalkozó első csúcstalálkozójukat. A résztvevők cselekvést sürgettek a pénzügyi szabályozás és a makrogazdasági politikák terén, valamint hangsúlyozták, hogy elkötelezett hívei a szabad kereskedelemnek. A csúcson meghatározott feladatok elvégzésére négy munkacsoportot szerveztek. A munkacsoportok a G20 pénzügyi és központi banki képviselőinek számolnak be tevékenységükről, akik előkészítették a G20 pénzügyminisztereinek és központi banki elnökeinek 2009. tavaszi ülését.

Az IMF-tagok felhívásaira konkrét változások történtek a Valutaalap pénzügyi támogatási konstrukcióiban. Októberben létrehoztak egy új finanszírozási instrumentumot, a rövid lejáratú likviditási konstrukciót (short-term liquidity facility – SLF). Az instrumentum célja az, hogy gyorsan kifizethető pénzeket biztosítson azoknak a határozott politikát folytató, jó adós országoknak, amelyek a külső tőkepiacokon bekövetkező fejlemények miatt időlegesen likviditási gondokkal szembesülnek. Az új instrumentum megteremtése mellett az IMF nekilátott, hogy áttekintse a hitelezésben betöltött szerepének különféle szempontjait. A Valutaalap ezenkívül készenléti hitelt nyújtott több tagországnak,

5 „Euro area policies: 2008 Article IV consultation — staff report” (Euroövezetbeli politikák: szakértői jelentés a IV. cikk szerinti 2008. évi konzultációkhoz), IMF, 2008. augusztus, és „Economic survey of the euro area” (Az euroövezet gazdasági felmérése), OECD, 2009.

köztük Fehéroroszországnak, Magyarországnak, Izlandnak, Lettországnak, Pakisztánnak és Ukrajnának.

2008-ban további erőfeszítéseket is tettek az IMF megreformálására. A reform kulcsfontosságú megtárgyalt területei közé tartozott az IMF felügyelete, hitelezésben betöltött szerepe, irányítása (kvóták és szavazatok), valamint bevételeinek és kiadásainak keretrendszere. Ezekről a kérdésekről az IMF-en belül, illetve más fórumokon, például a G7 és a G20 ülésein folytatott megbeszéléseken állapodtak meg. A KBER és az eurorendszer szerepe abban nyilvánult meg, hogy figyelemmel kísérte a megbeszéléseket, és ha helyénvalónak tartotta, hozzászólt az említett témákhoz.

A tagok szakpolitikáinak kétoldalú felügyeletéről 2007 közepén született új határozat érvénybe lépése után a Valutaalap arra összpontosított, hogy a határozatot a tagokkal a IV. cikk alapján folytatott rendszeres konzultációk keretében megvalósítsa. Az új határozat célja az, hogy a külső stabilitást a felügyelet rendezőelvének tekintve nagyobb figyelmet fordítsanak a döntések nemzetközi következményeire. A külső stabilitást az árfolyam figyelembevételével határozzák meg, ezért annak elemzése a felügyeleti folyamat kulcsfontosságú elemévé válik. Októberben a Valutaalap elfogadta a felügyelet prioritásairól szóló első nyilatkozatát (Statement of Surveillance Priorities), amely 2011-ig szabályozza az IMF felügyeleti munkáját. A nyilatkozat az alábbi négy kulcsfontosságú feladatot szabja meg az IMF felügyeleti tevékenysége számára: oldja a pénzügyi piaci feszültséget, erősítse a globális pénzügyi rendszert, igazodjon a nyersanyagárak markáns változásaihoz, és segítse elő a globális egyensúlyhiányok fegyelmezett csökkentését. Feladatai teljesítéséhez a Valutaalap – többek között a makropénzügyi kapcsolatok elemzése révén – tökéletesíteni akarja a kockázat és a sérülékenység korai előrejelzését, és a fejlett gazdaságokra ki akarja terjeszteni sérülékenységi vizsgálatait. A Valutaalap továbbra is figyelemmel kíséri a pénzügyi szektor ügyeit és a velük kapcsolatos politikai tanulságokat,

valamint fejlesztette együttműködését a Pénzügyi Stabilitási Fórummal.

Az IMF Kormányzótanácsa ezenkívül elfogadta a kvótákra és szavazatokra vonatkozó átfogó reformcsomagot, amely új kvótaképletet vezet be, rendelkezik az új képleten alapuló ad hoc kvótaemelések második fordulójáról, az alacsony jövedelmű országok beleszólásának növelésére megháromszorozza az alapszavazatok számát, és az Ügyvezető Igazgatóság két afrikai elnöke mellé egy tartalék ügyvezető igazgatói tisztséget is létesít. A reform két fő célja az volt, hogy a tagok kvótáját jóval arányosabbá tegyék a világgazdaságban betöltött relatív súlyukkal és szerepükkel, valamint az IMF-en belül növeljék az alacsony jövedelmű országok beleszólását és részvételét. Az IMF irányításának fejlesztése többek között az IMF Független Értékelési Irodájának 2008-as jelentése és a Kimagasló Személyek Bizottságának az IMF irányítási reformjáról 2009 tavaszán közzeendő jelentése alapján folytatódik.

Az IMF Kormányzótanácsa az intézmény szilárdabb pénzügyi alapokra helyezése végett is hozott intézkedéseket. Ami a bevételi oldalt illeti, a Valutaalap a jövőben szélesebb és fenntarthatóbb bevételi forrásokra fog támaszkodni. Ez magában foglalja befektetési jogkörének szélesítését és egy olyan alapítvány létesítését, amelyet az aranyra vonatkozó központi banki megállapodással összhangban végrehajtott, szigorúan korlátozott aranyeladás nyereségeiből finanszíroznak. A kiadási oldalon a jelentős költségvetési megtakarításokat eredményező új kiadási keretek meghatározásánál a Valutaalap alapvető feladatának figyelembevételéből és a prioritások körültekintő kiválasztásából indulnak ki. A pénzügyi turbulencia kapcsán tárgyalások folynak továbbá arról, hogy elegendő forrás áll-e az IMF rendelkezésére.

Fontos szerepet játszott a globális pénzügyi rendszer rugalmasságának erősítésében a Pénzügyi Stabilitási Fórum, amely megkönnyítette a különféle nemzeti és nemzetközi kezdeményezések összehangolását, valamint ellenőrizte azok időarányos megvalósítását. A fórum az

alábbi öt kulcsfontosságú területen tett ajánlásokat, illetve tekintette át az ajánlások megvalósítását: prudenciális felvigyázás, átláthatóság és értékelés, hitelminősítések, a hatóságok kockázatokra való reagáló képessége és a pénzügyi rendszer feszültségeinek kezelése.

A válságmegelőző és a válságok rendezett megoldását elősegítő mechanizmusok támogatása is a nemzetközi pénzügyi közösség napirendjén maradt. Ebben az összefüggésben folytatódott azoknak a G20 pénzügyminiszterei és központi banki elnökei által 2004-ben elfogadott elveknek a végrehajtása, amelyek a feltörekvő piacokon a stabil tőkeáramlásokra és a méltányos adósságátalakításra vonatkoznak. E piaci alapú és önkéntes elveknek az a céljuk, hogy az állampapír-kibocsátóknak és magánhitelezőknek iránymutatást nyújtsanak az információk megosztása, a párbeszéd és a szoros együttműködés kapcsán követendő magatartást illetően. Egyre több pénzügyi intézmény és kibocsátó ország jelezte, hogy támogatja az elveket, és különösen érdekelt azok megvalósításának elősegítésében. A nemzetközi pénzügyi rangos képviselőiből az elvek megvalósításának irányítására létrehozott Megbízottak Csoportja (Group of Trustees) legutóbbi, 2008 októberében Washingtonban megtartott ülésén áttekintette, hogy a nemzetközi pénzügyi szerkezet keretein belül milyen mértékben sikerült megvalósítani az alapelveket, és iránymutatást adott a további munkára.

Egy másik 2008-as pénzügyi piaci kezdeményezés keretében az Állami Befektetési Alapok Nemzetközi Munkacsoportja (International Working Group of Sovereign Wealth Funds) kidolgozta a santiagoói alapelveket. A fejlett, feltörekvő és fejlődő gazdaságok állami befektetési alapjai által elfogadott alapelvek egy olyan kollektív erőfeszítés eredményei, amely átfogó keretet kíván teremteni az állami befektetési alapok működésének jobb megértéséhez. A természetüket tekintve önként vállalt alapelvek célja az, hogy erősítsék az állami befektetési alapok stabilizáló szerepét a pénzügyi piacokon, és elősegítsék a nemzetközi befektetések szabad áramlásának fenntartását. Az OECD az állami befektetési alapok befektetési szempontjából is

iránymutatást ad a befogadó országok politikájával összefüggésben.

## 2.2 EGYÜTTMŰKÖDÉS AZ EU-N KÍVÜLI ORSZÁGOKKAL

Az eurorendszer nemzetközi tevékenysége keretében szemináriumok és szakmai műhelyek szervezésével fejlesztette tovább együttműködését az EU-n kívüli központi banki közösséggel. Az eurorendszer által nyújtott technikai segítség – különösen az EU-val szomszédos térségekben – továbbra is fontos szerepet játszott a központi bankok adminisztratív kapacitásainak erősítésében, valamint az európai és a nemzetközi szabványok betartatásában. Az EKB az Európai Bizottság mellett tevékenyen részt vett az EU, illetve Kína, India és Oroszország között folyó makrogazdasági párbeszédben.

Az EKB a nyugat-balkáni országokkal is tovább mélyítette kapcsolatait: 2008. szeptember 1-jén 17 európai uniós központi bankkal<sup>6</sup> karöltve kilenc hónapos technikai segítségnyújtási programot indított a Szerb Nemzeti Bank számára. Az Európai Újjáépítési Ügynökség finanszírozta program keretében elemző jelentést készítenek a Szerb Nemzeti Banknak arról, hogy az EU-csatlakozás előkészületeként milyen előrehaladást kell elérnie a kiválasztott központi banki területeken. A jelentés a következő területekkel foglalkozik: bankfelügyelet, a Szerb Nemzeti Bank hatáskörén belül a törvények összhangba hozatala az EU közösségi vívmányaival, a tőkemozgások liberalizálása, monetáris politika és árfolyamrendszer, monetáris, pénzügyi és fizetésimérleg-statisztikák, valamint pénzügyi szolgáltatásokkal kapcsolatos fogyasztóvédelem.

Az Orosz Központi Bankkal (Bank of Russia) folytatott technikai együttműködés 2008. április 1-jétől vált intenzívebbé, amikor az Európai Bizottság finanszírozásával elkezdődött az új központi banki együttműködési program. A

<sup>6</sup> Belgium, Bulgária, Csehország, Dánia, Németország, Észtország, Görögország, Franciaország, Olaszország, Ciprus, Lettország, Magyarország, Hollandia, Ausztria, Lengyelország, Románia és az Egyesült Királyság nemzeti központi bankjai.

2010 decemberéig tartó programban az EKB mellett a Deutsche Bundesbank, a Bank of Greece, a Banco de España, a Banque de France, a Banca d'Italia, a De Nederlandsche Bank, az Oesterreiche Nationalbank és – a finn pénzügyi felügyelettel (Rahoitustarkastus) együttműködve – a Suomen Pankki vesz részt. A program célja az, hogy az EU megossza az Orosz Központi Bankkal a belső ellenőrzés területén szerzett ismereteit és tapasztalatait, valamint támogassa a Bázeli II bankfelügyeletre vonatkozó elveinek fokozatos megvalósítását Oroszországban.

Az EU déli és keleti mediterrán partnerei központi bankjainak elnökeivel tartott ötödik magas szintű eurorendszer-szemináriumra, amelyet az EKB és az Egyiptomi Központi Bank közösen szervezett, 2008. november 26–27-én Alexandriában került sor. A bankelnökök áttekintették a térség legújabb gazdasági és pénzügyi fejleményeit, a földközi-tengeri országok monetáris politikai stratégiáiról, árfolyamrendszereiről és a bankszektorainak ügyeiről tárgyaltak. Az EKB képviselői számos olyan találkozón is részt vettek, amelyen a „Barcelonai folyamat: unió a mediterrán térségért” kezdeményezés keretében gazdasági és pénzügyi kérdésekről tárgyaltak.

Az Egyiptomi Központi Bankkal is folytatódott az együttműködés, amelynek keretében 2009. január 1-jén az Európai Bizottság finanszírozásával új hároméves programot indítottak. A programban a Българска народна банка (Bolgár Nemzeti Bank), a Česká národní banka, a Deutsche Bundesbank, a Görög Nemzeti Bank, a Banque de France, a Banca d'Italia és a Banca Națională a României szakemberei vesznek részt. A program három fő célja: olyan irányelvek meghatározása, amelyek segítségével az Egyiptomi Központi Bank kidolgozhatja a Bázeli II rendszer alapelemeivel összhangban álló új rendelkezéseit, az új rendelkezések véglegesítése és végrehajtásuk megszervezése, valamint az Egyiptomi Központi Banknak adatokat szolgáló bankok számára egy olyan új rendszer kidolgozása, amely lehetővé teszi az új rendelkezések megvalósítását.

Az Öböl Menti Arab Államok Együttműködési Tanácsa (Gulf Cooperation Council – GCC) tagállamai<sup>7</sup> központi banki elnökei és monetáris hatóságai részvételével az EKB és a Deutsche Bundesbank először szervezett magas szintű eurorendszer-szemináriumot. Az eseményre 2008. március 11–12-én Mainzban került sor. A megbeszélések a GCC országok gazdasági fejleményeire és struktúráira, valamint a GCC világgazdasági szerepére összpontosultak, különös tekintettel a monetáris és pénzügyi kérdésekre, a finanszírozásra, az energiára és a kereskedelemre.

Az EKB, a People's Bank of China és a Banca d'Italia június 26-án és 27-én a Banca d'Italia római székházában közösen rendezte meg a kelet-ázsiai és csendes-óceáni térség, valamint az euroövezet központi bankjainak negyedik magas szintű szemináriumát. A szeminárium célja az volt, hogy a résztvevők véleményt cseréljenek a két térség politikai döntéshozóit foglalkoztató kérdésekről, például a pénzügyi zavarról, a globális egyensúlyi problémákról és a növekedés kilátásairól.

2008-ban az EKB tovább erősítette kapcsolatát a Kínai Nemzeti Bankkal (People's Bank of China), a két intézmény megújította 2002-ben aláírt egyetértési megállapodását. Az elmúlt években erőteljesen megélénkült az együttműködés, ami magas szintű találkozók és egyre intenzívebb szakértői kooperáció formájában is megnyilvánult. Az EKB és a kínai jegybank elnöke szeptember 5-én az EKB-ban folytatott tárgyalásokat.

7 Bahrain, Egyesült Arab Emírségek, Katar, Kuwait, Omán és Szaúd-Arábia.



Carlo Azeglio Ciampi volt olasz elnök (jobbra) és Jean-Claude Trichet úton az EKB tizedik évfordulója alkalmából a frankfurti Alte Operben rendezett ünnepségre 2008. június 2-án

## 6. FEJEZET

# FELELŐSSÉG



## I FELELŐSSÉGVÁLLALÁS A KÖZVÉLEMÉNY, VALAMINT AZ EURÓPAI PARLAMENT FELÉ

A központi banki függetlenség az elmúlt évtizedekben az érett és a feltörekvő gazdaságok monetáris politikai keretrendszerének alapvető elemévé vált. A függetlenség megadásáról szóló döntést az elméleti közgazdaságtan és a tapasztalati bizonyítékok is szilárdan alátámasztják, hiszen ezek azt mutatják, hogy a központi banki függetlenség elősegíti az árstabilitás fenntartását. Ugyanakkor a demokratikus társadalmak egyik alapelve, hogy a közfeladatokkal felruházott független intézmények felelősek (elszámoltathatók) legyenek az állampolgárok és választott képviselőik felé. Egy független központi bank felelőssége alatt általában azt a kötelezettséget értjük, hogy a bank megmagyarázza és megindokolja döntéseit az állampolgárok és politikai képviselőik számára. A felelősségvállalás tehát a központi banki függetlenség fontos eleme.

Az EKB megalapítása óta mindig is elismerte a monetáris politikai döntéseiért való felelősség alapvető fontosságát, ezért – a Szerződés követelményeivel összhangban – rendszeres párbeszédet folytatott az EU állampolgáraival és az Európai Parlamenttel. Az EKB e téren megnyilvánuló elkötelezettségét a 2008-ban megjelent számos kiadvány és a Kormányzótanács tagjai által az év során elmondott számtalan beszéd is tanúsította.

A Szerződés pontosan rögzíti az EKB jelentéstételi kötelezettségeit, amelyek a negyedéves jelentések, a heti pénzügyi kimutatások és az éves jelentések közzétételét foglalják magukban. Az EKB a gyakorlatban még többet is teljesít, mint a Szerződésben lefektetett jelentési kötelezettségek, például (az előírt negyedéves jelentés helyett) havi jelentéseket ad ki, a hónap első kormányzótanácsi ülése után pedig sajtóértekezletet is tart.

Az Európai Parlament, amely közvetlenül az EU állampolgáraitól kapja legitimitását, továbbra is kulcsszerepet játszott az EKB elszámoltatásában. Az EKB elnöke – a Szerződés rendelkezéseivel összhangban – 2008-ban az Európai Parlament plenáris ülése elé terjesztette az EKB 2007. évi Éves jelentését. Ezenkívül az elnök a Gazdasági és Monetáris Ügyek Bizottsága előtti

meghallgatásokon továbbra is rendszeresen, negyedévenként beszámolt az EKB monetáris politikájáról és egyéb feladatairól. Az elnök az Európai Parlament és a nemzeti parlamentek közös ülésén is megjelent, hogy a résztvevőkkel eszmét cseréljen a pénzügyi stabilitás megóvását szolgáló EU-keretrendszerrel.

Az Igazgatóság más tagjai is számos alkalommal megjelentek az Európai Parlament előtt. Az EKB 2007. évi Éves jelentését az alelnök nyújtotta be a Gazdasági és Monetáris Ügyek Bizottságához. Gertrude Tumpel-Gugerell kétszer jelent meg a bizottság előtt, hogy ismertesse az értékpapírklióring és -elszámolás, valamint az eurorendszer TARGET2-Értékpapír projektje terén lezajlott legújabb fejleményeket. Jürgen Stark az EKB 2008-as konvergenciajelentését terjesztette a bizottság elé, és részt vett a Szlovákia euroövezeti csatlakozásáról szóló megbeszélésen. Lorenzo Bini Smaghi részt vett a bizottság pódiumbeszélgetésén, amelyet a GMU első tíz évéről és a jövőbeli feladatokról tartottak.

Az EKB szakértői és az Európai Parlament tagjai ezenkívül tárgyaltak azokról a témákról is, amelyek terén az EKB különlegesen gazdag tapasztalatokat szerzett (pl. eurohamisítás elleni harc, tőkekövetelmények és statisztika). A bevett gyakorlattal összhangban a Gazdasági és Monetáris Ügyek Bizottságának küldöttsége felkereste az EKB-t, hogy az Igazgatóság tagjaival különféle kérdésekről tárgyaljon. Az EKB – önként vállalt gyakorlatát folytatva – továbbra is válaszolt az Európai Parlament tagjainak írásbeli kérdéseire, amelyek a bank hatáskörébe tartozó ügyekre vonatkoztak.

## 2 AZ EURÓPAI PARLAMENTTEL MEGVITATOTT EGYES TÉMÁK

Az Európai Parlament és az EKB közötti eszmecserék számtalan témát érintettek. A megbeszélések során felvetett kulcsfontosságú kérdéseket az alábbiakban ismertetjük.

### AZ EURÓPAI PARLAMENT HATÁROZATA AZ EKB 2007. ÉVI ÉVES JELENTÉSÉRŐL

A bevett gyakorlattal összhangban az Európai Parlament 2008. július 9-én elfogadta az EKB 2007. évi Éves jelentéséről szóló, saját maga által kezdeményezett határozatát. A határozatban teljes mértékben elismerte az EKB függetlenségét, és megállapította, hogy a kormányzótanácsi ülések jegyzőkönyveinek közzététele következtében politikai nyomás alá kerülhetnének a Kormányzótanács tagjai. A határozat elismerte az EKB-nak a pénzügyi zavar kezelésében kifejtett kiváló munkáját, és aláhúzta, hogy a nagy központi bankok – köztük az EKB – már a pénzügyi válság kirobbanása előtt figyelmeztettek a kockázatok alábecsülésének veszélyére. A határozat ezenkívül az eurorendszer kétpilléres monetáris stratégiájának előnyeit is hangsúlyozta.

### PÉNZÜGYI SZABÁLYOZÁS

Az Európai Parlament és az EKB folytatta intenzív párbeszédét a pénzügyi szabályozás kérdéseiről. A témáról szóló határozataiban az Európai Parlament szorgalmazta, hogy a pénzügyi piacok valamennyi szereplője számára szabjanak meg megfelelő anticiklikus tökéletesítő intézkedéseket. Az Európai Parlament szükségét látta a mérlegen kívüli tételek megfelelő közzétételének és számviteli kezelésének, valamint szorgalmazta, hogy adjanak részletesebb és jobb tájékoztatást a komplex termékekről és az értékpapírosítási folyamatról. Ami a hitelminősítő ügynökségeket illeti, a Parlament szorgalmazta, hogy alakítsanak ki európai uniós felülvizsgálati mechanizmust, és hozzanak olyan intézkedéseket, amelyek fokozzák a minősítési módszerek és a minőségbiztosítási rendszerek átláthatóságát.

Az Európai Parlament és a nemzeti parlamentek 2008. január 23-i ülésén megjelenő EKB-elnök figyelmeztetett arra, hogy a pénzügyi instrumentumok egyre összetettebb jellege, valamint a pénzügyi intézmények kitettséggel kapcsola-

tos tisztánlátás hiánya miatt növekedhet a fennálló kockázatok mértékét és a kockázatok végső viselőjét övező bizonytalanság, ami még általánosabb „fertőzést” eredményezhet. Az elnök hangsúlyozta, hogy fokozni kell az átláthatóságot, és anticiklikusabbá kell tenni a szabályozási keretrendszert, a pénzügyi intézményeket pedig felszólította, hogy tökéletesítsék kockázatkezelő módszereiket. Az elnök több alkalommal is aláhúzta, hogy gyorsan végre kell hajtani az ECOFIN Tanács stratégiai menetrendjét, amely meghatározza a pénzügyi zavarra adandó politikai válaszokat.

### A PÉNZÜGYI FELÜGYELET ÉS STABILITÁS EURÓPAI UNIÓS KERETEI

A pénzügyi felügyelet és stabilitás európai uniós keretei is kiemelt szerepet kaptak az EKB és az Európai Parlament közötti tárgyalásokon. Az Európai Parlament a témáról született különféle határozataiban emlékeztetett, hogy az európai pénzügyi felügyelet nem tartott lépést az EU pénzügyi piacainak integrációjával. Ennek fényében az Európai Parlament szükségesnek tartotta, hogy a legnagyobb nemzetközi pénzügyi csoportok számára hozzanak létre „felügyeleti kollégiumokat”, valamint erősítsék és tisztázzák a Lámfalussy-féle keretrendszer három 3. szintű bizottságának jogállását és beszámoltathatóságát (a Lámfalussy-féle keretrendszer további részleteiről lásd a 4. fejezet 2. részét). Az Európai Parlament szorgalmazta, hogy az EKB és a KBER játsszon tevékeny szerepet az EU makroprudenciális felügyeletre és pénzügyi stabilitásra vonatkozó szakpolitikáinak kidolgozásában és végrehajtásában, valamint felszólította a felügyeletet és a központi bankokat, hogy a Bankfelügyeleti Bizottságon keresztül lássák el az EKB-t a vonatkozó mikroprudenciális információkkal. Végezetül a Parlament törvényeket szorgalmazott a válságmegelőző és -kezelő rendszerek tökéletesítésére.

Az EKB-elnök parlamenti megjelenései során hangsúlyozta, hogy továbbra is ki kell aknázni a Lámfalussy-féle keretrendszer lehetőségeit, és gyorsan végre kell hajtani a felülvizsgálatára vonatkozó menetrendben előírányzott döntéseket. Az elnök az EU pénzügyi stabilitási rendsze-

rének megerősítésére vonatkozó menetrendben előirányzott lépések gyors végrehajtását is szorgalmazta. Különösen a felügyeletek és a központi bankok közötti zökkenőmentes együttműködés és megfelelő információcsere szükségességére helyezett nagy hangsúlyt.

### **A GMU TÍZ ÉVE**

Az Európai Parlament részt vett a GMU első tíz évének megtárgyalásában is (lásd a 12. keretes írást). 2008. november 18-án határozatot fogadott el, amely kifejtette a GMU első tíz évével és a jövő feladataival kapcsolatos nézeteit. A határozat hangsúlyozta, hogy a GMU sikeres volt, a közös valuta elősegítette az euroövezeti országok gazdasági stabilitását és integrálódását. A parlament ugyanakkor megállapította, hogy különösen a strukturális reformok és a fegyelmezett költségvetési politikák terén még többet kell tenni a GMU előnyeinek teljes kiaknázása érdekében.

Az EKB elnöke egyetértett azzal, hogy a strukturális reformok és a megfontolt költségvetési politikák a GMU zavartalan működésének kulcsfontosságú feltételei, ugyanakkor aggodalmát fejezte ki a strukturális reformok és a költségvetési konszolidáció lelassulása miatt.





Jean-Claude Trichet felvágja a születésnap tortát az EKB tizedik évfordulója alkalmából a frankfurti Alte Operben rendezett ünnepségen 2008. június 2-án. Balról jobbra: José Manuel Barroso, Jean-Claude Juncker, Jean-Claude Trichet, Aline Trichet, Hans-Gert Pötering, Gretta Duisenberg, Janez Janša

**7. FEJEZET**

# **KÜLSŐ KOMMUNIKÁCIÓ**

## I KOMMUNIKÁCIÓS POLITIKA

Az EKB külső kommunikációjának az a célja, hogy jobban megértesse a közvéleménnyel a bank politikáját és döntéseit. A külső kommunikáció az EKB monetáris politikájának és egyéb tevékenységeinek szerves részét képezi. Két kulcsfontosságú jellemzője, a nyitottság és az átláthatóság egyaránt hozzájárul az EKB monetáris politikájának hatékonyságához, eredményességéhez és hitelességéhez, valamint elősegíti, hogy a bank teljes mértékben számot adjon mindenfajta tevékenységéről, amint azt a 6. fejezet részletesen is ismerteti.

A monetáris politikai értékelések és döntések valós idejű, rendszeres és átfogó magyarázatainak 1999 óta érvényesített elképzelése egyedülállóan nyitott és átlátható központi banki kommunikációt tesz lehetővé. Miután a Kormányzótanács meghozza monetáris politikai döntéseit, azonnal sajtótájékoztatót tartanak, ahol megmagyarázzák azokat. A sajtótájékoztatón az elnök részletes bevezetőt mond, amelyben indokolja a Kormányzótanács döntéseit. Ezután az alelnökkel együtt a sajtó rendelkezésére áll, és válaszol az újságírók kérdéseire. 2004 decembere óta a Kormányzótanács által hozott döntéseket – a kamatdöntések kivételével – havonta teszik közzé az eurorendszer központi bankjainak honlapjain.

Az EKB jogi aktusait, valamint az eurorendszer összevont pénzügyi kimutatásait az EU valamennyi hivatalos nyelvén elérhetővé teszik.<sup>1</sup> Az EKB Éves jelentését és a Havi jelentés negyedévenkénti számát ugyancsak teljes egészében lefordítják az EU hivatalos nyelveire.<sup>2</sup> A konvergenciajelentést vagy teljes egészében, vagy összefoglaló formájában teszik közzé az EU valamennyi hivatalos nyelvén.<sup>3</sup> A nyilvánosság előtti elszámoltathatóság és az átláthatóság érdekében az EKB a kötelezően megjelentetendő kiadványokon kívül egyéb dokumentumokat is közzétesz néhány vagy minden hivatalos nyelven, elsősorban a monetáris politikai döntéseket bejelentő sajtóközleményeket, a szakértők makrogazdasági prognózisait,<sup>4</sup> valamint a közvélemény számára fontos monetáris politikai álláspontokat és információs anyagokat. Az EKB legfontosabb kiadványai

nemzeti nyelveken megjelenő változatainak előkészítése, kiadása és terjesztése az NKB-kkal szoros együttműködésben történik.

1 Az ír nyelv kivételével, amelyre EU szintű derogáció van érvényben.

2 Az ír és a máltai nyelv kivételével. Az ír nyelvre derogáció van érvényben. Málta esetében külön megállapodás született a Central Bank of Maltával, miután a derogáció 2007 májusában megszűnt.

3 Lásd a 2. lábjegyzetet.

4 Az EKB szakértőinek prognózisait 2004 szeptembere, az eurorendszer szakértőinek prognózisait 2000 decembere óta.

## 2 KOMMUNIKÁCIÓS TEVÉKENYSÉG

Az EKB különféle közönségeket szólít meg (pénzügyi szakértőket, a médiát, kormányokat, parlamenteket és a közvéleményt), akiknek eltérőek a pénzügyi és közgazdasági ismeretei. Feladatait és döntéseit ezért különböző kommunikációs eszközök és tevékenységek segítségével ismerteti, amelyeket állandóan finomít, hogy azok a különböző célközönséget, a kommunikációs környezetet és az igényeket figyelembe véve a lehető leghatékonyabbak legyenek.

Az EKB számos tanulmányt és jelentést ad ki, köztük az Éves jelentést, amely az előző évi tevékenységeinek áttekintését adja, és ezzel hozzájárul a bank elszámoltathatóságához. A Havi jelentés az EKB-nak a gazdasági és monetáris folyamatok alakulásáról szóló rendszeres, legfrissebb értékelését, valamint a döntéseit megalapozó részletes információkat tartalmazza, míg a Pénzügyi stabilitási jelentés abból a szempontból méri fel az euroövezet pénzügyi rendszerének stabilitását, hogy miként képes kezelni a káros sokkokat.

Az Európai Parlament és a nemzeti parlamentek előtti beszámolókkal, nyilvános beszédekkel és a médiának adott interjúkkal a Kormányzótanács valamennyi tagja közvetlenül elősegíti, hogy a közvélemény jobban ismerje és értse az eurorendszer feladatait és szakpolitikáit. 2008-ban az EKB elnöke ötször jelent meg az Európai Parlament előtt. Az év során az Igazgatóság tagjai különféle közönségek előtt mintegy 300 beszédet mondtak, körülbelül 200 interjút adtak a médiának, valamint cikket jelentettek meg a különféle folyóiratokban, magazinokban és újságokban.

Az euroövezetbeli NKB-k fontos szerepet játszanak abban, hogy az eurorendszer információi és üzenetei eljussanak országuk közvéleményéhez és az érdekelt felekhez. Saját nyelvükön és környezetükben szólítják meg országuk vagy azok egyes térségeinek célközönségét.

2008-ban az EKB saját maga vagy az EU országok NKB-ival és az Európai Újságíróközponttal karöltve 12 ismeretterjesztő szemináriumot szervezett a nemzetközi és a nemzeti média

képviselői számára. Először fordult elő, hogy az egyik ilyen szemináriumot a Kormányzótanács Frankfurton kívüli ülése alkalmával rendezték, mégpedig december 4-én Brüsszelben.

Az EKB 2008-ban körülbelül 14 000 látogatót fogadott frankfurti központjában. A látogatók az EKB szakértői és vezetői által tartott bemutatókon első kézből kaptak információkat. Többségük a középiskolások és az egyetemi hallgatók, valamint a pénzügyi szektor szakemberei közül került ki.

Az EKB által kiadott valamennyi dokumentum és az EKB tevékenységeinek bemutatása megtalálható az EKB honlapján. A honlapra 2008-ban 18 millióan látogattak (20%-kal többen, mint egy évvel korábban), 126 millió oldalt tekintettek meg és 25 millió alkalommal töltötték le valamelyik dokumentumot. 2008-ban az EKB mintegy 60 000 alkalommal válaszolt a nagyközönségtől érkezett kérdésekre, amelyek az EKB tevékenységére, szakpolitikáira és döntéseire vonatkoztak.

Az EKB kommunikációs tevékenysége 2008-ban elsősorban arra összpontosult, hogy megmagyarázza a globális pénzügyi zavar fejleményeit és következményeit, valamint a saját és az eurorendszer intézkedéseit. Az Igazgatóság tagjai által elmondott nyilvános beszédek negyede, valamint az EKB sajtóközleményeinek harmada ezzel a témával foglalkozott, és 2008 második felére koncentrált. Növekedett azoknak a véleményeknek a száma, amelyeket az EKB az egyes EU-tagállamok költségvetési és szabályozási intézkedéseivel kapcsolatban bocsátott ki. Ugyancsak jelentős mértékben nőtt a sajtótól, a nagyközönségtől és az EKB-ba látogatóktól beérkező kérdések száma, amelyek a pénzügyi zavarra és az eurorendszer intézkedéseire vonatkoztak. Az EKB honlapján tovább bővítették a nyílt piaci műveletek rovatát, hogy kielégítsék a megnövekedett információigényt: címetek és tartalmi kivonatokat közlő szolgáltatást indítottak a monetáris tenderműveletekről, és adatokat jelentettek meg az 1999 óta végrehajtott valamennyi piaci műveletről.



A tizedik évforduló alkalmából 2008. június 1-jén az EKB megnyitotta kapuit a nagyközönség előtt. A nyilvántartásba vett 1400 látogatót körbevezették az épületen, műhelyeket, kiállításokat és játékokat szerveztek számukra.

Az EKB 2008-ban a KBER valamennyi központi bankjával együttműködve szervezte meg a Kulturális napok programsorozatát. Az EU-nak szentelt rendezvényeken mind a 27 EU-tagállam művészei közreműködtek. A Kulturális napok egybeestek az EKB évfordulós ünnepségeivel, amelyeken az EU állam-, illetve kormányfői mellett számos olyan személyiség vett részt, akinek nagy szerepe volt a GMU megvalósításában. A Havi jelentésnek megjelent egy évfordulós különszáma, amely áttekintést adott a GMU első tíz évéről, és elemezte a jövő kihívásait. A 2008. november 13-án és 14-én „Tízéves az euro – tanulságok és kihívások” címmel megrendezett ötödik EKB központi banki konferenciájára a világ minden tájáról érkeztek központi banki szakemberek, kutatók, piaci szereplők és újságírók.

2008-ban az EKB a Národná banka Slovenskával együttműködve információs kampányt szervezett, hogy előkészítse az euro 2009. január 1-jei szlovákiai bevezetését. Az euro szlovákiai bevezetésével összefüggő valamennyi közös kommunikációs tevékenység során az eurorendszer által kidolgozott „€ A MI pénzünk” logót alkalmazták. A szlovák kampány menetét a Szlovénia, Ciprus és Málta számára kidolgozott kommunikációs stratégia szabta meg. A célja az volt, hogy megismertesse a hivatásos készpénzkezelőket és a közvéleményt az eurobankjegyek és -érmék vizuális megjelenésével és biztonsági jellemzőivel, valamint a készpénzcseré folyamatával (lásd a 3. fejezetet). Az eurorendszer központi bankjai kommunikációs stratégiát dolgoznak ki az eurobankjegyek második sorozatának kibocsátására, amely a következő években esedékes.





Vítafórum a 2008. november 13-án és 14-én tartott Ötödik EKB Központi Banki Konferencián

**INTÉZMÉNYI KERET,  
SZERVEZETI FELÉPÍTÉS,  
ÉVES BESZÁMOLÓ**

# I AZ EKB DÖNTÉSHOZÓ SZERVEI ÉS SZERVEZETIRÁNYÍTÁSI RENDSZERE

## I.1 AZ EUORENDSZER ÉS A KÖZPONTI BANKOK EURÓPAI RENDSZERE



Az eurorendszer az euroövezet központi bankjainak rendszere. Tagjai az EKB és azon EU-tagállamok nemzeti központi bankjai, amelyeknek pénzneme az euro (2009. január 1. óta 16 ilyen ország van). Az „eurorendszer” fogalmát a Kormányzótanács azért vezette be, hogy világosabbá tegye az euroövezetbeli központi banki tevékenység szerkezetét. Az elnevezés a valamennyi tagra kiterjedő közös identitást, csapatmunkát és együttműködést hangsúlyozza. A Lisszaboni Szerződés használja az „eurorendszer” kifejezést.<sup>1</sup>

A KBER az EKB-ból és valamennyi EU-tagállam (2007. január 1. óta 27) nemzeti központi bankjából áll, vagyis azon tagállamok központi bankjait is magában foglalja, amelyek még nem vezették be az eurót.

Az EKB az eurorendszer és a KBER központi intézménye. A két rendszer feladatait saját hatáskörében vagy a nemzeti központi bankok közvetítésével végzi. Az EKB a nemzetközi közjog értelmében jogi személy.

A nemzeti központi bankok saját országuk nemzeti jogrendszerének megfelelően jogi személyek. Az eurorendszer szerves részeként azokat a feladatokat látják el, amelyeket az EKB döntéshozó szervei által megállapított szabályoknak megfelelően az eurorendszer rájuk ruházott. Emellett azzal is hozzájárulnak az eurorendszer és a KBER működéséhez, hogy részt vesznek azok szaktanácsadói munkájában (lásd a

<sup>1</sup> A Lisszaboni Szerződésről további információk az 5. fejezet 1.2 pontjában olvashatók.

fejezet 1.5 pontját). Saját felelősségükre az eurorendszerhez nem kapcsolódó feladatokat is elláthatnak, de csak abban az esetben, ha a Kormányzótanács szerint ezek nem ütköznek az eurorendszer céljaival és feladataival.

Az eurorendszert és a KBER-t az EKB döntéshozó szervei, vagyis a Kormányzótanács és az Igazgatóság irányítja. Az EKB harmadik döntéshozó szerve az Általános Tanács, amely mindaddig működni fog, amíg lesznek olyan EU-tagállamok, amelyek nem vezették be az eurót. A döntéshozó szervek működését a Szerződés, a KBER alapokmánya és a vonatkozó eljárási szabályzat rendelkezései<sup>2</sup> szabályozzák. Jóllehet az eurorendszer és a KBER döntéshozatali rendszere központosított, az EKB és az euroövezet nemzeti központi bankjai – stratégiaileg és működési szempontból – együttesen járulnak hozzá az eurorendszer közös céljainak eléréséhez, a KBER alapokmányának megfelelően tiszteletben tartva a decentralizáció elvét.

## 1.2 A KORMÁNYZÓTANÁCS

A Kormányzótanács az EKB Igazgatóságának tagjaiból és az eurót már bevezetett tagállamok nemzeti központi bankjainak elnökeiből áll. A Szerződés értelmében a Kormányzótanács fő feladatai a következők:

- az eurorendszerre ruházott feladatok ellátásához szükséges irányelvek kialakítása, döntések meghozatala;
- az euroövezet monetáris politikájának kialakítása. Ehhez kapcsolódóan a közbülső monetáris célokra, az irányadó kamatokra és az eurorendszer jegybanki tartalékképzésére vonatkozó döntéshozatal, valamint végrehajtási irányelvek meghatározása.

A Kormányzótanács rendszerint havonta két alkalommal ülésezik az EKB székházában, a németországi Majna-Frankfurtban. Havi első ülésén egyebek közt mélyrehatóan elemzi a monetáris és gazdasági folyamatokat, továbbá meghozza a velük kapcsolatos döntéseket,

míg a második ülésen általában az EKB és az eurorendszer egyéb feladataira és felelősségi körére vonatkozó kérdésekkel foglalkozik. 2008-ban két ülést Frankfurton kívül tartottak: az első házigazdája a Görög Nemzeti Bank volt Athénban, a másodiké a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique Brüsszelben.

Amikor a Kormányzótanács tagjai monetáris politikai döntést hoznak, illetve az EKB és az eurorendszer egyéb feladataival kapcsolatban döntenek, a tagok nem országuk képviselőjeként, hanem teljességgel független személyként járnak el. Ezt tükrözi a kormányzótanácsi szavazáskor alkalmazott „egy tag, egy szavazat” elv. 2008. december 18-án a Kormányzótanács úgy döntött, nem változtat jelenlegi szavazási rendjén<sup>3</sup>, és az úgynevezett rotációs rendszer bevezetését addigra halasztja, amikor az euroövezeti NKB-elnökök száma meghaladja a 18-at.<sup>4</sup> A döntést az tette szükségessé, hogy Szlovákia 2009. január 1-jei övezeti taggá válásával a Kormányzótanács NKB-elnökeinek száma 16-ra emelkedett. A Kormányzótanács ezzel egy időben a rotációs rendszer<sup>5</sup> felállításának fő szempontjairól is döntött, amelyek abban az esetben

2 Az EKB eljárási szabályzatával kapcsolatban lásd a 2004. február 19-i EKB/2004/2 határozatot az Európai Központi Bank eljárási szabályzatának elfogadásáról (HL L 80., 2004.3.18., 33. o.); a 2004. június 1-jei EKB/2004/12 határozatot az EKB Általános Tanácsa eljárási szabályzatának elfogadásáról (HL L 230., 2004.6.30., 61. o.); valamint az 1999. október 12-i EKB/1999/7 határozatot az EKB Igazgatóságának eljárási szabályzatáról (HL L 314., 1999.12.8., 34. o.). Az eljárási szabályzatok az EKB honlapján is megtalálhatóak.

3 A KBER alapokmányának 10.2 cikke a szavazati joggal rendelkező tagok számát 15-ben korlátozza, ám arra is lehetőséget ad, hogy a Kormányzótanács elhalassza a rotációs rendszer bevezetését egészen addig, amíg a tagok száma meg nem haladja a 18-at.

4 Lásd az EKB 2008. december 18-án kelt sajtóközleményét és az EKB/2008/29 határozatot, amelyben a bank a Kormányzótanácson belüli rotációs rendszer bevezetésének elhalasztásáról rendelkezik.

5 2002. december 19-én a Kormányzótanács úgynevezett rotációs szavazási rend bevezetéséről döntött. Ennek alapján az NKB-elnökök eltérő gyakorisággal élhetnek szavazati jogukkal egy bizonyos mutatótól függően, amelyet országuk gazdaságának euroövezeten belüli relatív méretéből képeznek. Az NKB-elnököket ezen mutató alapján különböző csoportokba sorolják. A besorolástól függ, hogy az adott ország elnöke milyen időközönként gyakorolhatja szavazati jogát. Kezdetben két csoportot hoznak létre, de számukat idővel háromra emelik, miután az euroövezet 22 tagúra bővül. A rotációs rendszer leírását lásd az EKB 2002. december 20-i sajtóközleményében (<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2002/html/index.en.html>).

alkalmazandók, amikor az elnökök száma meghaladja a 18-at. A tanács több lehetséges modell elemzése után a következő rotációs rendszert választotta: az elnökök egy hónap után kapják meg, illetve adják le a szavazati jogot. Az egymást egy időpontban váltó elnökök számát az elnökök száma és az egyes csoportoknak jutott szavazatok kettővel csökkentett száma közti különbség alapján határozzák meg, ahol negatív szám esetén az abszolút értéket veszik. Ezzel a modellel elérhető, hogy az egyes elnökök esetében a szavazati jog nélküli időszak lerövidül, továbbá biztosítani lehet a szavazó testület összetételének viszonylagos stabilitását.<sup>6</sup>

6 A rotációs rendszert hivatalosan a 2004. február 19-i, az Európai Központi Bank eljárási szabályzatának elfogadásáról szóló EKB/2004/2 határozatot módosító EKB-határozaton keresztül léptetik majd életbe. További részletek az EKB Havi jelentésének egyik hamasoran megjelenő cikkében olvashatók.

## A KORMÁNYZÓTANÁCS



**Jean-Claude Trichet**

az EKB elnöke

**Lucas D. Papademos**

az EKB alelnöke

**Lorenzo Bini Smaghi**

az EKB Igazgatóságának tagja

**Michael C. Bonello**

a Central Bank of Malta elnöke

**Vítor Constâncio**

a Banco de Portugal elnöke

**Mario Draghi**

a Banca d'Italia elnöke

**Miguel Fernández Ordóñez**

a Banco de España elnöke

**Nicholas C. Garganas**

(2008. június 13-ig)

a Görög Nemzeti Bank elnöke

**José Manuel González-Páramo**

az EKB Igazgatóságának tagja

**Tony Grimes**

(2008. július 19-től szeptember 19-ig)

a Central Bank and Financial Services Authority of Ireland megbízott elnöke

**John Hurley**

(2008. január 1-től július 18-ig, majd 2008. szeptember 20-tól)

a Central Bank and Financial Services Authority of Ireland elnöke

**Marko Kranjec**

a Banka Slovenije elnöke

**Klaus Liebscher**

(2008. augusztus 31-ig)

az Oesterreichische Nationalbank elnöke

**Erkki Liikanen**

a Suomen Pankki/Finlands Bank elnöke

**Yves Mersch**

a Banque centrale du Luxembourg elnöke

**Ewald Nowotny**

(2008. szeptember 1-től)

az Oesterreichische Nationalbank elnöke

**Christian Noyer**

a Banque de France elnöke

**Athanasios Orphanides**

a Ciprusi Központi Bank elnöke

**George A. Provopoulos**

(2008. június 20-tól)

a Görög Nemzeti Bank elnöke

**Guy Quaden**

a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique elnöke

**Ivan Šramko**<sup>7</sup>

(2009. január 1-től)

a Národná banka Slovenska elnöke

**Jürgen Stark**

az EKB Igazgatóságának tagja

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

az EKB Igazgatóságának tagja

**Panayotis-Aristidis Thomopoulos**

(2008. június 14-től 19-ig)

a Görög Nemzeti Bank megbízott elnöke

**Axel A. Weber**

a Deutsche Bundesbank elnöke

**Nout Wellink**

a De Nederlandsche Bank elnöke

**Hátsó sor (balról jobbra):**

John Hurley,  
Michael C. Bonello,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Yves Mersch

**Középső sor (balról jobbra):**

Christian Noyer,  
Marko Kranjec,  
Vítor Manuel Ribeiro Constâncio,  
George A. Provopoulos,  
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny

**Első sor (balról jobbra):**

Ivan Šramko,  
José Manuel González-Páramo,  
Axel A. Weber, Nout Wellink,  
Guy Quaden, Lorenzo Bini Smaghi,  
Jürgen Stark

Megjegyzés: Mario Draghi és Athanasios Orphanides nem volt jelen a fotózáskor.

<sup>7</sup> A Národná banka Slovenska elnöke 2008-ban „különleges meghívottként” látogatta a Kormányzótanács üléseit, miután az ECOFIN Tanács 2008. július 8-án úgy határozott, hogy 2009. január 1-jétől megszüntetik Szlovákia derogációját.



### I.3 AZ IGAZGATÓSÁG

Az Igazgatóság az EKB elnökéből, alelnökéből és az eurót már bevezetett tagállamok állam-, illetve kormányfőinek közös megegyezésével kinevezett további négy tagból áll. Az általában heti rendszerességgel ülésező testület fő feladatai a következők:

- előkészíti a Kormányzótanács üléseit;
- megvalósítja az euroövezet monetáris politikáját a Kormányzótanács iránymutatásának és döntéseinek megfelelően, továbbá megadja a szükséges uta-

sításokat az euroövezet nemzeti központi bankjainak;

- viszi az EKB napi ügyeit;
- gyakorolja a Kormányzótanács által ráruházott hatásköröket, ideértve néhány szabályozási természetűt is.

Az Igazgatóság munkáját a bank vezetésével, üzleti terveivel és éves költségvetési eljárásával kapcsolatos ügyekben a Vezetői Bizottság (Management Committee) segíti, amely a bizottság elnöki tisztét betöltő egy igazgatósági tagból és több felső vezetőből áll.

**Hátsó sor (balról jobbra):**

Jürgen Stark,  
José Manuel González-Páramo,  
Lorenzo Bini Smaghi

**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

**Lorenzo Bini Smaghi**

az EKB Igazgatóságának tagja

**José Manuel González-Páramo**

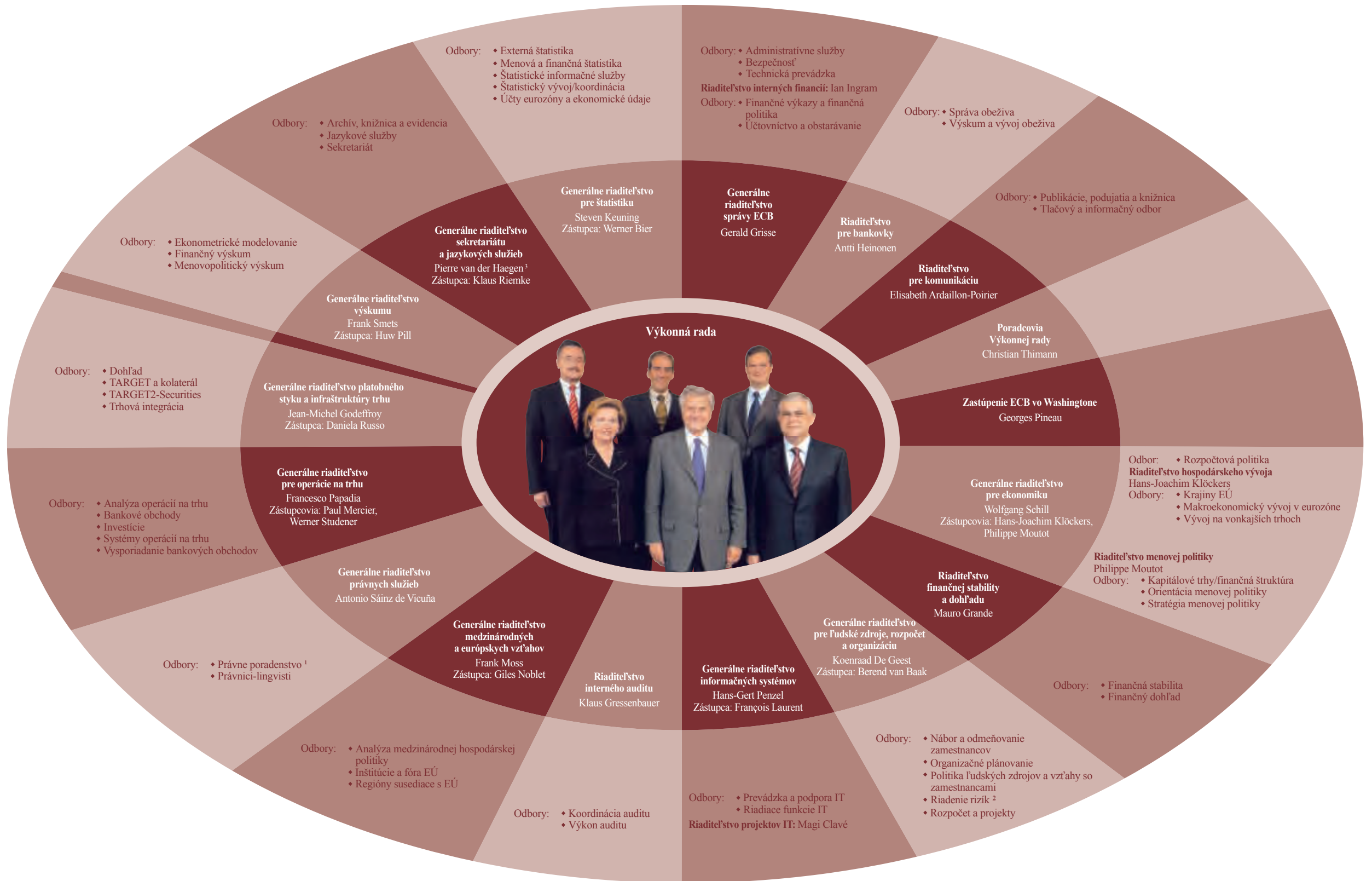
az EKB Igazgatóságának tagja

**Jürgen Stark**

az EKB Igazgatóságának tagja

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

az EKB Igazgatóságának tagja



**Výkonná rada**

Zadný rad (zľava): Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi

Predný rad (zľava): Gertrude Tumpel-Gugerellová, Jean-Claude Trichet (prezident), Lucas D. Papademos (viceprezident)

<sup>1</sup> Vrátane ochrany údajov.

<sup>2</sup> Zodpovedá priamo Výkonnej rade.

<sup>3</sup> Tajomník Výkonnej rady, Rady guvernérov a Generálnej rady.

#### I.4 AZ ÁLTALÁNOS TANÁCS

Az Általános Tanács az EKB elnökéből és alelnökéből, valamint a 27 EU-tagállam NKB-inak elnökeiből áll. Elsősorban azokat az EMI-től

átvett feladatokat látja el, amelyeket az EKB-nak továbbra is el kell végeznie, mivel még nem minden tagállamban vezették be az eurót. 2008-ben az Általános Tanács öt alkalommal ült össze.

##### Hátsó sor (balról jobbra):

Marko Kranjec,  
John Hurley,  
Michael C. Bonello,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Yves Mersch, Christian Noyer

##### Középső sor (balról jobbra):

Ivan Šramko,  
George A. Provopoulos,  
Vítor Manuel Ribeiro Constâncio,  
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny,  
Reinoldijus Šarkinas, Stefan Ingves

##### Első sor (balról jobbra):

Axel A. Weber, Zdeněk Tůma,  
Ilmārs Rimšēvičs, Nout Wellink,  
Guy Quaden, Ivan Iskrov,  
Nils Bernstein, Andres Lipstok,  
Sławomir Skrzypek, Simor András

Megjegyzés: Mario Draghi,  
Mervyn King, Athanasios Orphanides  
és Mugur Constantin Isărescu  
nem volt jelen a fotózáskor.



##### **Jean-Claude Trichet**

az EKB elnöke

##### **Lucas D. Papademos**

az EKB alelnöke

##### **Nils Bernstein**

a Danmarks Nationalbank elnöke

##### **Michael C. Bonello**

a Central Bank of Malta elnöke

##### **Vítor Constâncio**

a Banco de Portugal elnöke

##### **Mario Draghi**

a Banca d'Italia elnöke

##### **Miguel Fernández Ordóñez**

a Banco de España elnöke

##### **Nicholas C. Garganas**

(2008. június 13-ig)

a Görög Nemzeti Bank elnöke

##### **Tony Grimes**

(2008. július 19-től szeptember 19-ig)

a Central Bank and Financial Services Authority  
of Ireland megbízott elnöke

##### **John Hurley**

(2008. január 1-től július 18-ig, majd 2008. szeptember 20-tól)

a Central Bank and Financial Services Authority  
of Ireland elnöke

##### **Stefan Ingves**

a Sveriges Riksbank elnöke

##### **Mugur Constantin Isărescu**

a Banca Națională a României elnöke

##### **Ivan Iskrov**

a Българска народна банка (Bolgár Nemzeti Bank) elnöke

##### **Mervyn King**

a Bank of England elnöke

##### **Marko Kranjec**

a Banka Slovenije elnöke

##### **Klaus Liebscher**

(2008. augusztus 31-ig)

az Oesterreichische Nationalbank elnöke

##### **Erkki Liikanen**

a Suomen Pankki/Finlands Bank elnöke

##### **Andres Lipstok**

az Eesti Pank elnöke

##### **Yves Mersch**

a Banque centrale du Luxembourg elnöke

##### **Ewald Nowotny**

(2008. szeptember 1-től)

az Oesterreichische Nationalbank elnöke

##### **Christian Noyer**

a Banque de France elnöke

##### **Athanasios Orphanides**

a Ciprusi Központi Bank elnöke

##### **George A. Provopoulos**

(2008. június 20-tól)

a Görög Nemzeti Bank elnöke

**Guy Quaden**

a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique elnöke

**Ilmārs Rimševičs**

a Latvijas Banka elnöke

**Reinoldijus Šarkinas**

a Lietuvos bankas Igazgatóságának elnöke

**Simor András**

a Magyar Nemzeti Bank elnöke

**Slawomir Skrzypek**

a Narodowy Bank Polski elnöke

**Ivan Šramko**

a Národná banka Slovenska elnöke

**Panayotis-Aristidis Thomopoulos**

(2008. június 14-től 19-ig)

a Görög Nemzeti Bank megbízott elnöke

**Zdeněk Tůma**

a Česká národní banka elnöke

**Axel A. Weber**

a Deutsche Bundesbank elnöke

**Nout Wellink**

a De Nederlandsche Bank elnöke

**1.5 AZ EUORENDSZER/KBER SZAKBIZOTTSÁGAI, A KÖLTSÉGVETÉSI BIZOTTSÁG, AZ EMBERI ERŐFORRÁSOK KONFERENCIÁJA ÉS AZ EUORENDSZER INFORMATIKAI OPERATÍV BIZOTTSÁGA**

Az eurorendszer/KBER szakbizottságai továbbra is nagy segítséget nyújtanak az EKB döntéshozó szerveinek feladataik végrehajtásához. A Kormányzótanács és az Igazgatóság felkérésére szakmai tapasztalataikkal járulnak hozzá a döntéshozatalhoz. Rendszerint kizárólag az eurorendszer központi bankjainak munkatársai lehetnek bizottsági tagok. Az eurót még be nem vezetett tagállamok nemzeti központi bankjai részt vehetnek viszont azokon a bizottsági üléseken, amelyeken az Általános Tanács felelősségi körébe tartozó kérdésekről tárgyalnak. Indokolt esetben más érintett testületeket is meghívhatnak: a Bankfelügyeleti Bizottság (Banking Supervision Committee) egyes ülésein például a nemzeti felügyeleti szervek képviselői is jelen lehetnek. 2008. december 31. óta 13 eurorendszer/KBER-szakbizottság működik az EKB működési szabályzatának 9.1 cikke alapján.

Az eljárási szabályzat 15. cikke alapján létrejött Költségvetési Bizottság (Budget Committee) az EKB költségvetésével kapcsolatos kérdésekben segíti a Kormányzótanács munkáját.

Az Emberi Erőforrások Konferenciáját (Human Resources Conference – HRC) 2005-ben alapították a működési szabályzat 9.a cikke alapján, hogy fórumként szolgáljon az eurorendszer/KBER központi bankjai közötti tapasztalat-, szakvélemény- és információcseréhez az emberi erőforrásokkal való gazdálkodás területén.

Az eurorendszer küldetési nyilatkozatával és szervezeti alapelveivel összhangban – e dokumentumok az eurorendszeren belüli átfedések kihasználását és a méretgazdaságosságból adódó költséghatékonyságot mint célkitűzést fogalmazzák meg – a Kormányzótanács 2007 augusztusában létrehozta az Eurorendszer Informatikai Operatív Bizottságát (Eurosystem IT Steering Committee – EISC) azzal a felhatalmazással, hogy irányítsa az eurorendszeren belül folyamatosan zajló informatikai fejlesztéseket. A bizottság felelősségi köre elsősorban az eurorendszer informatikai irányítására terjed ki, célja eredményesebbé és hatékonyabbá tenni a Kormányzótanács eurorendszer/KBER szintű informatikai projektekkel és üzemeltetéssel kapcsolatos dön-

téshozatalát. Az eurorendszerbeli NKB-nként egy delegáltból álló EISC az Igazgatóságon keresztül a Kormányzótanácsnak számol be.

## 1.6 SZERVEZETIRÁNYÍTÁSI RENDSZER

Az EKB szervezeterányítási rendszere a döntéshozó szerveken kívül számos külső és belső ellenőrzési szintet, három magatartási kódexet, valamint a nyilvánosságnak EKB-dokumentumokba való betekintését szabályozó előírásokat foglal magában.

### A KÜLSŐ ELLENŐRZÉS SZINTJEI

A KBER alapokmánya az ellenőrzés két szintjét határozza meg: a külső könyvvizsgálót, aki (a KBER alapokmányának 27.1 cikke értelmében) az EKB éves beszámolóját auditálja, valamint az Európai Számvevőszéket, amely (a 27.2 cikk értelmében) az EKB gazdálkodásának működési hatékonyságát vizsgálja. Az Európai Számvevőszék éves jelentését az EKB erre adott válaszával együtt az EKB honlapján és Az Európai Unió Hivatalos Lapjában teszik közzé. Az EKB külső könyvvizsgálójának függetlenségéről rotációs rendszer alkalmazásával biztosítják a lakosságot.<sup>8</sup> 2008-ban a Kormányzótanács törvény szabta feladatával (a KBER-alapokmány 27.1 cikke szerint a Kormányzótanácsnak ajánlásokat kell tennie az EU Tanácsa számára a KBER-tag központi bankok könnyvizsgálóinak a kinevezéséről) összhangban elfogadta „A külső könyvvizsgálók kiválasztásának és felhatalmazásának követendő gyakorlata” című dokumentumot, amely az EKB honlapján olvasható. A dokumentum révén – amely magas szintű iránymutatást tartalmaz az eurorendszer központi bankjai számára a külső könyvvizsgálók kiválasztásához és mandátumának meghatározásához – a testület harmonizált, egységes és átlátható kiválasztási kritériumok alapján tehet ajánlásokat az EU Tanácsának.

<sup>8</sup> A 2003-as pénzügyi évtől a 2007-esig az EKB külső könyvvizsgálója a PMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft volt. Az elfogadott rotációs rendszernek megfelelően, illetve a tender eredményeként az EKB külső könyvvizsgálója a 2008-tól 2012-ig terjedő időszakra a PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft lett.

## A BELSŐ ELLENŐRZÉS SZINTJEI

Az EKB belső ellenőrzési rendszere azon a megközelítésen alapul, hogy az egyes szervezeti egységek (szekció, osztály, igazgatóság, főigazgatóság) maguk felelnek saját kockázataik kezeléséért, az ellenőrzésért, valamint a hatékonyságért és az eredményességért. Saját felelősségi körükön belül maguk léptetik életbe a működési ellenőrzési eljárásokat az Igazgatóság által előzetesen meghatározott kockázati toleranciaszintnek megfelelően. Például a „kínai nagy falnak” nevezett szabály- és eljárásrendszer hivatott megakadályozni, hogy a monetáris politikáért felelős szervezeti egységektől bennfentes információk jussanak el az EKB devizatartalék- és sajáttőke-portfóliójának kezeléséért felelős területekhez. 2008-ban az EKB tovább tökéletesítette a működési kockázatok kezelésében alkalmazott módszertanát. Az Emberi Erőforrások, Költségvetés és Szervezet Főigazgatósága egyik központi egysége átfogó, felülről kiinduló vizsgálatot végzett, amelynek keretében a szervezeti egységek meghatározták azokat a működési kockázati tényezőket, amelyeknek amennyiben realizálódnak, komoly üzletmeneti, reputációs és pénzügyi következményei lehetnek az EKB számára. A vizsgálat alapján akcióterveket dolgoztak ki e kockázatok kezelésére. Az EKB és az euroövezeti nemzeti központi bankok keretrendszerben dolgoztak ki az eurorendszer feladataival és folyamataival járó működési kockázatok kezelésére, amelyet 2009-től vezetnek be.

Az EKB belső ellenőrzési struktúrájától és kockázatkövető rendszerétől függetlenül a Belső Ellenőrzési Igazgatóság is végrehajt könyvvizsgálatot az Igazgatóság közvetlen felügyelete alatt. Az EKB Ellenőrzési Chartájában<sup>9</sup> meghatározott meghatalmazással összhangban a belső könyvvizsgálók független és objektív biztosítási és tanácsadói szolgáltatást nyújtanak, szisztematikus megközelítést biztosítva a kockázatkezelési, ellenőrzési és szervezetreformációs folyamatok értékeléséhez, valamint eredményességük javításához. A Belső Ellenőrzési Igazgatóság „A belső ellenőrzés szakmai gyakorlatának nemzetközi normái” (International Standards for the Professional Practice of

Internal Auditing) szerint jár el, amelyeket a Belső Ellenőrök Intézete (Institute of Internal Auditors – IIA) állít össze.

Az EKB és a nemzeti központi bankok belső ellenőrzési vezetőit tömörítő Belső Ellenőri Bizottság (Internal Auditors Committee – IAC) feladata az eurorendszer/KBER közös projektjeit és működési rendszereit érintő ellenőrzések összehangolása.

A szervezetirányítási rendszer javítására a Kormányzótanács 2007. áprilisával létrehozta az EKB Könyvvizsgálói Bizottságát. A háromtagú testület elnöke John Hurley, a Central Bank and Financial Services Authority of Ireland elnöke.

## MAGATARTÁSI KÓDEXEK

Az EKB-nak három magatartási kódexe van. Az első, a Kormányzótanácsra vonatkozó kódex alap gondolata, hogy a tagok felelősséggel tartoznak az eurorendszer feddhetetlenségének és hírnevének megőrzéséért, valamint működése eredményességének biztosításáért.<sup>10</sup> A dokumentum útmutatást nyújt, valamint etikai irányelveket állít fel a Kormányzótanács tagjai és helyettesei számára, amikor azok a Kormányzótanács tagjaiként látják el feladataikat. A Kormányzótanács ezen kívül egy tanácsadót is kinevezett, aki a szakmai etika egyes aspektusairól ad eligazítást a testület tagjainak. A második az EKB magatartási kódexe, amely az alkalmazottnak és az Igazgatóság tagjainak nyújt útmutatást, mércét, azzal az elvárással, hogy feladataikat példamutatóan, a szakmai etikai irányelvek szerint lássák el.<sup>11</sup> A bennfentes kereskedelmet tiltó szabályok értelmében az EKB alkalmazottai és az Igazgatóság tagjai nem élhetnek vissza a rendelkezésükre álló belső információkkal, amikor saját vagy harmadik fél kockázatára és

<sup>9</sup> Az könyvvizsgáló rendszer átláthatóságát növelendő, az EKB a chartát honlapján is közzétette.

<sup>10</sup> A Kormányzótanács tagjai számára szóló magatartási kódex, illetve ennek módosítása a Hivatalos Lapban (HL C 123., 2002.5.24., 9. o., illetve HL C 10., 2007.1.16., 6. o.) és az EKB honlapján olvasható.

<sup>11</sup> Az Európai Központi Banknak az Európai Központi Bank eljárási szabályzatának 11.3 cikkével összhangban megalkotott magatartási kódexe a Hivatalos Lapban (HL C 76., 2001.3.8., 12. o.) és az EKB honlapján olvasható.

számlájára magánjellegű pénzügyi tevékenységet folytatnak.<sup>12</sup> A harmadik kódex „Az etikai követelmények kiegészítő kódexe az Igazgatóság tagjai számára”,<sup>13</sup> amely az Igazgatóság tagjaira vonatkozó etikai szabályokat részletezi tovább. Ezek egységes értelmezését az Igazgatóság által kinevezett etikai tanácsadó biztosítja.

### CSALÁSELLENES INTÉZKEDÉSEK

1999-ben az Európai Parlament és az EU Tanácsa rendeletet<sup>14</sup> hozott, amellyel fokozni kívánta a küzdelmet a csalással, a korrupcióval, valamint a Közösségek pénzügyi érdekeit sértő jogellenes cselekedetekkel szemben. A rendelet többek között felhatalmazza az Európai Csaláselleni Hivatalt (OLAF), hogy gyanú esetén tartson belső vizsgálatot a közösség intézményeinél, testületeinél, hivatalaiban és ügynökségeinél.

Az OLAF-rendelet előrevetíti, hogy a fenti intézmények meghozzák majd azokat a határozatokat, amelyek alapján a hivatal náluk is lefolytathatja vizsgálatait. 2004 júniusában a Kormányzótanács határozatot<sup>15</sup> fogadott el az Európai Központi Bankban lefolytatandó OLAF-vizsgálatok feltételeiről, amelyek 2004. július 1-jén léptek életbe.

### BETEKINTÉS AZ EKB DOKUMENTUMAIBA

Az EKB dokumentumainak hozzáférhetőségéről szóló, 2004. márciusi határozat<sup>16</sup> összhangban áll más közösségi intézmények hasonló célkitűzéseivel és előírásaival. Növeli az átláthatóságot, ugyanakkor figyelembe veszi az EKB és a nemzeti központi bankok függetlenségét, továbbá gondoskodik arról, hogy a konkrétan az EKB feladatainak ellátásához kapcsolódó információk bizalmasak maradjanak.<sup>17</sup>

A betekintésre vonatkozó kérések száma 2008-ban is korlátozott volt.

12 Az EKB személyzeti szabályzatának a szakmai etika és titoktartás szabályait tartalmazó 1.2 fejezete a Hivatalos Lapban (HL C 92., 2004.4.16., 31. o.) és az EKB honlapján olvasható.

13 Lásd az Igazgatóság tagjainak szóló etikai kritériumok kiegészítő kódexét (HL C 230., 2006.9.23., 46. o.) és az EKB honlapját.

14 Az Európai Parlament és a Tanács 1999. május 25-i 1073/1999/EK rendelete az Európai Csaláselleni Hivatal (OLAF) által lefolytatott vizsgálatokról, HL L 136., 1999.5.31., 1. o.

15 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 munkatársai alkalmazási feltételeinek módosításáról szóló EKB/2004/11 határozat (HL L 230., 2004.6.30., 56. o.). A határozat az Európai Bíróságnak a Bizottság kontra Európai Központi Bank ügyben (Case-11/00) hozott, 2003. július 10-i ítélete nyomán született (ECR I-7147).

16 EKB/2004/3 határozat az Európai Központi Bank dokumentumaiban nyilvános hozzáférhetőségéről, HL L 80., 2004.3.18., 42. o.

17 Az EKB, összhangban a nyitottság és az átláthatóság iránti elkötelezettségével, honlapjának „Archívum” menüpontjában hozzáférhetővé tette régebbi dokumentumait.

## 2 SZERVEZETI VÁLTOZÁSOK

### 2.1 EMBERI ERŐFORRÁSOK

Az EKB a szervezeti értékeket és az emberierőforrás-gazdálkodás alapelveit megtestesítő rendszerének további elemeit vezette be 2008-ban.<sup>18</sup> A rendszer alapján lehet megérteni, miért választották ki az egyes emberierőforrás-gazdálkodási irányelveket, és ezek hogyan kapcsolódnak egymáshoz. A rendszerbe tartozó irányelvek négy kategóriába sorolhatók:

#### VÁLLALATI KULTÚRA

Míthogy az EKB munkavállalói az EU 27 tagállamából érkeznek, a sokszínűség kezelése a bank emberierőforrás-gyakorlatának szerves részét képezi. Ezzel biztosítani kívánják az egyéni szakértelem elismerését, hogy az teljes mértékben hasznosulhasson a szervezet céljainak megvalósításában. A szervezet sokszínűségét egy 2006-ban útnak indított stratégiával kezelik, amely garantálja a dolgozók iránti tiszteletteljes bánásmódot, teljesítményük érdem szerinti értékelését. Az EKB 2008-ban megrendezte az első munkavállalói sokszínűségi fórumot vezetők számára, hogy felhívja a figyelmet a sokszínűségből eredő problémákra, és elősegítse a nem és nemzetiség szerinti megoszlással, valamint az életkorral foglalkozó eszmecsereket.

Az EKB hat közös értékét (szakértelem, eredményesség, hatékonyság, emberi tartás, csapatszellem, átláthatóság, felelősségvállalás, Európa szolgálata) még erősebben integrálták a meglévő irányelvekbe, ami remélhetőleg jó irányban befolyásolja az a munkavállalók mindennapi magatartását és a teljesítményt is.

#### A MUNKAVÁLLALÓI TUDÁS FEJLESZTÉSE

Újfént nagy hangsúlyt kaptak a szervezeten belüli mobilitás általános elvei, amelyek arra ösztönzik a dolgozókat, hogy minden szolgáltatásban eltöltött öt év után munkakört váltsanak. Ez lehetőséget teremt szakismeretük és tudásuk fejlesztésére, továbbá elősegíti az egyes szervezeti egységekben a munkavállalói tudatosság fejlődését és az együttműködésből fakadó előnyök jobb kihasználását. A belső felvételi politika az átfogó szakértelemre helyezi a hangsúlyt, ami tovább ösztönzi a bankon belüli mobilitást.

2008-ban 165 dolgozót – köztük 17 menedzsert és tanácsadót – helyeztek át átmeneti időre vagy hosszú távra házon belül.

A bank külső munkatapasztalat-szerzés céljából kettőtől tizenkét hónapig terjedő időre lehetővé teszi szakembereinek áthelyezését az EU 27 nemzeti központi bankjának valamelyikébe vagy valamelyik fontosabb nemzetközi szervezethez (pl. az IMF-hez vagy a BIS-hez). 2008-ban 23-an éltek a lehetőséggel, emellett további 30-an három évig terjedő időtartamra fizetés nélküli szabadságot vettek ki. Sokuk (19-en) valamelyik központi banknál, nemzetközi szervezetnél vagy magánvállalatnál helyezkedett el, míg mások tanulmányi célra használták fel a szabadságot. 2008. december végén összesen 54-en voltak fizetés nélküli szabadságon (2007-ben 56-an), a gyermekgondozási szabadságon levők száma pedig 26 volt (2007-ben 23).

Az emberierőforrás-stratégia a mobilitás, ideértve a vezetői rotációt, szorgalmazása mellett továbbra is nagy figyelmet szentelt a munkavállalói tudás fejlesztésére, különös tekintettel a vezetői képességek erősítésére továbbképzés és egyéni foglalkozások útján. Utóbbi során a teljesítménymenedzsment különféle aspektusai mellett nagy hangsúlyt kapott a csapatteljesítmény javítása, valamint a vezetői és a munkacsoport-felvételi tudás fejlesztése.

A vezetők részt vettek egy több forrásból érkező visszajelzésen alapuló felmérésben is, ahol a közvetlen beosztottaktól, a hasonló beosztásban levő és a külső munkatársaktól érkező vélemények alapján személyre szabottan feltérképezték azokat a területeket, ahol további fejlesztésre lehet szükség. Az eredmények alapján a vezetők egyénre szabott tanácsadásban részesültek.

Az EKB stratégiájának sarokköve változatlanul a munkavállalói tudás és szakértelem folyamatos gazdagítása. Alapelv, hogy a tanulás és a fejlesztés a munkavállalók és az intézmény közös felelőssége. Az EKB egyrészt biztosítja

<sup>18</sup> Az alapelvek a szervezeti igény, a decentralizált munkaerő-gazdálkodás, az érték, a sokszínűség, a vonzó foglalkoztatási feltételek és a kölcsönös elkötelezettség.



a költségvetési fedezetet és a képzési kereteket, a vezetők pedig meghatározzák az egyes munkavállalók aktuális beosztásából adódó képzési igényt. Másrészt a munkavállalónak is törekednie kell a továbbképzésre és tudása bővítésére, hogy szaktudása továbbra is kiemelkedő maradjon. A dolgozók a számos bankon belüli lehetőség mellett ismét igénybe vettek külső képzést is a különlegesebb egyéni igények kielégítésére. Hasznosak voltak például a közös KBER-program részeként szervezett és a nemzeti központi bankok által kínált képzések is.

A továbbképzési program keretében 12 munkavállaló kapott lehetőséget a jelenlegi munkaköre ellátásához megkívántnál magasabb szintű szakértettség megszerzésére.

#### **MUNKAERŐ-FELVÉTEL**

2008. végén az EKB szerződéses dolgozói létszáma 1536 teljes állású alkalmazottnak felelt meg (szemben a 2007. végi 1478-as adattal).<sup>19</sup>

Az állandó pozíciókat a bankon kívülről határozott időtartamra – a vezetői munkakörbe öt, a többi munkakörbe három évre – kötött szerződés alapján töltötték be. A szerződések a szervezeti szempontok és az egyéni teljesítmény függvényében határozatlan időre konvertálhatók. Ugyancsak határozott időtartamra szóló szerződéssel helyettesíthetők azok, akik átmenetileg és 12 hónapnál hosszabb ideig, például gyermekgondozási vagy fizetés nélküli szabadságon vannak távol. 2008-ban összesen 108 meghatározott időtartamra szóló és korlátozott időre szóló szerződést írtak alá. 2008-ban ugyanakkor 45 munkavállaló elment a bankból. Ezenkívül az egy évnél rövidebb távollét fedezésére 113 rövid időtávra szóló szerződést kötöttek (ehhez jött még néhány 2007-ben kötött szerződés meghosszabbítása), továbbá 83 rövid távú szerződés járt le az év folyamán.

Az EKB emellett a nemzeti központi bankokból és nemzetközi szervezetektől is fogad rövid időtartamú szerződéssel munkatársat, ami lehetővé teszi, hogy a bank és az illető szervezetek kölcsönösen profitáljanak egymás tapasztalataiból. A központi banki kollégák alkalmazása emel-

lett erősíti a KBER-en belül a csapatszellemet. 2008. december 31-én a nemzeti központi bankokból és a nemzetközi szervezetektől 122-en dolgoztak különféle feladatokon az EKB-ban (2007. december 31-én ez a szám 91 volt).

A sokszínű képzési háttérrel rendelkező friss diplomások harmadik csoportja 2008 szeptemberében csatlakozott a posztgraduális programhoz (Graduate Programme) két éves, át nem alakítható szerződéssel. Az első csoport 2008-ban végezte el a programot; sokan közülük sikeresen pályáztak átalakítható szerződésen alapuló pozícióra.

Az EKB szakmai gyakorlatát elsősorban közgazdasági, statisztikai, vállalatvezetői, jogi és fordítói háttérrel rendelkező egyetemi hallgatóknak és diplomásoknak kínálja. 2008. december 31-én a gyakornoki létszám 84 volt.

A Wim Duisenberg kutatási ösztöndíjprogram keretében vezető EKB-s közgazdászok számára ajánlottak fel két ösztöndíjat, a Lámfalussy-ösztöndíj keretében pedig öt fiatal kutatót hívtak meg.

#### **ALKALMAZÁSI FELTÉTELEK**

Figyelembe véve a várható élettartam és a hosszú lejáratú finanszírozás alakulását az EKB belefogott a munkavállalói nyugdíjrendszer felülvizsgálatába. Az eredmények alapján 2009 elején hozzák meg a megfelelő intézkedéseket.

2008-ban a fegyelmi és fellebbezési eljárás felülvizsgálatát is megkezdték. A módosításokkal az volt a cél, hogy a két eljárást úgy tegyék eredményesebbé és hatékonyabbá, hogy közben ne csorbuljanak a munkavállalók jogai.

A munka és a magánélet egyensúlyának, valamint a rugalmasság javításának szándéka áll az Igazgatóság azon döntése háttérében, hogy 2008-tól kísérleti jelleggel és fokozatosan

<sup>19</sup> Ebbe nem számít bele a fizetés nélküli szabadságon lévő dolgozók száma. Beleértendők viszont a határozatlan, határozott és rövid távú szerződéssel rendelkező dolgozók, valamint az EKB posztgraduális programjának résztvevői, továbbá a szülségi szabadságon és hosszú távú betegszabadságon lévő alkalmazottak.

növekvő munkaidőben bevezeti a távmunkát. Miután a projekt 2009-ben lezárul, gondosan felméri az előnyeit és a hátrányait, majd döntenek az esetleges továbbviteléről.

## 2.2 AZ EMBERI ERŐFORRÁSOK KONFERENCIÁJA

Az Emberi Erőforrások Konferenciájának (HRC) 2008. évi tevékenysége és alstruktúrái a munkavállalói képzés és fejlesztés többféle aspektusával foglalkoztak. Az igények felmérése alapján új képzésformákat fejlesztettek ki a KBER számára, amelyeket 2009-ben vezetnek be. A HRC lépéseket tett a KBER-en belüli mobilitás erősítésére is, amellyel lehetőséget kíván nyújtani az eurorendszer és a KBER központi banki dolgozóinak a kölcsönös tapasztalatcserére, ami elősegíti az együttműködést és a csapatszellemet.

A tapasztalatcsere és a legjobb gyakorlat kialakításának előmozdítására a HRC és az eurorendszer/KBER Kommunikációs Bizottsága konferenciát rendezett a témában a KBER összes központi bankjának részvételével. A HRC ülésein más kérdésekkel, így például a demográfiai folyamatokkal, értékelő központokkal, az európai emberierőforrás-gazdálkodás jövőjével és a 2015-ig várható legfontosabb feladatokkal is foglalkozott.

## 2.3 AZ EKB ÚJ SZÉKHÁZA

2008-ban további intézkedések születtek a Frankfurt keleti városnegyedében megépítendő új székház ügyében.

Áprilisban elkezdődtek a telken az építkezés előkészítő munkálatai. A Grossmarkthalle végéhez hozzáépített két négyemeletes épületet kézi munkával lebontották, a bontásból származó klinkertéglát az eredeti szín és textúra biztosítására megtartották a homlokzat renoválásához. Késő tavasszal a telek déli részén megkezdődött a két irodatorony alagsori szintjének és a banki mélygarázs alapjainak a kiásása, majd a talajba helyezték a cölöpöket. Az előkészítő munkákat

2008 szeptemberére az ütemtervnek és a költségvetésnek megfelelően elvégezték.

2008. május 6-án Petra Roth, Frankfurt város polgármestere átadta az új székház építési engedélyét az EKB elnökének. Az építési engedély egyben annak a hivatalos jogi jóváhagyása, hogy a székház megépülhessen a hajdani Grossmarkthalle telkén.

2008. június 25-én a bank hivatalosan lezárta az építési fővállalkozóra kiírt nyilvános nemzetközi tendereljárást, mivel az gazdaságossági szempontból nem hozott kielégítő eredményt, ugyanis a benyújtott árajánlat jelentősen túllépte a tervezett költségvetést. 2008 nyarán és őszén az építészek és a tervezőmérnökök mélyrehatóan elemezték az építőipar helyzetét. Ennek alapján a Kormányzótanács 2008 novemberében határozatot hozott a tenderstratégia megváltoztatásáról, mégpedig az építési munkákat külön csomagokra és szakmákra bontotta szét egy új tenderkiírás előkészítéseként. Eszerint 2009 folyamán 15 különálló tendert írnak ki a szerkezeti munkára, a homlokzat és a többi épületrész elkészítésére. Azért választották az új stratégiát, hogy jobb árajánlatokat kapjanak akár közép-vállalatoktól is, és hogy a különféle szakmákra specializált vállalatok jelentkezzenek. A tenderstratégiában az építőiparban általánosan elterjedt szerződéses feltételeket alkalmazzák majd.

Az EKB szilárdan kitart az előirányzott 500 millió euro körüli (2005. évi változatlan áras) büdzsé mellett. A költségeket a német statisztikai hivatal (Statistisches Bundesamt) hivatalos árindexei alapján újraértékelik. Az EKB különleges igényeit szem előtt tartó új székház megépítése mutatkozik ár-értékarány szempontból a legjobb opciónak.

A Kormányzótanács 2009 végén a tenderek értékelése után hozza meg a további intézkedésekkel kapcsolatos döntéseket.

## **2.4 AZ EUORENDSZER BESZERZÉSI KOORDINÁCIÓS HIVATALA**

2007 júliusában a Kormányzótanács felállította az Eurorendszer Beszerzési Koordinációs Hivatalát (Eurosystem Procurement Coordination Office – EPCO), amelynek feladata az eurorendszerbeli együttműködés megerősítése a beszerzések terén. A KBER-ből összesen 20 központi bank vesz részt önkéntes alapon. 2007 decemberében a Banque centrale du Luxembourg-ot jelölték ki, hogy a 2008. január 1. és 2012. december 31. közötti időszakban betöltse az EPCO házigazdájának szerepét. 2008-ban felvették mind a négy EPCO-tagot, és a résztvevő központi bankok beszerzési szakemberei hét alkalommal gyűltek össze. A munka a legjobb gyakorlat kialakítására irányul. A Kormányzótanács 2008 novemberében elfogadott határozatában lefektették az eurorendszer közös beszerzési rendszerének alapjait. A határozat értelmében, amely a közös beszerzési eljárásokban részt vevő központi bankok esélyegyenlőségét tűzi ki célul, a Kormányzótanács elfogadott egy 2009-re szóló beszerzési tervet is. Az EPCO munkáját irányító bizottság (EPCO Steering Committee) az Igazgatóság közvetítésével a Kormányzótanácsnak tartozik beszámolóval.

### 3 A KBER TÁRSADALMI DIALÓGUSA

A KBER Társadalmi Dialógusa konzultációs fórum, amelyen az EKB és a KBER központi banki munkavállalóinak, valamint az európai szakszervezetek szövetségeinek<sup>20</sup> képviselői vesznek részt. A párbeszéd célja a tájékoztatás és az eszmecsere elősegítése azokban a kérdésekben, amelyeknek számottevő hatása lehet a KBER központi bankjainak alkalmazási feltételeire.

A tájékoztatás a félévente megjelenő hírlevél, valamint az áprilisi és októberi összejövetelek keretében történik. A 2008-ban tartott összejövetelek az eurorendszeren belüli együttműködéssel és a szakosodással, a Lisszaboni Szerződéssel és ennek a KBER-re gyakorolt hatásával, valamint a piaci műveletek és a pénzügyi felügyelet turbulencia idején játszott szerepével foglalkoztak. Szintén terítékre kerültek a bankjegy-előállításról és -forgalmazással, valamint a fizetési rendszerekkel (TARGET2, TARGET2-Értékpapír, CCBM2) kapcsolatos különböző kérdések. A munkavállalók képviselőit tájékoztatták továbbá az Emberi Erőforrások Konferenciájának munkájáról is.

Ad hoc munkacsoport alakult a bankjegy-előállításról és -forgalmazásról korlátozott számú taggal és azzal a céllal, hogy még a KBER Társadalmi Dialógusának plenáris ülése előtt megvitassa a bankjegyekkel kapcsolatos szakmai kérdéseket.

<sup>20</sup> Az Európai Központi Bankok Szakszervezeteinek Állandó Bizottsága (Standing Committee of European Central Bank Unions – SCECBU), a Szakszervezetek Nemzetközi Hálózata – Európa (Union Network International – Europa Finance) és a Köszolgáltatói Szakszervezetek Európai Szövetsége (European Federation of Public Service Unions – EPSU).

## 4 AZ EKB ÉVES BESZÁMOLÓJA

# JELENTÉS A 2008. DECEMBER 31-ÉVEL ZÁRULÓ ÉV GAZDÁLKODÁSÁRÓL

## 1 ALAPTEVÉKENYSÉG

Az EKB 2008. évi tevékenységét részletesen az *Éves jelentés* megfelelő fejezetei mutatják be.

## 2 CÉLOK, FELADATOK

Az EKB céljait és feladatait a KBER alapokmánya (2. és 3. cikk) ismerteti. Az EKB elnöke ezen célok tükrében értékeli a teljesítményt az *Éves jelentés*hez fűzött előszavában.

## 3 FŐBB ERŐFORRÁSOK, KOCKÁZATOK, TEVÉKENYSÉGEK

### AZ EKB SZERVEZETI IRÁNYÍTÁSA

Az EKB szervezeti irányításával az *Éves jelentés* 8. fejezete foglalkozik.

### AZ IGAZGATÓSÁG TAGJAI

Az Igazgatóság tagjait monetáris és banki ügyekben nagy szakmai tekintéllyel, tapasztalattal bíró személyek közül a tagállamok állam- vagy kormányfőinek közös megegyezésével és az EU Tanácsának ajánlására nevezik ki, miután az Európai Parlamenttel és az EKB Kormányzótanácsával is egyeztettek.

Foglalkoztatásuk feltételeit a Kormányzótanács határozza meg az általa és az EU Tanácsa által kinevezett három-három tagból álló bizottság javaslata alapján.

Javadalmazásuk részleteit az *Éves beszámoló* „Személyi jellegű költségek” című 29. pontja tárgyalja.

### MUNKAVÁLLALÓK

Az EKB-ban szerződéssel alkalmazott teljes munkaidős átlagos állomány<sup>1</sup> a 2007. évi 1448-ról 2008-ban 1499-re emelkedett. Az év végén a banknak 1536 alkalmazottja volt. A dolgozói létszámmal kapcsolatban további információk az *Éves beszámoló* „Személyi jellegű költsé-

gek” című 29. pontjában, valamint az EKB emberierőforrás-stratégiájáról szóló 8. fejezet 2. pontjában olvashatók.

### BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉG, KOCKÁZATKEZELÉS

Az EKB devizatartalék-portfóliója abból a devizatartalékból, illetve belőle származó bevételből áll, amelyet az euroövezet nemzeti központi bankjai a KBER alapokmánya 30. cikkének értelmében az EKB-nak átadtak. A portfólióval az EKB a Szerződésben meghatározott célból kezdeményezett devizapiaci műveleteit finanszírozza.

Az EKB saját vagyonalap-portfóliója a befizetett tőke befektetéséből, a devizaárfolyam-, kamat- és aranyárfolyam-kockázatra képzett céltartalék ellenoldali tételéből, az általános tartalékalapból és a portfólió múltban felhalmozott jövedelméből áll. Ez a bevételi forrás az EKB működési költségeinek finanszírozását szolgálja.

Az EKB befektetéseiről és a kapcsolódó kockázatok kezeléséről a 2. fejezet ír részletesebben.

### AZ EKB KÖLTSÉGVETÉSÉNEK ÖSSZEÁLLÍTÁSA

A pénzügyi szervezetirányítás kulcsszereplője a Költségvetési Bizottság (BUCOM), amely az EKB és az euroövezeti nemzeti központi bankok szakértőit tömöríti. A eljárási szabályzat 15. cikkének megfelelően a BUCOM úgy támogatja a Kormányzótanács munkáját, hogy az EKB éves költségvetési javaslatait és az Igazgatóság kiegészítő költségvetési finanszírozásra benyújtott kérelmeit, még mielőtt a Kormányzótanács elé kerülnének, részletes értékelésnek veti alá. Az Igazgatóság és a Kormányzótanács rendszeresen ellenőrzi a költségvetési kiadások betartását, és ebben az EKB belső ellenőrzési részlegének tanácsaira, illetve a BUCOM segítségére támaszkodik.

<sup>1</sup> A számadat nem tartalmazza a fizetés nélküli szabadságon levőket. Magában foglalja viszont a végleges, a határozott időre és a rövid időtartamra szóló szerződéssel alkalmazott állományt, valamint a friss diplomások programjának résztvevőit. Végül beleszámolják a gyermekgondozási szabadságon és a tartósan betegállományban levő munkavállalókat is.

## 4 PÉNZÜGYI EREDMÉNY

### PÉNZÜGYI MÉRLEG

A KBER alapokmányának 26.2 cikke értelmében az EKB éves beszámolóját az Igazgatóság készíti el a Kormányzótanács által lefektetett alapelvek szerint. A beszámolót a Kormányzótanács hagyja jóvá, ezután pedig nyilvánosságra kerül.

### DEVIZAÁRFOLYAM-, KAMATLÁB- ÉS ARANYÁRFOLYAM-KOCKÁZATRA KÉPZETT CÉLTARTALÉK

Mint ahogy az EKB legtöbb eszközét és kötelezettségét rendszeres időközönként átértékelik az aktuális devizapiaci és értékpapír-árfolyamok alapján, az árfolyamkockázat és – kisebb mértékben – a nyitott kamatpozíciók az EKB nyereségességét jelentősen befolyásolják. A kockázatok elsősorban az USA-dollárban, japán jénben és aranyban tartott devizatartalékból erednek, amelyeket a bank jellemzően kamatozó instrumentokba fektet.

2005-ben a Kormányzótanács, figyelembe véve a jelentős kockázati pozíciókat és az átértékelési számlák nagyságát, úgy döntött, hogy céltartalékot képez a devizaárfolyam-, kamatláb- és aranyárfolyam-kockázat fedezésére. 2007. december 31-én ennek összege 2 668 758 313 euro volt. A KBER alapokmányának 49.2 cikkével összhangban a Ciprusi Központi Bank és a Central Bank of Malta 2008. január 1-jei hatállyal 4 795 450 eurót, illetve 2 388 127 eurót fizetett be a céltartalékba. A Kormányzótanács helyzetértékelésének eredménye alapján úgy döntött, hogy 2008. december 31-én a céltartalékba további 1 339 019 690 eurót utal át. Ezzel a céltartalék a legnagyobb megengedett értékre, 4 014 961 580 euróra emelkedett. A Kormányzótanács döntése alapján a céltartalék és az EKB általános tartalékalapja együttesen nem haladhatja meg az euroövezeti nemzeti központi bankok által befizetett tőkerészesedések összegét.

A céltartalékokat a realizált és a nem realizált veszteségek, különösen az átértékelési számlák által nem fedezett értékelési veszteség finanszírozá-

sára fordítják. A céltartalék nagyságát és szükségességét az EKB évről évre felülvizsgálja. A vizsgálat során számos tényezőt figyelembe vesznek, köztük a kockázatos eszközök állományának nagyságát, az adott pénzügyi évben realizálódott kockázati pozíciókat, a következő évre prognosztizált eredményt, valamint egy időben konzisztensen alkalmazott kockázatértékelést, amely a kockázatos eszközök értékének (Values at Risk – VaR) kiszámítását jelenti.

### A 2008. ÉVI PÉNZÜGYI EREDMÉNY

A kockázati céltartalékba való átutalás előtt az EKB nettó jövedelme 2661 millió euro volt, szemben a 2007. évi 286 millió euróval. Az átutalás utáni 1322 millió euro nettó nyereséget felosztották a nemzeti központi bankok között.

2007-ben az eurónak az USA-dollárral és kisebb mértékben a japán jénnel szembeni felértékelődése miatt mintegy 2,5 milliárd euróval le kellett értékelni az EKB ezen devizaállományainak euróban kifejezett értékét, amit az eredménykimutatásban tüntettek fel. 2008-ban viszont az eurónak a jénnel és dollárral szembeni leértékelődése 3,6 milliárd euro körüli nem realizált nyereséget eredményezett. A nyereséget az eurorendszer Kormányzótanácsa által felállított közös számviteli politikával összhangban az átértékelési számlán könyvelték el.

A nettó kamatbevétel a 2007. évi 2421 millió euróról 2008-ban 2381 millió euróra csökkent nagyrészt a miatt, hogy (a) a dolláralapú nettó kamatbevétel kisebb összegű volt, és (b) a nemzeti központi bankoknak nagyobb kamatot utaltak át a devizatartalék miatti követeléseik után. A nettó kamatbevétel ebből eredő csökkenését csak részben ellensúlyozta az eurorendszeren belüli eurobankjegy-felosztásból származó nagyobb kamatbevétel, aminek háttérben elsősorban a fogalomban levő eurobankjegy-állomány általános növekedése áll.

A pénzügyi műveletekből származó nettó realizált nyereség a 2007. évi 779 millió euróról 2008-ban 662 millió euróra csökkent, nagyrészt amiatt, hogy a 2004. szeptember 27-én életbe

lépett és az EKB által is aláírt központi banki aranymegállapodás alapján kevesebb aranyat adtak el. A realizált nyereség ebből eredő csökkenését csak részben ellensúlyozta 2008-ban az értékpapír-eladásokon realizált magasabb nettó nyereség, ami az egyesült államokbeli kamatszint év során tapasztalt esését követte.

Az EKB igazgatási összköltsége az értéksökkenést is beleértve a 2007-es 385 millió euróról 2008-ban 388 millió euróra emelkedett.

### **AZ EKB TŐKÉJÉNEK VÁLTOZÁSA**

A 2007. július 10-i 2007/503/EK és 2007/504/EK tanácsi határozat értelmében Ciprus és Málta 2008. január 1-jén bevezette az egységes valutát. Ezért a KBER alapokmánya 49.1 cikkével összhangban a Ciprusi Központi Bank és a Central Bank of Malta az említett időponttól befizette az EKB tőkéjében jegyzett maradék részesedését. A befizetés után az EKB jegyzett tőkéje a 2007. december 31-i 4127 millió euróról 2008. január 1-jén 4137 millió euróra emelkedett.

## **5 EGYÉB KÉRDÉSEK**

### **KÖRNYEZETVÉDELMI KÉRDÉSEK**

Az EKB 2007 végén elfogadott környezetvédelmi politikája alapján 2008-ban elkészült a banki adminisztráció környezeti hatásainak jegyzéke és az ökológiai hatások első értékelése. Az EKB döntést hozott ezen kívül az ISO 14001 és az EMAS nemzetközileg elismert szabványoknak megfelelő környezetgazdálkodási rendszer felállításáról. Elindult egy projekt is, amelynek célja, hogy 2010-ben megtörténjen a környezetgazdálkodási rendszer tanúsítása; néhány intézkedést már 2008-ban sikeresen meghoztak.

### **INFORMATIKAI SZOLGÁLTATÁSMENEDZSMENT**

Az EKB volt az első központi bank, amely a kitűnő informatikai szolgáltatásmenedzsment elismeréseként 2008-ban tanúsítványt kapott arról, hogy megfelel az ISO/IEC 20000 szab-

vány előírásainak. A szabvány azokat az integrált menedzsmentfolyamatokat írja le, amelyek elősegítik a tevékenység és az ügyfelek számára nyújtott informatikai szolgáltatások eredményességét. Alkalmazásával jelentősen és mérhetően javult a bank informatikai szolgáltatásainak színvonala, és a végfelhasználók is elégedettebbek.



## A MÉRLEG A 2008. DECEMBER 31-I FORDULÓNAPON

ESZKÖZÖK	A FEJEZET KAPCSOLÓDÓ PONTJA	2008 €	2007 €
<b>Aranykészletek és aranykövetelések</b>	<b>1</b>	<b>10 663 514 154</b>	<b>10 280 374 109</b>
<b>Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakövetelések</b>	<b>2</b>		
Az IMF-fel szembeni követelések		346 651 334	449 565 998
Bankokkal szembeni számlakövetelések, értékpapír-befektetések, euroövezeten kívüli hitelek és egyéb euroövezeten kívüli eszközök		41 264 100 632	28 721 418 912
		<b>41 610 751 966</b>	<b>29 170 984 910</b>
<b>Euroövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakövetelések</b>	<b>2</b>	<b>22 225 882 711</b>	<b>3 868 163 459</b>
<b>Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni követelések euróban</b>	<b>3</b>		
Bankokkal szembeni számlakövetelések, értékpapír-befektetések, hitelek		<b>629 326 381</b>	<b>0</b>
<b>Euroövezetbeli hitelintézetekkel szembeni egyéb követelések euróban</b>	<b>4</b>	<b>25 006</b>	<b>13 774</b>
<b>Eurorendszeren belüli követelések</b>	<b>5</b>		
Az eurorendszeren belüli eurobankjegy-elosztással kapcsolatos követelések		61 021 794 350	54 130 517 580
Eurorendszeren belüli egyéb (nettó) követelések		234 095 515 333	17 241 183 222
		<b>295 117 309 683</b>	<b>71 371 700 802</b>
<b>Egyéb eszközök</b>	<b>6</b>		
Tárgyi eszközök		202 690 344	188 209 963
Egyéb pénzügyi eszköz		10 351 859 696	9 678 817 294
Mérlegen kívüli tételek átértékelési különbözete		23 493 348	34 986 651
Aktív időbeli elhatárolások		1 806 184 794	1 365 938 582
Vegyes tételek		1 272 185 672	69 064 934
		<b>13 656 413 854</b>	<b>11 337 017 424</b>
<b>Eszközök összesen</b>		<b>383 903 223 755</b>	<b>126 028 254 478</b>

FORRÁSOK	A FEJEZET KAPCSOLÓDÓ PONTJA	2008 €	2007 €
Forgalomban lévő bankjegyek	7	61 021 794 350	54 130 517 580
Egyéb euroövezetbeli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban	8	1 020 000 000	1 050 000 000
Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban	9	253 930 530 070	14 571 253 753
Euroövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek	10	272 822 807	0
Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek Betétek, egyenlegek, egyéb kötelezettségek	10	1 444 797 283	667 076 397
Eurorendszeren belüli kötelezettségek Devizatartalék-átadás mértékének megfelelő kötelezettségek	11	40 149 615 805	40 041 833 998
<b>Egyéb források</b>	<b>12</b>		
Mérlegen kívüli tételek átértékelési különbözete		1 130 580 103	69 589 536
Passzív időbeli elhatárolások		2 284 795 433	1 848 257 491
Vegyes tételek		1 797 414 878	659 763 920
		<b>5 212 790 414</b>	<b>2 577 610 947</b>
Céltartalék	13	4 038 858 227	2 693 816 002
Átértékelési számlák	14	11 352 601 325	6 169 009 571
Saját tőke Tőke	15	4 137 159 938	4 127 136 230
Tárgyévi nyereség		1 322 253 536	0
<b>Források összesen</b>		<b>383 903 223 755</b>	<b>126 028 254 478</b>

# EREDMÉNYKIMUTATÁS A 2008. DECEMBER 31-ÉVEL ZÁRÓDÓ ÉVRŐL

	A FEJEZET KAPCSOLÓDÓ PONTJA	2008 €	2007 €
Devizataralék utáni kamatbevétel		997 075 442	1 354 887 368
Eurobankjegyek eurorendszeren belüli elosztásából származó kamatbevétel		2 230 477 327	2 004 355 782
Egyéb kamatbevétel		8 430 894 437	4 380 066 479
<i>Kamatbevétel</i>		<i>11 658 447 206</i>	<i>7 739 309 629</i>
A központi bankok devizataralék-átadással kapcsolatos követelése után fizetett kamat		(1 400 368 012)	(1 356 536 045)
Egyéb kamatráfordítás		(7 876 884 520)	(3 962 006 944)
<i>Kamatráfordítások</i>		<i>(9 277 252 532)</i>	<i>(5 318 542 989)</i>
<b>Nettó kamatbevétel</b>	<b>23</b>	<b>2 381 194 674</b>	<b>2 420 766 640</b>
Pénzügyi műveletekből származó realizált nyereség/veszteség	<b>24</b>	662 342 084	778 547 213
Pénzügyi eszközök és pozíciók értékvesztése	<b>25</b>	(2 662 102)	(2 534 252 814)
Deviza- és egyéb árfolyamkockázattal kapcsolatos céltartalékképzés ill. – felszabadítás		(1 339 019 690)	(286 416 109)
<b>Pénzügyi műveletek, értékvesztés és kockázati céltartalék-képzés nettó eredménye</b>		<b>(679 339 708)</b>	<b>(2 042 121 710)</b>
<b>Díjakból és jutalékokból eredő nettó ráfordítás</b>	<b>26</b>	<b>(149 007)</b>	<b>(621 691)</b>
<b>Részvényekből és részesedésekből származó bevétel</b>	<b>27</b>	<b>882 152</b>	<b>920 730</b>
<b>Egyéb bevétel</b>	<b>28</b>	<b>7 245 593</b>	<b>6 345 668</b>
<b>Nettó bevétel összesen</b>		<b>1 709 833 704</b>	<b>385 289 637</b>
Személyi jellegű költségek	<b>29</b>	(174 200 469)	(168 870 244)
Igazgatási költségek	<b>30</b>	(183 224 063)	(184 589 229)
Tárgyi eszközök értékcsökkenése		(23 284 586)	(26 478 405)
Bankjegy-előállítási költségek	<b>31</b>	(6 871 050)	(5 351 759)
<b>Tárgyévi nyereség</b>		<b>1 322 253 536</b>	<b>0</b>

Majna-Frankfurt, 2009. február 24.

EURÓPAI KÖZPONTI BANK  
Jean-Claude Trichet  
elnök

# AZ EKB SZÁMVITELI POLITIKÁJA<sup>1</sup>

## A PÉNZÜGYI BESZÁMOLÓ MEGJELÉNÉSE ÉS FELÉPÍTÉSE

Az Európai Központi Bank (EKB) pénzügyi beszámolójának valós, megbízható képet kell adnia az EKB pénzügyi helyzetéről és működésének eredményéről. A beszámoló az alábbi – a Kormányzótanács megítélése szerint a központi banki tevékenység sajátosságainak megfelelő – számviteli elvekkel<sup>2</sup> összhangban került összeállításra.

## SZÁMVITELI ELVEK

Az alkalmazott főbb számviteli elvek: a valódiság, az átláthatóság, az óvatosság, a mérlegfordulónap után bekövetkezett gazdasági események kimutatása, a lényegesség, az időbeli elhatárolás elve, a folytonosság, a következetesség és az összehasonlíthatóság.

## AZ ESZKÖZÖK ÉS FORRÁSOK KIMUTATÁSA

Valamely eszköz vagy forrás a mérlegben csak akkor kerül kimutatásra, ha valószínűsíthető, hogy az EKB-nak a jövőben hozzá kapcsolódóan gazdasági haszna vagy ráfordítása keletkezik, ha az eszközhez vagy forráshoz kapcsolódó minden kockázat, illetve hozadék lényegében átszállt az EKB-ra, valamint az eszköz költsége vagy értéke, illetve a kötelezettség összege megbízhatóan mérhető.

## 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 mérlegen kívüli devizaeszközök és -források piaci értéken kerülnek kimutatásra. A pénzügyi eszközöket és forrásokat érintő tranzakciók az elszámolásuk napjával kerülnek a könyvekbe.

Az értékpapírok kivételével a devizaalapú pénzügyi instrumentumban kötött ügyletet mérlegen kívüli számlákban a kötés napján mutatják ki. Az elszámolás napjával a mérlegen kívüli tételeket vissza kell vezetni, és az ügyleteket a mér-

legben kell kimutatni. A devizakereskedelem a nettó devizapozíciót az üzletkötés napján érinti, továbbá az eladásból realizált eredményt is az üzletkötés napján számítják. A devizában denominált pénzügyi instrumentumok után felhalmozódott kamatot, ázsiót és diszáziót naponta számítják és könyvelik, ezek az időbeli elhatárolások tehát naponta befolyásolják a devizapozíciót.

## ARANY- ÉS DEVIZAESZKÖZÖK, ILLETVE -KÖTELEZETTSÉGEK

A devizában denominált eszközöket és kötelezettségeket a mérlegkészítés napján érvényes árfolyamon váltják át euróra. A bevételek és a ráfordítások a kimutatás napján érvényes devizaárfolyamon kerülnek átváltásra. A devizaeszközök és -kötelezettségek átértékelése mind a mérlegben szereplő, mind a mérlegen kívüli instrumentumok esetében devizanemenként történik.

A devizaeszközök és -kötelezettségek piaci értékelését az árfolyamváltozás miatti átértékeléstől elkülönítve kezelik.

Az aranyat az év végén érvényes piaci árfolyamon kell kimutatni. Az arany esetében nincs megkülönböztetve az ár és a devizaárfolyam szerinti átértékelésből adódó különbözet. Ehelyett az arany értékelése az unciánkénti euroár alapján történik, amelyet a 2008. december 31-ével záruló évre az ezen a napon érvényes euro/USA-dollár árfolyamból számítanak.

## ÉRTÉKPAPÍR

Minden forgalomképes értékpapírt és hasonló eszközt vagy a mérlegkészítés időpontjában érvényes piaci középárfolyamon vagy a hozamgörbe alapján külön-külön kell értékelni. A 2008. december 31-ével záruló évben a 2008. december 30-án érvényes középárfolyamot

- 1 Az EKB számviteli politikája részletesen az EKB/2006/17-es módosított határozatban található. HL L 348., 2006.12.11., 38. o.
- 2 Az elvek összhangban állnak a KBER alapokmánya 26.4 cikkének rendelkezéseivel, amelyek az eurorendszer műveleteire vonatkozó számviteli és pénzügyi beszámolókat szabályainak összhangolt módszertanát rendelik el.

alkalmaztuk. A nem piacképes értékpapírok bekerülési értéken, míg a nem likvid részvények értékvesztéssel módosított bekerülési értéken kerülnek 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. A realizált nyereséget, illetve 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-, illetve piaci árfolyamra csökken.

A megvásárolt értékpapírokon keletkező ázsiót, illetve diszáziót a kamatbevétel részeként kell kiszámítani és feltüntetni, és a lejáratig hátralévő futamidő alatt kell az eredményben elszámolni.

### PENZIÓS ÜGLETEK

A penziós ügylet olyan művelet, amellyel az EKB visszavásárlási megállapodás alapján eszközöket vásárol vagy ad el, vagy biztosíték fedezete mellett hitelműveletet végez.

A visszavásárlási megállapodás (repoügylet) keretében értékpapírt adnak el készpénzfizetés ellenében azzal az egyidejű megállapodással, hogy azt a partnertől egy meghatározott jövőbeli időpontban a megegyezés szerinti áron visszavá-

sárolják. A visszavásárlási megállapodás a mérlegben a forrásoldalon fedezeti biztosítékkal ellátott fogadott betétként, az eredménykimutatásban pedig a kamatráfordítások között szerepel. A megállapodás keretében eladott értékpapírok az EKB mérlegében maradnak.

A passzív visszavásárlási (repo) megállapodás értelmében értékpapír vételére kerül sor készpénzfizetés ellenében azzal az egyidejű megállapodással, hogy egy meghatározott jövőbeli időpontban a megegyezés szerinti áron újra eladják a partnernek. A passzív repo mint fedezett hitel a mérleg eszközoldalán kerül kimutatásra, ám nem képezi az EKB értékpapír-állományának részét. Az eredménykimutatásban kamatbevétel generál.

Az automatizált értékpapír-kölcsönzési program (automated security lending programme – ASLP) alapján lebonyolított penziós ügylet (ideértve az értékpapír-kölcsönügyletet) csak akkor szerepel a mérlegben, ha az EKB számláján készpénzes biztosítékot helyeznek el fedezetül. 2008-ban az EKB nem kapott készpénzfedezetet egyetlen ilyen tranzakció kapcsán sem.

### MÉRLEGEN KÍVÜLI TÉTELEK

A devizainstrumentumokat, nevezetesen a határidős devizaügyletet, a devizaswapügylet határidős lábát és más olyan devizainstrumentumot, amely egy devizának egy későbbi időpontban egy másikra történő átváltását foglalja magában, a devizanyereség, illetve -veszteség számítása céljából a nettó devizapozíció részének kell tekinteni.

Az egyes kamatlábak változásától függő instrumentum átértékelése tételenként történik. A tőzsdei határidős nyitott kamatlábkontraktus változó letétének napi ingadozásából származó eredményt az eredménykimutatásban kell elszámolni. A határidős értékpapírügylet és kamatlábswap értékelése általánosan elfogadott módszerrel történik, amely a megfigyelhető piaci árfolyamokat, illetve kamatozatokat, valamint az elszámolás és az értékelés napja közötti időszak diszkonttényezőit alkalmazza.

## MÉRLEGFORDULÓNAP UTÁNI GAZDASÁGI ESEMÉNYEK

Az eszközöket és forrásokat a mérlegforduló napja és a pénzügyi beszámoló Kormányzótanács általi elfogadása közé eső eseményekkel korrigálni kell, amennyiben ezek az eszközök és források mérlegforduló-napi állapotát lényegesen befolyásolják.

A mérlegfordulónap után bekövetkező olyan fontos gazdasági események, amelyek a mérleg elkészítésének napján nem befolyásolják az eszköz- és forrásállományokat, a magyarázó pontokban vannak feltüntetve.

## KBER-EN/EUORENDSZEREN BELÜLI KÖVETELÉSEK/KÖTELEZETTSÉGEK

KBER-en belüli ügyletnek olyan határon átnyúló tranzakciót nevezünk, amely az EU valamely két központi bankja között jön létre. Az ügylet elsősorban a TARGET2<sup>3</sup>, vagyis a transzeurópai, automatizált, valós idejű bruttó elszámolási rendszeren (lásd a 2. fejezetet) keresztül kerül feldolgozásra, és a TARGET2 rendszerhez kapcsolódó uniós központi bankok között bilaterális számlakövetelések és -kötelezettségek létrejöttét eredményezi. A kétoldalú számlaegyenlegeket naponta átadják az EKB-nak, végül az egyes központi bank csak az EKB-val szemben rendelkezik egyetlen nettó bilaterális pozícióval. Az EKB könyveiben ez a pozíció az adott nemzeti központi banknak a KBER többi részével szemben fennálló nettó követelését, illetve kötelezettségét mutatja.

Az euroövezetbeli nemzeti központi bankoknak KBER-en belüli euroalapú ügyletei eredményeképpen létrejövő és az EKB-nál vezetett követelése, illetve kötelezettségei (az EKB tőkéjének és a devizatartalék átadásából eredő pozíciók kivételével) az eurorendszeren belüli követelésnek, illetve kötelezettségnek minősülnek, és az EKB mérlegében egyetlen nettó követelés-, illetve kötelezettségpozícióként szerepelnek.

Azok az eurorendszeren belüli egyenlegek, amelyek az eurobankjegyek eurorendszeren belüli elosztásából származnak, „Az eurobankjegyek eurorendszerbeli elosztásával kapcsolatos köve-

telések” soron egyetlen nettó eszközként vannak feltüntetve (lásd a számviteli politika „Forgalomban levő bankjegyek” című pontját).

Az euroövezeten kívüli nemzeti központi bankok TARGET2-ben<sup>4</sup> való részvétele eredményeképpen a KBER-en belül keletkezett, EKB-val szembeni egyenlegeit az „Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban” soron kell kimutatni.

## A TÁRGYI ESZKÖZÖKKEL KAPCSOLATOS ELSZÁMOLÁSOK

A tárgyi eszközt a föld kivételével az értékcsökkenéssel csökkentett bekerülési értéken kell kimutatni. A föld bekerülési értéken kerül kimutatásra. Az értékcsökkenés a beszerzést követő negyedévtől kezdve a tárgyi eszköz használhatóságának várható időtartama alatt lineáris módszerrel kerül kiszámításra az alábbiak szerint:

Számítógép, kapcsolódó hardver és szoftver, gépjármű	4 év
Berendezési tárgy, bútor, üzemi felszerelés	10 év
10 000 eurónál kisebb bekerülési értékű tárgyi eszköz	A beszerzés évében leírva

Az EKB jelenlegi irodaházainak fenntartási és karbantartási munkáiból eredő aktivált költség hasznos élettartama le lett rövidítve annak érdekében, hogy ezek az eszközök még az előtt teljesen le legyenek írva, hogy a bank átköltözik az új székházba.

## AZ EKB NYUGDÍJRENDSZERE ÉS A VOLT ALKALMAZOTTAKNAK FIZETETT EGYÉB JUTTATÁSOK

Az EKB járadékkal meghatározott nyugdíjrendszert működtet alkalmazottai számára, amelyet a hosszú távú alkalmazotti juttatások alapján finanszíroz.

3 A műszakilag decentralizált első generációs rendszer helyét fokozatosan egy második generációs rendszer, a TARGET2 vette át, amelynek alapját egy egységes technikai infrastruktúra, az egységes közös platform (SSP) jelenti. A TARGET2-re való migráció 2007 novemberében kezdődött el, és 2008 májusában fejeződött be.

4 2008. december 31-én a TARGET2 rendszerben részt vevő, euroövezeten kívüli nemzeti központi bankok: Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski, Eesti Pank.

## MÉRLEG

A mérlegben a járadékkal meghatározott nyugdíjrendszerrel kapcsolatos kötelezettség a mérlegfordulónapon fennálló, meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettség jelenértékének, valamint a kötelezettség finanszírozását szolgáló, el nem számolt aktuáriusi nyereséggel és veszteséggel kiigazított eszközök valós értékének különbségével egyezik meg.

A meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettséget évről évre független aktuárius számítja ki a halmozott jogosultság (projected unit credit) módszerével. A meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettség jelenértékét úgy számítja ki, hogy a jövőbeni pénzáramlás becslült értékét olyan kiváló besorolású vállalati kötvény kamatlábbával diszkontálja, amely euróban van denominálva és hasonló lejáratú, mint az adott nyugdíjfizetési kötelezettség.

Az aktuáriusi nyereség és veszteség tapasztalaton alapuló kiigazításból (a tényleges eredmény eltér a korábbi aktuáriusi feltevéstől) és az aktuáriusi feltevések megváltozásából származhat.

## EREDMÉNYKIMUTATÁS

Az eredménykimutatásban szereplő nettó összeg a következő tételekből áll:

- (a) az év folyamán felhalmozódó juttatások aktuális szolgálati költsége;
- (b) a meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettség diszkontrátán számított kamata;
- (c) a rendszer eszközeinek várható megtérülése;
- (d) az eredménykimutatásban a „10%-os sáv” módszerével elszámolt bármilyen aktuáriusi nyereség és veszteség.

## A „10%-OS SÁV” MÓDSZERE

Az el nem számolt nettó aktuáriusi nyereséget és veszteséget, amely meghaladja (a) a meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettség 10%-át

vagy – amennyiben ez nagyobb – (b) a rendszer eszközei valós értékének 10%-át, le kell írni a rendszerben résztvevő alkalmazottak várhatóan hátralevő átlagos munkaviszonyára elosztva.

## AZ IGAZGATÓSÁG TAGJAINAK NYUGDÍJA ÉS EGYÉB NYUGDÍJJELLEGŰ KÖTELEZETTSÉGEK

Az EKB igazgatósági tagjainak nyugdíját és a munkavállalói rokkantsági nyugdíjat nem alapszerű társadalombiztosítási rendszerből fedezik. A juttatások várható költségének fedezete az igazgatósági tagok/munkavállalók hivatali, illetve alkalmazási ideje alatt halmozódik fel, és a járadékkal meghatározott rendszernél alkalmazott számviteli módszer szerint számolják. Az aktuáriusi nyereséget és veszteséget a fentebb ismertetett módon számolják el.

Ezeket a kötelezettségeket évről évre független aktuárius értékeli, hogy a pénzügyi kimutatásba a megfelelő adat kerüljön bele.

## FORGALOMBAN LEVŐ BANKJEGYEK

Az eurorendszer tagjai, nevezetesen az EKB és az euroövezet nemzeti központi bankjai, eurobankjegyeket bocsátanak ki.<sup>5</sup> A forgalomban levő bankjegyállomány összértékét az elosztási kulcs<sup>6</sup> alapján a hónap utolsó munkanapján osztják szét az eurorendszer nemzeti központi bankjai között.

Az EKB-nak jutó részesedés a forgalomban levő bankjegyállomány összértékének 8%-a, ami a mérleg forrásoldalán a „Forgalomban levő bankjegyek” soron szerepel. Az EKB-nak a teljes bankjegyemisszióból való részesedése a nemzeti központi bankokkal szembeni követelések által realizálódik. Ezeket a kamatozó követeléseket<sup>7</sup> az „Eurorendszeren belüli követelések” soron

5 Módosított EKB/2001/15-ös határozat az eurobankjegyek kibocsátásáról (2001. december 6.) (HL L 337, 2001.12.20., 52. o.).

6 „Bankjegyelosztási kulcs”: százalékos arány, amely az EKB bankjegy-kibocsátási részesedésének levonása után a tőkejegyzési kulcs alapján meghatározza az egyes nemzeti központi bankoknak a teljes eurobankjegy-kibocsátásban való részesedését.

7 Módosított EKB/2001/16 határozat (2001. december 6.) a résztvevő tagállamok nemzeti központi bankjai 2002. pénzügyi évből származó monetáris jövedelmének elosztásáról (HL L 337, 2001.12.20., 55. o.).

„Az eurobankjegy-elosztással kapcsolatos követelések” altételben kell feltüntetni (lásd a számviteli politika „KBER-en/euroövezeten belüli követelések/kötelezettségek” című pontját). A követelésekből származó kamatbevétel a „Nettó kamatbevétel” soron szerepel. A bevételt abban a pénzügyi évben kell elszámolni a nemzeti központi bankok javára, amelyben keletkezett, a tényleges kiosztásra viszont a rákövetkező év második munkanapján kerül sor.<sup>8</sup> Teljes mértékben elosztásra kerül annak az esetnek a kivételével, ha az EKB tárgyévi nettó nyeresége kisebb, mint a forgalomban levő bankjegyállományból származó bevétele, továbbá, ha a Kormányzótanács a devizaárfolyam-, kamatláb- és az aranyárfolyam-kockázatra képzett céltartalékba való átvezetést választja, vagy úgy dönt, hogy a bevételt csökkenti azzal a költséggel, ami az eurobankjegy-kibocsátás és -kezelés kapcsán az EKB-ra hárul.

## ÁTSOROLÁS

Mivel 2008-ban prezentációs okból több tétel is átsorolásra került, a 2007. december 31-i azonos tételeket is ennek megfelelően módosították. Az átsorolásról a mérlegsorokat leíró, részletező adatok között olvashatunk.<sup>9</sup>

## EGYÉB KÉRDÉSEK

Tekintettel az EKB központi banki szerepére, az Igazgatóság úgy ítéli meg, hogy a pénzforgalmi kimutatás közzététele a pénzügyi beszámoló olvasóit nem juttatná további érdemi információkhoz.

A KBER alapokmánya 27. cikkével összhangban, valamint a Kormányzótanács ajánlása alapján az Európai Unió Tanácsa öt éves időtartamra, azaz a 2012. pénzügyi év végéig elfogadta a PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft független könyvvizsgálónak való kinevezését.

8 EKB/2005/11 határozat (2005. november 17.) az Európai Központi Banknak a forgalomban levő eurobankjegyekből származó jövedelme elosztásáról a résztvevő tagállamok nemzeti központi bankjai között, HL L 311, 2005.11.26., 41. o.

9 Az átsorolás megfelel az EKB számviteli politikájának, ahogy az EKB/2006/17 módosított határozata előírja. HL L 348., 2006.12.11., 38. o.



## A MÉRLEGSOROKAT LEÍRÓ, RÉSZLETEZŐ ADATOK

### I ARANYKÉSZLETEK ÉS ARANYKÖVETELÉSEK

2008. december 31-én az EKB tulajdonában 17 156 546 uncia arany volt (szemben a 2007. évi 18 091 733 unciával). A csökkenés a következőnek tudható be: (a) 963 987 uncia arany eladása a 2004. szeptember 27-én hatályba lépett központi banki megállapodással összhangban, amelynek az egyik aláírója az EKB; (b) a Ciprusi Központi Bank és a Central Bank of Malta részéről 19 151, illetve 9649 uncia arany átutalása az EKB-nak,<sup>10</sup> összhangban a KBER alapokmányának 30.1 cikkével, azután hogy a két országban bevezették az egységes valutát. Az arany árának jelentős emelkedése bőven ellensúlyozta 2008-ban az aranyállomány euroértékének az említett tranzakciók miatti csökkenését (lásd a számviteli politika „Az arany- és devizaeszközök, illetve -források” című pontját).

### 2 AZ EUROÖVEZETEN KÍVÜLI ÉS AZ EUROÖVEZETBELI REZIDENSEKKEL SZEMBENI DEVIZAKÖVETELÉSEK

#### AZ IMF-FEL SZEMBENI KÖVETELÉSEK

Ez a tétel az EKB SDR-állományának 2008. 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 euróért egy minimális és maximális állományszint között SDR-rel kereskedjen. Az SDR valutakosár, amelynek értékét a négy főbb valuta (euro, japán jen, font sterling, USA-dollár) árfolyamának súlyozott összege adja. A számviteli kimutatásokban devizanemként kezelik (lásd a számviteli politika „Az arany- és devizaeszközök, illetve -források” című pontját).

#### BANKOKKAL SZEMBENI SZÁMLAKÖVETELÉSEK, ÉRTÉKPAPÍR-BEFEKTETÉSEK, EUROÖVEZETEN KÍVÜLI HITELEK ÉS EGYÉB EUROÖVEZETEN KÍVÜLI ESZKÖZÖK; EUROÖVEZETBELI REZIDENSEKKEL SZEMBENI DEVIZAKÖVETELÉSEK

A két mérleg sor a bankokkal szembeni követelésekből, devizahitelekből, USA-dollárban és

japán jenben denominált értékpapír-befektetésekből áll. A devizában denominált értékpapírok ázsiojának és diszázsiojának amortizációját előzőleg az „Aktív időbeli elhatárolások”, illetve a „Passzív időbeli elhatárolások” soron mutatták ki. Az EKB prezentációs megfontolásból úgy döntött, hogy az említett tételeket átcsoportosítja a „Bankokkal szembeni számlakövetelések, értékpapír-befektetések, euroövezeten kívüli hitelek és egyéb euroövezeten kívüli eszközök” tételbe. A megfelelő 2007. december 31-i egyenlegek ennek alapján kiigazításra kerültek.

<i>Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni követelések</i>	2008 €	2007 €	Változás €
Folyószámla	5 808 582 148	761 073 851	5 047 508 297
Pénzpiaci betét	573 557 686	688 783 688	(115 226 002)
Passzív repoügylet	379 961 453	543 247 188	(163 285 735)
Értékpapír-befektetések	34 501 999 345	26 728 314 185	7 773 685 160
Mindösszesen	41 264 100 632	28 721 418 912	12 542 681 720

<i>Euroövezetbeli rezidensekkel szembeni követelések</i>	2008 €	2007 €	Változás €
Folyószámla	619 534	574 945	44 589
Pénzpiaci betét	22 225 263 177	3 867 588 514	18 357 674 663
Mindösszesen	22 225 882 711	3 868 163 459	18 357 719 252

Az euroövezeten kívüli rezidensek folyószámla-egyenlegeinek növekedése elsősorban (a) a 2008. december 31-én a Danmarks Nationalbankkal fennálló 3,9 milliárd eurós swapügyletek dán koronában denominált lába elszámolásának tudható be (lásd a „Devizában denominált swapügyletek és határidős ügyletek” című 20. pontot), valamint (b) a Svájci Nemzeti Bankkal<sup>11</sup> kötött swapmegállapodásból származó 1,2 milliárd euro értékű svájci frank állományoknak (lásd az „Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni eurokötelezettségekről” szóló

<sup>10</sup> A 16,5 millió euro összértékű átutalást 2008. január 1-jei hatállyal végezték el.

<sup>11</sup> A svájci frankban denominált állományok azokat a kockázatkezelési intézkedéseket tükrözik, amelyeket az EKB az euro/svájci frank devizaswap tenderműveletekben alkalmazott. Az egyhetes műveletknél ez 5%-os alapelét, a 84 napos műveletek esetében pedig 15%-os alapelét alkalmazását jelenti.

9. pontot). A japán jen és az USA-dollár felértékelődése az euróval szemben, az értékpaírokon keletkező nem realizált nyereség (lásd az „Átértékelési számlák” című 14. pontot), az aranyeladásból származó bevétel befektetése (lásd az „Aranykészletek és aranykövetelések” című 1. pontot), valamint az elsősorban az USA-dollár portfólióból származó jövedelem is hozzájárult az említett tételek összértékének emelkedéséhez.

Az euroövezeti hitelintézetek részére USA-dollár likviditást bővítő eurorendszerbeli központi banki műveletekhez kapcsolódó betétek az euroövezetbeli rezidenseknél elhelyezett pénzügyi betétek közé vannak sorolva.

Emellett azzal párhuzamosan, hogy Cipruson és Máltán 2008. január 1-jei hatállyal bevezették az egységes valutát, a Ciprusi Központi Bank és a Central Bank of Malta a KBER alapokmányának 30.1 cikkével összhangban összesen 93,5 millió USA-dollárt adott át az EKB-nak.

Az EKB birtokában lévő dollárban és jenben denominált nettó devizaállomány<sup>12</sup> a 2008. december 31-i állapot szerint:

	(millió valutaegység)
USA-dollár	40 062
Japán jen	1 084 548

### 3 EUROÖVEZETEN KÍVÜLI REZIDENSEKSEL SZEMBENI KÖVETELÉSEK EURÓBAN

2007-ben ebben a sorban az euroövezeten kívüli rezidensek pénzügyi betéteit és folyószámláit mutatták ki, mint az EKB saját tőkéjének közvetlen ellenoldali tételét. Az EKB úgy döntött, hogy ezeket az egyenlegeket átcsoportosítja egy külön erre a célra létesített portfólióba, amely most az „Egyéb pénzügyi eszközök” soron van kimutatva. A 2007. december 31-i hasonlóan egyenleg ennek megfelelően ki lett igazítva.

2008. december 31-én ebben a tételben elsősorban a Magyar Nemzeti Bankkal szembeni 460,0 millió euro összegű követelés szerepel, ami repoügyletekre vonatkozóan az EKB-val

kötött megállapodáshoz kapcsolódik. A megállapodásban olyan konstrukciót bocsátanak az MNB rendelkezésére, amely lehetővé teszi az eurolikviditást nyújtó belföldi műveleteinek támogatására 5 milliárd euro összeghatárig a hitelfelvételt.

### 4 EUROÖVEZETBELI HITELINTÉZETEKSEL SZEMBENI EGYÉB KÖVETELÉSEK EURÓBAN

2007-ben ezen a soron az EKB saját tőkéjének közvetlen ellentételeként az euroövezetbeli rezidenseknél tartott pénzügyi betéteket és folyószámla-egyenlegeket mutatták ki. Az EKB úgy döntött, hogy ezeket az állományokat külön erre a célra létesített portfólióba csoportosítja át, amely most az „Egyéb pénzügyi eszközök” soron van kimutatva. A 2007. december 31-i megfelelő egyenleg ennek megfelelően ki lett igazítva.

2008. december 31-én ez a követelés egy euroövezetbeli rezidensnél vezetett folyószámlát tartalmazott.

### 5 EUORENDSZEREN BELÜLI KÖVETELÉSEK

#### AZ EUROBANKJEGYEK EUORENDSZEREN BELÜLI ELOSZTÁSÁVAL KAPCSOLATOS KÖVETELÉSEK

Ez a tétel az EKB-nak az euroövezetbeli nemzeti központi bankokkal szembeni azon követelését tartalmazza, amely az eurobankjegyek eurorendszeren belüli elosztásából származik (lásd a számviteli politika „Forgalomban levő bankjegyek” című pontját).

12 A megfelelő devizában denominált eszközállomány és forrásállomány különbsége, amelyre devizaátértékelés vonatkozik. Ezeket az „Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakövetelések”, az „Euroövezeti rezidensekkel szembeni devizakövetelések”, az „Aktív időbeli elhatárolások”, az „Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek”, „Az euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek”, a „Mérlegen kívüli tételek átértékelési különbözete” (forrásoldal) és a „Passzív időbeli elhatárolások” sorokban mutatják ki, a tőzsdéi határidős deviza- és devizaswapügyleteket a mérlegen kívüli tételek között figyelembe véve. Nem tartozik ide az árfolyam-átértékelésből származó nyereség devizában denominált pénzügyi instrumentumokra gyakorolt hatása.

## EURORENDSZEREN BELÜLI EGYÉB (NETTÓ) KÖVETELÉS

Ez a tétel 2008-ban túlnyomórészt az euroövezetbeli nemzeti központi bankoknak az EKB-val szembeni TARGET2-beli kötelezettségeit/követeléseit tartalmazta (lásd a számviteli politika „KBER-en/eurorendszeren belüli követelések/kötelezettségek” című pontját). Az egyenleg elsősorban a központi bankokkal folytatott egymást követő (back-to-back) tranzakciók miatt emelkedett, amelyek az USA-dollárbeli likviditást nyújtó műveletekhez kapcsolódtak (lásd az „Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni euróban denominált kötelezettségek” című 9. pontot).

Ebbe a tételbe tartozik még a bankjegyalományból származó EKB-bevételből az évközi elosztás során a nemzeti központi bankoknak juttatandó összeg (lásd a számviteli politikában a „Forgalomban levő bankjegyek” című pontot).

	2008 €	2007 €
Euroövezetbeli NKB-k által a TARGET2-vel összefüggésben fizetendő	420 833 781 929	145 320 642 526
Euroövezetbeli központi bankoknak a TARGET2-vel összefüggésben fizetendő	(185 532 591 178)	(128 079 459 304)
A bankjegyekből származó EKB-bevétel évközi szétosztásához kapcsolódóan az euroövezetbeli központi bankoknak fizetendő	(1 205 675 418)	0
Eurorendszeren belüli egyéb (nettó) követelések	234 095 515 333	17 241 183 222

## 6 EGYÉB ESZKÖZÖK

### TÁRGYI ESZKÖZÖK

2008. december 31-én az alábbi főbb tételeket sorolták ide:

	2008 €	2007 €	Változás €
<b>Költség-tétel</b>			
Ingatlanok	159 972 149	156 964 236	3 007 913
Számítógépes hardver és szoftver	174 191 055	168 730 634	5 460 421
Berendezés, bútor, üzemi felszerelés, gépjármű	28 862 720	27 105 564	1 757 156
Folyamatban lévő beruházás	83 407 619	59 791 855	23 615 764
Egyéb tárgyi eszköz	3 577 485	1 195 290	2 382 195
<b>Költség összesen</b>	<b>450 011 028</b>	<b>413 787 579</b>	<b>36 223 449</b>
<b>Értécsökkenési leírás</b>			
Ingatlanok	(59 885 983)	(49 672 589)	(10 213 394)
Számítógépes hardver és szoftver	(160 665 542)	(150 195 777)	(10 469 765)
Berendezés, bútor, üzemi felszerelés, gépjármű	(26 618 732)	(25 562 068)	(1 056 664)
Egyéb tárgyi eszköz	(150 427)	(147 182)	(3 245)
<b>Értécsökkenési leírás összesen</b>	<b>(247 320 684)</b>	<b>(225 577 616)</b>	<b>(21 743 068)</b>
<b>Könyv szerinti nettó érték</b>	<b>202 690 344</b>	<b>188 209 963</b>	<b>14 480 381</b>

A „Folyamatban levő beruházás” tétel elsősorban az EKB új székházának induló munkálatai miatt emelkedett. A kategóriában szereplő eszközök a használatba vétel után kerülnek át a megfelelő tárgyi eszközcsoporthoz.

### EGYÉB PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK

Az euróban denominált értékpapírok ársziójának, illetve diszársziójának amortizációját előzőleg az „Aktív időbeli elhatárolások”, illetve a „Passzív időbeli elhatárolások” soron mutatták ki. Az EKB prezentációs okból úgy döntött, hogy átsorolja őket az Egyéb pénzügyi eszközök alá. Ezenkívül az EKB saját tőkéjének közvetlen ellenpárját képező euroalapú pénzügyi betéteket és folyószámlákat is ide sorolták át (lásd az „Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni eurokövetelések” című 3. pontot és az „Euroövezetbeli hitelintézetekkel szembeni egyéb eurokövetelések” című 4. pontot). A 2007. december 31-i megfelelő egyenlegek ennek alapján kiigazításra kerültek.

A tétel fő elemei:

	2008 €	2007 €	Változás €
Folyószámla euróban	4 936 630	5 153 295	(216 665)
Pénzpiaci betét euróban	150 000 000	120 000 000	30 000 000
Értékpapír euróban	9 675 505 128	8 843 080 586	832 424 542
Passzív repo megállapodás euróban	479 293 075	668 392 837	(189 099 762)
Egyéb pénzügyi eszköz	42 124 863	42 190 576	(65 713)
Mindösszesen	10 351 859 696	9 678 817 294	673 042 402

(a) Az EKB saját vagyonalapjának befektetését az euroalapú folyószámlák, pénzpiaci betétek, értékpapírok és fordított visszavásárlási (repo) megállapodások képezik (lásd az „Egyéb kötelezettségek” című 12. pontot). Az EKB saját vagyonalapját képező eszközök nettó értéke elsősorban a következők miatt emelkedett: a 2007. évi devizaárfolyam-, kamat- és aranyárfolyam-kockázatra képzett céltartalékba átutalt összeg ellentételének a saját vagyonalap portfólióba történő befektetése, az értékpapírok nem realizált nyeresége (lásd az „Átértékelési számlák” című 14. pontot) és a saját vagyonalap portfólióból származó bevétel.

(b) Az EKB 3211 részvény tulajdonosa a Nemzetközi Fizetések Bankjában (BIS), ami 41,8 millió eurós bekerülési költségen van elszámolva.

### MÉRLEGEN KÍVÜLI TÉTELEK ÁTÉRTÉKELÉSI KÜLÖNBÖZETE

2008-ban ez a tétel főként a kamatswapügyletek értékelési nyereségét tartalmazta (lásd a „Kamatswapügyletek” című 19. pontot).

### AKTÍV IDŐBELI ELHATÁROLÁSOK

2008-ban a sor 500,4 millió euro értékű felhalmozódott kamatkövetelést is magában fog-

lalt, amely az EKB-nak az eurobankjegyek eurorendszerbeli elosztásához kapcsolódó utolsó negyedévi követeléséből származott (lásd a számviteli politikáról szóló fejezet „Forgalomban lévő bankjegyek” című pontját), valamint a TARGET2 követeléseken/kötelezettségeken felhalmozódott 648,9 millió euro kamatot, amelyet az euroövezetbeli nemzeti központi bankoknak 2008 utolsó hónapjában be kell fizetniük.

Szintén ebben a tételben szerepel az értékpapírok felhalmozódott kamata (lásd még az „Euroövezeten kívüli és euroövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakövetelések” című 2. pontot és az „Egyéb eszközök” című 6. pontot), valamint az egyéb pénzügyi eszközök.

### VEGYES TÉTELEK

A tétel főként a bankjegyállományból származó az EKB bevételből felhalmozódott előzetesen szétosztott összeget tartalmazza (lásd a számviteli politika „Forgalomban levő bankjegyek” című pontját és az „Eurorendszeren belüli követelések” című 5. pontot).

Ezen kívül itt vannak elszámolva a 2008. december 31-én a devizaswapügyletekhez és határidős ügyletekhez kapcsolódóan fennálló pozitív egyenlegek (lásd a „Devizaswapügyletek és határidős ügyletek” című 20. pontot). Az egyenlegek abból adódnak, hogy a szóban forgó tranzakciókat az illető devizanem mérleg-fordulónapi átlagos költsége szerint váltják át euróba, ami eltér az ügylet eredetileg rögzített euroértékétől (lásd a számviteli politika „Mérlegen kívüli instrumentumok” című pontját).

Idetartozik továbbá az a Német Szövetségi Pénzügyminisztériummal szembeni követelés, amely a kifizetett, de visszatérítendő áfához és egyéb közvetett adóbefizetéshez kapcsolódik. Az Európai Közösségek kiváltságairól és mentességeiről szóló jegyzőkönyv 3. cikkének értelmében az ilyen adónemek visszatérítendőek. Ez a szabály a KBER-alapokmány 40. cikke szerint az EKB-ra is alkalmazandó.

## **7 FORGALOMBAN LÉVŐ BANKJEGYEK**

Ez a tétel az EKB részesedését (8%) tartalmazza a teljes forgalomban lévő eurobankjegy-állományból (lásd a számviteli politika „Forgalomban lévő bankjegyek” című pontját).

## **8 EUROÖVEZETBELI EGYÉB REZIDENSEKKEL SZEMBENI KÖTELEZETTSÉGEK EURÓBAN**

A tétel az Euro Banki Társulás (Euro Banking Association – EBA) tagjai által elhelyezett betétekből áll, amelyek fedezetként szolgálnak az EKB számára az EBA által végrehajtott fizetési megbízások TARGET2-beli teljesítéséhez.

## **9 EUROÖVEZETEN KÍVÜLI REZIDENSEKKEL SZEMBENI KÖTELEZETTSÉGEK EURÓBAN**

A sor elsősorban a Federal Reserve rendszerrel (Fed) szembeni 219,7 milliárd dollár kötelezettséget tartalmazza, amely az USA-dollárban nyújtott jegybanki aukciós hitelkonstrukció (Term Auction Facility) igénybevételéből ered. A program keretében a Fed USA-dollárt adott az EKB-nak az ideiglenes kölcsönös devizamegállapodás (swapkeret) felhasználásával abból a célból, hogy az eurorendszer partnerei rövid lejáratú, dollár-alapú forráshoz jussanak. Az EKB ezzel párhuzamosan egymást követő swapügyleteket kötött az euroövezeti nemzeti központi bankokkal, amelyek a kapott forrásból penziós és swapügyletek formájában USA-dollárban denominált likviditásnyújtó műveleteket bonyolítottak le az eurorendszer partnereivel. Az EKB és a nemzeti központi bankok közötti egymást követő swapügyletek eredményezték az eurorendszeren belüli állományokat, amelyek az „Eurorendszeren belüli egyéb (nettó) követelések” soron vannak kimutatva.

A tétel alá tartozik még a Svájci Nemzeti Bankkal szembeni 18,4 milliárd euro kötelezettség is. A svájci jegybank swapmegállapodás keretében svájci frankot nyújtott, amivel a cél az volt, hogy az eurorendszer partnereit rövid lejáratú frank-alapú forrással lássák el. Az EKB ezzel párhuzamosan swapügyleteket kötött az euroövezeti

nemzeti központi bankokkal, amelyek a biztosított források segítségével eurokészpénz ellenében swapügylet formájában svájci frank alapú likviditásnyújtó műveleteket bonyolítottak le az eurorendszer partnereivel. Az EKB és a nemzeti központi bankok között a swapügyletek eredményeként létrejövő eurorendszeren belüli állományok az „Eurorendszeren belüli egyéb követelések (nettó)” soron szerepelnek. A tétel az említetteken kívül 15,4 milliárd euro összegű kötelezettséget is magában foglal a Svájci Nemzeti Bankkal szemben, ami azokból az EKB-nál elhelyezett euroforrásokból származik, amelyeket a svájci jegybank más felekkel folytatott műveletei után kapott.

A tétel fennmaradó része azokat az EKB-nál vezetett követeléseket/kötelezettségeket tartalmazza, amelyek az euroövezeten kívüli központi bankoknak a TARGET2 rendszerben feldolgozott tranzakcióiból származnak (lásd a számviteli politikáról szóló fejezet „KBER-en/ eurorendszeren belüli követelések/kötelezettségek” című pontját).

## **10 EUROÖVEZETBELI ÉS EUROÖVEZETEN KÍVÜLI REZIDENSEKKEL SZEMBENI DEVIZAKÖTELEZETTSÉGEK**

A pozíció nagyrészt az EKB devizatartalékezelési tevékenységéhez kapcsolódóan az euroövezeten belüli és külső rezidensekkel lebonyolított visszavásárlási megállapodások eredője.

## **11 EUORENDSZEREN BELÜLI KÖTELEZETTSÉGEK**

Ide azok az euroövezetbeli nemzeti központi bankokkal szembeni kötelezettségek tartoznak, amelyek abból származnak, hogy az eurorendszerhez való csatlakozással párhuzamosan az illető központi bankok devizatartalékot adnak át az EKB-nak. Ennek kamatozását az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveletének legfrissebb rendelkezésre álló és az aranykomponens nulla hozama alapján kiigazí-

tott marginális kamatlába határozza meg (lásd a „Nettó kamatbevétel” című 23. pontot).

A Ciprusi Központi Bank és a Central Bank of Malta országainak eurocsatlakozásával párhuzamos devizatartalék-átadás miatt a fenti kötelezettségek összege 107 781 807 euróval emelkedett.

	2007. december 31-ig €	2008. január 1-jétől <sup>1)</sup> €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1 423 341 996	1 423 341 996
Deutsche Bundesbank	11 821 492 402	11 821 492 402
Central Bank and Finan- cial Services Authority of Ireland	511 833 966	511 833 966
Bank of Greece	1 046 595 329	1 046 595 329
Banco de España	4 349 177 351	4 349 177 351
Banque de France	8 288 138 644	8 288 138 644
Banca d'Italia	7 217 924 641	7 217 924 641
Ciprusi Központi Bank	-	71 950 549
Banque centrale du Luxembourg	90 730 275	90 730 275
Central Bank of Malta	-	35 831 258
De Nederlandsche Bank	2 243 025 226	2 243 025 226
Oesterreichische Nationalbank	1 161 289 918	1 161 289 918
Banco de Portugal	987 203 002	987 203 002
Banka Slovenije	183 995 238	183 995 238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717 086 011	717 086 011
<b>Mindösszesen</b>	<b>40 041 833 998</b>	<b>40 149 615 805</b>

1) Mivel a táblázatban szereplő összegek egész euróra vannak kerekítve, az egyes tételek összege nem feltétlenül egyezik meg a végössszeggel.

A Ciprusi Központi Bank és a Central Bank of Malta követelését 71 950 549, illetve 35 831 258 euróban állapították meg, ami biztosítja, hogy ezen összegek és az eurót már átvett többi nemzeti központi banknak jóváírt aggregált követelés közötti arány megegyezzen azzal az aránnyal, amely a két központi banknak az EKB tőkejegyzési kulcsában elfoglalt súlya és a többi résztvevő központi bank aggregált súlya között áll fenn. A követelés és az átadott eszköz értékének különbözetét (lásd az „Aranykészletek és aranykövetelések” című 1. pontot és „Az euroövezeten kívüli és euroövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakövetelések” című 2. pontot) úgy számolják el, mint a Ciprusi Központi Bank és a Central Bank of Malta által

a KBER alapokmányának 49.2 cikkében előírtak megfelelő befizetést az EKB 2007. december 31-i állapot szerinti tartalékával megegyező általános tartalék- és céltartalékszámára (lásd a „Céltartalék” című 13. pontot és az „Átértékelési számlák” című 14. pontot).

## 12 EGYÉB KÖTELEZETTSÉGEK

### MÉRLEGEN KÍVÜLI INSTRUMENTUMOK ÁTÉRTÉKELÉSI KÜLÖNBÖZETE

Ez a tétel elsősorban a 2008. december 31-én fennálló devizaswapügyletek és határidős ügyletek értékelési változásaiból áll (lásd a „Devizaswapügyletek és határidős ügyletek” című 20. pontot). Az értékelési különbözet abból adódik, hogy a tranzakciókat a mérlegfordulónapon érvényes árfolyamon váltják át euróba, ami eltér attól az euroértéktől, amit a tranzakciónak az adott deviza átlagos bekerülési árfolyamán történő átváltásával kapunk (lásd a számviteli politika „Arany- és devizaeszközök, illetve források” című pontját, valamint „Az egyéb eszközök” című 6. pontot).

A tétel a kamatlábswap-ügyletekből eredő értékelési veszteséget is tartalmazza.

### PASSÍV IDŐBELI ELHATÁROLÁSOK

Ezt a tételt jórészt a nemzeti központi bankoknak fizetendő 1,4 milliárd euro értékű kamat alkotja, amelyet az EKB az átadott devizatartalék után fizet (lásd az „Eurorendszeren belüli kötelezettségek” című 11. pontot). Az egyenleg szintén tartalmazza a központi bankoknak a TARGET2 kapcsán járó összegek és a pénzügyi instrumentumok utáni időbeli elhatárolást (lásd még az „Euroövezeten kívüli és euroövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakövetelések” című 2. pontot és az „Egyéb eszközök” című 6. pontot), valamint egyéb időbeli elhatárolásokat.

### EGYÉB TÉTELEK

A soron nagyrészt a 2008. december 31-én fennálló a devizaswapügyletekhez és határidős ügy-

letekhez kapcsolódó negatív állományok vannak kimutatva (lásd a „Devizaswapügyletek és határidős ügyletek” című 20. pontot). Az állományok onnan erednek, hogy a tranzakciókat az adott devizanem mérleg-fordulónapi átlagos költsége szerint váltják át euróba, ami eltér az ügylet eredetileg rögzített euroértékétől (lásd a számviteli politika „Mérlegen kívüli instrumentumok” című pontját).

A tétel tartalmazza ezen kívül az EKB saját vagyonalapja kezelésének keretében végzett visszavásárlási ügyletek 337,6 millió eurós állományát (lásd az „Egyéb eszközök” című 6. pontot) és az EKB nyugdíjrendszerrel kapcsolatos nettó kötelezettségeit [lásd alább].

#### AZ EKB NYUGDÍJRENDSZERE ÉS A VOLT ALKALMAZOTTAKNAK FIZETETT EGYÉB JUTTATÁSOK

Az EKB nyugdíjfizetési kötelezettségével összefüggésben a következő tételeket számolják el a mérlegben (lásd a számviteli politika „Az EKB nyugdíjrendszere és a volt alkalmazottaknak fizetett egyéb juttatások” című pontját):

	2008 millió €	2007 millió €
Kötelezettségek jelenértéke	317,0	285,8
A nyugdíjrendszer eszközeinek valós értéke	(226,7)	(229,8)
El nem számolt aktuáriusi nyereség/(veszteség)	7,6	35,4
Mérlegben elszámolt kötelezettség	97,9	91,4

A kötelezettségek jelenértéke az Igazgatóság tagjainak nyugdíjával és a munkavállalók rokkantsági nyugdíjával kapcsolatos 42,3 millió euro értékű (2007-ben 36,8 millió euro) nem tőkefedezeti kötelezettséget tartalmazza.

A 2008-as és a 2007-es eredménykimutatásban a „Folyó szolgálati költség”, a „Kötelezettségek kamata”, „A rendszer eszközeinek várható megtérülése” és az „Elszámolt éves nettó aktuáriusi nyereség/(veszteség)” tételek alatt a következő összegek vannak elszámolva:

	2008 millió €	2007 millió €
Folyó szolgálati költség	24,7	26,5
Kötelezettség kamata	10,7	8,6
A rendszer eszközeinek várható megtérülése	(10,0)	(7,9)
Elszámolt éves nettó aktuáriusi nyereség/(veszteség)	(1,1)	0
Összesen a „Személyi jellegű költségek” tételből	24,3	27,2

A „10 százalékos sáv módszere” szerint (lásd a számviteli politikában „Az EKB nyugdíjrendszere és a volt munkavállalóknak fizetett egyéb juttatások” című pontot) a nettó kumulált el nem ismert aktuáriusi nyereséget, amely meghaladja a (a) meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettség jelenértékének 10%-át, vagy – amennyiben ez nagyobb – (b) a rendszer eszközei valós értékének 10%-át, a rendszerben résztvevő alkalmazottak várható átlagos hátralevő munkaviszonyának időtartamára elosztva írják le.

A meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettség jelenértéke a következőképpen változott:

	2008 millió €	2007 millió €
Meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettség nyitó értéke	285,8	258,5
Szolgálati költség	24,7	26,5
Kamatköltség	10,7	8,6
A nyugdíjrendszer résztvevőinek befizetése	17,9	14,2
Egyéb nettó változás a nyugdíjrendszer résztvevőinek befizetéséből eredő kötelezettségekben	(12,3)	2,5
Kifizetett juttatások	(3,8)	(2,5)
Aktuáriusi (nyereség)/veszteség	(6,0)	(22,0)
Meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettség záró értéke	317,0	285,8

A rendszer eszközeinek valós értéke a következőképpen változott:

	2008 millió €	2007 millió €
Eszközök valós nyitó értéke	229,8	195,3
Várható megtérülés	10,0	7,9
Aktuáriusi nyereség/(veszteség)	(32,7)	(4,0)
Munkáltatói befizetés	17,5	16,2
A nyugdíjrendszer résztvevőinek befizetése	17,8	14,1
Kifizetett juttatás	(3,4)	(2,2)
Egyéb nettó változás a nyugdíjrendszer résztvevőinek befizetését jelentő eszközökben	(12,3)	2,5
Eszközök valós záró értéke	226,7	229,8

Az e pontban bemutatott értékelést az aktuáriusok az Igazgatóság számviteli és közzétételi célra elfogadott feltevései alapján készítették.

A munkavállalóknak fizetendő járadék összegének kiszámításánál az aktuáriusok a következő táblázatban látható főbb feltevésekből indulnak ki. A rendszer eszközeinek várható megtérülési rátáját az eredménykimutatásban elszámolt éves összeg kiszámítására használja.

	2008 %	2007 %
Diszkontráta	5,75	5,30
A rendszer eszközeinek várható megtérülése	6,50	6,50
Jövőbeni fizetésemelés	2,00	2,00
Jövőbeni nyugdíjemelés	2,00	2,00

### 13 CÉLTARTALÉK

A tétel a devizaárfolyam-, kamatláb- és aranyárfolyam-kockázatra képzett céltartalékból és egyéb vegyes céltartalékfajtákból áll. Utóbbiba tartozik az EKB-nak szerződésben vállalt kötelezettségére képzett összeg, amit az új székházba való átköltözés után a mostani irodaházak eredeti állapotának visszaállítására szánnak.

A Kormányzótanács a 2005. december 31-i állapot szerint az EKB által viselt tetemes devizaárfolyam-, kamatláb- és aranyárfolyam-kockázatot, valamint az átértékelési számlák nagyságát figyelembe véve szükségesnek látta, hogy az említett kockázatokra céltartalékokat képezzen. A céltartalékkal a jövőbeni realizált és nem realizált veszteséget, különösen az átértékelési számlák által nem fedezett értékelési veszteséget kívánják finanszírozni a testület által szükségesnek ítélt mértékben. Nagyságát és szükségességét évről évre felülvizsgálják aszerint, hogy az EKB megítélése szerint milyen nagyok az említett kockázatok. A vizsgálat során számos tényezőt figyelembe vesznek, köztük a kockázatos eszközök állományának nagyságát, az adott pénzügyi évben realizálódott kockázati pozíciókat, a következő évre prognosztizált eredményt, valamint egy időben konzisztensen alkalmazott kockázatértékelést, amely a kockázatot eszközök értékének (Values at Risk – VaR) kiszámítását jelenti.<sup>13</sup> A céltartalék és az EKB általános tartalékalapja együttesen nem

haladhatja meg az euroövezeti nemzeti központi bankok által befizetett tőke értékét.

A 2007. december 31-i állapot szerint a devizaárfolyam-, kamat- és aranyárfolyam-kockázatra képzett céltartalék 2 668 758 313 eurót tett ki. A KBER alapokmányának 49.2 cikkével összhangban a Ciprusi Központi Bank és a Central Bank of Malta 2008. január 1-jei hatállyal 4 795 450 eurót, illetve 2 388 127 eurót fizetett be a céltartalékba. A Kormányzótanács a felülvizsgálat eredményei alapján úgy döntött, hogy 2008. december 31-én további 1 339 019 690<sup>14</sup> eurót utal át a céltartalékba. Ezzel az összeg 4 014 961 580 euróra emelkedett, ami az euroövezeti nemzeti központi bankoknak az EKB tőkéjébe való befizetése a 2008. december 31-i időpontban, a nettó nyereség pedig 1 322 253 536 euróra csökkent.

### 14 ÁTÉRTÉKELÉSI SZÁMLÁK

Ezek a számlák az átértékelési állományt foglalják magukban, amely az eszközök és források nem realizált nyereségéből adódik. A KBER alapokmányának 49.2 cikkével összhangban a Ciprusi Központi Bank és a Central Bank of Malta 2008. január 1-jei hatállyal 11,1 millió eurót, illetve 5,5 millió eurót fizetett be a számlákra.

	2008 €	2007 €	Változás €
Arany	6 449 713 267	5 830 485 388	619 227 879
Deviza	3 616 514 710	0	3 616 514 710
Értékpapír és más instrumentum	1 286 373 348	338 524 183	947 849 165
Mindösszesen	11 352 601 325	6 169 009 571	5 183 591 754

Az év végi átértékelés során alkalmazott devizaárfolyamok:

Árfolyamok	2008	2007
USD/euro	1,3917	1,4721
Jen/euro	126,14	164,93
Euro/SDR	1,1048	1,0740
Svájci frank/euro	1,4850	Nem jellemző
Dán korona/euro	7,4506	Nem jellemző
Euro/uncia arany	621,542	568,236

<sup>13</sup> Lásd még az EKB Éves jelentésének 2. fejezetét.

<sup>14</sup> Az átutalást az aranyeladáson realizált 0,3 milliárd eurós nyereségből és az EKB-nak a forgalomban levő eurobankjegyekből származó 1,0 milliárd eurós jövedelméből finanszírozták.



## 15 SAJÁT TŐKE

### TŐKE

A Szerződés 122. cikkének (2) bekezdése alapján hozott 2007. július 10-i 2007/503/EK és 2007/504/EK tanácsi határozat értelmében Ciprus és Málta 2008. január 1-jei bevezette az egységes fizetőeszközt. A KBER alapokmányának 49.1 cikke és a Kormányzótanács 2007. december 31-én hozott jogszabályai<sup>15</sup> értelmében a Ciprusi Központi Bank és a Central Bank of Malta 2008. január 1-jei hatállyal jegyzett tőkéjük fennmaradó részeként 6 691 401, illetve 3 332 307 eurót fizetett be az EKB-nak. Ebből eredően az EKB befizetett tőkéje a 2007. decem-

ber 31-i 4 127 136 230 euróról 2008. január 1-jére 4 137 159 938 euróra emelkedett, ahogy ez az alábbi táblázatban is látható:<sup>16</sup>

15 A Ciprusi Központi Banknak és a Central Bank of Máltának az EKB tőkéjébe való befizetéséről, devizatartalékuk átadásáról az EKB-nak és az EKB általános és céltartalékába való befizetéséről szóló EKB/2007/22 határozat (2007. december 31.) (HL L 28, 2008.2.1., 36. o); az EKB és a Ciprusi Központi Bank közötti 2007. december 31-i megállapodás, amely a KBER és az EKB alapokmányának 30.3 cikke értelmében a Ciprusi Központi Bank részére az EKB-val szemben jóváírt követelésről szól (HL C 29, 2008.2.1., 4. o); az EKB és a Central Bank of Malta közötti 2007. december 31-i megállapodás, amely a KBER és az EKB alapokmányának 30.3 cikke értelmében a Central Bank of Malta részére az EKB-val szemben jóváírt követelésről szól (HL C 29, 2008.2.1., 6. o).

16 A táblázatban szereplő részösszegek egész euróra vannak kerekítve, ezért a „Mindösszesen” sor nem feltétlenül egyezik meg ezek összegével.

	Tőkejegyzési kulcs 2007. december 31-ig	2007. december 31-ig befizetett tőke	Tőkejegyzési kulcs 2008. január 1-jétől	2008. január 1-jétől befizetett tőke
	%	€	%	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4708	142 334 200	2,4708	142 334 200
Deutsche Bundesbank	20,5211	1 182 149 240	20,5211	1 182 149 240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	51 183 397	0,8885	51 183 397
Bank of Greece	1,8168	104 659 533	1,8168	104 659 533
Banco de España	7,5498	434 917 735	7,5498	434 917 735
Banque de France	14,3875	828 813 864	14,3875	828 813 864
Banca d'Italia	12,5297	721 792 464	12,5297	721 792 464
Ciprusi Központi Bank	-	-	0,1249	7 195 055
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	9 073 028	0,1575	9 073 028
Central Bank of Malta	-	-	0,0622	3 583 126
De Nederlandsche Bank	3,8937	224 302 523	3,8937	224 302 523
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	116 128 992	2,0159	116 128 992
Banco de Portugal	1,7137	98 720 300	1,7137	98 720 300
Banka Slovenije	0,3194	18 399 524	0,3194	18 399 524
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	71 708 601	1,2448	71 708 601
<b>Euroövezeti központi bankok részösszege</b>	<b>69,5092</b>	<b>4 004 183 400</b>	<b>69,6963</b>	<b>4 014 961 580</b>
Българска народна банка (Bolgár Nemzeti Bank)	0,8833	3 561 869	0,8833	3 561 869
Česká národní banka	1,3880	5 597 050	1,3880	5 597 050
Danmarks Nationalbank	1,5138	6 104 333	1,5138	6 104 333
Eesti Pank	0,1703	686 727	0,1703	686 727
Ciprusi Központi Bank	0,1249	503 654	-	-
Latvijas Banka	0,2813	1 134 330	0,2813	1 134 330
Lietuvos bankas	0,4178	1 684 760	0,4178	1 684 760
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	5 299 051	1,3141	5 299 051
Central Bank of Malta	0,0622	250 819	-	-
Narodowy Bank Polski	4,8748	19 657 420	4,8748	19 657 420
Banca Națională a României	2,5188	10 156 952	2,5188	10 156 952
Národná banka Slovenska	0,6765	2 727 957	0,6765	2 727 957
Sveriges Riksbank	2,3313	9 400 866	2,3313	9 400 866
Bank of England	13,9337	56 187 042	13,9337	56 187 042
<b>Euroövezeten kívüli központi bankok részösszege</b>	<b>30,4908</b>	<b>122 952 830</b>	<b>30,3037</b>	<b>122 198 358</b>
<b>Mindösszesen</b>	<b>100,0000</b>	<b>4 127 136 230</b>	<b>100,0000</b>	<b>4 137 159 938</b>

Az euroövezeten kívüli nemzeti központi bankok kötelesek befizetni jegyzett tőkéjük 7%-át az EKB működési költségeihez való hozzájárulásként. Ennek összege 2008 végén 122 198 358 euro volt. Az euroövezeten kívüli központi bankok nem részesülhetnek az EKB felosztható nyereségéből – így az eurobankjegyek eurorendszerbeli szétosztásából származó bevételből sem –, ugyanakkor nem kötelesek finanszírozni az EKB veszteséget sem.

## 16 MÉRLEGFORDULÓNAP UTÁNI GAZDASÁGI ESEMÉNYEK

### AZ EKB TŐKEJEGYZÉSI KULCSÁNAK VÁLTOZÁSA

A KBER alapokmányának 29. cikke értelmében a nemzeti központi bankoknak az EKB tőkejegyzési kulcsában való részesedését úgy súlyozzák, hogy az EKB-nak az Európai Bizottságtól kapott tájékoztatása alapján az adott tagállamnak az EU össznépességében, illetve GDP-jében való részesedését egyenlő mértékben veszik figyelembe. A súlyokat ötévente kiigazítják.<sup>17</sup> Az EKB megalakulása óta 2009. január 1-jén végeztek második ízben kiigazítást. Az Európai Központi Bank tőkejegyzési kulcsának módosításához alkalmazandó statisztikai adatokról szóló, 2003. július 15-i 2003/517/EK tanácsi határozat<sup>18</sup> alapján a következőképpen módosították a nemzeti központi bankok tőkerészesedését 2009. január 1-jén:

	Tőkejegyzési kulcs 2008. január 1-jétől 2008. december 31-ig %	Tőkejegyzési kulcs 2009. január 1-jétől %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4708	2,4256
Deutsche Bundesbank	20,5211	18,9373
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	1,1107
Bank of Greece	1,8168	1,9649
Banco de España	7,5498	8,3040
Banque de France	14,3875	14,2212
Banca d'Italia	12,5297	12,4966
Ciprusi Központi Bank	0,1249	0,1369
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	0,1747
Central Bank of Malta	0,0622	0,0632
De Nederlandsche Bank	3,8937	3,9882

	Tőkejegyzési kulcs 2008. január 1-jétől 2008. december 31-ig %	Tőkejegyzési kulcs 2009. január 1-jétől %
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	1,9417
Banco de Portugal	1,7137	1,7504
Banka Slovenije	0,3194	0,3288
Národná banka Slovenska	-	0,6934
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	1,2539
<b>Euroövezeti központi bankok részösszege</b>	<b>69,6963</b>	<b>69,7915</b>
Българска народна банка (Bolgár Nemzeti Bank)	0,8833	0,8686
Česká národní banka	1,3880	1,4472
Danmarks Nationalbank	1,5138	1,4835
Eesti Pank	0,1703	0,1790
Latvijas Banka	0,2813	0,2837
Lietuvos bankas	0,4178	0,4256
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	1,3856
Narodowy Bank Polski	4,8748	4,8954
Banca Națională a României	2,5188	2,4645
Národná banka Slovenska	0,6765	-
Sveriges Riksbank	2,3313	2,2582
Bank of England	13,9337	14,5172
<b>Euroövezeten kívüli központi bankok részösszege</b>	<b>30,3037</b>	<b>30,2085</b>
<b>Mindösszesen</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

### SZLOVÁKIA CSATLAKOZÁSA AZ EUROÖVEZETHEZ

A Szerződés 122. cikkének (2) bekezdése alapján hozott 2008. július 8-i 2008/608/EK tanácsi határozat értelmében Szlovákia 2009. január 1-jén bevezette az egységes valutát. A KBER-alapokmány 49.1 cikkének és a Kormányzótanács által 2008. december 31-én elfogadott jogszabályoknak<sup>19</sup> megfelelően a Národná banka Slovenska 2009. január 1-jén befizette az EKB tőkéjében jegyzett fennmaradó 37 216 407 eurós részesedést. A KBER alapokmányának 30.1 cikkének megfelelően a Národná banka Slovenska

<sup>17</sup> Ezenkívül akkor is kiigazításra kerül sor, ha új tagállam csatlakozik az EU-hoz.

<sup>18</sup> HL L 181., 2003.7.19., 43. o.

<sup>19</sup> A Národná banka Slovenskának az EKB tőkéjébe való befizetéséről, devizatartalékainak az EKB részére történő átadásáról és az EKB általános és céltartalékába való befizetéséről szóló EKB/2008/33 határozat (2008. december 31.) (HL L 21, 2009.1.24., 83. o); az EKB és a Národná banka Slovenska közötti 2008. december 31-i megállapodás, amely a KBER és az EKB alapokmányának 30.3 cikke értelmében a Národná banka Slovenskának jóváírt EKB-val szembeni követeléséről szól (HL C 18, 2009.1.24., 3. o).

2009. január 1-jei hatállyal átadott 443 086 156 euro összértékű devizatartalék-esszéköt az EKB-nak. Az átadandó összeget úgy határozták meg, hogy az EKB-nak már átadott devizatartalék 2008. december 31-i árfolyam szerinti euroértékét megszorozták a Národná banka Slovenska által jegyzett részvények és az eltéréssel nem rendelkező többi nemzeti központi bank által már befizetett részvények számarányával. A devizatartalék 85/15 arányban USA-dollárból (értékpapír és készpénz), valamint aranyból áll.

A Národná banka Slovenska a befizetett tőke és átadott devizatartalék után ezek összegével megegyező követelésre tett szert. Utóbbit az euroövezeti nemzeti központi bankok fennálló követeléseivel azonos módon kell kezelni (lásd az „Eurorendszeren belüli követelések” című 11. pontot).

#### HATÁS AZ EKB TŐKÉJÉRE

Mivel Szlovákia euroövezeti csatlakozásával párhuzamosan módosult a nemzeti központi banki tőkejegyzési kulcs is, az EKB-nak befizetett tőke 5 100 251 euróval megemelkedett.

#### HATÁS A NEMZETI KÖZPONTI BANKOK AZON KÖVETELÉSEIRE, AMELYEK ÖSSZEGE MEGEGYEZIK AZ EKB-NAK ÁTADOTT DEVIZATARTALÉKKAL

A nemzeti központi bankoknak az EKB tőkejegyzési kulcsában való súlyváltozásának és a Národná banka Slovenska devizatartalék-átadásának nettó hatásaként a nemzeti központi bankok követelése, amelynek értéke az EKB-nak átadott devizatartaléknak felel meg, 54 841 411 euróval emelkedett.

#### MÉRLEGEN KÍVÜLI INSTRUMENTUMOK

#### 17 AUTOMATIZÁLT ÉRTÉKPAPÍR-KÖLCSÖNZÉSI PROGRAM

Az EKB saját vagyonalapjának kezelése keretében megállapodást kötött egy automatizált

értékpapír-kölcsönzési programról, amelyben az EKB nevében eljáró kinevezett megbízott értékpapír-kölcsönzési ügyletet kezdeményez az EKB által kijelölt partnerkörrel. A megállapodás értelmében kötött penziós ügyletek 2008. december 31-én fennálló állománya 1,2 milliárd euro (2007-ben 3,0 milliárd euro) volt (lásd a számviteli politika „Penziós ügyletek” című pontját).

#### 18 TŐZSDEI HATÁRIDŐS KAMATLÁBÜGLETEK

2008-ban az EKB devizatartalékának és saját vagyonalapjának kezelése keretében tőzsdei határidős kamatlábügyleteket hajtott végre. 2008. december 31-én a fennálló ügyletek állománya a következő:

#### 19 KAMATSWAPÜGYLETEK

A kamatswapügyletek szerződött értéke 2008. december 31-én 459,3 millió euro volt. A tranzakciók az EKB devizatartalékának kezeléséhez kapcsolódtak.

Tőzsdei határidős kamatlábügyletek devizában	A kontraktus értéke €
Vétel	2 041 082 857
Eladás	1 209 470 518

Tőzsdei határidős kamatlábügyletek euróban	A kontraktus értéke €
Vétel	50 000 000
Eladás	33 000 000

#### 20 DEVIZASWAPÜGYLETEK ÉS HATÁRIDŐS DEVIZAÜGYLETEK

##### DEVIZATARTALÉK-GAZDÁLKODÁS

2008. december 31-én az EKB devizatartalék-kezelése keretében lebonyolított devizaswap- és határidős ügyletekből eredő követelések és kötelezettségek állománya 358,1 millió euro, illetve 404,3 millió euro volt.

## LIKVIDITÁSNYÚJTÓ MŰVELETEK

2008. december 31-én a Danmarks Nationalbankkal szembeni határidős kötelezettségek állománya 3,9 milliárd euro volt, amelynek forrása az EKB-val kötött kölcsönös devizamegállapodás (swapkeret) volt. Az EKB a megállapodás alapján euroforrást biztosít a Danmarks Nationalbanknak dán korona ellenében az ügylet időtartamára. A kapott forrásokat a rövid lejáratú európai likviditást javító intézkedések támogatására használják fel.

Ezenkívül 2008. december 31-én az eurorendszer partnerkörének a nemzeti központi bankokkal szemben határidős követelése, a Federal Reservevel szemben pedig USA-dollárban nyújtott likviditáshoz kapcsolódóan kötelezettségei álltak fenn (lásd az „Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni eurokötelezettségek” című 9. pontot).

2008. december 31-én ezenkívül az eurorendszer partnerkörének a nemzeti központi bankokkal szemben határidős követelése, a Svájci Nemzeti Bankkal szemben pedig svájci frankban nyújtott likviditáshoz kapcsolódóan kötelezettségei álltak fenn (lásd az „Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni eurokötelezettségek” című 9. pontot).

## 21 HITELFELVÉTELI ÉS HITELNYÚJTÁSI MŰVELETEK KEZELÉSE

A Szerződés 123. cikke (2) bekezdése és a 2002. február 18-i 332/2002/EK tanácsi rendelet 9. cikke értelmében az EKB feladata az Európai Közösségnek a középtávú pénzügyi segítségnyújtási mechanizmus alapján végzett hitelfelvételi és hitelnyújtási műveleteinek kezelése. Ennek keretében 2008. december 31-én az Európai Közösségnek Magyarországgal szemben 2,0 milliárd euro nagyságú kinnlevősége volt.

## 22 FÜGGŐBEN LEVŐ PERES ELJÁRÁSOK

A Document Security Systems Inc. (DSSI) kártérítési pert indított az EKB ellen az Európai Közösségek Elsőfokú Bíróságán (CFI) azzal az indokkal, hogy – állításuk szerint – az eurobankjegyek előállításának során megsértett egy DSSI szabadalmat<sup>20</sup>. A bíróság elutasította az EKB elleni kártérítési keresetet<sup>21</sup>. A bank jelenleg lépéseket tesz, hogy több ország fennhatósága alá tartozó területen is eltöröltesse a szabadalmat. Továbbá kitarthat, hogy mivel semmiféle szabadalmi sértést nem követett el, készen áll a védelemre, amennyiben a DSSI valamely illetékes országos bíróságon pert indít ellene.

Mivel a CFI elutasította a DSSI kártérítési keresetét, és mivel az EKB-nak egyes nemzeti fennhatóságú területeken sikerült visszavonnia a DSSI szabadalom országos egységeit, az EKB továbbra is úgy látja, hogy kicsi az esélye annak, hogy kártérítést kell fizetnie. Ugyanakkor aktívan figyelemmel kíséri a folyamatban levő eljárás alakulását.

<sup>20</sup> A DSSI 0455 750 B1 számú európai szabadalma.

<sup>21</sup> Az Elsőfokú Bíróság 2007. szeptember 5-i határozata, T-295/05. számú ügyirat. Megtekinthető a [www.curia.eu](http://www.curia.eu) internetcímen.

# AZ EREDMÉNYKIMUTATÁS SORAIT LEÍRÓ, RÉSZLETEZŐ ADATOK

## 23 NETTÓ KAMATBEVÉTEL

### DEVIZATARTALÉK UTÁNI KAMATBEVÉTEL

A tétel a devizában denominált eszközök és források utáni kamatbevételnek a kamatráfordítás-sal csökkentett értékét foglalja magában:

	2008 €	2007 €	Változás €
Folyószámlákon szerzett kamatbevétel	11 202 181	24 052 321	(12 850 140)
Pénzpiaci betétekből származó kamatbevétel	218 184 237	196 784 561	21 399 676
Passzív visszavásárlási (repo) ügyletekből származó kamatbevétel	42 404 485	138 079 630	(95 675 145)
Értékpapírból származó nettó bevétel	885 725 044	1 036 836 752	(151 111 708)
Kamatláb-swapügyletek kamatbevétele	2 299 631	0	2 299 631
Határidős devizaügyletekből és devizaswapügyletekből származó nettó kamatbevétel	0	19 766 033	(19 766 033)
<b>Devizatartalék utáni összes kamatbevétel</b>	<b>1 159 815 578</b>	<b>1 415 519 297</b>	<b>(255 703 719)</b>
Folyószámlabetétekkel kapcsolatos kamatráfordítás	(45 896)	(154 041)	108 145
Fogadott betétek kamatráfordítása	(1 574 337)	0	(1 574 337)
Visszavásárlási (repo) megállapodások nettó kamatráfordítása	(29 492 415)	(60 476 997)	30 984 582
Kamatláb-swapügyletek nettó kamatráfordítása	0	(891)	891
Határidős devizaügyletek és devizaswapügyletek miatti nettó kamatráfordítás	(131 627 488)	0	(131 627 488)
<b>Devizatartalék utáni (nettó) kamatbevétel</b>	<b>997 075 442</b>	<b>1 354 887 368</b>	<b>(357 811 926)</b>

### EUROBANKJEGYEK EURORENDSZEREN BELÜLI ELOSZTÁSÁBÓL SZÁRMAZÓ KAMATBEVÉTEL

Ez a tétel az EKB-nak a teljes eurobankjegy-kibocsátásban vállalt részesedéséhez kapcsolódó kamatbevételből áll. Az EKB bankjegy-kibocsátásban való részesedéséhez kapcsolódó követelése az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveletének legfrissebb rendelkezésre álló marginális kamatlába szerint kamatoznak. A 2008. évi bevétel-növekedés nagyrészt a forgalomban levő eurobankjegy-állomány általános bővülésének tudható be.

A kamatbevétel a számviteli politika „Forgalomban lévő bankjegyek” című pontjában foglaltak szerint felosztásra kerül a nemzeti központi bankok között. Az EKB 2008-ra becsült pénzügyi eredménye és azon döntés alapján, hogy az EKB a devizaárfolyam-, a kamat- és az aranyárfolyam-kockázatra képzett céltartalékba való átutalást a forgalomban levő bankjegyekből származó bevételéből finanszírozza (lásd a „Céltartalék” című 13. pontot), a Kormányzótanács úgy határozott, hogy az említett jövedelemből fennmaradó 1,2 milliárd eurót kiosztják az euroövezeti nemzeti központi bankok között az EKB tőkéjében való részesedéseik arányában.

### A NEMZETI KÖZPONTI BANKOKNAK AZ ÁTADOTT DEVIZATARTALÉKBÓL EREDŐ KÖVETELÉSEIRE FIZETETT KAMAT

A tételben azt a kamatot kell kimutatni, amely az euroövezetbeli nemzeti központi bankoknak azon követelése után fizetendő, amelyek a KBER alapokmányának 30.1 cikke alapján átadott devizatartalékból erednek.

### „EGYÉB KAMATBEVÉTEL” ÉS „EGYÉB KAMATRÁFORDÍTÁS”

A tétel magában foglalja a TARGET2-ből eredő követelések/kötelezettségek 8,0 milliárd eurós kamatbevételét (2007-ben 3,9 milliárd euro) és 7,6 milliárd euro kamatráfordítását (2007-ben 3,8 milliárd euro) tartozik (lásd a számviteli politikáról szóló fejezetben a „KBER-en/euroövezeten belüli követelések/kötelezettségek”

című pontot), valamint az euróban denominált egyéb eszközökhöz és kötelezettségekhez kapcsolódó kamatbevételt és -ráfordítást.

## 24 PÉNZÜGYI MŰVELETEKBŐL SZÁRMAZÓ REALIZÁLT NYERESÉG/VESZTESÉG

A pénzügyi műveletekből származó realizált nettó nyereség/(veszteség) 2008 folyamán a következőképpen alakult:

	2008 €	2007 €	Változás €
Értékpapírok és tőzsdei határidős kamatlábügyletek nettó realizált árfolyamnyeresége/(vesztesége)	349 179 481	69 252 941	279 926 540
Nettó realizált devizaárfolyam- és aranyárfolyamnyereség	313 162 603	709 294 272	(396 131 669)
Pénzügyi műveletekből származó realizált nyereség	662 342 084	778 547 213	(116 205 129)

A 2008. évi realizált nettó devizaárfolyam- és aranyárfolyamnyereség csökkenése elsősorban annak tudható be, hogy az év folyamán összességében kevesebb aranyat adtak el (lásd az „Aranykészletek és aranykövetelések” című 1. pontot).

## 25 PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK ÉS POZÍCIÓK ÉRTÉKVESZTÉSE

	2008 €	2007 €	Változás €
Értékpapírok utáni nem realizált árfolyamveszteség	(2 164 000)	(15 864 181)	13 700 181
Kamatswapügyletek nem realizált árfolyamvesztesége	(476 831)	(18 899)	(457 932)
Nem realizált devizaárfolyamveszteség	(21 271)	(2 518 369 734)	2 518 348 463
Leírás összesen	(2 662 102)	(2 534 252 814)	2 531 590 712

2008-ban ez a ráfordítás nagyrészt az egyes értékpapírok mérlegben kimutatott beszerzési

költségének 2008. december 30-i piaci árfolyamra való leírásából adódott.

## 26 DÍJAK ÉS JUTALÉKOK NETTÓ RÁFORDÍTÁSA

	2008 €	2007 €	Változás €
Díjakból és jutalékokból befolyó bevétel	588 052	263 440	324 612
Díjakhoz és jutalékokhoz kapcsolódó ráfordítások	(737 059)	(885 131)	148 072
Díjakból és jutalékokból eredő nettó ráfordítás	(149 007)	(621 691)	472 684

A díj- és jutalékbevétel azokból a pénzbüntetésekből származik, amelyet a kötelezőtartalékképzésre vonatkozó szabály megszegése miatt róttak ki a hitelintézetekre. A ráfordítások pedig a folyószámlákkal kapcsolatos díjakból, valamint a tőzsdei határidős deviza kamatlábügyletek végrehajtásából adódtak (lásd a „Tőzsdei határidős kamatlábügyletek” című 18. pontot).

## 27 RÉSZVÉNYEKBŐL ÉS RÉSZESEDESEKBŐL SZÁRMAZÓ BEVÉTELEK

Ezen a soron a Nemzetközi Fizetések Bankjában (BIS) való részvények utáni osztalék (lásd „Egyéb eszközök” című 6. pontot) van kimutatva.

## 28 EGYÉB BEVÉTELEK

A különféle egyéb forrásból származó éves bevétel elsősorban más központi bankoknak abból a befizetéséből származik, amellyel az EKB külső számítástechnikai hálózati szolgáltatóval kötött szerződésének költségéhez hozzájárultak. Ehhez járul még az adminisztrációs célra képzett felhasználatlan céltartaléknak az eredménykimutatásba történt átvezetése.

## 29 SZEMÉLYI JELLEGŰ KÖLTSÉGEK

Ebben a sorban szerepel az a 149,9 millió eurós tétel (2007-ben 141,7 millió euro), amely a

fizetésekből, a juttatásokból, a személyi jellegű biztosítási és egyéb költségekből tevődik össze. Az EKB új székházának építési munkáiból eredő 1,1 millió euro személyi jellegű költséget (2007-ben 1,1 millió euro) aktiválták és kivették a tételből. A bérek és egyéb juttatások struktúrája – beleértve a felső vezetés tagjainak javadalmazását – lényegét tekintve az Európai Községek javadalmazási rendszerén alapul, azzal vethető össze.

Az Igazgatóság tagjai az alapfizetés mellett lakhatási és reprezentációs támogatásban részesültek. Az elnök esetében lakástámogatás helyett az EKB tulajdonában levő rezidenciát biztosítják. Az Európai Központi Bank személyzeti szabályzatára figyelemmel az Igazgatóság tagjai egyéni körülményeiknek megfelelően háztartási és családi pótlékra, valamint oktatási támogatásra jogosultak. Az alapfizetést az Európai Községeknek fizetendő adó mellett nyugdíj-, egészségügyi és baleset-biztosítási járulék terheli. A pótlékokat és támogatásokat sem adó, sem nyugdíjjárulék nem terheli.

Az Igazgatóság tagjainak 2008. és 2007. évi alapfizetése:

	2008 €	2007 €
Jean-Claude Trichet (elnök)	351 816	345 252
Lucas D. Papademos (alelnök)	301 548	295 920
Gertrude Tumpel-Gugerell (az Igazgatóság tagja)	251 280	246 588
José Manuel González-Páramo (az Igazgatóság tagja)	251 280	246 588
Lorenzo Bini Smaghi (az Igazgatóság tagja)	251 280	246 588
Jürgen Stark (az Igazgatóság tagja)	251 280	246 588
Mindösszesen	1 658 484	1 627 524

Az Igazgatóság tagjainak fizetett összes támogatás és az EKB nyugdíj-, egészségügyi és baleset-biztosítási rendszerébe való befizetéseiből származó összes juttatás 600 523 eurót tesz ki (2007-ben 579 842 euro), ezzel együtt az összes javadalmazás 2 259 007 euro (2007-ben 2 207 366 euro) volt.

Az Igazgatóság korábbi tagjai hivatali idejük lejártával még egy ideig átmeneti juttatásokban

részesülnek. 2008-ban ennek összege, valamint az EKB hozzájárulása a volt tagok egészségügyi és balesetbiztosításához 30 748 euro (2007-ben 52 020 euro) volt. Az Igazgatóság volt tagjainak vagy hozzátartozóiknak kifizetett nyugdíj és egyéb kapcsolódó támogatás, valamint az egészségügyi és balesetbiztosítási befizetés értéke 306 798 euro volt (2007-ben 249 902 euro).

A tételbe tartozik még az EKB nyugdíjrendszerével és a volt munkavállalóknak járó egyéb juttatásokkal kapcsolatos 24,3 millió eurós összeg (2007-ben 27,2 millió euro) (lásd az „Egyéb kötelezettségek” című 12. pontot).

2008 végén az EKB-val szerződéses viszonyban álló munkavállalók teljes munkaidős állománya 1536 fő<sup>22</sup> volt, ami 144 vezetői pozíciót foglal magában. A dolgozói létszám 2008-ban a következőképpen alakult:<sup>23</sup>

	2008	2007
Január 1-jén	1 478	1 416
Új munkavállalók	307	310
Felmondás/szerződés lejárta	238	235
Részmunkaidős rend változása miatti nettó csökkenés	11	13
December 31-én	1 536	1 478
Foglalkoztatottak átlagos létszáma	1 499	1 448

### 30 IGAZGATÁSI KÖLTSÉGEK

Itt az olyan többi folyó kiadás van nyilvántartva, mint például az EKB irodaházainak bérleti díja és karbantartási költségei, a nem aktivált eszközök és berendezések, a szakértői díjak, az egyéb szolgáltatások és felszerelések, valamint olyan személyzeti jellegű ráfordítások, mint a felvé-

22 Ez a számadat nem tartalmazza a fizetés nélküli szabadságon levőket, tartalmazza viszont az állandó, határozott időre és rövid időtartamra kötött szerződéssel alkalmazottakat és a friss diplomások programjában résztvevőket. Benne vannak ezen kívül a gyermekgondozási szabadságon és a tartósan betegállományban levők is.

23 2007-ben a táblázatban feltüntetett számadatokat magukban foglalták a fizetés nélküli és szülői szabadságon levő munkatársakat, nem foglalta viszont magában a rövid távú szerződéssel foglalkoztatottakat, a KBER többi központi bankjából átmeneti feladatra felvetteket, valamint a bank friss diplomásokat foglalkoztató programjának tagjait. A 2008. évi kimutatás megváltoztatásával az volt a cél, hogy a pénzügyi beszámoló felhasználói könnyebben tudják értelmezni az információkat. A 2007-es adatokat is kiigazítottuk ennek megfelelően.

teli, költözési, munkába állási, képzési és viszsza-költözési kiadások.

### **31 BANKJEGY-ELŐÁLLÍTÁSI KÖLTSÉGEK**

Ezek a kiadások azokhoz a költségekhez kapcsolódnak, amik akkor keletkeznek, amikor a készpénzkereslet váratlan ingadozása miatt valamely ország nemzeti központi bankja bankjegyeket szállít egy másik ország központi bankjába. Ennek költségét központilag az EKB állja.



PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Olof-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council  
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Olof-Palme-Straße 35  
60439 Frankfurt am Main  
Postfach 50 03 64  
60393 Frankfurt am Main  
www.pwc.de

Telefon +49 69 9585-0

25 February 2009

## Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2008, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

### *The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

### *Auditor's responsibility*

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

### *Opinion*

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2008, and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 25 February 2009

PricewaterhouseCoopers  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Jens Rohrbach  
Wirtschaftsprüfer

ppa. Atton  
ppa. Muriel Atton  
Wirtschaftsprüfer

**Az alábbi oldalon az EKB a külső könyvvizsgálói jelentés nem hivatalos fordítását közli.  
Eltérés esetén a PWC aláírásával ellátott angol nyelvű változat a mérvadó.**

Az Európai Központi Bank elnöke és Kormányzótanácsa

**A független könyvvizsgáló jelentése**

Majna-Frankfurt

Elvégeztük az Európai Központi Bank mellékelt éves beszámolójának vizsgálatát, amely a 2008. december 31-i fordulónapra elkészített mérleget, a 2008. évre vonatkozó eredménykimutatást, a lényeges számviteli elvek összefoglalását, valamint egyéb részletező adatokat tartalmaz.

*Az Európai Központi Bank Igazgatóságának az éves beszámolóhoz kapcsolódó hatásköre*

Az Igazgatóság hatáskörébe tartozik az éves beszámoló elkészítése és valóságghű összeállítása, összhangban a Kormányzótanács által elfogadott, az Európai Központi Bank éves beszámolójáról szóló EKB/2006/17-es módosított határozatban lefektetett alapelvekkel. A hatáskör a következőre terjed ki: az éves beszámoló elkészítésére, valóságghű összeállítására vonatkozó olyan belső ellenőrzési rendszer létrehozása, bevezetése és működtetése, amellyel elkerülhető, hogy a beszámoló akár csalás, akár tévedés miatt a valóságtól lényegesen eltérő állításokat tartalmazzon; megfelelő számviteli alapelvek kiválasztása és alkalmazása; az adott körülmények között elfogadható számviteli becslések készítése.

*A könyvvizsgáló hatásköre*

A könyvvizsgáló feladata, hogy az éves beszámolót az elvégzett könyvvizsgálat alapján véleményezze. A könyvvizsgálatot a Nemzetközi Könyvvizsgálati Standardok alapján végeztük el. Ezek értelmében be kell tartanunk az etikai követelményeket, továbbá a könyvvizsgálat tervezése és végrehajtása során megfelelően meg kell bizonyosodnunk arról, hogy az éves beszámoló nem tartalmaz lényeges hibás állítást.

A könyvvizsgálat során olyan eljárásokat folytatunk le, amelyek könyvvizsgálati szempontból alátámasztják az éves beszámoló tényezőit és közléseit. A könyvvizsgáló megítélésére van bízva, milyen eljárásokat választ ki erre a célra, ideértve annak a kockázatnak a felmérését, hogy az éves beszámoló – akár csalás, akár tévedés miatt – lényeges hibás állítást tartalmaz. A könyvvizsgáló a kockázati vizsgálat során figyelembe veszi a vizsgált szervezet éves beszámolójának elkészítésére és valóságghű összeállítására vonatkozó belső ellenőrzést. Ezzel célja az adott körülményeknek megfelelő könyvvizsgálati eljárások kialakítása, nem pedig annak véleményezése, hogy a szervezet belső ellenőrzése eredményesen működik-e. A könyvvizsgálat emellett kiterjed még annak az értékelésére, hogy az alkalmazott számviteli irányelvek megfelelőek-e és a vezetőségi számviteli becslések elfogadhatók-e, valamint értékeli az éves beszámoló általános felépítését is.

Úgy véljük, hogy a megvizsgált adatok elegendő és megfelelő alapot nyújtanak könyvvizsgálói véleményünkhöz.

*A vélemény*

Véleményünk szerint az éves beszámoló megbízható és valós képet ad az Európai Központi Bank 2008. december 31-én fennálló pénzügyi helyzetéről és a 2008. évi működésének eredményeiről, összhangban a Kormányzótanács által lefektetett és az EKB éves beszámolójáról szóló EKB/2006/17-es módosított határozatban megfogalmazott alapelvekkel.

Majna-Frankfurt, 2009. február 25.

**PricewaterhouseCoopers**  
**Aktiengesellschaft**  
**Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

Jens Rönneberg                      ppa. Muriel Atton  
Wirtschaftsprüfer                    Wirtschaftsprüfer



# KIEGÉSZÍTŐ MELLÉKLET A NYERESÉG/ VESZTESÉG FELOSZTÁSÁRÓL

A melléklet nem része az EKB 2008. évi pénzügyi beszámolójának.

## AZ EKB FORGALOMBAN LEVŐ BANKJEGYÁLLOMÁNYBÓL VALÓ RÉSZESEDÉSÉHEZ KAPCSOLÓDÓ BEVÉTEL

2007-ben a Kormányzótanács döntése nyomán az EKB az eurobankjegy-forgalomban való részesedéséből származó teljes 2004 millió euro összegű bevételt visszatartotta. A döntéssel biztosították, hogy a teljes felosztott tárgyévi nyereség ne haladja meg az EKB tárgyévi nettó nyereségét. A 2008. évet illetően 2009. január 5-én 1206 millió eurót – az EKB-nak a forgalomban levő eurobankjegy-állományban való részesedéséből származó bevétel egy részét – szétosztották a nemzeti központi bankok között az EKB-ban jegyzett tőkerészesedések arányában.

## AZ EKB NYERESÉGÉNEK FELOSZTÁSA, ILLETVE VESZTESÉGÉNEK FEDEZÉSE

A KBER alapokmányának 33. cikke értelmében az EKB nettó nyeresége a következő sorrendben kerül felosztásra:

- a Kormányzótanács által meghatározott és a nettó nyereség 20%-át meg nem haladó összeget az általános tartalékalapba kell átutalni legfeljebb a tőke 100%-ának mértékéig;
- a nettó nyereség fennmaradó részét fel kell osztani az EKB részvényesei között a befizetett részesedésük arányában.

Amennyiben az EKB veszteséggel zárja az évet, a hiány jóváírható az általános tartalékalap, illetve szükség esetén és kormányzótanácsi döntés alapján az adott pénzügyi év monetáris jövedelme terhére. Utóbbi a KBER alapokmányának 32.5 cikke<sup>1</sup> értelmében a nemzeti központi bankok között felosztott összegek arányában és erejéig lehetséges.

A Kormányzótanács 2009. március 5-én azt a döntést hozta, hogy nem utal az általános tartalékba, és a fennmaradó 117 millió eurót a befizetett tőke arányában felosztja az euroövezeti központi bankok között.

Az euroövezeten kívüli központi bankok nem tarthatnak igényt az EKB nyereségében való részesedésre.

	2008 €	2007 €
Tárgyévi nyereség	1 322 253 536	0
Az EKB bankjegykibocsátásból származó, a központi bankok között szétosztott bevétele	(1 205 675 418)	0
Az EKB bankjegykibocsátásból származó bevételének szétosztása utáni tárgyévi nyereség	116 578 118	0
A központi bankok között szétosztott nyereség	(116 578 118)	0
Mindösszesen	0	0

<sup>1</sup> A KBER alapokmányának 32.5 cikke értelmében a nemzeti központi bankok monetáris jövedelmének összegét az EKB-nak befizetett tőkerészesedésük arányában osztják fel közöttük.

## 5 AZ EURORENDSZER KONSZOLIDÁLT MÉRLEGE 2007. DECEMBER 31-ÉVEL VÉGZŐDŐ PÉNZÜGYI ÉVRE

(MILLIÓ EURO)

ESZKÖZÖK	2008 <sup>1</sup> DECEMBER 31.	2007 <sup>2</sup> DECEMBER 31.
<b>1 Aranykészletek és aranykövetelések</b>	<b>217 722</b>	<b>201 584</b>
<b>2 Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakövetelések</b>	<b>160 372</b>	<b>139 030</b>
2.1 Az IMF-fel szembeni követelések	13 192	9 057
2.2 Bankokkal szembeni számlakövetelések, értékpapír-befektetések, euroövezeten kívüli hitelek és egyéb euroövezeten kívüli eszközök	147 180	129 973
<b>3 Euroövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakövetelések</b>	<b>234 293</b>	<b>41 975</b>
<b>4 Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni követelések euróban</b>	<b>18 651</b>	<b>18 822</b>
4.1 Bankokkal szembeni számlakövetelések, értékpapír-befektetések és hitelek	18 651	18 822
4.2 Az ERM-II-ben alkalmazott hitelkonstrukció miatt felmerülő követelések	0	0
<b>5 Euroövezetbeli hitelintézeteknek nyújtott, monetáris politikai műveletekhez kapcsolódó hitelek euróban</b>	<b>860 312</b>	<b>637 178</b>
5.1 Irányadó refinanszírozási műveletek	239 527	368 607
5.2 Hosszabb távú refinanszírozási műveletek	616 662	268 477
5.3 Finomszabályozó penziós műveletek	0	0
5.4 Strukturális penziós műveletek	0	0
5.5 Aktív oldali rendelkezésre állás	4 057	91
5.6 Pótlólagos fedezetbekerítéshez kapcsolódó hitelek	66	2
<b>6 Euroövezetbeli hitelintézetekkel szembeni egyéb követelések euróban</b>	<b>56 988</b>	<b>23 798</b>
<b>7 Euroövezetbeli rezidensek által kibocsátott euróban denominált értékpapírok</b>	<b>271 196</b>	<b>143 983</b>
<b>8 Államháztartás euróban denominált adóssága</b>	<b>37 438</b>	<b>37 062</b>
<b>9 Egyéb eszközök</b>	<b>218 134</b>	<b>264 454</b>
<b>Eszközök összesen</b>	<b>2 075 107</b>	<b>1 507 887</b>

Kerekítés miatt a részadatok összegei eltérhetnek az összesen adatoktól.

1 A 2008. december 31-i összevont számadatok a Ciprusi Központi Bank és a Central Bank of Malta adatait is magukban foglalják. A két nemzeti központi bank 2008. január 1-je óta tagja az eurorendszernek.

2 A 2007. december 31-i állapot szerinti összehasonlítható adatok kimutatását módosítottuk, hogy magukban foglalják a 2008. december 31-i keletű átsorolásokat.

**FORRÁSOK**
**2008  
DECEMBER 31.**
**2007  
DECEMBER 31.**

<b>1</b>	<b>Forgalomban lévő bankjegyek</b>	<b>762 921</b>	<b>676 678</b>
<b>2</b>	<b>Euroövezetbeli hitelintézetekkel szembeni, monetáris politikai műveletekhez kapcsolódó kötelezettségek euróban</b>	<b>492 310</b>	<b>379 183</b>
2.1	Folyószámla-tartozások (kötelezőtartalék-rendszer alapja)	291 710	267 337
2.2	Betéti rendelkezésre állás	200 487	8 831
2.3	Rögzített futamidejű betétek	0	101 580
2.4	Finomszabályozó penziós műveletek	0	0
2.5	Pótlólagos fedezetbekéréshez kapcsolódó betétek	113	1 435
<b>3</b>	<b>Euroövezetbeli hitelintézetekkel szembeni egyéb kötelezettségek euróban</b>	<b>328</b>	<b>126</b>
<b>4</b>	<b>Kibocsátott adósságlevelek</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5</b>	<b>Egyéb euroövezetbeli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban</b>	<b>91 077</b>	<b>46 183</b>
5.1	Államháztartás	83 282	38 115
5.2	Egyéb kötelezettségek	7 794	8 069
<b>6</b>	<b>Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban</b>	<b>293 592</b>	<b>45 094</b>
<b>7</b>	<b>Euroövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek</b>	<b>5 723</b>	<b>2 490</b>
<b>8</b>	<b>Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek</b>	<b>10 258</b>	<b>15 553</b>
8.1	Betétek, számlatartozások és egyéb kötelezettségek	10 258	15 553
8.2	Az ERM-II-ben alkalmazott hitelkonstrukció miatt felmerülő kötelezettségek	0	0
<b>9</b>	<b>Az IMF által allokált különleges lehívási jogok ellenpárja</b>	<b>5 465</b>	<b>5 279</b>
<b>10</b>	<b>Egyéb források</b>	<b>166 500</b>	<b>123 076</b>
<b>11</b>	<b>Átértékelési számlák</b>	<b>175 735</b>	<b>147 123</b>
<b>12</b>	<b>Saját tőke és tartalékok</b>	<b>71 200</b>	<b>67 101</b>
<b>Források összesen</b>		<b>2 075 107</b>	<b>1 507 887</b>



# FÜGGELÉKEK



## AZ EKB ÁLTAL ELFOGADOTT JOGI DOKUMENTUMOK

Az alábbi táblázat az EKB által 2008-ban és 2009 elején elfogadott és az Európai Unió Hivatalos Lapjában megjelent jogi dokumentumokat sorolja fel. A Hivatalos Lap példányai az Európai Közösségek Hivatalos Kiadványainak Hiva-

talánál szerezhetők be. Az EKB megalakulása óta elfogadott és a Hivatalos Lapban megjelent jogi dokumentumok felsorolása a „Jogi keret” (Legal Framework) menüpont alatt megtalálható az EKB honlapján.

Szám	Cím	HL jelzet
EKB/2008/1	Az EKB ajánlása (2008. január 28.) az Európai Unió Tanácsa számára a Suomen Pankki külső könyvvizsgálóiról	HL C 29., 2008.2.1., 1. o.
EKB/2008/2	Az EKB ajánlása (2008. április 30.) az Európai Unió Tanácsa számára az EKB külső könyvvizsgálóiról	HL C 114., 2008.5.9., 1. o.
EKB/2008/3	Az EKB határozata (2008. május 15.) az eurobankjegyek tekintetében az euro biztonságos kezelést igénylő elemeit előállítók biztonsági akkreditációs eljárásairól	HL L 140., 2008.5.30., 26. o.
EKB/2008/4	Az EKB iránymutatása (2008. június 19.) az euro-készpénzcserére való egyes előkészületekről és az eurobankjegyek és -érmék elő- és továbbszállításáról szóló, EKB/2006/9 iránymutatás módosításáról	HL L 176., 2008.7.4., 16. o.
EKB/2008/5	Az EKB iránymutatása (2008. június 20.) az EKB devizatartalékokat megtestesítő eszközeinek nemzeti központi bankok általi kezeléséről, valamint az ilyen eszközöket érintő műveletek jogi dokumentációjáról (átdolgozás)	HL L 192., 2008.7.19., 63. o.
EKB/2008/6	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2008. augusztus 26.) az Európai Központi Bank negyedéves pénzügyi elszámolásokra vonatkozó statisztikai adatszolgáltatási követelményeiről szóló EKB/2002/7 iránymutatás módosításáról	HL L 259., 2008.9.27., 12. o.
EKB/2008/7	Az EKB iránymutatása (2008. szeptember 5.) az EKB statisztikai adatszolgáltatási követelményeiről és a Központi Bankok Európai Rendszerén belül a kormányzati pénzügyi statisztika területén belüli statisztikai információcsere eljárásairól szóló, 2005. február 17-i EKB/2005/5 iránymutatás módosításáról	HL L 276., 2008.10.17., 32. o.
EKB/2008/8	Az EKB iránymutatása (2008. szeptember 11.) az euróra vonatkozó adatgyűjtésről és a 2. Készpénz-információs Rendszerről	HL L 346., 2008.12.23., 89. o.
EKB/2008/9	Ajánlás az EKB statisztikai információgyűjtéséről szóló 2533/98/EK rendelet módosításáról szóló tanácsi rendeletre	HL C 251., 2008.10.3., 1. o.
EKB/2008/10	Az EKB rendelete (2008. október 22.) a kötelező tartalék képzéséről szóló EKB/2003/9 rendelet módosításáról	HL L 282., 2008.10.25., 14. o.

Szám	Cím	HL jelzet
EKB/2008/11	Az EKB rendelete (2008. október 23.) a fedezet elfogadhatóságára vonatkozó szabályok ideiglenes változásáról	HL L 282., 2008.10.25., 17. o.
EKB/2008/13	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2008. október 23.) az eurorendszer monetáris politikai eszközeiről és eljárásairól szóló, EKB/2000/7 iránymutatás módosításáról	HL L 36., 2009.2.5., 31. o.
EKB/2008/14	Az EKB határozata (2008. október 28.) az euro Szlovákia általi bevezetését követően a kötelező tartalékoknak az EKB által történő alkalmazására vonatkozó átmeneti rendelkezésekről	HL L 319., 2008.11.29., 73. o.
EKB/2008/15	Az EKB határozata (2008. november 14.) a fedezet elfogadhatóságára vonatkozó szabályok ideiglenes változásáról szóló, 2008. október 23-i EKB/2008/11 rendelet végrehajtásáról	HL L 309., 2008.11.20., 8. o.
EKB/2008/16	Az EKB ajánlása (2008. november 17.) az Európai Unió Tanácsa számára a Banque centrale du Luxembourg külső könyvvizsgálóiról	HL C 299., 2008.11.22., 5. o.
EKB/2008/17	Az EKB határozata (2008. november 17.) az eurorendszer közös beszerzési keretrendszerének meghatározásáról	HL L 319., 2008.11.29., 76. o.
EKB/2008/18	Az EKB iránymutatása (2008. november 21.) a fedezet elfogadhatóságára vonatkozó szabályok ideiglenes változásáról	HL L 314., 2008.11.25., 14. o.
EKB/2008/19	Az Európai Központi Bank ajánlása (2008. december 5.) az Európai Unió Tanácsa számára a Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta külső könyvvizsgálóiról	HL C 322., 2008.12.17., 1. o.
EKB/2008/20	Az Európai Központi Bank határozata (2008. december 11.) a 2009-ban történő érmekibocsátás mennyiségének engedélyezéséről	HL L 352., 2008.12.31., 58. o.
EKB/2008/21	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2008. december 11.) a Központi Bankok Európai Rendszerében a számvitel és a számviteli beszámoló jogi keretéről szóló EKB/2006/16 iránymutatás módosításáról	HL L 36., 2009.2.5., 46. o.
EKB/2008/22	Az Európai Központi Bank határozata (2008. december 11.) az Európai Központi Bank éves beszámolójáról szóló EKB/2006/17 határozat módosításáról	HL L 36., 2009.2.5., 22. o.
EKB/2008/23	Az Európai Központi Bank határozata (2008. december 12.) a nemzeti központi bankoknak az Európai Központi Bank tőkejegyzési kulcsában való százalékos részesedéséről	HL L 21., 2009.1.24., 66. o.

Szám	Cím	HL jelzet
EKB/2008/24	Az Európai Központi Bank határozata (2008. december 12.) az Európai Központi Bank tőkéjének a részt vevő nemzeti központi bankok részéről történő befizetéséhez szükséges intézkedések megállapításáról	HL L 21., 2009.1.24., 69. o.
EKB/2008/25	Az Európai Központi Bank határozata (2008. december 12.) az Európai Központi Bank tőkerészesedéseinek a nemzeti központi bankok közötti átruházásáról, illetve a befizetett tőke módosításáról szóló szabályok megállapításáról	HL L 21., 2009.1.24., 71. o.
EKB/2008/26	Az Európai Központi Bank határozata (2008. december 12.) az eurobankjegyek kibocsátásáról szóló, 2001. december 6-i EKB/2001/15 határozat módosításáról	HL L 21., 2009.1.24., 75. o.
EKB/2008/27	Az Európai Központi Bank határozata (2008. december 12.) az Európai Központi Bank felhalmozott tőkéjéhez való hozzájáruláshoz, valamint a nemzeti központi bankoknak az átadott, devizatartalékokat megtestesítő eszközökkel megegyező követeléseinek módosításához szükséges intézkedések megállapításáról	HL L 21., 2009.1.24., 77. o.
EKB/2008/28	Az Európai Központi Bank határozata (2008. december 15.) az Európai Központi Bank tőkéjének a részt vevő nemzeti központi bankok részéről történő befizetéséhez szükséges intézkedések megállapításáról	HL L 21., 2009.1.24., 81. o.
EKB/2008/29	Az EKB határozata (2008. december 18.) a rotációs rendszer az EKB Kormányzótanácsában való bevezetésének elhalasztásáról	HL L 3., 2009.1.7., 4. o.
EKB/2008/30	Az EKB rendelete (2008. december 19.) az értékpapírosítási tranzakciókban részt vevő pénzügyi közvetítő vállalatok eszközeiről és forrásairól szóló statisztikákról	HL L 15., 2009.1.20., 1. o.
EKB/2008/31	Az EKB iránymutatása (2008. december 19.) a monetáris pénzügyi intézményekről és a piaci statisztikákról szóló, EKB/2007/9-es iránymutatás módosításáról (átdolgozás)	HL L 53., 2009.2.26., 76. o.
EKB/2008/32	Az EKB 25/2009/EK rendelete (2008. december 19.) a monetáris pénzügyi intézmények ágazati mérlegéről (átdolgozás)	HL L 15., 2009.1.20., 14. o.
EKB/2008/33	Az EKB határozata (2008. december 31.) az EKB tőkéjének a Národná banka Slovenska általi befizetéséről, a Národná banka Slovenska devizatartalékokat megtestesítő eszközeinek az EKB számára történő átadásáról, valamint a Národná banka Slovenskának az EKB tartalékaihoz és céltartalékaihoz való hozzájárulásáról	HL L 21., 2009.1.24., 83. o.

Szám	Cím	HL jelzet
EKB/2009/1	Az EKB iránymutatása (2009. január 20.) az eurorendszer monetáris politikai eszközeiről és eljárásairól szóló, EKB/2000/7 iránymutatás módosításáról	HL L 36., 2009.2.5., 59. o.
EKB/2009/2	Az EKB határozata (2009. január 27.) a beszerzési szabályok meghatározásáról szóló EKB/2007/5 határozat módosításáról	HL L 51., 2009.2.24., 10. o.
EKB/2009/3	Az EKB ajánlása (2009. február 16.) az Európai Unió Tanácsának a Deutsche Bundesbank külső könyvvizsgálóiról	HL C 43., 2009.2.21., 1. o.

## AZ EKB ÁLTAL KIADOTT JOGI VÉLEMÉNYEK

A következő táblázat azokat a véleményeket tartalmazza, amelyeket a Szerződés 105. cikkének (4) bekezdése és a KBER alapokmányának 4. cikke értelmében, valamint a Szerződés 112. cikke (2) bekezdésének b) pontja és az Alap-

okmány 11.2 cikkének értelmében az EKB 2008-ban és 2009 elején adott. Az EKB honlapján a bank megalapítása óta adott összes vélemény megtalálható.

### (a) Egy adott tagállammal való konzultációt követő EKB-vélemények<sup>1</sup>

Szám <sup>2</sup>	Kezdeményező	Témakör
CON/2008/1	Ciprus	Az eurobankjegyek és -érmék ciprusi előállításának ellenőrzése
CON/2008/2	Cseh Köztársaság	A Česká národní banka és a Pénzügyminisztérium közötti hatalommegosztás a jogszabálytervezetek előkészítése és kormány elé terjesztése tekintetében
CON/2008/3	Németország	Az érmékről szóló német jogszabályok
CON/2008/4	Svédország	A Sveriges Riksbank statútumának az igazgatósági tagok hivatali idejével kapcsolatos módosítása
CON/2008/5	Lengyelország	A betétbiztosítási rendszer működtetésére, felügyeletére és finanszírozására, különös tekintettel a Narodowy Bank Polski azokban való részvételére vonatkozó módosítások
CON/2008/6	Portugália	A Nemzeti Statisztikai Rendszer alapelvei, szabályai és szerkezete, valamint a Banco de Portugal szerepe
CON/2008/7	Románia	A csekkekről, illetve a saját és idegen váltókról szóló jogszabályok módosítása
CON/2008/8	Franciaország	A Saint-Martin és Saint-Barthélemy francia jog szerinti jogállása megváltozásából a pénzügyi rendszereikre származó következmények
CON/2008/9	Németország	A Deutsche Bundesbank munkavállalókhöz fűződő munkajogi viszonya
CON/2008/10	Olaszország	A Banca d'Italia alkalmazottainak javadalmazása és a Banca d'Italia kormányzati számláinak strukturális reformja
CON/2008/11	Portugália	A könyvvizsgálók felügyelete és a Banco de Portugal e tekintetben betöltött szerepe
CON/2008/13	Görögország	A görög társadalombiztosítási rendszer reformja a Görög Nemzeti Bank tekintetében

<sup>1</sup> 2004 decemberében a Kormányzótanács úgy döntött, hogy az EKB által valamely nemzeti hatóság kérésére kiadott szakvéleményeket rendszerint közvetlenül elfogadják és a kezdeményező hatóságnak történt továbbításuk után nyilvánosságra kell hozni.

<sup>2</sup> A konzultációk számozása a Kormányzótanács általi elfogadásuk sorrendjének felel meg.

Szám <sup>2</sup>	Kezdeményező	Témakör
CON/2008/14	Észtország	Az Eesti Pankról szóló törvény adminisztratív módosítása
CON/2008/16	Finnország	A pénzügyi és biztosítási felügyelet integrációja
CON/2008/17	Luxemburg	A Banque centrale du Luxembourg jogköre és alkalmazottainak nyugdíjrendszere
CON/2008/18	Szlovákia	A fizetési rendszerek jogszabályi rendje a Szerződéssel való összeegyeztethetőség biztosítására, valamint a belső fizetési rendszerek TARGET2-höz való zökkenőmentes csatlakozásának elősegítése
CON/2008/20	Lengyelország	A Narodowy Bank Polski szerepe az értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési rendszer, illetve a központi értéktár tekintetében
CON/2008/21	Cseh Köztársaság	A Česká národní bankáról szóló törvénytervezet
CON/2008/23	Szlovákia	A banki, tőkepiaci, biztosítási és nyugdíj-előtakarékossági szektorokban bizonyos összegek kettős feltüntetésére vonatkozó jogszabálytervezet, valamint egyes értékpapírfajták kerekítési szabályairól szóló jogszabálytervezet
CON/2008/24	Görögország	A társasági törvénytől való eltérés a hitelintézetek által végzett egyes ügyletek tekintetében
CON/2008/25	Szlovákia	Az összegek kettős feltüntetése a szerencsejáték-szektorban
CON/2008/26	Lengyelország	A sérült bankjegyek és érmék beváltásáról szóló szabályok
CON/2008/27	Szlovákia	Az árak kettős feltüntetése és kerekítési szabályok a foglalkoztatási és társadalombiztosítási ágazatokban
CON/2008/29	Bulgária	A statisztikáról szóló törvény módosítása
CON/2008/30	Ausztria	A befektetésorientált életbiztosítás, valamint a biztosító-társaságok üzleti szabályzatának bevezetése
CON/2008/31	Románia	A Banca Națională a României alapokmányának módosításairól
CON/2008/32	Lengyelország	A betétbiztosítási rendszer működtetésére, felügyeletére és finanszírozására, különös tekintettel a Narodowy Bank Polski azokban való részvételére vonatkozó módosítások
CON/2008/33	Belgium	A Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique auditbizottságának létrehozása

Szám <sup>2</sup>	Kezdeményező	Témakör
CON/2008/34	Svédország	A Sveriges Riksbank pénzügyi függetlensége
CON/2008/35	Dánia	A legkisebb címletű érme törvényes fizetőeszközként történő bevonása
CON/2008/36	Lettország	A bankjegyekről és érmékről szóló jogszabályok
CON/2008/38	Málta	Az eurobankjegyek hitelintézetek és készpénzkezeléssel hivatásszerűen foglalkozó más szervezetek általi visszaforgatásának jogi kerete
CON/2008/39	Lengyelország	Pénzügyi stabilitási bizottság
CON/2008/40	Szlovákia	Az euróra való áttérés további részletes technikai szabályai
CON/2008/41	Ausztria	A Libéria államadóságának elengedéséhez való osztrák befizetés finanszírozása
CON/2008/42	Luxemburg	A Banque centrale du Luxembourg pénzügyi stabilitáshoz való hatékony hozzájárulását lehetővé tevő és a tartalékképzési követelményrendszert egyértelművé tevő módosítások
CON/2008/43	Szlovénia	A közhivatalt betöltő személyekre vonatkozó korlátozások és tilalmak
CON/2008/44	Írország	Hitelintézeteknek szóló támogatási intézkedések
CON/2008/46	Belgium	A Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique által a pénzügyi stabilitáshoz való hozzájárulásával összefüggésben nyújtott állami hitelgarancia
CON/2008/47	Svédország	A bankjegyek és érmék cseréje és bevonása
CON/2008/48	Írország	Hitelintézeteknek szóló támogatási intézkedések bevezetése
CON/2008/49	Németország	Az euroérmék és a német euro-émlékérmék cseréje
CON/2008/50	Belgium	A hitelintézeti kötelezettségeket fedező állami garancia
CON/2008/51	Görögország	Betétgarancia- és befektetővédelmi rendszerek
CON/2008/52	Spanyolország	Pénzügyieszköz-akvizíciós alap felállítása és a pénzügyi stabilitást szolgáló egyéb kormányintézkedések
CON/2008/53	Lengyelország	A Narodowy Bank Polski statisztikai információgyűjtési jogi feltételrendszerének kibővítése
CON/2008/54	Dánia	A betételhelyezők és az egyszerű hitelezők követeléseinek teljes fedezetét garantáló pénzügyi stabilitási rendszer

Szám <sup>2</sup>	Kezdeményező	Témakör
CON/2008/55	Ausztria	A pénzügyi piaci stabilitás helyreállítását szolgáló jogi intézkedések
CON/2008/56	Franciaország	A pénzügyi stabilitást szolgáló állami garanciák biztosítása
CON/2008/57	Németország	A Pénzügyi Piaci Stabilizációs Alap felállítása és egyéb pénzügyi stabilitási intézkedések
CON/2008/58	Olaszország	A bankrendszer stabilitását garantáló sürgős intézkedések
CON/2008/59	Svédország	A pénzügyi rendszert stabilizáló intézkedések
CON/2008/60	Spanyolország	A pénzügyi eszközök akvizíciós alapjának működése
CON/2008/61	Belgium	A betétek és egyes életbiztosítási termékek védelme
CON/2008/62	Svédország	A bankoknak és a hitelpiaci vállalatoknak nyújtott állami garanciák
CON/2008/64	Belgium	Az értékpapír-kibocsátókról szóló információk kezelése értékpapírjaik dematerializálásával összefüggésben
CON/2008/65	Olaszország	A bankrendszer stabilitását biztosító garancia végrehajtási intézkedései
CON/2008/66	Litvánia	A kötelező tartalékokra vonatkozó követelmények módosítása
CON/2008/67	Spanyolország	Az állami garanciavállalásra vonatkozó követelmények
CON/2008/68	Finnország	Az állami garanciaalappal kapcsolatos pénzügyi stabilitási intézkedések
CON/2008/69	Írország	A betétbiztosítási rendszer hatályának kiterjesztése
CON/2008/71	Bulgária	A pénzügyi intézetek a Bolgár Nemzeti Bank (Българска народна банка) által vezetett nyilvántartásának létrehozása
CON/2008/72	Románia	A turizmus devizatartalékainak felhasználása
CON/2008/73	Bulgária	A Bolgár Nemzeti Bank (Българска народна банка) alapokmányának az euro bevezetésére való felkészülés keretén belüli módosításai
CON/2008/74	Belgium	A likviditáskiáramlás megelőzését célzó állami garancia
CON/2008/75	Finnország	Állami tőkebefektetés betéti bankokban
CON/2008/76	Szlovénia	A pénzügyi rendszer stabilitását biztosító állami garanciák és egyéb intézkedések



Szám <sup>2</sup>	Kezdeményező	Témakör
CON/2008/78	Bulgária	A Bolgár Nemzeti Banknak (Българска народна банка) a fizetési intézményekkel és fizetési rendszerek üzemeltetőivel, valamint a fizetési és elszámolási rendszerek felvigyázásával kapcsolatos szerepe
CON/2008/79	Görögország	A gazdaságban lévő likviditás bővítéséről szóló intézkedések
CON/2008/80	Lengyelország	A pénzügyi intézmények államkincstári támogatása
CON/2008/81	Magyarország	A pénzügyi közvetítőrendszer erősítését szolgáló intézkedések, amelyek célja a pénzügyi stabilitás fenntartása
CON/2008/82	Spanyolország	A Banco de España nyereségének az Államkincstárba való befizetése
CON/2008/83	Magyarország	A Magyar Nemzeti Bank statútumának a közösségi joggal való összehangolása
CON/2008/85	Franciaország	A pénzügyi eszközök jogi keretrendszerének modernizálása
CON/2008/86	Szlovákia	Készpénzben zajló devizaforgalom
CON/2008/87	Spanyolország	A fizetési és értékpapír-elszámolási rendszerekről szóló törvény módosításai
CON/2008/88	Szlovénia	Az állami garancia odaítélésének kritériumai és feltételei
CON/2008/89	Lettország	Monetáris politikai eszköztár
CON/2008/90	Magyarország	A bankjegyek és az érmék feldolgozása és forgalmazása, hamisítást megelőző műszaki intézkedések
CON/2008/91	Belgium	A tőzsdére bevezetett cégek ügyvezetői végkielégítésére vonatkozó korlátozások alkalmazása a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique tekintetében
CON/2008/92	Szlovénia	Az állami hitelek odaítélésének kritériumai és feltételei
CON/2009/2	Lettország	A bankhitelekre szóló állami garanciavállalás
CON/2009/3	Szlovénia	Az állami tőkeinjekciók és az „adósságért vagyon” programokra az állami finanszírozásról szóló törvény alapján vonatkozó feltételek

Szám <sup>2</sup>	Kezdeményező	Témakör
CON/2009/4	Belgium	A Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique bevételeinek szétosztásáról és a nyereség a belga állam részére való átadásáról szóló szabályok módosítása
CON/2009/5	Ausztria	A megemelt javasolt osztrák IMF-kvóta Oesterreichische Nationalbank általi megfizetése
CON/2009/6	Dánia	A betétesek és az egyszerű hitelezők teljes követeléseire garanciát biztosító pénzügyi stabilitási konstrukció meghosszabbítása, valamint konstrukció állami tőke biztosításáról a hitelintézetek számára
CON/2009/7	Luxemburg	A Banque centrale du Luxembourg szerepe egyes statisztikák összeállításában
CON/2009/8	Svédország	A legkisebb címletű fizetőeszköz forgalomból történő kivonása és a kerekítési szabályok módosítása
CON/2009/9	Magyarország	A központi értéktár, az elszámolóház és a központi szerződő fél szabályzatai
CON/2009/10	Lettország	A betétbiztosítási rendszer és a felügyeleti hatóság szerepe a fizetéseképtelenségi eljárásokban
CON/2009/11	Lettország	Az állam által a bankok átvételével összefüggésben fizetett kompenzáció
CON/2009/12	Ciprus	Az állami hitelek és garanciák szükséghelyzetben való odaítélésének szabályai
CON/2009/13	Bulgária	A Българска народна банка (Bolgár Nemzeti Bank) kormányzótanácsi tagságára vonatkozó egyéb jogosultsági feltételek és az ezzel kapcsolatos adatszolgáltatásra vonatkozó további szabályok
CON/2009/15	Írország	A köztisztviselők díjazására vonatkozó pénzügyi támogatási intézkedések
CON/2009/16	Írország	Jogszabály, amely lehetővé teszi a pénzügyminiszter számára, hogy a bankok újratőkésítésének keretében a nemzeti nyugdíjalapot a pénzügyi intézményekbe való befektetésre utasítsa

**(b) Európai intézménnyel való konzultációt követő EKB-vélemények<sup>3</sup>**

Szám <sup>4</sup>	Kezdeményező	Témakör	HL jelzet
CON/2008/12	EU Tanács	A nem tagországokkal folytatott külkereskedelemre vonatkozó közösségi statisztikák	HL C 70., 2008.3.15., 1. o.
CON/2008/15	EU Tanács	A túlzott hiány esetén követendő eljárásról szóló jegyzőkönyv alkalmazásáról szóló tanácsi rendelet kodifikációja	HL C 88., 2008.4.9., 1. o.
CON/2008/19	EU Tanács	Az ellenőrzéssel történő szabályozási bizottsági eljárás egyes jogi aktusok tekintetében történő bevezetése	HL C 117., 2008.5.14., 1. o.
CON/2008/22	EU Bizottság	A közösségbeli üres álláshelyekre vonatkozó statisztikai adatokról szóló rendelet végrehajtása a szezonális kiigazítási eljárások, a minőségi jelentések, az adatgyűjtés, a továbbítási specifikációk és a megvalósíthatósági tanulmányok tekintetében	HL C 134., 2008.5.31., 10. o.
CON/2008/28	EU Tanács	Az euro szlovákiai bevezetése és a szlovák korona euróra történő átváltási árfolyama	HL C 180., 2008.7.17., 1. o.
CON/2008/37	EU Tanács	A fizetési és értékpapír-elszámolási rendszerekben az elszámolások véglegességéről szóló irányelvnek és a pénzügyi biztosítékokról szóló megállapodásokról szóló irányelvnek a kapcsolódó rendszerek és hitelkövetelések tekintetében történő módosítása	HL C 216., 2008.8.23., 1. o.
CON/2008/45	EU Tanács	Az euroérmékhez hasonló érmek és zsetonok	HL C 283., 2008.11.7., 1. o.
CON/2008/63	EU Bizottság	Új határozat az Európai Bankfelügyelet Bizottságáról	HL C 45., 2009.2.24., 1. o.
CON/2008/70	EU Tanács	A betétgarancia-konstrukciókról szóló irányelv módosítása a fedezeti szint és a fizetési halasztás tekintetében	HL C 314., 2008.12.9., 1. o.
CON/2008/77	EU Tanács	Tanácsi rendelet-javaslat a tagállamok fizetési mérlegéhez középtávú pénzügyi támogatási mechanizmus eszközeiről	HL C 328., 2008.12.23., 1. o.

<sup>3</sup> Az EKB honlapján is olvasható.

<sup>4</sup> A konzultációk számozása a Kormányzótanács általi elfogadásuk sorrendjének felel meg.

Szám <sup>4</sup>	Kezdeményező	Témakör	HL jelzet
CON/2008/84	EU Tanács	Irányelv az elektronikus pénzüszetek üzleti tevékenységének elindításáról, folytatásáról és prudenciális felügyeletéről	HL C 30., 2009.2.6., 1. o.
CON/2009/1	EU Tanács	Új rendelet a Közösségen belüli határon átnyúló fizetésekről	HL C 21., 2009.1.28., 1. o.
CON/2009/14	EU Bizottság	Normák a szezonális HICP-termékek kezelésére	Nincs publikálva

# AZ EURORENDSZER MONETÁRIS POLITIKAI INTÉZKEDÉSEINEK IDŐRENDI ÁTTEKINTÉSE<sup>1</sup>

## 2007. JANUÁR 11. ÉS FEBRUÁR 8.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 3,50%-on, az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatait pedig 4,50%-on, illetve 2,50%-on, tehát változatlanul hagyja.

## 2007. MÁRCIUS 8.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 25 százalékponttal 3,75%-ra emeli a 2007. március 14-én elszámolandó művelettel kezdődően. A Kormányzótanács arról is döntött, hogy mind az aktív oldali, mind a betéti rendelkezésre állás kamatait 25 százalékponttal, tehát 4,75%-ra, illetve 2,75%-ra emeli, mindkét esetben 2007. március 14-i hatállyal.

## 2007. ÁPRILIS 12. ÉS MÁJUS 10.

Az EKB Kormányzótanácsa változatlanul hagyta az irányadó refinanszírozási műveletek 3,75%-os minimális ajánlati kamatlábat, valamint az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatlábat 4,75%-os, illetve 2,75%-os szintjét.

## 2007. JÚNIUS 6.

Az EKB Kormányzótanácsa a 2007. június 13-án elszámolandó művelettel kezdődően 25 bázisponttal 4%-ra emelte az irányadó refinanszírozási műveletek minimális ajánlati kamatlábat. A Kormányzótanács továbbá 2007. június 13-i hatállyal mind az aktív oldali, mind a betéti rendelkezésre állás kamatlábat 25 százalékponttal 5%-ra, illetve 3%-ra emelte.

## 2007. JÚLIUS 5., AUGUSZTUS 2., SZEPTEMBER 6., OKTÓBER 4., NOVEMBER 8., DECEMBER 6., 2008. JANUÁR 10., FEBRUÁR 7., MÁRCIUS 6., ÁPRILIS 10., MÁJUS 8. , JÚNIUS 5.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 4,00%-on, az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatait pedig egyenként 5,00%-on, illetve 3,00%-on, tehát változatlanul hagyja.

## 2008. JÚLIUS 3.

Az EKB Kormányzótanácsa a 2008. július 9-én elszámolandó művelettel kezdődően 25 bázisponttal 4,25%-ra emelte az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat. A Kormányzótanács továbbá 2008. július 9-i hatállyal mind az aktív oldali, mind a betéti rendelkezésre állás kamatlábat 25 százalékponttal egyenként 5,25%-ra, illetve 3,25%-ra emelte.

## 2008. AUGUSZTUS 7., SZEPTEMBER 4. ÉS OKTÓBER 2.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 4,25%-on, az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatait pedig egyenként 5,25%-on, illetve 3,25%-on, tehát változatlanul hagyja.

## 2008. OKTÓBER 8.

Az EKB Kormányzótanácsa a 2008. október 15-én elszámolandó művelettel kezdődően 50 bázisponttal 3,75%-ra csökkentette az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat. A Kormányzótanács továbbá azonnali hatállyal 50 százalékponttal egyenként 4,75%-ra, illetve 2,75%-ra csökken-

<sup>1</sup> Az eurorendszer monetáris politikai intézkedéseinek időrendi áttekintése (1999 és 2006 között) az EKB Éves jelentéseinek vonatkozó számaiban található.

tette mind az aktív oldali, mind a betéti rendelkezésre állás kamatlábát. Az EKB Kormányzótanácsa arról is döntött, hogy a 2008. október 15-én elszámolandó művelettől kezdődően a heti irányadó refinanszírozási műveleteket rögzített kamatú tender formájában fogják lebonyolítani, vagyis a teljes összegre az irányadó refinanszírozási művelet kamatlába lesz érvényes. Továbbá, október 9-i hatállyal az EKB 200 bázisponttól 100 bázispontra szűkíti a központi banki rendelkezésre állásnak az irányadó refinanszírozási művelet körüli kamatfolyosóját. A két intézkedés addig marad érvényben, ameddig az indokolt, de legalább 2009 első tartalékperiódusa végéig, azaz január 20-ig.

#### **2008. OKTÓBER 15.**

A fokozottabb likviditásnyújtás érdekében az EKB Kormányzótanácsa a fedezet elfogadhatóságára vonatkozó szabályok további kiterjesztéséről hozott döntést. Ennek megfelelően az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy i) az eurorendszer hitelműveleti céljaira elfogadható fedezeti eszközök listáját kiterjeszti, és ezen kiterjesztés 2009 végéig hatályban marad; ii) a 2008. október 30. és 2009 első negyedévének végéig terjedő időszakra vonatkozó hatállyal a hosszabb lejáratú refinanszírozás nyújtásának megkönnyítése érdekében iii) USA-dollárban denominált likviditást nyújt devizaswap-megállapodásokon keresztül.

#### **2008. NOVEMBER 6.**

Az EKB Kormányzótanácsa a 2008. november 12-én elszámolandó művelettől kezdődően 50 bázisponttal 3,25%-ra csökkentette az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes rögzített kamatlábát. A Kormányzótanács továbbá 2008. november 12-i hatállyal 50 százalékponttal egyenként 3,75%-ra, illetve 2,75%-ra csökkentette mind az aktív oldali, mind a betéti rendelkezésre állás kamatlábát.

#### **2008. DECEMBER 4.**

Az EKB Kormányzótanácsa a 2008. december 10-én elszámolandó művelettől kezdődően 75 bázisponttal 2,50%-ra csökkentette az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveleteire érvényes kamatlábát. A Kormányzótanács továbbá 2008. december 10-i hatállyal 75 százalékponttal egyenként 3,00%-ra, illetve 2,00%-ra csökkentette mind az aktív oldali, mind a betéti rendelkezésre állás kamatlábát.

#### **2008. DECEMBER 18.**

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletek a 2009. január 20-án lezáruló tartalékolási időszak után továbbra is rögzített kamatlábú tendereljárás keretében zajlanak, teljes allokációval. Az intézkedés a szükséges ideig, de legalább 2009 harmadik tartalékolási időszakának március 31-i utolsó allokációjáig érvényben marad. A Kormányzótanács arról is döntött, hogy a jegybanki rendelkezésre állás kamatfolyosóját, amelyet 2008. október 9-én 100 bázisponttal csökkentett az irányadó refinanszírozási művelet akkori kamatlába körül, 2009. január 21-i hatállyal ismét szimmetrikusan 200 bázisponttal bővíti.

#### **2009. JANUÁR 15.**

Az EKB Kormányzótanácsa a 2009. január 21-én elszámolandó művelettől kezdődően 50 bázisponttal 2,00%-ra csökkentette az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes rögzített kamatlábát. A Kormányzótanács továbbá 2009. január 21-i hatállyal egyenként 3,00%-ra és 1,00%-ra módosította az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatlábát, ami összhangban áll 2008. december 18-i döntésével.

### **2009. FEBRUÁR 5.**

Az EKB Kormányzótanácsa változatlanul hagyta az irányadó refinanszírozási műveletek 2,00%-os kamatlábát, valamint az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatlábának 3,00%-os, illetve 1,00%-os szintjét.

### **2009. MÁRCIUS 5.**

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes rögzített kamatlábat a 2009. március 11-én elszámolandó műveletektől kezdődően 50 bázisponttal 1,50%-ra csökkenti. A Kormányzótanács továbbá 2009. március 11-i hatállyal egyenként 2,50%-ra és 0,5%-ra csökkentette az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatlábát.

Az EKB Kormányzótanácsa arról is döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletek, a speciális lejáratú refinanszírozási műveletek, valamint a kiegészítő és rendes hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek továbbra is rögzített kamatlábú tendereljárás keretében zajlanak, teljes allokációval. Az intézkedés a szükséges ideig, de legalább 2009. év végét meghaladóan érvényben marad. A Kormányzótanács továbbá úgy határozott, hogy a kiegészítő hosszabb távú refinanszírozási műveletek és a speciális lejáratú refinanszírozási műveletek jelenlegi gyakorisága és lejárat szerkezete a szükséges ideig, de legalább 2009. év végét meghaladóan érvényben marad.

# AZ EKB EUROLIKVIDITÁS NYÚJTÁSÁVAL KAPCSOLATOS KÖZLEMÉNYEINEK ÁTTEKINTÉSE <sup>1</sup>

2008. JANUÁR 14.

## IRÁNYADÓ REFINANSZÍROZÁSI MŰVELET

Az EKB továbbra is szorosan figyelemmel kíséri a likviditási helyzet alakulását, és arra törekszik, hogy a nagyon rövid lejáratú kamatlábakat az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatláb közelében tartsa. Szem előtt tartva az ügyfelek igényét arra, hogy a tartalékolási előírásokat a tartalékolási időszak korai szakaszában teljesíthessék, az EKB irányadó refinanszírozási műveletek keretében folytatja a referenciaösszeget meghaladó likviditás allokálását, ameddig az szükségesnek bizonyul. Az EKB célja a kiegyensúlyozott likviditási feltételek megteremtése a tartalékolási időszak végére.

2008. FEBRUÁR 7.

## KIEGÉSZÍTŐ HOSSZABB LEJÁRATÚ REFINANSZÍROZÁSI MŰVELET

A Kormányzótanács a mai napon úgy döntött, hogy megújítja a 2007. november 23-án (60 milliárd euro összegben) és a 2007. december 12-én (60 milliárd euro összegben) kiosztott, egyenként 2008. február 21-én és 2008. március 13-án lejáratú két kiegészítő hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletet (HLRM). A két kiegészítő HLRM megújításával az EKB az euro pénzpiac normalizálása terén eddig elért előrehaladást kívánja megszilárdítani. A két kiegészítő HLRM megújítása a rendszeres HLRM-eket nem befolyásolja. Végrehajtásuk változó kamatú tendereljárás keretében történik, mindkettő előre meghatározott, 60 milliárd euro összegben. Az első művelet elszámolására 2008. február 21-én kerül sor, lejáratá 2008. május 22. A második művelet elszámolására 2008. március 13-án kerül sor, lejáratá 2008. június 12. A két kiegészítő HLRM egységes formájú tendereljárás keretében lesz lebonyolítva; meghirdetésük az elszámolás előtt két nappal, kiosztásuk pedig az elszámolás előtt egy nappal történik.

2008. MÁRCIUS 28.

## KIEGÉSZÍTŐ HOSSZABB LEJÁRATÚ REFINANSZÍROZÁSI MŰVELET

2008. március 27-i ülésén a Kormányzótanács úgy döntött, hogy hat hónapos lejáratú kiegészítő hosszabb lejáratú refinanszírozási műveleteket (HLRM) hajt végre. A Kormányzótanács továbbá három hónapos kiegészítő HLRM-ek végrehajtásáról is döntött. A rendszeres havi HLRM-eket a fenti műveletek nem befolyásolják. A fenti három hónapos és hat hónapos kiegészítő HLRM-ekkel az EKB az euro pénzpiac funkcióinak normalizálása terén eddig elért előrehaladást kívánja támogatni. A három hónapos és hat hónapos kiegészítő művelet végrehajtása minden esetben változó kamatú, egységes formájú tendereljárás keretében történik, előre meghatározott összegekben. A műveletek kivétel nélkül az adott hónap második csütörtökén járnak le. Egy kiegészítő hat hónapos HLRM kiosztására április 2-án, szerdán kerül sor előre meghatározott, 25 milliárd euro összegben; elszámolása április 3-án, csütörtökön történik, lejáratá 2008. október 9., csütörtök. Egy másik kiegészítő hat hónapos HLRM kiosztására július 9-én, szerdán kerül sor előre meghatározott, 25 milliárd euro összegben; elszámolása július 10-én, csütörtökön történik, lejáratá 2009. január 8., csütörtök. A jelenleg fennálló, két három hónapos, egyenként 60 milliárd euro összegben kiosztott kiegészítő HLRM-et két új, három hónapos kiegészítő HLRM váltja fel egyenként 50 milliárd euro előre meghatározott összegben. Az első művelet kiosztása május 21-én, szerdán lesz, elszámolására május 22-én, csütörtökön kerül sor, lejáratá pedig 2008. augusztus 14., csütörtök. A második művelet kiosztása június 11-én szerdán lesz, elszámolására június 12-én, csütörtökön kerül sor, lejáratá pedig 2008. szeptember 11., csütörtök.

1 A nem euróban, hanem más devizanemben nyújtott likviditással kapcsolatos közleményekről az EKB honlapja ad tájékoztatást.



**2008. JÚLIUS 31.**

#### **KIEGÉSZÍTŐ HOSSZABB LEJÁRATÚ REFINANSZÍROZÁSI MŰVELET**

A Kormányzótanács úgy döntött, hogy megújítja a 2008. május 21-én (50 milliárd euro összegben) és a 2008. június 11-én (50 milliárd euro összegben) kiosztott, egyenként 2008. augusztus 14-én és 2008. szeptember 11-én lejáratú két fennálló három hónapos, kiegészítő hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletet (HLRM). A két három hónapos kiegészítő HLRM megújításával az EKB az euro pénzpiac normalizálása terén eddig elért előrehaladást kívánja megszilárdítani. A műveletek megújítása a rendszeres HLRM-eket nem befolyásolja. Végrehajtásuk változó kamatú tendereljárás keretében történik, mindkettő előre meghatározott, 50 milliárd euro összegben. Az első művelet elszámolására 2008. augusztus 14-én kerül sor, lejáratára 2008. november 13. A második művelet elszámolására 2008. szeptember 11-én kerül sor, lejáratára 2008. december 11. A két kiegészítő HLRM egységes formájú tendereljárás keretében lesz lebonyolítva; meghirdetésük az elszámolás előtt két nappal, kiosztásuk pedig az elszámolás előtt egy nappal történik.

**2008. SZEPTEMBER 4.**

#### **KIEGÉSZÍTŐ HOSSZABB LEJÁRATÚ REFINANSZÍROZÁSI MŰVELET**

A Kormányzótanács úgy döntött, hogy a fennálló, április 2-án 25 milliárd euro összegben kiosztott, 2008. október 9-én lejáratú hat hónapos, kiegészítő hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletet (HLRM) megújítja. A Kormányzótanács arról is döntött, hogy az egyenként 2008. november 13-án és december 11-én lejáratú két három hónapos kiegészítő HLRM-et is megújítja. A két kiegészítő HLRM megújításával az EKB az euro pénzpiac további normalizálódását kívánja elősegíteni. A megújítás a rendszeres HLRM-eket nem befolyásolja. A két három hónapos kiegészítő HLRM lebonyolítása változó kamatú tendereljárás keretében történik, mindkettő előre meghatározott, 50 milliárd euro összegben. Az első művelet elszámolására 2008. november 13-án kerül sor, lejáratára 2009. február 12.

A második művelet elszámolására 2008. december 11-én kerül sor, lejáratára 2009. március 12. A hat hónapos kiegészítő HLRM lebonyolítása változó kamatú tendereljárás keretében történik előre meghatározott, 25 milliárd euro összegben. A művelet elszámolására 2008. október 9-én kerül sor, lejáratára 2009. április 9. A korábbi esetekhez hasonlóan, a hat hónapos kiegészítő HLRM-re érvényes maximális ajánlati összeg 2,5 milliárd euro. A kiegészítő HLRM-ek egységes formájú tendereljárás keretében lesznek lebonyolítva; kihirdetésük az elszámolás előtt két nappal, kiosztásuk pedig az elszámolás előtt egy nappal történik.

**2008. SZEPTEMBER 29.**

#### **SPECIÁLIS LEJÁRATÚ REFINANSZÍROZÁSI MŰVELET**

Az EKB Kormányzótanácsa speciális lejáratú refinanszírozási művelet végrehajtásáról hozott döntést. A művelet célja az euroövezeti bankrendszer általános likviditási helyzetének javítása. A művelet lebonyolítására a mai napon kerül sor, egységes formájú tendereljárás keretében, változó kamatú tenderrel, előre meg nem határozott összegben. A művelet elszámolása 2008. szeptember 30-án, kedden történik, lejáratára 2008. november 7., péntek. Az EKB a továbbiakban is igyekszik az egyensúlyi állapot irányába terelni a likviditást azt a célkitűzést is figyelembe véve, hogy a nagyon rövid lejáratú kamatlábakat a minimális ajánlati kamatláb közelében kell tartani. A speciális lejáratú refinanszírozási műveletet legalább az év végét meghaladóan megújítják.

**2008. OKTÓBER 3.<sup>2</sup>**

#### **ÁLTALÁNOS KÖZLEMÉNY A LIKVIDITÁSI POLITIKÁRÓL**

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy 2008. október 6-tól kezdődően további rendelkezésig minden olyan intézmény, amely jogosult egységes formájú tendereljárás keretében részt venni az eurorendszer nyíltpiaci műveleteiben, és kielégíti a saját nemzeti központi bankja

<sup>2</sup> Nem ezen a listán, hanem az EKB honlapján olvashatók azok az általános likviditáspolitikai bejelentések, amelyek közvetlenül a likviditásnyújtáshoz kapcsolódtak.

által meghatározott működési és egyéb kiválasztási feltételeket, jogosulttá válik a finomhangoló műveletek során általánosan használt gyorstenderekben való részvételre is. Szükség esetén az NKB-k további részleteket közölhetnek a saját tagállamukban bejegyzett intézményekre vonatkozó tudnivalókkal kapcsolatban.

#### **2008. OKTÓBER 7.**

##### **KIEGÉSZÍTŐ HOSSZABB LEJÁRATÚ REFINANSZÍROZÁSI MŰVELET**

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy 25 milliárd euróról 50 milliárd euróra emeli a 2008. szeptember 4-i sajtóközleményben bejelentett hat hónapos, kiegészítő hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletben allokálásra kerülő összeget, amelynek kiosztására 2008. október 8-án kerül sor. Ennek megfelelően a fenti műveletre érvényes maximális ajánlati összeg 5 milliárd euróra módosul.

#### **2008. OKTÓBER 8.**

##### **ÁLTALÁNOS KÖZLEMÉNY A LIKVIDITÁSI POLITIKÁRÓL**

Az EKB Kormányzótanácsa telekonferencia keretében a következő két intézkedésről döntött: az október 15-én elszámolandó művelettől kezdődően a heti irányadó refinanszírozási műveleteket rögzített kamatú tender formájában fogják lebonyolítani teljes allokációval, tehát a teljes összegre az irányadó refinanszírozási művelet kamatlába lesz érvényes, amely jelenleg 3,75%. Október 9-i hatállyal az EKB 200 bázispontról 100 bázispontra szűkíti a jegybanki rendelkezésre állás irányadó refinanszírozási művelet körüli kamatfolyosóját. Ennek megfelelően október 9-i hatállyal az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlába az eddigi 100 helyett 50 bázisponttal fogja meghaladni az irányadó refinanszírozási művelet kamatlábát, vagyis 4,25%-ra módosul, míg a betéti rendelkezésre állás kamatlába az eddigi 100 helyett 50 bázisponttal lesz alacsonyabb az irányadó refinanszírozási művelet kamatlábánál, vagyis 3,25%-ra módosul. A két intézkedés a szükséges ideig, de legalább 2009 első tartalékperiódusa végéig,

azaz január 20-ig érvényben marad. Az EKB a továbbiakban is igyekszik az egyensúlyi állapot irányába terelni a likviditást azt a célkitűzést is figyelembe véve, hogy a rövid lejáratú kamatok az irányadó refinanszírozási művelet kamatszintjének közelében kell tartani.

#### **2008. OKTÓBER 9.**

##### **FINOMHANGOLÓ MŰVELET**

A művelet a tegnapi hozott döntés (lásd az október 8-i sajtóközleményt) végrehajtása az ügyfelek minden igényét kielégítő módon, nevezetesen: teljes allokáció az irányadó refinanszírozási műveletre érvényes 3,75%-os kamatlábon, elfogadható fedezet ellenében nyújtott refinanszírozás, ameddig az szükségesnek látszik, de legalább 2009 első tartalékperiódusa végéig, azaz január 20-ig.

#### **2008. OKTÓBER 15.**

##### **KIEGÉSZÍTŐ HOSSZABB LEJÁRATÚ REFINANSZÍROZÁSI MŰVELET/SPECIÁLIS LEJÁRATÚ REFINANSZÍROZÁSI MŰVELET<sup>3</sup>**

Az EKB Kormányzótanácsa telekonferencia keretében azt a döntést hozta, hogy a 2008. október 30-án elszámolandó művelettől kezdődően 2009 első negyedévének végéig az eurorendszer által nyújtott hosszabb lejáratú refinanszírozást a fedezetek körének ideiglenes kiterjesztésével összhangban az alábbiakkal bővíti ki:

2009 márciusáig minden hosszabb lejáratú refinanszírozási művelet lebonyolítása rögzített kamatú tendereljárás keretében, teljes allokációval történik. A két három hónapos, 2009 februárjában és márciusában lejáratú hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletet (HLRM) megújítják, 2009 januárjában pedig egy újabb három hónapos művelet végrehajtására kerül sor. A fennálló, 2009 januárjában lejáratú hat hónapos kiegészítő HLRM-et megújítják, és további négy, hat

3 Ez a lista nem tartalmazza a 2008. október 30. és december 31. között lebonyolított HLRM-ek, kiegészítő HLRM-ek és speciális lejáratú refinanszírozási műveletek esetében alkalmazott rögzített kamatlábról szóló bejelentéseket. Ezek az EKB honlapján találhatóak.

hónapos kiegészítő HLRM végrehajtására kerül sor 2008 novemberében és decemberében, illetve 2009 februárjában és márciusában, a megfelelő három hónapos kiegészítő HLRM-ekkel párhuzamosan. Ennek megfelelően 2009 márciusáig – márciussal együtt – minden hónapban két három hónapos HLRM/kiegészítő HLRM és egy hat hónapos HLRM kerül végrehajtásra. Továbbá a 2008. szeptember 29-én kiosztott speciális lejáratú refinanszírozási műveletet a művelet lejáratakor, azaz 2008. november 7-én, a tartalékolási időszak hosszával megegyező futamidővel megújítják.

Az EKB a továbbiakban is igyekszik az egyensúlyi állapot irányába terelni a likviditást azt a célkitűzést is figyelembe véve, hogy a rövid lejáratú kamatok az irányadó refinanszírozási művelet kamatszintjének közelében kell tartani. Ebből a célból egy hetes futamidőre lekötött betéteket is elfogad.

#### **2008. OKTÓBER 16.**

##### **EGYÉB EUROLIKVIDITÁS NYÚJTÁS**

2008. október 10-én a Magyar Nemzeti Bank bejelentette, hogy új nyíltpiaci műveleteket vezet be a hazai devizaswappiac likviditásának támogatására. A Magyar Nemzeti Bank és az EKB közösen bejelentik, hogy a Magyar Nemzeti Bank eurolikviditást nyújtó eszközeinek támogatása céljából megállapodást hoztak létre. További támogatást biztosítva az MNB műveleteihez, az MNB és az EKB között létrejött, repoműveletekről szóló megállapodás 5 milliárd euro értékhatárig lehetőséget nyújt az MNB számára eurohitel felvételére. Az MNB devizaswappműveleteiről részletes információ az MNB honlapján található: <http://www.mnb.hu>.

#### **2008. OKTÓBER 27.**

##### **EGYÉB EUROLIKVIDITÁS NYÚJTÁS**

A Danmarks Nationalbank intézkedéseket jelent be a rövid lejáratú europiacok likviditási helyzetének javítására. A fenti intézkedések támogatására az EKB és a Danmarks Nationalbank kölcsönös devizamegállapodást hozott létre

(swapkeret) 12 milliárd euro összegben, amely a szükséges ideig áll rendelkezésre.

#### **2008. NOVEMBER 21.**

##### **EGYÉB EUROLIKVIDITÁS NYÚJTÁS**

A Narodowy Bank Polski és az EKB közösen bejelentik, hogy a Narodowy Bank Polski eurolikviditást nyújtó eszközeinek támogatására közös megállapodást hoztak létre. A 2008. november 6-án aláírt repoműveletekről szóló megállapodás 10 milliárd euro értékhatárig lehetőséget nyújt a Narodowy Bank Polski számára eurohitel felvételére, ezzel biztosítva a további támogatást a lengyel jegybank műveleteihez. A Narodowy Bank Polski műveleteiről részletes információ a Narodowy Bank Polski honlapján található: <http://www.nbp.pl>.

#### **2008. DECEMBER 18.**

##### **ÁLTALÁNOS KÖZLEMÉNY A LIKVIDITÁSI POLITIKÁRÓL**

A tendereljárásokra és a jegybanki rendelkezésre állás kamatfolyosójára vonatkozó változásokról szóló 2008. október 8-i sajtóközleménnyel összefüggésben az EKB Kormányzótanácsa az alábbi döntést hozta: az irányadó refinanszírozási műveletek lebonyolítása a 2009. január 20-án lezáruló tartalékolási időszak után továbbra is rögzített kamatú tenderelés keretében történik, teljes allokációval. Az intézkedés a szükséges ideig, de legalább 2009 harmadik tartalékolási időszakának legutolsó allokációjáig, azaz 2009. március 31-ig érvényben marad. 2009. január 21-i hatállyal a jegybanki rendelkezésre állás kamatfolyosóját, amelyet 2008. október 9-én 100 bázispontra csökkentettek az irányadó refinanszírozási művelet akkori kamatlába körül, visszaállítják 200 bázispontra. Ennek megfelelően január 21-i hatállyal az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlábát az irányadó refinanszírozási művelet kamatlába fölötti 50 bázispontról 100 bázispontra emelik, míg a betéti rendelkezésre állás kamatlábát az irányadó refinanszírozási művelet kamatlába alatti 50 bázispontról 100 bázispontra csökkentik.

## NYÍLTPIACI MŰVELETEK (DEVIZANEMENKÉNT)

### Euroműveletek

Művelet típusa <sup>1)</sup>	Időtartam (nap)	Elszámolás napja	Allokált összeg <sup>2)</sup> (milliárd USD)	Ajánlati összeg összesen <sup>2)</sup> (milliárd USD)	Aktív oldali rendelkezésre állás kamata (%)	Súlyozott átlag-kamatláb (%)	Rögzített kamatláb (%)	Ajánlattevők száma	Ajánlatokkal fedezett arány
FTO	1	2008. jan. 2.	-168,6	-168,6	-	-	4,00	54	1,00
FTO	1	2008. jan. 3.	-200,0	-212,6	-	-	4,00	69	1,06
MRO	5	2008. jan. 4.	128,5	275,3	4,18	4,21	-	269	2,14
MRO	7	2008. jan. 9.	151,5	285,4	4,20	4,22	-	301	1,87
FTO	1	2008. jan. 15.	-20,0	-45,7	-	-	4,00	28	2,29
MRO	7	2008. jan. 16.	190,5	242,1	4,16	4,21	-	281	1,27
MRO	7	2008. jan. 23.	175,5	234,6	4,16	4,19	-	276	1,34
MRO	7	2008. jan. 30.	167,5	253,3	4,18	4,20	-	264	1,51
LTRO	92	2008. jan. 31.	50,0	98,2	4,21	4,33	-	151	1,96
MRO	7	2008. febr. 6.	161,5	223,8	4,17	4,20	-	226	1,39
FTO	1	2008. febr. 12.	-16,0	-29,2	-	-	4,00	22	1,82
MRO	7	2008. febr. 13.	187,5	223,7	4,10	4,18	-	229	1,19
MRO	7	2008. febr. 20.	178,0	226,7	4,10	4,15	-	262	1,27
SLTRO	91	2008. febr. 21.	60,0	110,5	4,15	4,26	-	105	1,84
MRO	7	2008. febr. 27.	183,0	233,2	4,10	4,15	-	260	1,27
LTRO	91	2008. febr. 28.	50,0	109,6	4,16	4,23	-	165	2,19
MRO	7	2008. márc. 5.	176,5	240,5	4,11	4,14	-	264	1,36
FTO	1	2008. márc. 11.	9,0	45,1	4,13	4,14	-	32	5,01
MRO	7	2008. márc. 12.	209,5	260,4	4,12	4,16	-	298	1,24
SLTRO	91	2008. márc. 13.	60,0	132,6	4,25	4,40	-	139	2,21
MRO	7	2008. márc. 19.	202,0	295,7	4,16	4,20	-	336	1,46
FTO	5	2008. márc. 20.	15,0	65,8	4,13	4,20	-	44	4,39
MRO	7	2008. márc. 26.	216,0	302,5	4,23	4,28	-	301	1,40
LTRO	91	2008. márc. 27.	50,0	131,3	4,44	4,53	-	190	2,63
FTO	1	2008. márc. 31.	15,0	30,7	4,06	4,13	-	25	2,05
MRO	7	2008. ápr. 2.	150,0	283,7	4,21	4,25	-	306	1,89
SLTRO	189	2008. ápr. 3.	25,0	103,1	4,55	4,61	-	177	4,12
MRO	7	2008. ápr. 9.	130,0	247,6	4,23	4,24	-	295	1,90
FTO	1	2008. ápr. 15.	-14,9	-14,9	-	-	4,00	7	0,71
MRO	7	2008. ápr. 16.	204,5	249,7	4,21	4,26	-	310	1,22
MRO	7	2008. ápr. 23.	173,0	218,4	4,21	4,25	-	302	1,26
MRO	7	2008. ápr. 30.	170,0	247,5	4,26	4,29	-	316	1,46
LTRO	90	2008. máj. 2.	50,0	101,2	4,67	4,75	-	177	2,02
MRO	7	2008. máj. 7.	150,0	229,3	4,26	4,29	-	304	1,53
FTO	1	2008. máj. 13.	-23,5	-32,5	-	-	4,00	29	1,38
MRO	7	2008. máj. 14.	191,5	208,5	4,18	4,26	-	287	1,09
MRO	7	2008. máj. 21.	176,5	203,1	4,15	4,22	-	326	1,15
SLTRO	84	2008. máj. 22.	50,0	86,6	4,50	4,68	-	138	1,73
MRO	7	2008. máj. 28.	170,0	224,1	4,19	4,23	-	330	1,32
LTRO	91	2008. máj. 29.	50,0	97,7	4,51	4,62	-	171	1,95
MRO	7	2008. jún. 4.	153,0	210,1	4,17	4,22	-	336	1,37
FTO	1	2008. jún. 10.	-14,0	-18,5	-	-	4,00	15	1,32
MRO	7	2008. jún. 11.	191,0	202,8	4,03	4,18	-	343	1,06
SLTRO	91	2008. jún. 12.	50,0	99,8	4,60	4,72	-	128	2,00
MRO	7	2008. jún. 18.	188,0	224,3	4,03	4,13	-	425	1,19
MRO	7	2008. jún. 25.	208,0	243,3	4,07	4,25	-	439	1,17
LTRO	91	2008. jún. 26.	50,0	89,8	4,50	4,67	-	174	1,80
MRO	7	2008. júl. 2.	154,5	254,7	4,10	4,15	-	433	1,65
FTO	1	2008. júl. 8.	-14,6	-14,6	-	-	4,00	12	0,69
MRO	7	2008. júl. 9.	175,0	263,6	4,32	4,37	-	400	1,51
SLTRO	182	2008. júl. 10.	25,0	74,6	4,93	5,03	-	141	2,98
MRO	7	2008. júl. 16.	155,0	265,9	4,34	4,36	-	440	1,72
MRO	7	2008. júl. 23.	175,5	268,2	4,35	4,38	-	461	1,53
MRO	7	2008. júl. 30.	166,0	247,4	4,38	4,42	-	430	1,49
LTRO	91	2008. júl. 31.	50,0	107,7	4,70	4,76	-	189	2,15
MRO	7	2008. aug. 6.	160,0	241,9	4,38	4,41	-	424	1,51
FTO	1	2008. aug. 12.	-21,0	-22,6	-	-	4,25	10	1,08

1) MRO = irányadó refinanszírozási művelet; LTRO = hosszabb lejáratú refinanszírozási művelet; SLTRO = kiegészítő hosszabb lejáratú refinanszírozási művelet; STRO = speciális lejáratú refinanszírozási művelet.

2) A pozitív összeg likviditásbővítő műveletet jelez; a negatív összeg likviditáscsökkentő műveletet jelez.

**Euroműveletek**

Művelet típusa <sup>1)</sup>	Időtartam (nap)	Elszámolás napja	Allokált összeg <sup>2)</sup> (milliárd USD)	Ajánlati összeg összesen <sup>2)</sup> (milliárd USD)	Aktív oldali rendelkezésre állás kamata (%)	Súlyozott átlag-kamatláb (%)	Rögzített kamatláb (%)	Ajánlattevők száma	Ajánlatokkal fedezett arány
MRO	7	2008. aug. 13.	176,0	233,4	4,37	4,40	-	430	1,33
SLTRO	91	2008. aug. 14.	50,0	78,9	4,61	4,74	-	124	1,58
MRO	7	2008. aug. 20.	151,0	228,7	4,38	4,40	-	454	1,51
MRO	7	2008. aug. 27.	167,0	226,5	4,39	4,42	-	424	1,36
LTRO	91	2008. aug. 28.	50,0	77,2	4,60	4,74	-	191	1,54
MRO	7	2008. szept. 3.	160,0	226,3	4,39	4,41	-	411	1,41
FTO	1	2008. szept. 9.	-20,1	-20,1	-	-	4,25	17	0,63
MRO	7	2008. szept. 10.	176,5	223,3	4,39	4,41	-	422	1,27
SLTRO	91	2008. szept. 11.	50,0	69,5	4,45	4,66	-	114	1,39
FTO	1	2008. szept. 15.	30,0	90,3	4,30	4,39	-	51	3,01
FTO	1	2008. szept. 16.	70,0	102,5	4,32	4,40	-	56	1,46
MRO	7	2008. szept. 17.	150,0	328,7	4,53	4,58	-	533	2,19
FTO	1	2008. szept. 18.	25,0	49,3	4,30	4,39	-	43	1,97
MRO	7	2008. szept. 24.	180,0	334,0	4,73	4,78	-	506	1,86
FTO	1	2008. szept. 24.	40,0	50,3	4,25	4,35	-	36	1,26
LTRO	84	2008. szept. 25.	50,0	154,6	4,98	5,11	-	246	3,09
STRO	38	2008. szept. 30.	120,0	141,7	4,36	4,88	-	210	1,18
MRO	7	2008. okt. 1.	190,0	228,0	4,65	4,96	-	419	1,20
FTO	1	2008. okt. 1.	-173,0	-173,0	-	-	4,25	52	1,00
FTO	1	2008. okt. 2.	-200,0	-216,1	-	-	4,25	65	1,08
FTO	3	2008. okt. 3.	-193,8	-193,8	-	-	4,25	54	1,00
FTO	1	2008. okt. 6.	-171,9	-171,9	-	-	4,25	111	1,00
FTO	1	2008. okt. 7.	-147,5	-147,5	-	-	4,25	97	1,00
MRO	7	2008. okt. 8.	250,0	271,3	4,70	4,99	-	436	1,09
SLTRO	182	2008. okt. 9.	50,0	113,8	5,36	5,57	-	181	2,28
FTO	6	2008. okt. 9.	24,7	24,7	-	-	3,75	99	1,00
MRO	7	2008. okt. 15.	310,4	310,4	-	-	3,75	604	1,00
MRO	7	2008. okt. 22.	305,4	305,4	-	-	3,75	703	1,00
MRO	7	2008. okt. 29.	325,1	325,1	-	-	3,75	736	1,00
LTRO	91	2008. okt. 30.	103,1	103,1	-	-	3,75	223	1,00
MRO	7	2008. nov. 5.	312,0	312,0	-	-	3,75	756	1,00
STRO	33	2008. nov. 7.	20,4	20,4	-	-	3,75	55	1,00
FTO	1	2008. nov. 11.	-79,9	-149,7	3,60	3,51	-	117	1,87
MRO	7	2008. nov. 12.	334,4	334,4	-	-	3,25	848	1,00
SLTRO	91	2008. nov. 13.	66,8	66,8	-	-	3,25	139	1,00
SLTRO	182	2008. nov. 13.	41,6	41,6	-	-	3,25	127	1,00
MRO	7	2008. nov. 19.	338,0	338,0	-	-	3,25	851	1,00
MRO	7	2008. nov. 26.	334,5	334,5	-	-	3,25	836	1,00
LTRO	91	2008. nov. 27.	42,2	42,2	-	-	3,25	161	1,00
MRO	7	2008. dec. 3.	339,5	339,5	-	-	3,25	787	1,00
FTO	1	2008. dec. 9.	-137,5	-152,7	3,05	2,94	-	95	1,11
MRO	7	2008. dec. 10.	217,9	217,9	-	-	2,50	783	1,00
STRO	42	2008. dec. 10.	134,9	134,9	-	-	2,50	139	1,00
SLTRO	91	2008. dec. 11.	55,9	55,9	-	-	2,50	105	1,00
SLTRO	182	2008. dec. 11.	38,1	38,1	-	-	2,50	96	1,00
MRO	6	2008. dec. 17.	209,7	209,7	-	-	2,50	792	1,00
LTRO	98	2008. dec. 18.	50,8	50,8	-	-	2,50	169	1,00
MRO	7	2008. dec. 23.	223,7	223,7	-	-	2,50	640	1,00
MRO	7	2008. dec. 30.	238,9	238,9	-	-	2,50	629	1,00

1) MRO = irányadó refinanszírozási művelet; LTRO = hosszabb lejáratú refinanszírozási művelet; SLTRO = kiegészítő hosszabb lejáratú refinanszírozási művelet; STRO = speciális lejáratú refinanszírozási művelet.

2) A pozitív összeg likviditásbővítő műveletet jelez; a negatív összeg likviditáscsökkentő műveletet jelez.

## USD-műveletek

Tranzakció típusa <sup>1)</sup>	Elszámolás napja	Időtartam (nap)	Allokált összeg (milliárd USD)	Aktív oldali rendelkezésre állás kamata (%)	Rögzített kamatláb (%) / Rögzített swappont (FX)	Ajánlati összeg összesen (milliárd USD)	Ajánlattevők száma	Ajánlatokkal fedezett arány
RT	2008. jan. 17.	28	10,0	-	3,95	14,8	22	1,48
RT	2008. jan. 31.	28	10,0	-	3,12	12,4	19	1,24
RT	2008. márc. 27.	28	15,0	-	2,62	31,2	34	2,08
RT	2008. ápr. 10.	28	15,0	-	2,82	30,8	32	2,05
RT	2008. ápr. 24.	28	15,0	-	2,87	30,1	33	2,01
RT	2008. máj. 8.	28	25,0	-	2,22	39,5	31	1,58
RT	2008. máj. 22.	28	25,0	-	2,10	58,9	54	2,36
RT	2008. jún. 5.	28	25,0	-	2,26	64,9	50	2,59
RT	2008. jún. 19.	28	25,0	-	2,36	78,5	56	3,14
RT	2008. júl. 3.	28	25,0	-	2,34	84,8	57	3,39
RT	2008. júl. 17.	28	25,0	-	2,30	90,1	59	3,60
RT	2008. júl. 31.	28	25,0	-	2,35	101,7	63	4,07
RT	2008. aug. 14.	28	20,0	-	2,45	91,1	66	4,55
RT	2008. aug. 14.	84	10,0	-	2,75	38,5	57	3,85
RT	2008. aug. 28.	28	20,0	-	2,38	89,2	69	4,46
RT	2008. szept. 11.	28	10,0	-	2,53	43,3	53	4,33
RT	2008. szept. 11.	84	10,0	-	2,67	31,7	40	3,17
RT	2008. szept. 18.	1	40,0	4,00	-	101,7	61	2,54
RT	2008. szept. 19.	3	40,0	3,50	-	96,7	64	2,42
RT	2008. szept. 22.	1	40,0	3,25	-	82,1	48	2,05
RT	2008. szept. 23.	1	40,0	3,30	-	77,6	48	1,94
RT	2008. szept. 24.	1	40,0	2,50	-	61,7	40	1,54
RT	2008. szept. 25.	1	40,0	2,55	-	72,7	43	1,82
RT	2008. szept. 25.	28	25,0	-	3,75	110,1	71	4,40
RT	2008. szept. 26.	3	30,0	2,25	-	41,4	33	1,38
RT	2008. szept. 26.	7	35,0	4,50	-	82,5	52	2,36
RT	2008. szept. 29.	1	30,0	3,00	-	57,4	42	1,91
RT	2008. szept. 30.	1	30,7	0,50	-	30,7	32	1,00
RT	2008. szept. 30.	1	30,0	11,00	-	77,3	57	2,58
RT	2008. okt. 1.	1	50,0	3,25	-	70,9	61	1,42
RT	2008. okt. 2.	1	50,0	2,75	-	67,2	55	1,34
RT	2008. okt. 3.	3	50,0	2,51	-	82,9	59	1,66
RT	2008. okt. 6.	1	50,0	4,00	-	90,9	59	1,82
RT	2008. okt. 7.	1	50,0	6,75	-	109,2	67	2,18
RT	2008. okt. 8.	1	70,0	9,50	-	122,0	69	1,74
RT	2008. okt. 9.	1	100,0	5,00	-	116,2	66	1,16
RT	2008. okt. 9.	85	20,0	-	1,39	88,7	70	4,43
RT	2008. okt. 10.	4	93,9	0,50	-	93,9	62	1,00
RT	2008. okt. 14.	1	98,4	0,20	-	98,4	67	1,00
RT	2008. okt. 15.	1	100,0	0,50	-	120,2	70	1,20
RT	2008. okt. 16.	7	170,9	-	2,28	170,9	86	1,00
FX	2008. okt. 23.	7	3,9	-	-2,45	3,9	11	1,00
RT	2008. okt. 23.	7	68,0	-	2,03	68,0	61	1,00
FX	2008. okt. 23.	28	22,6	-	-8,60	22,6	16	1,00
RT	2008. okt. 23.	28	101,9	-	2,11	101,9	91	1,00
FX	2008. okt. 30.	7	14,5	-	-3,03	14,5	16	1,00
RT	2008. okt. 30.	7	92,1	-	1,91	92,1	70	1,00
FX	2008. nov. 6.	7	1,0	-	-3,61	1,0	5	1,00
RT	2008. nov. 6.	7	58,6	-	1,53	58,6	47	1,00
FX	2008. nov. 6.	84	0,7	-	-26,55	0,7	3	1,00
RT	2008. nov. 6.	84	70,8	-	1,60	70,8	67	1,00
FX	2008. nov. 13.	7	1,0	-	-3,22	1,0	7	1,00
RT	2008. nov. 13.	7	60,6	-	1,43	60,6	42	1,00
FX	2008. nov. 20.	8	0,9	-	-3,29	0,9	6	1,00
RT	2008. nov. 20.	8	72,5	-	1,48	72,5	52	1,00
FX	2008. nov. 20.	28	4,8	-	-9,64	4,8	4	1,00

1) RT = penziós ügylet; FX = devizawap.

USD-műveletek

Tranzakció típusa <sup>1)</sup>	Elszámolás napja	Időtartam (nap)	Allokált összeg (milliárd USD)	Aktív oldali rendelkezésre állás kamata (%)	Rögzített kamatláb (%) / Rögzített swappont (FX)	Ajánlati összeg összesen (milliárd USD)	Ajánlattevők száma	Ajánlatokkal fedezett arány
RT	2008. nov. 20.	28	52,3	-	1,51	52,3	54	1,00
FX	2008. nov. 28.	6	0,8	-	-2,53	0,8	6	1,00
RT	2008. nov. 28.	6	84,6	-	1,42	84,6	60	1,00
FX	2008. dec. 4.	7	0,8	-	-2,28	0,8	6	1,00
RT	2008. dec. 4.	7	75,1	-	1,47	75,1	50	1,00
FX	2008. dec. 4.	84	1,5	-	-13,03	1,5	3	1,00
RT	2008. dec. 4.	84	67,5	-	1,42	67,5	53	1,00
FX	2008. dec. 11.	7	0,8	-	-1,75	0,8	6	1,00
RT	2008. dec. 11.	7	57,4	-	1,24	57,4	39	1,00
FX	2008. dec. 18.	5	5,1	-	-1,30	5,1	7	1,00
RT	2008. dec. 18.	5	41,6	-	1,18	41,6	36	1,00
FX	2008. dec. 18.	28	0,1	-	-6,00	0,1	1	1,00
RT	2008. dec. 18.	28	47,6	-	1,28	47,6	47	1,00
FX	2008. dec. 23.	16	5,4	-	-4,07	5,4	7	1,00
RT	2008. dec. 23.	16	52,3	-	1,16	52,3	46	1,00
FX	2008. dec. 30.	83	0,1	-	-8,30	0,1	2	1,00
RT	2008. dec. 30.	83	10,8	-	1,20	10,8	30	1,00

1) RT = penziós ügylet; FX = devizaswap.

CHF-műveletek

Tranzakció típusa <sup>1)</sup>	Elszámolás napja	Időtartam (nap)	Allokált összeg (milliárd EUR)	Aktív oldali rendelkezésre állás kamata (%)	Rögzített swappont	Ajánlati összeg összesen (milliárd EUR)	Ajánlattevők száma	Ajánlatokkal fedezett arány
FX	2008. okt. 22.	7	15,3	-	-6,36	15,3	50	1,00
FX	2008. okt. 29.	7	13,6	-	-6,04	13,6	33	1,00
FX	2008. nov. 5.	7	15,0	-	-6,84	15,0	36	1,00
FX	2008. nov. 7.	84	0,9	-	-60,22	0,9	6	1,00
FX	2008. nov. 12.	7	10,6	-	-6,97	10,6	35	1,00
FX	2008. nov. 19.	7	12,5	-	-6,95	12,5	38	1,00
FX	2008. nov. 21.	84	0,5	-	-65,17	0,5	7	1,00
FX	2008. nov. 26.	7	13,7	-	-8,23	13,7	37	1,00
FX	2008. dec. 3.	7	13,9	-	-8,23	13,9	36	1,00
FX	2008. dec. 5.	84	0,5	-	-84,15	0,5	6	1,00
FX	2008. dec. 10.	7	12,8	-	-6,19	12,8	29	1,00
FX	2008. dec. 17.	6	9,7	-	-5,49	9,7	28	1,00
FX	2008. dec. 19.	84	0,7	-	-70,63	0,7	6	1,00
FX	2008. dec. 23.	7	11,6	-	-6,25	11,6	29	1,00
FX	2008. dec. 30.	8	15,8	-	-6,97	15,8	36	1,00

1) FX = devizaswap.

# AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK 2008 ÓTA MEGJELENT KIADVÁNYAI

Ezzel a felsorolással tájékoztatást kívánunk nyújtani olvasóinknak az Európai Központi Bank 2008 januárja óta megjelent, válogatott kiadványairól. A Füzetek (Working Papers) közül csak a 2008 decembere és 2009 februárja között megjelent kiadványokat soroljuk fel. Eltérő jelzés hiányában – amíg a készlet tart – nyomtatott példányok ingyenesen beszerezhetők vagy rendszeres küldésre előjegyeztethetők az [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu) internetes címen.

Az Európai Központi Bank és az Európai Monetáris Intézet kiadványainak teljes listája az EKB honlapján olvasható (<http://www.ecb.europa.eu>).

## ÉVES JELENTÉS

*Éves jelentés 2007*, 2008. április.

## KONVERGENCIAJELENTÉS

*Konvergenciajelentés*, 2008. május.

## HAVI JELENTÉS

*Havi jelentés: Az EKB fennállásának 10. évfordulója (1998-2008)*, 2008. május.

## A HAVI JELENTÉSEKBEN MEGJELENT CIKKEK

*Productivity developments and monetary policy*, 2008. január.

*Globalisation, trade and the euro area macroeconomy*, 2008. január.

*The Eurosystem's experience with forecasting autonomous factors and excess reserves*, 2008. január.

*The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective*, 2008. február.

*Securitisation in the euro area*, 2008. február.

*The new euro area yield curves*, 2008. február.

*Business investment in the euro area and the role of firms' financial positions*, 2008. április.

*Short-term forecasts of economic activity in the euro area*, 2008. április.

*Developments in the EU arrangements for financial stability*, 2008. április.

*Price stability and growth*, 2008. május.

*The Eurosystem's open market operations during the recent period of financial market volatility*, 2008. május.

*One monetary policy and many fiscal policies: ensuring a smooth functioning of EMU*, 2008. május.

*Euro area trade in services: some key stylised facts*, 2008. július.

*The Eurosystem as a provider of technical assistance to EU neighbouring regions*, 2008. július.

*The external dimension of monetary analysis*, 2008. augusztus.

*The role of banks in the monetary policy transmission mechanism*, 2008. augusztus.

*Ten years of the Stability and Growth Pact*, 2008. október.

*Cross-border bank mergers & acquisitions and institutional investors*, 2008. október.

*Monitoring labour cost developments across euro area countries*, 2008. november.

*Valuing stock markets and the equity risk premium*, 2008. november.

*Ten years of TARGET and the launch of TARGET2*, 2008. november.

*Housing wealth and private consumption in the euro area*, 2009. január.

*Foreign asset accumulation by authorities in emerging markets*, 2009. január.



*New survey evidence on wage setting in Europe*, 2009. február.  
*Assessing global trends in protectionism*, 2009. február.

### STATISZTIKAI ZSEBKÖNYV (STATISTICS POCKET BOOK)

Megjelenik 2003 augusztusától havonta.

### JOGI FÜZETEK (LEGAL WORKING PAPER SERIES)

6. Kerjean, S.: *The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law*, 2008. június.
7. Athanassiou, P.–Mas-Guix, N.: *Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects*, 2008. július.

### MŰHELYTANULMÁNYOK (OCCASIONAL PAPERS)

78. Bracke, T.–Bussière, M.–Fidora, M.–Straub, R.: *A framework for assessing global imbalances*, 2008. január.
79. Moutot, P.–Jung, A.–Mongelli, F. P.: *The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues*, 2008. január.
80. Bussière, M.–Mehl, A.: *China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?*, 2008. január.
81. Baltzer, M.–Cappiello, L.–De Santis, R. A.–Manganelli S.: *Measuring financial integration in new EU Member States*, 2008. március.
82. Cappiello, M.–Ferrucci, G.: *The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation*, 2008. március.
83. Blattner, T.–Catenaro, M.–Ehrmann, M.–Strauch, R.–Turunen, J.: *The predictability of monetary policy*, 2008. március.
84. Rünstler, G.–Barhoumi, K.–Cristadoro, R.–Den Reijer, A.–Jakaitiene, A.–Jelonek, P.–Rua, A.–Ruth, K.–Benk S.–Van Nieuwenhuyze, C.: *Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise*, 2008. március.
85. Ioannou, D.–Ferdinandusse, M.–Lo Duca, M.–Coussens, W.: *Benchmarking the Lisbon strategy*, 2008. május.
86. Borys, M. M.–Polgár, É. K.–Zlate, A.: *Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach*, 2008. június.
87. A Központi Bankok Európai Rendszere Monetáris Politikai Bizottságának munkacsoportja: *Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges*, 2008. június.
88. Herrmann, S.–Winkler, A.: *Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia*, 2008. június.
89. Gomez-Salvador, R.–Leiner-Killinger, N.: *An analysis of youth unemployment in the euro area*, 2008. június.
90. Andersson, M.–Gieseck, A.–Pierluigi, B.–Vidalis, N.: *Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts*, 2008. július.
91. Beck, R.–Fidora, M.: *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets*, 2008. július.
92. Sturm, M.–Strasky, J.–Adolf, P.–Peschel, D.: *The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy*, 2008. július.
93. Polański, Z.–Winkler, A.: *Russia, EU enlargement and the euro*, 2008. augusztus.

94. di Mauro, F.–Rüffer, R.–Bunda, I.: *The changing role of the exchange rate in a globalised economy*, 2008. szeptember.
95. A Nemzetközi Kapcsolatok Bizottságának szakértői csoportja a tagjelölt országok előtt álló pénzügyi stabilitási kihívásokról: *Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems*, 2008. szeptember.
96. Bê Duc, L.–Mayerlen, F.–Sola, P.: *The monetary presentation of the euro area balance of payments*, 2008. szeptember.
97. di Mauro, F.–Forster, K.: *Globalisation and the competitiveness of the euro area*, 2008. szeptember.
98. Kaufmann, R.–Karadeloglou, P.–di Mauro, F.: *Will oil prices decline over the long run?*, 2008. október.
99. Agresti, A. M.–Baudino, P.–Poloni, P.: *The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches*, 2008. november.
100. Az Eurorendszer Háztartásfinanszírozási és Fogyasztási Hálózata: *Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use*, 2009. január.

#### **KUTATÁSI KÖZLÖNY (RESEARCH BULLETIN)**

*Research Bulletin*, No. 7, 2008. június.

#### **FÜZETEK (WORKING PAPERS)**

973. Fratzscher, M.–Mehl, A.: *Do China and oil exporters influence major currency configurations?*, 2008. december.
974. Du Caju, P.–Gautier, E.–Momferatou, D.–Ward-Warmedinger, M.: *Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the United States and Japan*, 2008. december.
975. Hahn, E.–Skudelny, F.: *Early estimates of euro area real GDP growth: a bottom-up approach from the production side*, 2008. december.
976. Assenmacher-Wesche, K.–Gerlach, S.: *The term structure of interest rates across frequencies*, 2008. december.
977. Guidolin, M.–Thornton, D. L.: *Predictions of short-term rates and the expectations hypothesis of the term structure of interest rates*, 2008. december.
978. Joyce, M.–Relleen, J.–Sorensen, S.: *Measuring monetary policy expectations from financial market instruments*, 2008. december.
979. Ferrero, G.–Nobili, A.: *Futures contract rates as monetary policy forecasts*, 2008. december.
980. Nagano, T.–Baba, N.: *Extracting market expectations from yield curves augmented by money market interest rates: the case of Japan*, 2008. december.
981. Välimäki, T.: *Why the effective price for money exceeds the policy rate in the ECB tenders?*, 2008. december.
982. Cassola, N.–Morana, C.: *Modelling short-term interest rate spreads in the euro money market*, 2008. december.
983. Linzert, T.–Schmidt, S.: *What explains the spread between the euro overnight rate and the ECB's policy rate?*, 2008. december.
984. Thornton, D. L.: *The daily and policy-relevant liquidity effects*, 2008. december.

985. Farinha, L.–Gaspar, V.: *Portuguese banks in the euro area market for daily funds*, 2008. december.
986. Bech, M. L.–Atalay, E.: *The topology of the federal funds market*, 2008. december.
987. Idier, J.–Nardelli, S.: *Probability of informed trading on the euro overnight market rate: an update*, 2008. december.
988. Beaupain, R.–Durré, A.: *The interday and intraday patterns of the overnight market: evidence from an electronic platform*, 2008. december.
989. Kok Sørensen, C.–Marqués Ibáñez, D.–Rossi, C.: *Modelling loans to non-financial corporations in the euro area*, 2009. január.
990. Afonso, A.–Sousa, R. M.: *Fiscal policy, housing and stock prices*, 2009. január.
991. Afonso, A.–Sousa, R. M.: *The macroeconomic effects of fiscal policy*, 2009. január.
992. Bijsterbosch, M.–Kolasa, M.: *FDI and productivity convergence in central and eastern Europe: an industry-level investigation*, 2009. január.
993. Pula, G.–Peltonen, T. A.: *Has emerging Asia decoupled? An analysis of production and trade linkages using the Asian international input-output table*, 2009. január.
994. Balassone, F.–Cunha, J.–Langenus, G.–Manzke, B.–Pavot, J.–Prammer, D.–Tommasino, P.: *Fiscal sustainability and policy implications for the euro area*, 2009. január.
995. Ca' Zorzi, M.–Chudik, A.–Dieppe, A.: *Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?*, 2009. január.
996. Ciccarelli, M.–García, J. A.: *What drives euro area break-even inflation rates?*, 2009. január.
997. Coluzzi, C.–Ferrando, A.–Martinez-Carrascal, C.: *Financing obstacles and growth: an analysis for euro area non-financial corporations*, 2009. január.
998. Chudik, A.–Pesaran, M. H.: *Infinite-dimensional VARs and factor models*, 2009. január.
999. Pagano, P.–Pisani, M.: *Risk-adjusted forecasts of oil prices*, 2009. január.
1000. Peltonen, T. A.–Sousa, R. M.–Vansteenkiste, I. S.: *Wealth effects in emerging market economies*, 2009. január.
1001. León-Ledesma, M. A.–McAdam, P.–Willman, A.: *Identifying the elasticity of substitution with biased technical change*, 2009. január.
1002. Castrén, O. – Fitzpatrick, T. – Sydow, M.: *Assessing portfolio credit risk changes in a sample of EU large and complex banking groups in reaction to macroeconomic shocks*, 2009. február.
1003. Messina, J. – Strozzi, C. – Turunen, J.: *Real wages over the business cycle: OECD evidence from the time and frequency domains*, 2009. február.
1004. Sánchez, M.: *Characterising the inflation-targeting regime in South Korea*, 2009. február.
1005. Rumler, F. – Scharler, J.: *Labour market institutions and macroeconomic volatility in a panel of OECD countries*, 2009. február.
1006. Du Caju, P. – Fuss, C. – Wintr, L.: *Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition*, 2009. február.
1007. de Walque, G. – Pierrard, O. – Sneessen, H. – Wouters, R.: *Sequential bargaining in a new-Keynesian model with frictional unemployment and staggered wage negotiation*, 2009. február.
1008. Nikolaou, K.: *Liquidity (risk) concepts: definitions and interactions*, 2009. február.
1009. Maćkowiak, B. – Wiederholt, M.: *Optimal sticky prices under rational inattention*, 2009. február.
1010. Giannone, D. – Lenza, M. – Reichlin, L.: *Business cycles in the euro area*, 2009. február.

1011. Eickmeier, S. – Moll, K.: *The global dimension of inflation – evidence from factor-augmented Phillips curves*, 2009. február.
1012. Beck, R. – Kamps, A.: *Petrodollars and imports of oil-exporting countries*, 2009. február.
1013. Beyer, A. – Haug, A. – Dewald, B.: *Structural breaks, cointegration, and the Fisher effect*, 2009. február.
1014. Fratzscher, M. – Straub, R.: *Asset prices and current account fluctuations in G7 economies*, 2009. február.
1015. Arratibel, O. – Kamps, C. – Leiner-Killinger, N.: *Inflation forecasting in the new EU Member States*, 2009. február.

### EGYÉB KIADVÁNYOK

- Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union*, 2008. január (csak on-line formában).
- Oversight framework for card payment schemes – standards*, 2008. január (csak on-line formában).
- The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006*, 2008. február.
- Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report*, 2008. március (csak on-line formában).
- ECB statistics quality framework (SQF)*, 2008. április (csak on-line formában).
- Quality assurance procedures within the ECB statistical function*, 2008. április (csak on-line formában).
- ECB statistics – an overview*, 2008. április (csak on-line formában).
- TARGET Annual Report 2007*, 2008. április (csak on-line formában).
- Financial integration in Europe*, 2008. április.
- Financial Stability Review*, 2008. június.
- Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges*, 2008. június.
- The international role of the euro*, 2008. július (csak on-line formában).
- Payment systems and market infrastructure oversight report*, 2008. július (csak on-line formában).
- Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament*, 2008. július (csak on-line formában).
- Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament*, 2008. július (csak on-line formában).
- Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments*, 2008. július.
- CCBM2 User Requirements 4.1*, 2008. július (csak on-line formában).
- Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007*, 2008. szeptember.
- New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, 2008. szeptember (csak on-line formában).
- Commission's draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation*, 2008. szeptember (csak on-line formában).
- Euro money market survey*, 2008. szeptember (csak on-line formában).
- EU banking structures*, 2008. október (csak on-line formában).
- Letter from the ECB President to Mr Mario Borghesio, Member of the European Parliament*, 2008. október (csak on-line formában).
- Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament*, 2008. október (csak on-line formában).
- A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008*, 2008. november.

*The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, 2008. november.

*The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of 'legally and operationally located in the euro area'*, 2008. november (csak on-line formában).

*Single Euro Payments Area – sixth progress report*, 2008. november (csak on-line formában).

*EU banks' liquidity stress-testing and contingency funding plans*, 2008. november (csak on-line formában).

*Government finance statistics guide*, 2008. december (csak on-line formában).

*Financial Stability Review*, 2008. december.

*Covered bonds in the EU financial system*, 2008. december (csak on-line formában).

*The incentive structure of the 'originate and distribute' model*, 2008. december (csak on-line formában).

*Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations*, 2008. december (csak on-line formában).

*Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt*, 2008. december (csak on-line formában).

*Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures*, 2008. december (csak on-line formában).

*Correspondent central banking model (CCBM) – procedures for Eurosystem counterparties*, 2008. december (csak on-line formában).

*Letter from the ECB President to Mr Robert Sturdy, Member of the European Parliament*, 2009. január (csak on-line formában).

*Euro money market study 2008*, 2009. február (csak on-line formában).

*Eurosystem oversight policy framework*, 2009. február (csak on-line formában).

*Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments*, 2009. február (csak on-line formában).

*European Commission's consultation on hedge funds – Eurosystem contribution*, 2009. február (csak on-line formában).

## **TÁJÉKOZTATÓ PROSPEKTUSOK**

*The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks*, 2. kiadás, 2008. április.

*Price Stability – why is it important for you?*, 2008. június.

*A single currency – an integrated market infrastructure*, 2008. szeptember.

# FOGALOMTÁR

*A fogalomtár az Éves jelentésben előforduló szakkifejezéseket tartalmazza. Az EKB honlapján átfogóbb és részletesebb glosszárrium is található.*

**Aktív oldali rendelkezésre állás (marginal lending facility):** az **eurorendszer rendelkezésre állásának** egyik formája, amelynek keretében a **partnerkörbe** tartozó hitelintézetek előre megszáított kamatlábon, megfelelő értékpapír-fedezet ellenében egynapos O/N hitelhez juthatnak valamelyik NKB-nál (lásd még **az EKB irányadó kamatai** szócikket).

**Automatizált feldolgozás (straight-through processing – STP):** a kereskedések/fizetési transzferek automatizált, egymáshoz illesztett műveletekből álló feldolgozása, ideértve – adott esetben – az utasítások automatikus megerősítését, összehangolását, előállítását, elszámolását és kiegyenlítését.

**Államháztartás (general government):** az **Integrált Nemzeti Számlák 1995. évi Európai Rendszerében** meghatározott szektor, amely olyan rezidens szereplőkből áll, akik elsősorban egyéni és közösségi fogyasztásra szánt, nem piaci áruk és szolgáltatások előállításával, illetve a nemzeti jövedelem és a vagyon újraelosztásával foglalkoznak. Magában foglalja a központi kormányzatot, a regionális és helyi önkormányzatokat, valamint a társadalombiztosítási alapokat. Nem tartoznak ebbe a körbe a kormányzati tulajdonban lévő, üzleti tevékenységet folytató egységek, például az állami vállalatok.

**Általános Tanács (General Council):** az **Európai Központi Bank (EKB)** egyik döntéshozó testülete, amelyet az EKB elnöke, alelnöke és a **Központi Bankok Európai Rendszerébe** tartozó valamennyi NKB elnöke alkot.

**Árstabilitás (price stability):** az árstabilitás fenntartása az **eurorendszer** elsődleges célja. A **Kormányzótanács** meghatározása szerint akkor beszélünk árstabilitásról, ha az **euroövezetben** a **harmonizált fogyasztóiár-index** éves növekedése 2%-nál alacsonyabb. A Kormányzótanács azt is egyértelművé tette, hogy az árstabilitás fenntartása érdekében az inflációs rátát középtávon 2% alatti, de ahhoz közeli értéken kívánja tartani.

**Betéti rendelkezésre állás (deposit facility):** az **eurorendszer rendelkezésre állása**, amelyet a **partnerkörébe** tartozó hitelintézetek egynapos O/N betétek elhelyezésére vehetnek igénybe, és amely után valamely nemzeti központi bank előre meghatározott kamatot fizet (lásd még **az EKB irányadó kamatai** szócikket).

**Bruttó működési eredmény (gross operating surplus):** a termelési kibocsátás értékén keletkezett többlet (vagy hiány), amelyből már levonták a közbenső fogyasztás költségeit, a munkavállalói jövedelmet, valamint az adók és termelési támogatások különbségét, de amelyben még nem vették figyelembe a pénzügyi és nem termelt eszközök kölcsönzéséhez/bérléséhez vagy tulajdonlásához kapcsolódó bevételeket és kifizetéseket.

**Devizaswap (foreign exchange swap):** egy időben végrehajtott azonnali és határidős tranzakciók, amelyek keretében valamely devizanemet egy másikra váltanak át.

**ECOFIN Tanács (ECOFIN Council):** az Európai Unió gazdasági és pénzügyminisztereinek tanácsa.

**Effektív (nominális/reál) euroárfolyam (effective exchange rate (EER) of the euro (nominal/real):** az **euroövezet** fő kereskedelmi partnereinek valutáival szembeni kétoldalú euroárfolyamok súlyozott átlaga. Az Európai Központi Bank a nomináleffektív euroárfolyam-indexeket a kereskedelmi partnerek két csoportjának valutáihoz viszonyítva teszi közzé: az egyik az EER-21 (amelybe 11 euroövezeten kívüli EU-tagállam és az a 10 főbb kereskedelmi partner tartozik, amely nem tagja az EU-nak), míg a másik az EER-41 (amely az EER-21 tagjaiból és további 20 országból áll).

Az alkalmazott súlyok az adott partnerországoknak az euroövezet külkereskedelmében való részvételét tükrözik, egyszersmind magyarázattal szolgálnak a harmadik piacokon folyó versenyre. A reál-EER-eket úgy kapjuk meg, hogy a nominál-EER-eket defláljuk a külföldi árak vagy költségek hazai árakhoz vagy költségekhez viszonyított súlyozott átlagával. A reál-EER-ek ezért alkalmasak az ár- és költség-versenyképesség mérésére.

**Egyéb pénzügyi közvetítő (other financial intermediary – OFI):** olyan vállalat vagy kvázi vállalat (kivéve a biztosítótársaságokat és nyugdíjpénztárakat), amely főként olyan pénzügyi közvetítéssel foglalkozik, amely nem fizetőeszközhöz, **monetáris pénzügyi intézményen** kívüli intézményi egységektől történő betét- és/vagy betéthelyettesítő-elfogadáshoz kapcsolódó kötelezettségvállalásból erednek. Az OFI-k közé tartoznak különösen azok a vállalatok, amelyek elsősorban hosszú távú finanszírozással foglalkoznak, úgymint pénzügyi lízing, értékpapírosított eszközök tartása, értékpapírok és derivatívák kereskedelme (saját számlára), kockázati tőke és fejlesztési tőke.

**Az EKB irányadó kamatai (key ECB interest rates):** a **Kormányzótanács** által megállapított kamatlábak, amelyek egyben az **Európai Központi Bank** monetáris politikai beállítottságáról is eligazítást adnak. Az irányadó kamatok a következők: az **irányadó refinanszírozási műveletek**, az **aktív oldali rendelkezésre állás** és a **betéti rendelkezésre állás** kamatlábai.

**Elsődleges egyenleg (primary balance):** a kormányzat nettó finanszírozási igénye vagy képessége a konszolidált kormányzati kötelezettségekre fizetett kamatok nélkül.

**Elszámolási kockázat (settlement risk):** annak a kockázata, hogy egy átutalási rendszerben az elszámolás a várt módon nem történik meg, általában azért, mert az egyik fél nem teljesíti egy vagy több elszámolási kötelezettségét. E kockázat lehet működési kockázat, hitelkockázat és likviditási kockázat.

**EONIA, euro egynapos indexátlag (euro overnight index average):** az euro egynapos bankközi piacát meghatározó effektív kamatláb. Kiszámítása a fedezetlen egynapos eurohitel-ügyletekben részt vevő bankok egy csoportja által jelentett kamatlábak átlagának súlyozásával történik.

**ERM-II árfolyam-mechanizmus (exchange rate mechanism II):** az euroövezet országai és az euroövezeten kívüli EU-tagállamok között az árfolyam-politikai együttműködés kereteit lefektető árfolyamrendszer. Az ERM-II egy multilaterális megállapodás rögzített, de kiigazítható középárfolyamokkal és egy  $\pm 15\%$ -os ingadozási sávval. A középárfolyamra és – esetleg – a szűkebb ingadozási sávokra vonatkozó döntéseket közös megegyezéssel hozzák az érintett EU-tagállamok, az euroövezetbeli országok, az **Európai Központi Bank (EKB)** és a mechanizmusban részt vevő többi EU-tagállam. Az ERM-II valamennyi résztvevőjének, ideértve az EKB-t is, jogában áll bizalmas eljárást kezdeményezni a középárfolyamok megváltoztatása céljából (árfolyamátalakítás).

**EURIBOR – euro bankközi kínálati kamatláb (euro interbank offered rate):** az a bankok egy csoportja által jelentett kamat, amelyen az első osztályú bankok eurohitelt hajlandók nyújtani egymásnak. Napi rendszerességgel állapítják meg legfeljebb egyéves futamidejű, különböző lejáratú bankközi betétekre.

**Euroövezet (euro area):** azoknak a tagállamoknak az övezete, amelyek a **Szerződéssel** összhangban bevezették az eurót mint közös valutát. Az euroövezet tagállamai az **Európai Központi Bank Kormányzótanácsának** felelős vezetése alatt egységes monetáris politikát folytatnak. Az euroövezet tagjai jelenleg: Belgium, Németország, Írország, Görögország, Spanyolország, Francia-

ország, Olaszország, Ciprus, Luxemburg, Málta, Hollandia, Ausztria, Portugália, Szlovénia, Szlovákia és Finnország.

**Eurorendszer (Eurosystem):** az **euroövezet** központi bankjainak rendszere, amely az **Európai Központi Bankból** és azon tagállamok NKB-iből áll, amelyek bevezették az eurót.

**Európai Központi Bank, EKB (European Central Bank, ECB):** az EKB az **eurorendszer** és a **Központi Bankok Európai Rendszerének (KBER)** központi intézménye, amely a **Szerződés** 107. cikke (2) bekezdésének értelmében önálló jogi személyiséggel rendelkezik. Az EKB gondoskodik arról, hogy a KBER alapokmánya által az eurorendszerre és a KBER-re ruházott feladatokat saját tevékenységének keretében vagy az NKB-kon keresztül végrehajtsák. Az EKB irányító testületei a **Kormányzótanács** és az **Igazgatóság**, valamint harmadik döntéshozó szervként az **Általános Tanács**.

**Európai Monetáris Intézet (European Monetary Institute – EMI):** 1994. január 1-jén, a **Gazdasági és Monetáris Unió** második szakaszának kezdetén létrehozott átmeneti intézmény. Az Európai Központi Bank 1998. június 1-jei megalapítását követően felszámolták.

**Értékpapír-elszámolási rendszer (ÉER) (securities settlement system – SSS):** értékpapír-tranzakciók elszámolására szolgáló átutalási rendszer. Magában foglalja az értékpapír-kereskedelem elszámolásához és kiegyenlítéséhez szükséges valamennyi intézményi feltételt, valamint az értékpapír-megőrzési szolgáltatásokról való gondoskodást.

**Értékpapírosítás (securitisation):** pénzügyi eszközök, például lakáscélú jelzálogkölcsonök összevonása közös portfólióba, majd ezt követő eladása egy céltársaságnak, amely azután befektetőknél való eladás céljából rögzített kamatozású értékpapírt bocsát ki. Az ilyen értékpapírok tőkeösszege és kamata a fedezeti pénzügyi eszközök portfóliójából származó cash-flow-tól függ.

**Fedezet (collateral):** felvett hitel visszafizetéséhez garanciaként odaigért vagy másként átadott eszközök (pl. a **hitelintézetek** jegybanknál elhelyezett eszközei), illetve **visszavásárlási megállapodás** keretében (pl. hitelintézetek által a jegybanknak) eladott eszközök.

**Finomhangoló művelet (fine-tuning operation):** az **eurorendszer** által végrehajtott **nyíltpiaci művelet**, amelynek célja a váratlan piaci likviditásingadozások ellensúlyozása. A finomhangoló műveletek gyakorisága és lejárata tekintetében nincs egységes szabályozás.

**Fizetési mérleg (balance of payments, b.o.p.):** statisztikai kimutatás, amely összegzi egy gazdaságnak a külfölddel adott időszakban lebonyolított gazdasági ügyleteit. Ide tartoznak az árukkal, szolgáltatásokkal és jövedelemmel kapcsolatos ügyletek; a külfölddel szembeni pénzügyi követelést vagy kötelezettséget magukban foglaló tranzakciók; továbbá a transzferek (pl. az adósság-elengedés).

**Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) (Economic and Monetary Union – EMU):** a közös valuta, az euro bevezetéséhez, az **euroövezet** egységes monetáris politikájához, valamint az EU-tagállamok gazdaságpolitikájának összehangolásához vezető folyamat, amely a **Szerződésben** foglaltak alapján három lépésben valósult meg. A harmadik, utolsó szakasz 1999. január 1-jén vette kezdetét, amikor bevezették az eurót, a tagállamok pedig az **Európai Központi Bankra** ruházták a monetáris politika feletti illetékességet. A GMU létrehozása a 2002. január 1-jei készpénzcserével fejeződött be.



**Gazdasági és Pénzügyi Bizottság (Economic and Financial Committee – EFC):** a Közösség tanácsadó testülete, amely az **ECOFIN Tanács** és az Európai Bizottság munkájának előkészítésében játszik szerepet. Feladatai közé tartozik a tagállamok és a Közösség gazdasági és pénzügyi helyzetének áttekintése, valamint a költségvetési felügyelet.

**Harmonizált fogyasztóiár-index (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP):** a fogyasztói árak alakulásának az Európai Unió valamennyi tagállama között harmonizált mérőszáma, amelyet az Eurostat állít össze.

**Hitelderivatíva (credit derivative):** olyan pénzügyi eszköz, amely elválasztja a **hitelkockázatot** egy annak alapját képező pénzügyi tranzakciótól, lehetővé téve a hitelkockázat külön történő árazását és átruházását.

**Hitelintézet (credit institution):** i) olyan vállalkozás, amely a nagyközönségtől betéteket vagy más visszafizetendő eszközöket fogad el, illetve saját számlájára hiteleket nyújt; vagy ii) bármely, az i) pontba nem sorolható vállalkozás vagy egyéb jogi személy, amely elektronikus pénz formájában fizetőeszközt bocsát ki.

**Hitelkockázat (credit risk):** annak a kockázata, hogy egy **partner** nem egyenlíti ki maradvéktaul valamely kötelezettségét akár esedékességkor, akár azt követően. Hitelkockázat a helyettesítésköltség-kockázat és a tőkekockázat, de ide tartozik az elszámoló bank mulasztása is.

**Hitelviszonyt megtestesítő értékpapír (debt security):** ígéret, amelyet az értékpapír-kibocsátó (azaz a hitelfelvevő) tesz az értékpapír-tulajdonosnak (azaz a hitelezőnek) arra, hogy egy meghatározott jövőbeli időpontban vagy időpontokban egy vagy több kifizetést teljesít számára. Kamatlába általában meghatározott (kupon), illetve értékesíthetik a lejáratkor érte fizetendő összeghez képest alacsonyabb áron is. Az éven túli lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat hosszú lejáratúnak tekintik.

**Hosszabb távú refinanszírozási művelet (longer-term refinancing operation):** Rendszeres, az **eurendszer** által **penziós ügyletek** formájában végrehajtott **nyíltpiaci művelet**. Havi tenderek keretében hajtják végre, rendszerint három hónapos lejáratú idővel.

**Igazgatóság (Executive Board):** az **Európai Központi Bank (EKB)** egyik döntéshozó testülete. Tagja az EKB elnöke és alelnöke, valamint az eurót bevezetett tagállamok állam- illetve kormányfőinek egyetértésével kinevezett négy további tag.

**Implikált volatilitás (implied volatility):** az eszközárváltozás (pl. részvényé vagy kötvényé) ütemének várható ingadozása (vagyis szórása). Az adott eszköz árából, **opcióinak** lejáratú idejéből és érvényesítési árából, valamint kockázatmentes megtérülési rátájából számítható ki különféle opcióárazási modellek, mint például a Black–Scholes-modell segítségével.

**Integrált Nemzeti Számlák 1995. évi Európai Rendszere (European System of Accounts 1995 – ESA 95):** makrogazdasági számlák átfogó, integrált rendszere, amely nemzetközileg elfogadott statisztikai alapelveken, meghatározásokon, besorolásokon és számviteli szabályokon alapul. Az ESA 95 célja az EU-tagállamok gazdasági helyzetének harmonizált, számszerű leírása. Az ESA 95 nem más, mint az 1993. évi System of National Accounts (SNA 93) Európai Közösségekre szabott változata.

**Irányadó refinanszírozási művelet (main refinancing operation):** rendszeres **nyíltpiaci művelet**, amelyet az **eurolrendszer penziós ügyletek** formájában hajt végre. Heti tenderek keretében, rendszerint egyhetes lejáratú idővel kerül rájuk sor.

**Kormányzótanács (Governing Council):** az **Európai Központi Bank (EKB)** legfőbb döntéshozó testülete. Tagjai: az EKB **Igazgatóságának** valamennyi tagja, továbbá azon tagállamok NKB-inak elnökei, amelyek bevezették az eurót.

**Kötelező tartalék (reserve requirement):** az a minimális tartalék, amelyet egy adott **hitelintézet** az **eurolrendszer**nél köteles elhelyezni egy előre megszabott időtartam alatt. A követelmény betartását a **tartalékperiódus** átlagos napi egyenlegeinek ellenőrzésével vizsgálják.

**Kötvénypiac (bond market):** az a piac, amelyen hosszabb lejáratú, **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat** bocsátanak ki, illetve ezekkel kereskednek.

**Közgazdasági elemzés (economic analysis):** az **Európai Központi Bank árstabilitási** kockázatokra vonatkozó átfogó elemzésének egyik pillére, amely a **Kormányzótanács** monetáris politikai döntéseinek alapját képezi. A közgazdasági elemzés főként az aktuális gazdasági és pénzügyi folyamatokra, továbbá a bennük rejlő rövid és középtávú kockázatokra összpontosít az áruk, a szolgáltatások és a tényezők piacának kínálata és kereslete közötti kölcsönhatás szemszögéből. Az elemzés során gondosan ügyelnek arra, hogy feltárják a gazdaságot érő sokkok jellegét, azoknak a költségekre és az árképzésre gyakorolt hatásait, valamint a gazdaságba történő begyűrűzésüket rövid és középtávon (lásd még a **monetáris elemzés** szócikket).

**Központi Bankok Európai Rendszere (KBER) (European System of Central Banks – ESCB):** az **Európai Központi Bank (EKB)** és mind a 27 EU-tagállam NKB-inak együttese. Az **eurolrendszer** tagjain kívül tehát azon tagállamok nemzeti központi bankjai is beletartoznak, amelyek még nem vezették be az eurót. Az KBER irányító testületei az EKB **Kormányzótanácsa** és **Igazgatósága** valamint az EKB harmadik döntéshozó testületeként az EKB **Általános Tanácsa**.

**Központi bankok levelező banki modellje (LBM) (correspondent central banking model, CCBM):** az **eurolrendszer** által azzal a céllal alapított mechanizmus, hogy lehetővé tegyék a **partnerek** számára az elfogadható eszközök határokon átnyúló használatát. Az LBM-ben az NKB-k letéti bankként működnek egymás számára. Minden egyes NKB-nak az értékpapír-kezelésében van egy értékpapírszámla minden egyes másik NKB számára (valamint az **Európai Központi Bank** számára).

**Központi értéktár (central securities depository – CSD):** olyan szerv, amely i) lehetővé teszi az értékpapírügyletek könyvelési tételként való feldolgozását, és ii) aktív szerepet játszik az értékpapír-kibocsátások integritásának biztosításában. Az értékpapírok őrzése történhet fizikai (de elmozdíthatatlan) vagy dematerializált formában (vagyis csupán elektronikus nyilvántartásban).

**Központi kormányzat (central government):** az **Integrált Nemzeti Számlák 1995. évi Európai Rendszerében** meghatározott kormányzat, a regionális és helyi önkormányzatok kivételével (lásd még az **államháztartás** szócikket).

**Központi szerződő fél (central counterparty):** egy vagy több pénzügyi piacon kereskedett szerződések **partnerei** között valamennyi eladóval szemben vevőként, illetve valamennyi vevővel szemben eladóként fellépő közbeiktatott szereplő.

**Működőtőke-befektetés (direct investment):** olyan határokon átnyúló ügylet, amelynek célja tartós befolyás (a gyakorlatban a törzsrészesvények vagy szavazati jogok legalább 10%-os tulajdonjogának) megszerzése valamely más országban rezidens vállalkozásban. Magában foglalja a részvénytőkét, az újra befektetett jövedelmet, valamint a vállalatközi műveletekhez kapcsolódó egyéb tőkét.

**Lisszaboni stratégia (Lisbon strategy):** strukturális reformok átfogó programja, amelynek célja, hogy az EU „a legdinamikusabb és legversenyképesebb tudásalapú gazdasággá váljon a világon”. A stratégiát 2000-ben az Európai Tanács lisszaboni ülésén fogadták el.

**M1:** a szűk értelemben vett monetáris aggregátum, amely a forgalomban levő készpénzből, valamint az **MPI**-knél és a **központi kormányzat**nál (pl. posta vagy államkincstár) elhelyezett egynapos O/N betétek állományából tevődik össze.

**M2:** a közbenső monetáris aggregátum, amely az **M1**-ből, a legfeljebb három hónapos, felmondható betétekből (azaz rövid lejáratú takarékbetétekből), valamint az **MPI**-knél és a **központi kormányzat**nál elhelyezett legfeljebb kétéves (azaz rövid lejáratú) betétekből áll.

**M3:** a széles értelemben vett monetáris aggregátum, amely az **M2**-ből és a piacképes eszközökből, nevezetesen a **visszavásárlási megállapodások**ból, a **pénzpiaci** alapok befektetési jegyeiből, valamint az **MPI**-k által kibocsátott, legfeljebb kétéves lejáratú, **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokból** áll.

**Az M3 növekedésének referenciaértéke (reference value for M3):** az **M3** monetáris aggregátum középtávú éves növekedésének az az üteme, amely mellett fenntartható az **árstabilitás**. Jelenleg az **M3** éves növekedésének referenciaértéke 4½%.

**Minimális ajánlati kamat (minimum bid rate):** a kamatlábaknak az alsó határa, amelyre a **partner**körbe tartozó hitelintézetek a változó kamatú tender keretében ajánlatot tehetnek.

**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 segítségével a pénzeszközök és az árak közötti, hosszabb időhorizonton fennálló szoros kapcsolat fényében lehet értékelni az infláció közép- és hosszú távú alakulását. A pénzmennyiség-mutatókkal jelzett folyamatok széles skáláját vizsgálja, így az **M3** összetevőinek, illetve az **M3**-on kívüli eszköz- és forrásoldali aggregátumoknak az alakulását, nevezetesen a hiteleket és a többletlikviditás különféle mérőszámait (lásd még a **közgazdasági elemzés** szócikket).

**Monetáris jövedelem (monetary income):** az **eurorendszer** monetáris politikai feladatköréből adódó, NKB-knak járó bevétel, amelyet a **Kormányzótanács** által meghatározott irányelvek szerinti eszközökből különítenek el. Összege megegyezik a forgalomban levő bankjegyekkel, valamint a **hitelintézetek** jegybanki betéteivel szemben fennálló eszközök bevételeivel.

**MPI-k (monetáris pénzügyi intézmények (MFIs – monetary financial institutions):** együttesen az **euroövezet** pénzkibocsátó szektorát alkotó pénzügyi intézmények. Magukban foglalják az **eurorendszert**, a közösségi jog meghatározása szerint rezidens **hitelintézeteket** és minden olyan rezidens pénzügyi intézményt, amely **MPI**-nek nem minősülő szervezetektől betéteket, illetve betét-helyettesítőket fogad el, továbbá saját számlájára (legalábbis gazdasági értelemben) hiteleket nyújt, illetve értékpapírokba fektet be. Ezen utolsó csoportba elsősorban a **pénzpiaci** alapok tartoznak.

**MPI-kamatok (MFI interest rates):** azok a kamatlábak, amelyeket a rezidens **hitelintézetek** és egyéb **MPI-k** (a központi bankok és a **pénzpiaci** alapok kivételével) az **euroövezet** rezidens háztartásainak és nem pénzügyi vállalatainak euróban denominált betéteire és hiteleire alkalmazzák.

**MPI-k euroövezetbeli rezidenseknek nyújtott hitelei (MFI credit to euro area residents):** az MPI-k által az **euroövezet** nem MPI rezidenseinek (köztük az **államháztartásnak** és a magánszférának) nyújtott hitelek, valamint az MPI-k tulajdonában levő, az euroövezet nem MPI rezidensei által kibocsátott értékpapírok (részvények, továbbá egyéb tulajdonjogot, illetve **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok**).

**MPI-k hosszabb lejáratú pénzügyi kötelezettségei (MFI longer-term financial liabilities):** összetevői: két évnél hosszabb lejáratú betétek, három hónapnál hosszabb lejáratú felmondható betétek, az **euroövezeti MPI-k** által kibocsátott, két évnél hosszabb eredeti lejáratú, **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok**, valamint az euroövezet MPI-szektorának tőke- és tartalékkállománya.

**MPI-k nettó külföldi eszközei (MFI net external assets):** az **euroövezet MPI-szektorának** külföldi eszközei (úgy mint arany, bankjegyek és pénzermék külföldi valutában, euroövezeten kívüli rezidensek által kibocsátott értékpapírok, euroövezeten kívüli rezidenseknek nyújtott hitelek) az euroövezetbeli MPI-k külföldi kötelezettségei (euroövezeten kívüli rezidensek bankbetétei és **viszszavásárlási megállapodásai**, **pénzpiaci** alapok befektetési jegyei, az MPI-k által kibocsátott, legfeljebb két éves lejáratú, **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok**) nélkül.

**MPI-szektor konszolidált mérlege (consolidated balance sheet of the MFI sector):** ezt a mérleget úgy kapjuk meg, hogy a monetáris pénzügyi intézmények (**MPI-k**) aggregált mérlegét nettósítjuk az intézményközi pozíciókkal (azaz az MPI-k egymás közötti hiteleivel és betéteivel). A mérlegben statisztikai adatok találhatóak az MPI-szektor eszköz- és kötelezettségállományáról az **euroövezet** MPI-szektoron kívüli rezidenseivel (vagyis az **államháztartással** és az euroövezet egyéb rezidenseivel), illetve az euroövezeten kívüli rezidensekkel szemben. A monetáris aggregátumok kiszámításának legfőbb statisztikai forrása, az **M3**-on kívüli eszköz- és forrásoldali aggregátumok rendszeres elemzésének alapja.

**Nem pénzügyi vállalatok finanszírozási rése (financing gap of non-financial corporations):** a finanszírozási rés a (visszatartott nyereség és az értékcsökkenési leírások révén keletkezett) vállalati megtakarítások és a nem pénzügyi vállalatok nem pénzügyi befektetéseinek egyenlegéként határozható meg. A finanszírozási rés meghatározható a pénzügyi számlák alapján is, a nem pénzügyi vállalatok nettó pénzügyieszköz-vásárlásai és nettó kötelezettség-felmerülései közötti egyenlegként. A statisztikai források különbözőségei miatt a két mutató között statisztikai eltérések vannak.

**Nem pénzügyi vállalatok külső forrásbevonásának (reál)költsége (cost of the external financing of non-financial corporations):** az a költség, amely a nem pénzügyi vállalatoknál külső források bevonásakor merül fel. Az **euroövezeti** vállalatok esetében a banki hitel költségének, a **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok** költségének és a tőkeköltségnek a súlyozott átlagaként számítják ki a kihelyezett (értékelési hatással kiigazított) állomány alapján, az inflációs várakozásokkal deflálva.

**Nemzetközi befektetési pozíció, külfölddel szembeni befektetési pozíció, külföldi eszközök nettó pozíciója (international investment position – i.i.p.):** a gazdaság nettó pénzügyi követeléseinek (vagy kötelezettségeinek) a külfölddel szembeni értéke és összetétele.

**Nyíltpiaci művelet (open market operation):** valamely pénzügyi piacon a központi bank kezdeményezésére végrehajtott művelet. Céljukat, rendszerességüket és eljárásrendjüket tekintve az **eurorendszer** nyíltpiaci műveletei négy kategóriába sorolhatók: **irányadó refinanszírozási műveletek**; **hosszabb távú refinanszírozási műveletek**; **finomhangoló műveletek** és strukturális műveletek. Az alkalmazott eszközök tekintetében az eurorendszer legfőbb nyíltpiaci eszköze a penziós ügylet, amely a felsorolt valamennyi kategóriában alkalmazható. A **penziós ügyletek** mellett strukturális műveletek keretében hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kibocsátása és végleges (outright) ügyletek végrehajtása is lehetséges, finomhangoló műveletekhez kapcsolódóan pedig végleges (outright) ügyletek és **devizaswapok** végrehajtása, valamint rögzített futamidejű betétek gyűjtése is megengedett.

**Opció (option):** olyan pénzügyi eszköz, amely tulajdonosát egy bizonyos eszköz (pl. kötvény vagy részvény) meghatározott időpontban vagy időpontig (az ún. érvényesítési vagy lejáratú időben vagy időig), előre megállapított (ún. érvényesítési vagy kötési) árfolyamon történő megvételére vagy eladására jogosítja, de nem kötelezi erre.

**Partner (counterparty):** valamely pénzügyi tranzakció másik résztvevője (pl. egy központi bank bármelyik ügyfele).

**Penziós ügylet (reverse transaction):** olyan művelet, amelynek során a központi bank **visszavásárlási megállapodás** keretében eszközöket vásárol vagy ad el, illetve **fedezet** ellenében hitelt nyújt, vagy vesz fel.

**Pénzpiac (money market):** rövid lejáratú pénzeszközök kibocsátásának, befektetésének és kereskedelmének piaca, amelyen rendszerint legfeljebb egyéves eredeti lejáratú instrumentumokkal hajtanak végre tranzakciókat.

**Pénzügyi stabilitás (financial stability):** olyan állapot, amelyben a – pénzügyi közvetítőket, piacokat és piaci infrastruktúrát magában foglaló – pénzügyi rendszer képes ellenállni a sokkoknak és pénzügyi egyensúlyhiányoknak, mérsékelve ezáltal a valószínűségét a pénzügyi közvetítési folyamat olyan megszakításainak, amelyek elég súlyosak ahhoz, hogy jelentősen hátrányos befolyással legyenek a megtakarítások nyereséges befektetési lehetőségekre történő felhasználására.

**Piaci kockázat (market risk):** a piaci árak mozgásából eredő veszteségek kockázata (mérlegen belüli és mérlegen kívüli pozíciókban egyaránt).

**Piaci likviditási kockázat (liquidity risk):** annak a kockázata, hogy nem lehet, illetve hogy a nem megfelelő piaci mélység vagy valamilyen piaci fennakadás miatt csak a vártnál rosszabb feltételekkel lehet pénzügyi piaci ügyletet kötni.

**Portfóliobefektetés (portfolio investment):** **euroövezet**beli rezidensek nettó ügyletei, illetve pozíciói (eszközök) az euroövezeten kívüli rezidensek által kibocsátott értékpapírok vonatkozásában, valamint az euroövezeten kívüli rezidensek nettó ügyletei, illetve pozíciói (források) az euroövezeti rezidensek által kibocsátott értékpapírok vonatkozásában. Ide tartoznak a tulajdonjogot, valamint a **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok** (kötvények, váltók és pénzpiaci instrumentumok), nem soroljuk azonban ide a **közvetlen befektetéseket** és a tartalékeszközöket.

**Prognózis (projections):** évente négy alkalommal elvégzett munka végterméke, amelyben a szakértők megkísérlik felvázolni az **euroövezet** lehetséges jövőbeli makrogazdasági folyamatait.

Az **eurolrendszer** szakértői prognózisát júniusban és decemberben, az **Európai Központi Bank (EKB)** szakértői prognózisát márciusban és szeptemberben teszik közzé. Mindkettő az EKB monetáris politikai stratégiájának pillérét alkotó **közgazdasági elemzés** része, tehát azokhoz az információkhoz tartozik, amelyek alapján a **Kormányzótanács** az **árstabilitást** övező kockázatokat értékeli.

**Rendelkezésre állás (standing facility):** a központi bank egyik szolgáltatása, amelyet a partnerek saját kezdeményezésre vehetnek igénybe. Az **eurolrendszer** az egynapos rendelkezésre állás kétféle módját alkalmazza: az **aktív oldali rendelkezésre állást** és a **betéti rendelkezésre állást**.

**Rendszerkockázat (systemic risk):** annak a kockázata, hogy amennyiben az egyik résztvevő nem tudja teljesíteni kötelezettségeit egy rendszerben, ez másokat is megakadályoz abban, hogy kötelezettségeiknek esedékességkor eleget tegyenek, és ennek olyan átglyűrűző hatásai lehetnek, mint jelentős likviditási és hitelproblémák, amelyek veszélyeztethetik a pénzügyi rendszer stabilitását. A képességnek ezt a hiányát okozhatják működési vagy pénzügyi problémák.

**Részvénytőkepiac (equity market):** az a piac, ahol **részvény**kibocsátás és -kereskedés folyik.

**Stabilitási és Növekedési Paktum (Stability and Growth Pact):** a Stabilitási és Növekedési Paktummal a döntéshozók célja az volt, hogy a tagállamok államháztartása a **Gazdasági és Monetáris Unió** harmadik szakaszában is rendezett maradjon, ezzel is javítva az **árstabilitást**, továbbá a foglalkoztatottság növelését lehetővé tevő gyors, fenntartható gazdasági növekedés feltételeit. Ennek érdekében a paktum kiköti, hogy a tagállamoknak középtávú költségvetési célokat kell kitűzniük. Ezen túlmenően konkrét rendelkezések találhatók benne a **túlzottdeficit-eljárásról**. A paktum az Európai Tanács amszterdami ülésén a Stabilitási és Növekedési Paktumról hozott 1997. június 17-i állásfoglalásából és két tanácsi rendeletről áll: i) a 2005. június 27-i 1055/2005/EK rendelettel módosított 1997. július 7-i 1466/97/EK rendelet a költségvetési egyenleg felügyeletének, valamint a gazdaságpolitikák felügyeletének és összehangolásának megerősítéséről; valamint ii) a 2005. június 27-i 1056/2005/EK rendelettel módosított 1997. július 7-i 1467/97/EK rendelet a túlzott hiány esetén követendő eljárás végrehajtásának felgyorsításáról és pontosításáról. A paktumot kiegészíti az **ECOFIN Tanács**nak a „Stabilitási és Növekedési Paktum végrehajtásának javításáról” (Improving the implementation of the Stability and Growth Pact) című jelentése, amelyet az Európai Tanács 2005. március 22-én és 23-án Brüsszelben tartott ülésén hagyott jóvá. Ezt egészítette ki „A Stabilitási és Növekedési Paktum megvalósításának konkrétumai és iránymutatás a stabilitási és konvergenciaprogramok formai és tartalmi jellemzőiről” (Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes) címmel az új magatartási kódex, amelyet az ECOFIN Tanács 2005. október 11-én hagyott jóvá.

**Szerződés (Treaty):** az Európai Közösséget létrehozó szerződés (vagy Római Szerződés). A Szerződés több ízben módosult, a módosító dokumentumok közül kiemelkedik az Európai Unióról szóló szerződés (vagy Maastrichti szerződés), amelyben lefektették a **Gazdasági és Monetáris Unió** alapjait, és ebbe foglalták a **KBER** alapokmányát is.

**Tagjelölt országok (candidate countries):** azok az országok, amelyeknek az EU-tagsági kérelmét az EU elfogadta. Horvátországgal és Törökországgal 2005. október 3-án kezdődtek meg a csatlakozási tárgyalások, míg Macedónia Volt Jugoszláv Köztársasággal még nem kezdtek el tárgyalni.

**TARGET (transzeurópai automatizált valós idejű bruttó elszámolási rendszer) (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system):** az euro valós idejű bruttó elszámolási rendszere (VIBER).

**TARGET2:** a TARGET-rendszer új generációja, amelyben a korábbi decentralizált technikai struktúrát egyetlen közös platform váltja fel, egységes szolgáltatással és tarifarendszerrel.

**Tartalékalap (reserve base):** azon mérlegtételek (elsősorban passzívák) összege, amelyek alapján az egyes hitelintézetekre vonatkozó kötelező tartalékot számítják.

**Tartalékperiódus, tartalékolási időszak (maintenance period):** az az időszak, amelyre kiszámítják, hogy egy adott hitelintézet eleget tett-e tartalékképzési kötelezettségének. A tartalékperiódus a Kormányzótanács azon ülését követő első irányadó refinanszírozási művelet teljesítési napján kezdődik, amelyre a monetáris politikai irányvonal havi értékelését ütemezték. Az Európai Központi Bank előzetesen, legalább három hónappal az évkezdet előtt nyilvánosságra hozza a tartalékolási időszakok naptárát.

**Tartalékráta (reserve ratio):** a központi bank által a tartalékalapban szereplő mérlegtételek egyes kategóriáira megadott ráta. Ez alapján számítják ki a kötelező tartalékot.

**Tulajdonjogot megtestesítő értékpapírok (részvények) (equities):** vállalati üzletrésztulajdont megtestesítő értékpapírok. Ide tartoznak a tőzsdén forgó részvények (jegyzett részvények), a tőzsdén kívüli részvények és a tulajdonjogot megtestesítő egyéb értékpapírok. Általában a tulajdonjogot megtestesítő értékpapírok osztalék formájában jövedelmet termelnek.

**Túlzottdeficit-eljárás (excessive deficit procedure):** a Szerződés 104. cikke és a túlzott hiány esetén követendő eljárásról szóló 20. jegyzőkönyv költségvetési fejeletet író elő az EU-tagállamok számára, egyszersmind meghatározza azokat a költségvetési pozíciókat, amelyek mellett a deficit túlzottnak tekintendő, továbbá szabályozza, hogy milyen intézkedéseket kell tenni, ha megállapították, hogy nem teljesülnek a költségvetési egyensúlyra vagy az államadósságra vonatkozó előírások. Ezt kiegészíti a túlzott hiány esetén követendő eljárás végrehajtásának felgyorsításáról és pontosításáról szóló és a Stabilitási és Növekedési Paktum részét képező 1997. július 7-i 1467/97/EK tanácsi rendelet (amelyet a Tanács 2005. június 27-i 1056/2005/EK rendelete módosított).

**Valós idejű bruttó elszámolási rendszer (VIBER) (real-time gross settlement system – RTGS):** olyan elszámolási rendszer, amelyben a megbízások feldolgozása és elszámolása megbízásonként (tehát nettósítás nélkül), valós időben (azaz folyamatosan) történik (lásd még a TARGET szócikket).

**Vállalati nyereségesség (corporate profitability):** a vállalatok jövedelmezőségének mérőszáma, amely elsősorban a forgalom, az eszközállomány és a saját tőke alakulását mutatja. A vállalati nyereségességet többféle, a vállalat pénzügyi kimutatásain alapuló viszonyszámmal lehet mérni. Ide tartozik a működési nyereségnek (forgalom mínusz működési ráfordítás) a forgalomhoz viszonyított aránya, a nettó bevételnek (adózott működési és nem működési bevétel, értékcsökkenés és rendkívüli tételek) a forgalomhoz viszonyított aránya, az eszközmegtérülés (amely a nettó bevétel és a teljes eszközállomány között teremt összefüggést) és a tőkemegtérülés (amely pedig a nettó bevételt és a részvénytőkét kapcsolja össze). Makrogazdasági szinten gyakran a nemzeti számlák alapján számított bruttó működési többletet használják a nyereségesség mérésére, például a GDP-vel vagy a hozzáadott értékkel összefüggésben.

**Vállalatirányítás (corporate governance):** azok a szabályok, eljárások és folyamatok, amelyek segítségével egy szervezetet irányítanak és ellenőriznek. A vállalatirányítási struktúra határozza meg a jogok és a felelőségek megosztását a szervezet különféle szereplői, például az igazgatótanács, a menedzsment, a részvényesek és az egyéb üzletrész-tulajdonosok között, és állapítja meg a döntéshozatal szabályait és eljárásrendjét.

**Viszonyítási portfólió (benchmark portfolio):** a befektetésekhez kapcsolódó azon referenciaportfólió vagy -mutató, amelyet a befektetés likviditására, kockázatára és hozamára vonatkozó célkitűzés alapján állítanak össze. A viszonyítási portfólió a tényleges portfólió teljesítményének kiértékelésére szolgál.

**Visszavásárlási megállapodás (repurchase agreement):** értékpapírok eladásáról és későbbi, meghatározott időpontban és meghatározott áron történő visszavásárlásáról szóló szerződés, más néven „repo”.



