



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

1998 - 2008

HAVI JELENTÉS  
AZ EKB FENNÁLLÁSÁNAK 10. ÉVFORDULÓJA



EURÓPAI KÖZPONTI BANK  
AZ ELSŐ TÍZ ÉV





EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER



Az EKB 2008.  
évi kiadványain  
a 10 eurós bankjegy  
egy motívuma  
látható.



## HAVI JELENTÉS AZ EKB FENNÁLLÁSÁNAK 10. ÉVFORDULÓJA



© Európai Központi Bank (2008)

**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

*Felelős kiadó: az EKB Igazgatósága.  
A fordítások elkészítése és kiadása a  
nemzeti központi bankok feladata.*

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

**Fotók:**

ESKQ  
EUMETSAT  
Claudio Hils  
Martin Joppen

*A statisztikai adatgyűjtés lezárásának  
időpontja e szám esetében:  
2008. április 9.*

ISSN 1830-0073 (elektronikus formában)



## TARTALOM

<b>ELŐSZÓ</b>	<b>5</b>	Keretes írások:	
<b>TÖRTÉNELMI HÁTTÉR</b>	<b>8</b>	1 Az euroövezet gazdaságának modellezése	<b>36</b>
<b>BEVEZETÉS</b>	<b>11</b>	2 Az EKB által alkalmazott kulcsfontosságú kommunikációs eszközök és csatornák	<b>50</b>
<b>AZ EUROÖVEZET INTÉZMÉNYRENDSZERE ÉS MŰKÖDÉSE</b>	<b>21</b>	3 Az eurorendszer fedezeti rendszere	<b>54</b>
<b>AZ EKB MONETÁRIS POLITIKAI STRATÉGIÁJA ÉS ANNAK MEGVALÓSÍTÁSA</b>	<b>33</b>	4 A monetáris politika transzmissziós mechanizmusa	<b>59</b>
<b>GAZDASÁGPOLITIKAI KIHÍVÁSOK ÉS A BŐVÍTÉS</b>	<b>65</b>	5 A tartós infláció és a bérdinamikát meghatározó tényezők	<b>80</b>
<b>AZ EURO HATÁSA A KERESKEDELEMRE ÉS A TŐKEÁRAMLÁSRA ÉS NEMZETKÖZI SZEREPE</b>	<b>89</b>	6 Az EKB pénzügyi fejlődéssel kapcsolatos munkájának előzetes eredményei	<b>104</b>
<b>PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ</b>	<b>101</b>	7 A fogyasztói árak harmonizált indexének szerepe	<b>135</b>
<b>PÉNZÜGYI STABILITÁS ÉS FELÜGYELET</b>	<b>117</b>		
<b>STATISZTIKA</b>	<b>133</b>		
<b>EUROBANKJEGYEK – AZ INTEGRÁCIÓ KÉZZELFOGHATÓ JELKÉPEI</b>	<b>139</b>		
<b>ZÁRÓ KÖVETKEZTETÉSEK</b>	<b>145</b>		
<b>MELLÉKLET</b>			
Az euroövezeti statisztikai adatok 10 éve – más fő gazdasági térségekével összehasonlítva	<b>149</b>		

## RÖVIDÍTÉSEK JEGYZÉKE

### Országok

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

### Egyéb

BIS	Nemzetközi Fizetések Bankja ( <i>Bank for International Settlements</i> )
b.o.p.	Fizetési mérleg ( <i>balance of payments</i> )
BPM5	IMF Fizetési mérleg kézikönyve (5. kiadás)
CD	letéti jegy ( <i>certificate of deposit</i> )
c.i.f.	költség, biztosítás és fuvardíj az importőr ország határán ( <i>cost, insurance and freight at the importer's border</i> )
CPI	fogyasztóiár-index ( <i>Consumer Price Index</i> )
EER	effektív árfolyam ( <i>effective exchange rate</i> )
EKB	Európai Központi Bank
EMI	Európai Monetáris Intézet
ESA 95	A nemzeti számlák európai rendszere (ESA 1995) ( <i>European System of Accounts 1995</i> )
EU	Európai Unió
EUR	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
HWWI	Hamburg Institute of International Economics
HICP	harmonizált fogyasztóiár-index ( <i>Harmonised Index of Consumer Prices</i> )
ILO	Nemzetközi Munkaügyi Szervezet ( <i>International Labour Organisation</i> )
IMF	Nemzetközi Valutaalap ( <i>International Monetary Fund</i> )
KBER	Központi Bankok Európai Rendszere
MPI	monetáris pénzügyi intézmény ( <i>monetary financial institution – MFI</i> )
NACE Rev. 1	az Európai Közösség nemzeti központi bankjai által alkalmazott statisztikai osztályozási rendszer
NKB	nemzeti központi bank
OECD	Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet ( <i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i> )
PPI	termelőiár-index ( <i>Producer Price Index</i> )
SITC Rev. 4	Általános Nemzetközi Kereskedelmi Osztályozási Rendszer ( <i>Standard International Trade Classification, Revision 4</i> )
ULCM	feldolgozóipar fajlagos munkaerőköltsége ( <i>unit labour costs in manufacturing</i> )
ULCT	nemzetgazdaság fajlagos munkaerőköltsége ( <i>unit labour costs in the total economy</i> )

**A közösségi gyakorlatnak megfelelően a jelentés az uniós tagországok neveinek felsorolásánál a nemzeti nyelvek szerinti országnevek ábécérendjét követi**

## ELŐSZÓ



Az Európai Központi Bankot (EKB) 1998. június 1-jén alapították. Az EKB Európa 1999 januárjában bevezetett közös valutájáért, az euróért felelős független központi bank. Egy országcsoport közös valutája életképtelen közös központi bank, valamint a valutaunióban részt vevő országok központi bankjainak közös rendszere nélkül. Ezért bízták meg az EKB-t, valamint az őt és az Európai Unió (EU) tagállamainak központi bankjait tömörítő Központi Bankok Európai Rendszerét (KBER) az árak stabilan tartásának és az euro hitelessége megóvásának feladatával.

1998 májusában az Európai Tanács az európai integráció történetének egyik legnagyobb horderejű döntését hozta meg: az EU vezetői megállapították, hogy tizenegy tagállam teljesítette az euro bevezetésének feltételeit. A mérföldkőnek számító döntés a KBER intézményrendszerét létrehozó Maastrichti Szerződésig nyúlik vissza, amelyet 1992-ben írtak alá. A Szerződés a monetáris politikát nemzetek fölötti szintre emelte, és mindenféle nyomásgyakorlás

– beleértve a kormányzatit is – alól kivonta, biztosítva ezzel az EKB teljes függetlenségét. Felruházta továbbá a bankot a bankjegykibocsátás engedélyezésének kizárólagos jogával.

A Maastrichti Szerződés ratifikálásakor a nemzeti parlamentek abból a feltevésből indultak ki, hogy idővel az unió valamennyi tagállama bevezeti az eurót, így a KBER fogja majd ellátni a közös valutához fűződő összes feladatot. Addig azonban a KBER-tag központi bankok egy szűkebb csoportja – az EKB-t és az euroövezeti jegybankokat tömörítő „eurorendszer” – játssza majd a kulcsszerepet. Az eurorendszer fő döntéshozó szerve az EKB Kormányzótanácsa, amely a bank Igazgatóságának hat tagjából, valamint az euroövezet nemzeti központi bankjainak (NKB) elnökeiből áll.

Az EKB Kormányzótanácsa 2% alatti pozitív inflációs rátaként definiálta az árstabilitást, továbbá kinyilvánította, hogy célja középtávon 2% alatt, ám annak közelében tartani az árak drágulási ütemét. Az elmúlt közel tíz év során összességében sikerült megvalósítani az árstabilitást annak ellenére, hogy a nyersanyagok világpiaci árának erőteljes növekedése – amelyre a monetáris politikának nincs közvetlen befolyása – Európában és a világ többi részén egyaránt éreztette hatását, így az euro bevezetése után az átlagos infláció némileg 2% fölé emelkedett. Mindez figyelemre méltó eredménynek számít, ha számításba vesszük mindazokat a megrázkódtatásokat, amelyek ezt az időszakot jellemezték, továbbá az euroövezeti tagállamok korábbi teljesítményét. Az eurobevezetést megelőző évtizedekben ugyanis az átlagos éves infláció jóval magasabb volt az egyes tagországokban, mint az euroövezetben az elmúlt tíz során.

Az árstabilitás nem csupán azért elengedhetetlen, mert megőrzi a teljes lakosság, különösen a legkiszolgáltatottabbak és a legszegényebbek jövedelmének értékét, hanem azért is, mivel a stabil árak hiteles középtávú biztosítása előfeltétele a tartós növekedésnek és a munkahelyteremtésnek. Azzal, hogy az EKB az árstabilitás definíciójának megfelelően alacsony szinten



tudta rögzíteni az infláció jövőbeli alakulásával kapcsolatos várakozásokat, csökkentette az inflációs kockázati felárat, kedvező pénzügyi környezetet biztosítva ezzel a növekedéshez és a munkahelyteremtéshez. Az euro megjelenése és 2007 vége között az euroövezetben 15,7 millió új munkahely létesült, a munkanélküliség pedig az 1980-as évek eleje óta nem látott szintre süllyedt.

Az euro szerepe nélkülözhetetlen a hatalmas, kontinensnyi piac működésének elősegítésében, és ennek megfelelően a valódi egységes piac megteremtésében. Az elmúlt években a közös pénznem számtalan világméretű sokktól és jelentős zűrzavartól is segítette megóvni az övezet gazdaságát.

Ezek az eredmények sok időbe és komoly erőfeszítésbe kerültek, mivel az EKB-nak addig járátlan utakon kellett haladnia. Ennek során igen fajsúlyos és összetett döntéseket kellett meghoznia, amelyeket az eurorendszer valamennyi tagjával, vagyis az övezet nemzeti központi bankjaival együttműködve valósított meg. Az elmúlt években számos feladatunk volt: meg kellett értenünk, hogyan fog működni az újonnan létrehozott monetáris unió, továbbá, hogy milyen összetett kölcsönhatások jellemzik majd ezt a teljes gazdasági és monetáris egyesülés felé tartó, fontos gazdasági térséget.

A bank Havi jelentésének különszáma intézményünk tevékenységét tekinti át az elmúlt tíz, történelmi jelentőségű esztendőben, megvizsgál néhányat a legnagyobb feladatot jelentő folyamatok közül és számba veszi az EKB, illetve az eurorendszer előtt álló kihívásokat a második évtized küszöbén. Utóbbiak között különös figyelmet érdemel az övezet rugalmasabbá és alkalmazkodóbbá tétele a strukturális és fiskális politika javításán, valamint a növekedési potenciál emelésén keresztül. Folyamatosan át kell tekintenünk a gazdaságban aktuálisan zajló változásokat, és ehhez igazítani eszköztárunkat, hogy meg tudjuk határozni a

jövőbeli infláció mozgatórugóit. Hitelességünk fenntartása érdekében monetáris politikánkknak lankadatlanul éberem kell őrködnie afelett, hogy az inflációs várakozások az árstabilitás definíciójával összhangban maradjanak. El kell gondolkodnunk azon is, hogyan készülhetünk fel legeredményesebben az euroövezet jövőbeli bővítéseire.

Az elmúlt tíz év eredményei a Kormányzótanács egykori, illetve jelenlegi tagjai láttnoki képességének és eltökéltségének, valamint az eurorendszer munkatársai szorgalmának és erőfeszítéseinek köszönhetők. Szeretném megragadni ezt az ünnepélyes alkalmat arra, hogy köszönetet mondjak mindazoknak, akik munkájukkal segítettek szilárd alapokra helyezni közös valutánkat, az eurót, amely egy megerősödött kontinens büszke szimbólumává emelkedett.

Az eurorendszer egy csapat, amely 320 millió állampolgárért tevékenykedik tizenöt olyan országban, amelyek úgy döntöttek, összekötik sorsukat. Az euro a mi pénzünk, és Európa lakossága bizhat abban, hogy hűek maradunk tőlük kapott megbízatásunkhoz.

Hálásan megköszönöm az EKB és a nemzeti központi bankok valamennyi munkatársának fáradhatatlan közreműködését e kiadvány elkészítésében.



Jean-Claude Trichet, az EKB elnöke





**Az Igazgatóság 1998. júniusban:**

**Hátsó sor (balról jobbra):**

Tommaso Padoa-Schioppa,  
Otmar Issing,  
Eugenio Domingo Solans

**Elülső sor (balról jobbra):**

Christian Noyer (alelnök),  
Willem F. Duisenberg (elnök),  
Sirikka Hämäläinen



**Az Igazgatóság 2008. júniusban:**

**Hátsó sor (balról jobbra):**

Jürgen Stark,  
José Manuel González-Páramo,  
Lorenzo Bini Smaghi

**Elülső sor (balról jobbra):**

Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet (elnök),  
Lucas D. Papademos (alelnök)

## TÖRTÉNELMI HÁTTÉR

Az európai monetáris integráció kezdetei az 1960-as évek elejéig nyúlnak vissza, amikor is az Európai Gazdasági Közösség (EGK) hat országa között monetáris politikai együttműködés indult meg. Ugyanebben az időben látott napvilágot az első konkrét javaslat az európai gazdasági és monetáris unió létrehozására. Ennek értelmében a Római Szerződés által létrehozott szabadkereskedelmi övezetet az évtized végére gazdasági unióvá terjesztették volna ki. A javaslatot nem követték intézkedések, mivel a nemzetközi monetáris rendszer még néhány évig stabilan működött. Az EGK tagjai csak 1969-ben – sorozatos árfolyam- és fizetésimérleg-válságokat követően – határoztak úgy, hogy tervet dolgoznak ki a gazdasági és monetáris unió megvalósítására. Ennek eredményeképpen született meg a Werner-jelentés 1970-ben, amely szerint három lépcsőben, 1980-ra jött volna létre az unió. Az ambiciózus terv azonban feledésbe merült 1971-ben, a Bretton Woods-i rögzített árfolyamrendszer kudarcát követően. Az európai országok ezzel egy időben felismerték, hogy az árfolyam korlátlan ingadozása alááshatja a kereskedelem további integrációját. A helyzet orvoslására indították el 1972-ben a „valutakígyó” nevű kezdeményezést néhány európai valuta egymással szembeni árfolyamának stabilizálására. A „valutakígyó” azonban áldozatául esett az ismétlődő devizapiaci zavaroknak és az 1973-as első olajválságot követő nemzetközi gazdasági visszaesésnek. 1977-re – több fizetőeszköz csatlakozása, illetve kilépése után – „a német márka övezetév” zsugorodott, amelynek tagjai Németország, a Benelux államok és Dánia voltak.

1979-ben Franciaország és Németország újra napirendre tűzte a monetáris integráció ügyét, erőfeszítésük eredménye az – egészen az euro 1999-es bevezetéséig fennálló – Európai Monetáris Rendszer (EMR) létrehozása lett. A hangsúly a monetáris politika összehangolásán és az árstabilitásra való törekvésen volt, mivel ezek a tényezők segítenek stabilizálni az árfolyamot. Ebben az időszakban még szorosabbá váltak a kapcsolatok a jegybankok között, az árfolyamot csak azzal a feltétellel lehetett kiigazítani,

hogy az adott ország a konvergenciára vonatkozóan kötelezettségeket vállalt – így csökkentve a destruktív jellegű leértékelések gyakoriságát és hatását, amelyekre azonban így is időről időre sor került. Felszámolták továbbá a tőkekontrollt, minden ország alacsony inflációra épülő gazdaságpolitikát folytatott, a gazdaság pedig összességében nagy lépéseket tett az integráció felé. Az EMR-rel kapcsolatos tízéves tapasztalat rávilágított a fenntartható nominális konvergencia és a fiskális fegyelem fontosságára.

Az 1980-as évek végén újra napirendre került az európai gazdasági és monetáris unió megvalósíthatóságának kérdése. Az Európai Tanács Jacques Delors elnökletével szakértői bizottságot hozott létre azzal a feladattal, hogy javaslatokat dolgozzon ki a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) megvalósítására. A bizottság munkájának eredményeként született meg a Delors-jelentés, amely a – tagállamok állam-, illetve kormányfői által 1992-ben aláírt, majd a tagállamok által 1993-ra ratifikált – Maastrichti Szerződés előfutára volt. A jelentés alapozta meg a közös valuta bevezetését, amelyre majd egy évtizeddel később került sor. Az ezt követő időszak a konvergenciafolyamat továbbvitelének és a szükséges intézményi feltételek megteremtésének jegyében telt. 1994-ben létrejött az Európai Monetáris Intézet (EMI), amely megkezdte az új, nemzetek felett álló központi banki rendszer szabályozási, szervezeti és logisztikai keretrendszerének kidolgozását, ami elengedhetetlen volt az EKB és a KBER létrehozásához, feladatköreinek ellátásához, valamint az új közös valuta bevezetéséhez.

1998 májusában az Európai Unió Tanácsa megállapította, hogy tizenegy ország teljesítette a konvergenciakritériumokat, vagyis az euro bevezetésének feltételeit. Az EKB és az eurorendszer megalapítására végül 1998. június 1-jén került sor. Egészen addig, ameddig valamennyi EU-tagállam be nem vezeti az eurót, a rendszer kulcsszereplője az eurorendszer lesz, amely az EKB-t és az euroövezet központi bankjait foglalja magában.

Utóbbiaknak a kezdetektől fogva számos komoly kihívással kellett megküzdeniük. Ahhoz, hogy az EKB mint frissen alapított intézmény stabilan tudja tartani az árakat, hitelessé kellett válnia, és el kellett nyernie a lakosság és a pénzügyi piacok bizalmát. A banknak továbbá meg kellett teremtenie az eurorendszer NKB-ival való hatékony közös munka kereteit, amit tovább bonyolított a teljesen új intézményi és gazdasági környezet. Az euro valójában olyan új gazdasági és pénzügyi entitásokat hívott életre, amelyek egyes tulajdonságainak részletes tanulmányozására, és létük következményeinek teljes megértésére addig nem nyílt mód.

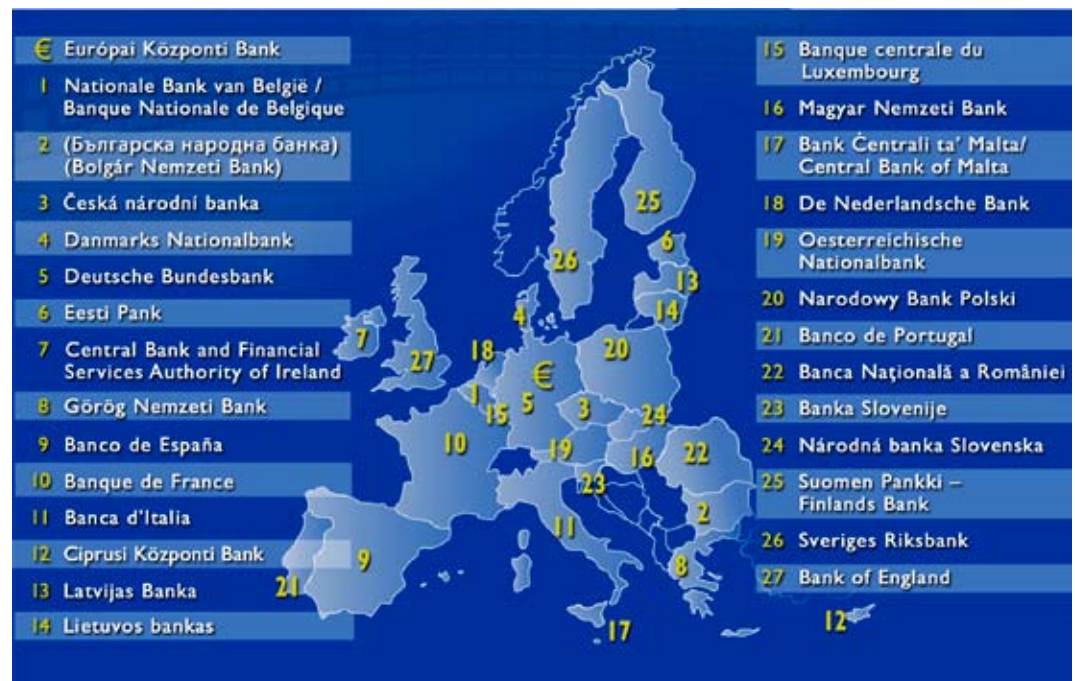
A *Havi jelentés* tízéves jubileumi különszáma az EKB és az eurorendszer tevékenységét és ennek eredményeit tekinti át az elmúlt eseménydús évtizedben. Emellett számba veszi a jövőbeli kihívásokat és terveket a bank felelősségi területén. A bank és az eurorendszer tevékenységének áttekintésekor két jellegzetesség rajzolódik ki:

- Az évek során a monetáris integráció kéz a kézben haladt a gazdasági integrációval. A GMU létrejötte valójában példátlan történelmi esemény, mivel szuverén államok közös valutájára épül. Mindez jelentősen megkülönbözteti a múltbéli monetáris unióktól, amelyekben a politikai unió (nemzet-állam) előzetes létrehozása alapozta meg a vállalkozások és a háztartások számára homogén feltételeket biztosító egységes piacot. Arra számítunk, hogy az euro kedvez a további gazdasági és pénzügyi integrációnak. Ezt a kérdéskört járja körül részletesebben a 4. (gazdasági integráció), az 5. (a kereskedelem további megnyitása) és a 6. (pénzügyi piaci integráció) fejezet.
- Az eurorendszer döntéshozatala központosított, a megvalósítás ellenben decentralizált módon történik. Az eurorendszer decentralizáltságának három fontos előnye van. Az első, hogy az EKB-t gazdagítja az eurorendszer nemzeti központi bankjainak szak-

értelme, infrastruktúrája és operatív adottságai. A második, hogy a nemzeti központi bankok mintegy közvetítőszerepet töltenek be az EKB és az euroövezeti lakosság közötti kommunikációban, hiszen beszélnek az adott ország nyelvét (nyelveit), és ismerik kultúráját. Végül a harmadik előny, hogy a nemzeti központi bankok bevonják országuk hitelintézeteit a központi bankok hálózatába, ami fontos, tekintve az övezet méretét, valamint a nagy hagyományra visszatekintő kapcsolatokat az országos bankrendszerek és a központi bank között. A keretrendszer zökkenőmentesen működött az elmúlt évtizedben, egyszersmind sikeresen vette ki részét mind az EU, mind az euroövezet bővítéséből.

Az eltelt tíz év során a bank világszerte nagyfokú hitelességre tett szert, amelyet a jövőben is meg kell őriznie, ugyanakkor reagálnia kell az övezet előtt álló kihívásokra is történetének második évtizedében. A *Havi jelentés* tízéves jubileumi különszámában igyekszünk megmutatni, hogy a tagországoknak immár több szempontból is osztozniuk kell egymás sorsában.

## A KÖZPONTI BANKOK EURÓPAI RENDSZERE (KBER)



## AZ EUORENDSZER



# I BEVEZETÉS

*„... elérjük, hogy együtt dolgozzanak az emberek, megmutassuk nekik, hogy minden különbözőségük vagy a közöttük húzóó határok ellenére is közös az érdekük.”*

Jean Monnet

A *Havi jelentés* e különszáma áttekinti az Európai Központi Bank (EKB), illetve az EKB-ból és a már eurót alkalmazó európai uniós tagországok központi bankjaiból álló eurorendszer működésének első tíz évét. Ismerteti, hogy miként tevékenykedett az új intézmény és hogyan funkcionált az új rendszer ebben az eseménydús évtizedben, valamint felvázolja, hogy milyen kihívásokkal kell szembesülnie a következő tíz évben és azután.

Az EKB teljesíti elsődleges célját, az árstabilitás fenntartását, monetáris politikai stratégiája hiteles és világos. Bár a bank leglátványosabb feladata az egységes monetáris politika meghatározása, tevékenysége messze nem merül ki ebben. Célja eléréséhez sokféle feladatot kell elvégeznie, sokrétű tevékenységet kell folytatnia. Ezek egy részét a Maastrichti Szerződés rögzíti, míg mások az egységes monetáris politika meghatározásához kapcsolódnak. E különszámnak éppen az a feladata, hogy jobban megismertesse a nagyközönséggel az EKB és az eurorendszer egyéb feladatait.

Az EKB és a KBER létrehozása, valamint az euro bevezetése nyomán átalakult a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) intézményrendszere. Az új intézményi felépítés decentralizált fiskális és strukturális politikával ötvözi a központosított monetáris politikát. A 2. fejezetből kiderül, hogyan emelték az egységes monetáris politika folytatásának feladatkörét nemzetek feletti (azaz közösségi) szintre. A Szerződés nagyfokú függetlenséget biztosított a monetáris politika meghatározására létrehozott új intézmény, az EKB számára. A fejezetben bemutatjuk, hogy ez intézményi függetlenséget éppúgy jelent, mint személyes, pénzügyi és funkcionális függetlenséget. Az új Lisszaboni Szerződés az unió egyik intézményeként tünteti fel az EKB-t. Ez azt tükrözi, hogy a monetáris politika oszthatatlan, a központi bankoknak pedig függetleneknek kell lenniük, hogy biztosíthassák az árstabilitást. A fiskális politikát ezzel szemben – a Stabilitási és Növekedési Paktum paramétereivel összhangban – nemzeti szinten sokkal hatékonyabban lehet meghatározni, hogy figyelembe vehessék a nemzeti sajátosságokat és a nemzeti intézményrendszert. A strukturális politikát szintén nemzeti szinten szabják meg, de a lisszaboni stratégia keretében kölcsönösen felülvizsgálják és összehangolják.

A GMU új intézményrendszere megfelelő koordinációs eljárásokat biztosít, amelyek figyelembe veszik az euroövezeti országok fokozódó kölcsönös függőségét. Ennek eredményeként az EKB-nak és az eurorendszernek ki kell cserélnie az információit, és gyakran kapcsolatba kell lépnie a többi európai intézménnyel és testülettel, például a pénzügyminisztereket tömörítő ECOFIN Tanáccsal és annak különféle előkészítő bizottságaival, az Eurocsoporttal és az Európai Bizottsággal. Az EKB ezenkívül jelentésközlési kötelezettséggel tartozik az Európai Parlament felé. 1998 szeptembere óta ez a gyakorlat kielégítően működik. Ahogy azonban mélyül az euroövezet integrációja, a nemzeti szinten meghatározott politikáknak figyelembe kell venniük a Közösség követelményeit.

Az EKB Kormányzótanácsának feladata, hogy kialakítsa az euroövezet monetáris politikáját, és megszabja a végrehajtás irányelveit. 1998 októberében pontosan ezt tette: bejelentette, hogy a Maastrichti Szerződésben lefektetett elsődleges cél, az árstabilitás elérése érdekében stabilitásorientált monetáris politikai stratégiát fog követni. A 2003-ban tovább pontosított stratégiának két fő eleme van: az árstabilitás mennyiségi meghatározása és a „kétpilléres keretrendszer”. Az első elem szerint az EKB elsődleges célja, hogy az inflációt 2% alatti, ám ahhoz közeli értéken tartsa. Valóban széles körű egyetértés mutatkozik a tekintetben, hogy a monetáris politika az árstabilitás fenntartásával tud a legjobban hozzájárulni a gazdasági jóléthez. A második elem, a „kétpilléres keretrendszer” egy gazdasági és egy monetáris elemzésen alapul. Az árstabilitást fenyegető különféle kockázatok értékelése szempontjából mindkettő

**Az EKB elsőrendű célja az árstabilitás**

**A GMU intézményrendszere a központosított monetáris politikát...**

**...decentralizált fiskális és strukturális politikával ötvözi...**

**...élénkebb információcserét és szorosabb koordinációt igényel**

**A monetáris politikát a Kormányzótanács határozza meg**

## Az euroövezet kétpilléres keretrendszere

lényeges. A közgazdasági elemzés rövid és középtávra készül, számtalan gazdasági és pénzügyi statisztikán, illetve az áralakulás kilátásai szempontjából fontos mutatók alapján. A monetáris elemzés ezzel szemben közép- és hosszú távra készül, és jelentős szerepet tulajdonít a monetáris fejleményeknek, a hitelezés alakulásának. A kétpilléres keretrendszer lehetővé teszi a belső elemzés megszervezését, valamint a közvélemény és a pénzügyi piacok tájékoztatását.

## Az eurorendszer példátlan felkészülést igényelt

A 3. fejezet részletesen ismerteti e stratégia fő jellegzetességeit és elemeit, a végrehajtását, valamint az euro 1999-es bevezetése óta folytatott monetáris politikát. Beszámol arról, hogy milyen szerteágazó munkát igényelt az eurorendszer működőképességének megteremtése, beleértve az egységes monetáris politika végrehajtásához szükséges infrastruktúra kialakítását. Az EKB-nak a saját szervezetét is létre kellett hoznia, a saját eljárási rendjét is ki kellett dolgoznia. A fejezetben hangsúlyozzuk: az EKB és az eurorendszer szakértői kezdetben nem sokat tudtak arról, hogy a monetáris integráció után hogyan működik majd az euroövezet. Monetáris politikát a megszokott körülmények között sem könnyű folytatni, ám a példátlan lépés, a jól bevált nemzeti politikáról az új, nemzetek feletti politikára való átállás körülményei közepette különösen komoly erőpróbát jelentett. Kezdetből fogva komoly befektetéseket eszközöltek a kutatás, az elemzés és a statisztika területén, a percre kész adatok szolgáltatását megkönnyítő modellek és eszközök tömkelegének fejlesztése ma is folyik. Az elemzések jó része nyilvános, a partnerek által felülvizsgálható, így a közösség tulajdonát képezi.

A 4. fejezet áttekinti az euroövezet gazdaságpolitikai kihívásait és makroszintű teljesítményét. A reálgazdasági tendenciák és a gazdaságpolitikák elemzése különféle célokat szolgál, például hozzájárul a kétpilléres stratégia keretében folytatott fenti elemzéshez és a monetáris transzmissziós folyamat elemzéséhez; valamint lehetővé teszi a jórészt strukturális és fiskális politikai okokra, globális fejleményekre visszavezethető makrogazdasági tendenciák és azok inflációs nyomást gerjesztő hatásainak felismerését. A fejezet az euroövezeti reálnövekedés, termelékenység és munkaerőpiac néhány tárgyidőszakbeli trendjét is tárgyalja. Figyelemre méltó, hogy az elmúlt évtizedben a GMU általános keretrendszere elősegítette a foglalkoztatottság igencsak kitartó növekedését. A fiskális politikák tárgyalása után néhány stilizált tényről közlünk a reálkibocsátás növekedése és az infláció terén országoként mutatkozó különbségekről.

A 4. fejezet számos tanulsággal szolgál. A jövőre nézve is megállapítható, hogy a strukturális reformok és a kiegyensúlyozott fiskális politika sorsdöntő az általános makrogazdasági stabilitás és annak egyes területein nyújtott jó teljesítmény – például a magas foglalkoztatottság, a kibocsátás komoly növekedése, az alacsony természetes munkanélküliség és az országok fejlődésének hasonló üteme – szempontjából. A költségek és az infláció országokénti különbségei, amelyek a bérek nem megfelelő alakulásából, valamint fiskális és strukturális merevségekből fakadnak, ronthatják a versenyképességet, valamint hátrányosan befolyásolhatják a foglalkoztatottságot és a kibocsátás növekedését. A különleges sokkokhoz való megfelelő alkalmazkodást rugalmas munkaerő- és termékpiacokkal, az egységes piac kiteljesítésével és jól kialakított, fenntartható fiskális politikával lehet megteremteni. Végezetül azt javasoljuk az eurót bevezetni kívánó országoknak, hogy ha döntenek a csatlakozásról, a konvergenciafolyamatok során vegyék figyelembe a fenti kérdéseket.

## A monetáris unió hatásai a gazdaságra

Az euro fokozatosan megváltoztatja az euroövezet gazdaságait. Az üzleti életben számos költség, például a valutaátváltási költség vagy az árfolyam-ingadozások elleni fedezeti ügyletek költsége csökkent vagy teljesen megszűnt. Kisebbség az információs költségek is, például nincs szükség az áruk és szolgáltatások árainak nemzetközi összehasonlítására. Az euro az árak átláthatóságának fokozásával és az árdiszkrimináció akadályozásával várhatóan az egységes piac kialakulását is elősegíti, azaz megszünteti az áruk, szolgáltatások és emberek szabad áramlását akadályozó, máig megmaradt korlátokat. Ennek csökkentenie kell a piaci szegmentációt, és ösztönöznie kell a versenyt. Az euro csereeszközként és elszámolási

egységként is hatékonyabb, mint azok a valuták, amelyeknek a helyébe lépett. A *Havi jelentés* e külön-számában áttekintjük, hogy az euro milyen sokféleképpen segíti elő Európa pénzügyi piacainak átalakulását, makrogazdasági teljesítményének megváltozását. Az euroövezet integrációját elősegítő fenti hatások természetesen lassan érvényesülnek, évtizedekbe is beletelik, amíg teljességgel kibontakoznak.

Az egyik terület, ahol a változás már elég jól mérhető, az euro nemzetközi dimenziója. Az 5. fejezetben e változás négy vetületét tekintjük át: az áruk és szolgáltatások kereskedelmét, a tőkeáramlást, az euro nemzetközi szerepét és az EKB-nak harmadik országokkal, valamint a nemzetközi intézményekkel és testületekkel kialakított viszonyát. Áttekintjük az euroövezetbeli országok közötti (euroövezeten belüli) kapcsolatokat, illetve az euroövezet egésze és a világ többi (euroövezeten kívüli) része közötti kapcsolatokat. Az anekdotikus bizonyítékok és a gazdasági elemzések egyaránt azt jelzik, hogy az euro elősegíti az euroövezetbeli országok közötti kereskedelmet, működőtőke-befektetéseket és határon átnyúló portfólióbefektetéseket. Ez egyenértékű azzal, hogy az euroövezet önmagába fektet be. Az euroövezeten belüli kereskedelem ösztönzésével az euro fokozta a versenyt, és elősegítette a kereskedelmi árak konvergenciáját. Ezzel párhuzamosan az euro a tőkereallokáció révén is növelte a hatékonyságot mind a küldő, mind a fogadó országban, különösen a feldolgozóiparban. Mi több, az euroövezeti tagok közötti portfólióáramlás elősegítésével az euro hozzájárult a befektetői és fogyasztói kockázatok diverzifikációjához. Ezek a jelenségek várhatóan a jövőben is érvényesülnek. Az euro nemzetközi dimenziója, illetve tartalékként és tranzakciós valutaként történő felhasználása egyre növekszik, a közös pénz a globális szinten elterjedtebb amerikai dollár mögött a világ második legfontosabb nemzetközi valutájává vált.

Az elmúlt évtizedben az EKB és a KBER különleges figyelmet fordított a pénzügyi rendszer megfelelő működtetésére. A központi bankokat két alapvető okból érdekli a pénzügyi rendszer és annak stabilitása. Az első ok az, hogy fő feladatuk teljesítéséhez, azaz az árstabilitás fenntartásához megfelelően működő pénzügyi rendszerre van szükség. Mivel a pénzügyi rendszer az egységes monetáris politika érvényesítésének elsődleges csatornája, kulcskérdés, hogy integrált, stabil és hatékony legyen, így lehetővé tegye, hogy a monetáris politikai impulzusok zavartalanul és hatékonyan elérjék az egész euroövezetet. Mi több, általában a központi bankok feladata a fizetési és elszámolási rendszerek zavartalan működtetése, e cél pedig szorosan kötődik a pénzügyi rendszer egészének biztonságához és hatékonyságához. A másik ok az, hogy egy jól működő pénzügyi rendszer térben és időben is hatékonyabban alokálja a pénzforrásokat, így hozzájárul a nagyobb és jobban fenntartható gazdasági növekedéshez. Ez fontos közpolitikai cél, amelyet a központi bankok is aktívan támogatnak.

Az euroövezet multinacionális jellegű képződmény. Az eurorendszer egyik fő célja kezdettől fogva az volt, hogy tökéletesítse pénzügyi piacainak működését, azaz elősegítse az európai pénzügyi integrációt. A 6. fejezet áttekinti az euro bevezetése óta a pénzügyi integráció terén elért haladást, a folyamat fő hajtóerőit és akadályait, valamint az EKB és az eurorendszer szerepét az integrációs folyamatban. Hangsúlyozza, hogy az EKB és az eurorendszer elsősorban a következő négy formában támogatta a pénzügyi integrációt: (i) tudást bővített és tájékoztatott a folyamat szükségességéről, valamint nyomon követte annak előrehaladását; (ii) a piaci kezdeményezések katalizátoraként elősegítette a pénzügyi integrációt, például az Egységes Euro-Pénzforgalmi Övezet (SEPA) kialakítását; (iii) tanácsot adott az EU pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó jogi és szabályozási kereteinek kidolgozásához, és (iv) központi banki szolgáltatásokat nyújtott, például a Transzeurópai Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszert (TARGET) és a központi bankok levelezőbanki modelljét (CCBM), valamint kezdeményezte az értékpapírügyletek központi banki pénzekből történő elszámolásának lehetőségeit feltáró TARGET2-Érték-papírrendszert.

**Az euro nemzetközi dimenziója**

**Az EKB/KBER nagy figyelemmel kíséri a pénzügyi rendszer működését**

**Az eurorendszer támogatja a pénzügyi integrációt...**

A 7. fejezet az eurorendszer másik fő feladatával, a pénzügyi stabilitás megőrzésével foglalkozik. Ez az elmúlt években egyre fontosabbá vált, hiszen a pénzügyi szektor a reálgazdasághoz viszonyítva számottevően bővült, így a pénzügyi stabilitás gazdasági szerepe is egyre jelentősebb lett. Az eurorendszer általánosságban véve leginkább az árstabilitás biztosításával járul hozzá a pénzügyi stabilitáshoz, de további két speciális módon is elősegíti e cél elérését. Először: euroövezeti szinten végrehajt bizonyos pénzügyi stabilitással összefüggő feladatokat, például az EKB évente kétszer megjelentetett „Financial Stability Review” (Pénzügyi stabilitási jelentés) című kiadványában nyomon követi és értékeli az övezet pénzügyi stabilitását, valamint piaci műveleteket végez az általános pénzügyi sokkok kezelésére és az euroövezeti pénzpiacra jelentkező feszültségek oldására. Másodsorban: az eurorendszer szerepet vállal az illetékes nemzeti és EU-hatóságok pénzügyi stabilitási politikájának meghatározásában, ami három fő formában nyilvánul meg: (i) támogatja a pénzügyi stabilitás nemzeti és EU-szintű figyelemmel kísérését és értékelését; (ii) tanácsokat ad a pénzügyi szabályozással és felügyelettel kapcsolatban, valamint (iii) hozzájárul a pénzügyi válságkezeléshez. Az eurorendszer ezenkívül közvetlen felelősséggel tartozik a piaci infrastruktúra, nevezetesen a fizetési rendszerek felvigyázásáért, amivel szintén erősíti a pénzügyi rendszer stabilitását. A fejezet ismerteti az eurorendszer fő feladatait a pénzügyi stabilitás és felvigyázás területén, valamint az eddig elért legfontosabb eredményeket.

A 8. fejezet arról szól, hogy milyen fontosak a jó minőségű statisztikák az euroövezet számára. Megvitatja, hogy az EKB-nak aktuális, megbízható és egymással is összefüggő monetáris, pénzügyi és gazdasági statisztikák átfogó sorozatára van szüksége ahhoz, hogy teljesítse feladatait, elsősorban az árstabilitást fenyegető kockázatok értékelését. A fejezet áttekinti az EKB által az árstabilitás értékelésére használt harmonizált fogyasztóiár-index alakulását is. A KBER statisztikáinak száma 1999 óta csaknem megháromszorozódott. Rendszeresen jelennek meg a szigorú és igényes szabványok szerint összeállított monetáris, pénzügyi és külső statisztikák. A hivatkozással szolgáló dokumentumok, amelyek állandóan rendelkezésre állnak, hozzájárultak a globális statisztikai szabványok, például a monetáris és pénzügyi statisztikai szabványok fejlődéséhez. Az EKB különféle statisztikáit beépítették az euroövezet teljes körű negyedéves pénzügyi és nem pénzügyi beszámolóiba. A különszámunk végén levő statisztikai függelék néhány nemzetközi összehasonlító táblázatot tartalmaz.

A 9. fejezet különféle szempontokból vizsgálja az eurobankjegyeket, valamint röviden ismerteti megszületésük (1990-es évek vége) és bevezetésük (2002) történetét. A jelennel és a jövővel is foglalkozik, beszámol a forgalomban levő bankjegyek számának alakulásáról és a valutagazdálkodásról. A bankjegyek valóban a GMU mindenütt jelen levő, sikeres jelképei lettek, amelyek – figyelembe véve a bevezetésüket megelőző nagyszabású tervező- és szervezőmunkát – jelentős eredményt testesítenek meg.

A *Havi jelentés* e különszáma bemutatja, hogy az EKB és az eurorendszer elmúlt tízévi teljesítményét különféle időtávokban értékelhetjük. Néhány közös vonás és jövőbeli feladat azonban így is meghatározható:

- Az eurorendszer a központosított monetáris politikát decentralizált, nemzeti központi banki (NKB) szinten történő végrehajtással ötvözi, ami a különszámban tárgyalt valamennyi feladatra és tevékenységre vonatkozik. Szervezeti szempontból ez úgy nyilvánul meg, hogy a különféle technikai bizottságok és munkacsoportok az EKB és valamennyi NKB szakértőit tömörítik. A bizottságok és munkacsoportok részt vesznek az összes euroövezeti országból beérkező hatalmas adat- és információmennyiség rendszeres feldolgozásában. Mindez lehetővé teszi az eurorendszer NKB-iban felgyülemlett tapasztalat és tudás összegzését. Ugyanakkor valamennyi bizottság és munkacsoport kialakította a maga euroövezeti látásmódját. Ez a keret fejlődőképes, a bővítés feladatával is sikerrel birkózott meg.



- Az eurorendszer kialakítása szerény körülmények között kezdődött. Keveset tudtak arról, hogyan is működik majd az euroövezet, ha egyszer monetáris szempontból integrálják. Bár egy sokkuktól sújtott, bizonytalan világban a monetáris politika minden központi bank számára komoly feladatot jelent, a 3. fejezet tanúsága szerint az euroövezet fennállásának első éveiben a döntéshozók – már csak a rendszer újdonsága miatt is – még komolyabb kihívásokkal szembesültek. Ez magyarázza, hogy kezdettől fogva sokat költöttek elemzési eszközökre, kutatásra és a statisztikai adatszolgáltatás fejlesztésére, amint az a 3., 4., 5., 6. és 8. fejezetből is kitűnik. Számtalan modellt és egyéb elemzési eszközt dolgoztak ki, ezeket ma is használják és folytonosan továbbfejlesztik. Az elemzések és információk nagy része nyilvános, honlapunkon és kiadványainkban is olvasható, a nagyközönség és a társintézmények által egyaránt tanulmányozható.
- Az EKB monetáris politikai stratégiája az eurorendszer NKB-inak legjobb tapasztalatain alapul, és új elemekkel ötvözi az NKB-k ismereteit. A Kormányzótanács – a Szerződésben az árstabilitás megvédésére kapott megbízása alapján – egyértelműen meghatározta az inflációs célt, ami ugyanakkor fokozza az EKB átláthatóságát és elszámoltathatóságát. A gazdasági és monetáris elemzés – a kétpilléres keretrendszer – két egymást kiegészítő perspektívát kínál az árstabilitást fenyegető kockázatok értékelésére, egyszersmind elősegíti a belső elemzés és a külső kommunikáció megszervezését. A stratégiát megértették és hitelesnek tartják. A hitelesség segít rögzíteni a hosszú távú inflációs várakozásokat, és csillapítani az infláció volatilitását. Különszámunk 2., 7. és 9. fejezetében bemutatjuk, hogyan járult hozzá az EKB monetáris politikai stratégiájának zavartalan működése az EKB és az eurorendszer többi feladatának megvalósításához.
- Az euro, amelynek alkalmazása nagy általánosságban a piaci erőket is érintette, illetve intézményi és szervezeti változásokkal, új jogszabályok elfogadásával járt, az elvárások szerint a gazdasági és pénzügyi integráció katalizátoraként működik. Az ilyen jellegű változások kibontakozása azonban hosszabb időt is igénybe vehet. Végül is a gazdasági, pénzügyi és monetáris integráció európai folyamata még az 1950-es években kezdődött, és azóta is fokozatosan előrehalad. Az euro bevezetésére vonatkozó döntés azon a szilárd meggyőződésen alapult, hogy az euroövezeti országok felkészültek a változásra, és az új közös valuta olyan kedvező folyamatokat indít meg, amelyek közelebb hozzák őket egymáshoz. Ugyanakkor számos probléma máig megoldatlan maradt, különszámunk ezekkel is foglalkozik. Néhány euroövezeti országban még ma is eltér egymástól az infláció közvélemény által érzékelt és ténylegesen mért értéke: ezt a témát a 3. fejezetben tárgyaljuk. Az euroövezeti országoknak még van mit fokozniuk a rugalmasságukon és a külső sokkokhoz való alkalmazkodóképességükön: erről a 4. fejezetben olvashatnak. Mi több, az európai „regionális” integráció a globalizációval párhuzamosan halad, amelynek szintén messzemenő és mindenhol érzékelhető hatásai vannak: ezzel a témával az 5. és 6. fejezet foglalkozik. Ebből következik, hogy az euroövezetnek ezen együttesen érvényesülő nyomások alatt kell továbbfejlődnie.
- Az euroövezet minden eddiginél erősebben integrálódik, ami megváltoztatja a Gazdasági és Monetáris Unióra vonatkozó nézeteinket. Az euro az európai identitás fontos szimbóluma is.

Az eurót jelenleg 320 millió ember használja az euroövezetben, de nemzetközi forgalma is jóval nagyobb, mint azoknak a valutáknak volt, amelyeket felváltott. A nemzetközi pénzügyi piacokon is egyre inkább használják, amint arról az 5. fejezetben szó lesz. A 10. évfordulóra megjelent jubileumi kiadványunkban bemutatjuk, hogy az euro már eddig is számtalan előnnyel járt, például árstabilitást és alacsony kamatlábakat eredményezett. Ezek az előnyök más pozitív fejleményeket is előidéznek, amelyek fokozatosan, de folyamatosan alakulnak ki, például az áruk és szolgáltatások növekvő forgalma, valamint a szorosabb pénzügyi integráció, amely ösztönzi a pénzügyi szolgáltatások körének bővítését és korszerűsítését. Az euroövezet ezenkívül figyelemre méltó rugalmasságot tanúsít a komplex nemzetközi környezetben.

**Keveset tudtak az euroövezet jövőbeni működéséről**

**Kiterjedt az árstabilitás övezete**

**Az euro mint az integráció katalizátora**

Véleményünk szerint ezek az eredmények komoly segítséget jelentenek az euroövezet jelenlegi és jövőbeli feladatainak ellátásában, és elősegítik a nemzetgazdaságok alkalmazkodását. A 10. fejezet néhány záró következtetést tartalmaz. A következő táblázatban felsoroljuk az eurorendszer kialakulásának és történetének főbb eseményeit.

#### Az eurorendszer történetének legfontosabb intézményi eseményei, 1998–2008

1998		
május	Az Európai Tanács megállapítja, hogy 11 ország teljesítette a konvergencia kritériumait, így bevezetheti az eurót (a GMU harmadik szakasza).	Lásd az Előszót
június	Létrehozzák az EKB-t és a KBER-t.	Lásd a Történelmi háttér című fejezetet
szepember	Az EKB elnöke első alkalommal jelenik meg az Európai Parlament előtt.	Lásd a 2. fejezetet
október	Az EKB elnöke első alkalommal vesz részt a hetek csoportjának (G7) ülésén.	
október	Bejelentik a monetáris politikai stratégiát.	Lásd a 3.1 pontot
november	Az EU Tanácsa elfogadja az EKB statisztikai adatgyűjtéséről szóló rendeletet.	Lásd a 8. fejezetet
december	Bejelentik a pénztömeg-növekedés számszerűsített referenciaértékét.	
december	Az EKB megfigyelői státust kap a Nemzetközi Valutaalapnál (IMF).	
december	Visszavonhatatlanul rögzítik az átváltási árfolyamokat.	Lásd a Történelmi háttér című fejezetet
1999		
január	A fiduciáris euro bevezetése. Az euroövezet egységes monetáris politikai irányítás alá kerül.	Lásd a 2. fejezetet
január	Az ERM–II működésbe lépése; az első tagok: Dánia és Görögország.	Lásd a 2. fejezetet
április	Az eurorendszer megállapodása a rendkívüli helyzetben nyújtandó likviditási segítségről.	Lásd a 7. fejezetet
július	Több bankjegynyomdában megkezdődik az eurobankjegyek előállítása.	Lásd a 9. fejezetet
november	Az EKB a Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS) tagja lesz.	
2000		
március	Az Európai Tanács elfogadja a lisszaboni stratégiát.	Lásd a 2. fejezetet
2001		
január	Görögország belép az euroövezetbe.	Lásd a 2. fejezetet
április	Uniós szintű egyetértési megállapodást írnak alá a fizetési rendszerek felügyelői hatóságai és a bankfelügyeletek között.	Lásd a 7. fejezetet
augusztus	Az eurobankjegyeket bemutatják a nagyközönségnek.	Lásd a 9. fejezetet
szepember	Megkezdődik az eurobankjegyek és az euroérmék előzetes forgalmazása.	Lásd a 9. fejezetet
2002		
január	Kézpénzcsere: 2002. február végéig az euroövezet minden országában az eurobankjegyek és -érmék lesznek a törvényes fizetőeszközök.	Lásd a 9. fejezetet
november	Megjelenik az EKB első jelentése az EU bankstruktúráiról.	Lásd a 7. fejezetet
2003		
február	Megjelenik az EKB első jelentése az EU bankszektorának stabilitásáról.	Lásd a 7. fejezetet
március	Uniós szintű egyetértési megállapodás születik a felügyeleti szervek és a központi bankok közötti együttműködésről pénzügyi válság idején.	Lásd a 7. fejezetet
március	Egyetértési megállapodásban rögzítik az EKB és az Eurostat gazdasági és pénzügyi statisztikai feladatait a Közösség szintjén.	Lásd a 8. fejezetet
május	Az EKB monetáris politikai stratégiájának egyértelmű megfogalmazása.	Lásd a 3.1 pontot
2004		
március	A működési keretek módosítása.	Lásd a 3.3 pontot
május	Az unió tíz új tagállamának nemzeti központi bankjai belépnek a KBER-be.	Lásd a 2. fejezetet
június	Észtország, Litvánia és Szlovénia devizái az ERM–II tagjai lesznek.	Lásd a 2. fejezetet
december	Az EKB első ízben publikálja Pénzügyi stabilitási jelentését.	Lásd a 7. fejezetet
2005		
március/április	Újra elindítják a lisszaboni stratégiát a Wim Kok vezetése alatti magas szintű tisztségviselőkből álló csoport vizsgálatának eredményeként.	Lásd a 2. fejezetet
március/június	A Stabilitási és növekedési paktum reformja.	Lásd a 2. fejezetet

## Az eurorendszer történetének legfontosabb intézményi eseményei, 1998–2008

május	Unió szintű egyetértési megállapodás elfogadása a felügyeleti hatóságok, a központi bankok, a pénzügyminisztériumok közötti együttműködésről pénzügyi krízis esetén.	Lásd a 7. fejezetet
május	Ciprus, Lettország és Málta nemzeti valutája belép az ERM–II-be.	Lásd a 2. fejezetet
augusztus	Az eurorendszer publikációt tesz közzé az EU pénzügyi szolgáltatásokkal kapcsolatos (2005–2010-es) politikájáról szóló európai bizottsági konzultációról.	Lásd a 7. fejezetet
szeptember	Az EKB első ízben tesz közzé mutatókat az euroövezet pénzügyi integrációjáról.	Lásd a 6. fejezetet
november	A szlovák korona csatlakozik az ERM–II-höz.	
<b>2006</b>		
július	Útjára indul a TARGET2-Értékpapír nevű kezdeményezés.	Lásd a 6. fejezetet
<b>2007</b>		
január	Szlovénia csatlakozik az euroövezetbe.	Lásd a 2. fejezetet
január	Bulgária és Románia nemzeti központi bankjai csatlakoznak a KBER-hez.	Lásd a 2. fejezetet
március	Első ízben publikálják az EKB-nak Európa pénzügyi integrációjáról szóló jelentését.	Lásd a 6. fejezetet
május	A „Nyilvános kötelezettségvállalás a KBER statisztikai feladatköréről” című dokumentum publikálása.	Lásd a 8. fejezetet
június	Az EKB és az Eurostat első ízben adja ki közösen az euroövezet integrált negyedéves gazdasági és pénzügyi számláit ágazati bontásban.	Lásd a 8. fejezetet
november	Az eurorendszer közzeteszi állásfoglalását a Lámfalussy-keretrendszer pénzügyi szabályozást és felügyeletet érintő felülvizsgálatáról.	Lásd a 7. fejezetet
december	A Lisszaboni Szerződés aláírása.	Lásd a 2. fejezetet
<b>2008</b>		
január	Málta és Ciprus belép az euroövezetbe.	Lásd a 2. fejezetet
április	„Az EKB statisztikai minőségi keretrendszere” című dokumentum publikálása.	Lásd a 8. fejezetet
április	Megegyezés új uniós szintű egyetértési megállapodás kidolgozásáról a felügyeleti hatóságok, a központi bankok, a pénzügyminisztériumok közötti együttműködésről pénzügyi krízis esetén.	Lásd a 7. fejezetet

**A Kormányzótanács  
1998. júniusban:**

**Hátsó sor (balról jobbra):**

Luis Ángel Rojo,  
Alfons Verplaetse,  
Antonio Fazio,  
Yves Mersch,  
António José Fernandes de Sousa,  
Matti Vanhala, Klaus Liebscher,  
Nout Wellink,  
Jean-Claude Trichet,  
Maurice O'Connell,  
Hans Tietmeyer

**Elülső sor (balról jobbra):**

Eugenio Domingo Solans,  
Othmar Issing, Christian Noyer,  
Willem F. Duisenberg,  
Sirikka Hämäläinen,  
Tommaso Padoa-Schioppa



**A Kormányzótanács  
2008. júniusban:**

**Hátsó sor (balról jobbra):**

Jürgen Stark, Erkki Liikanen,  
Klaus Liebscher,  
Nicholas C. Garganas,  
Nout Wellink, Marko Kranjec

**Középső sor (balról jobbra):**

John Hurley,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Christian Noyer, Axel A. Weber,  
Lorenzo Bini Smaghi,  
Michael C. Bonello

**Elülső sor (balról jobbra):**

Yves Mersch,  
José Manuel González-Páramo,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Athanasios Orphanides



Vítor Constâncio, Mario Draghi és Guy Quaden nem volt jelen a fénykép készítésekor.



**Az Általános Tanács  
1998. júniusban:**

**Hátsó sor (balról jobbra):**

Luis Ángel Rojo, Antonio Fazio,  
Urban Bäckström,  
António José Fernandes de Sousa,  
Matti Vanhala, Klaus Liebscher,  
Nout Wellink,  
Lucas D. Papademos,  
Edward A. J. George,  
Maurice O'Connell,  
Hans Tietmeyer,

**Elülső sor (balról jobbra):**

Alfons Verplaetse, Yves Mersch,  
Christian Noyer,  
Willem F. Duisenberg,  
Bodil Nyboe Andersen,  
Jean-Claude Trichet



**Az Általános Tanács  
2008. júniusban:**

**Hátsó sor (balról jobbra):**

Erkki Liikanen, András Simor,  
Klaus Liebscher,  
Nicholas C. Garganas,  
Axel A. Weber,  
Reinoldijus Šarkinas,  
Nout Wellink, Andres Lipstok

**Középső sor (balról jobbra):**

John Hurley, Nils Bernstein,  
Christian Noyer,  
Ilmārs Rimšēvičs,  
Zdeněk Tůma,  
Stefan Ingves, Marko Kranjec,  
Mugur Constantin Ișărescu

**Elülső sor (balról jobbra):**

Miguel Fernández Ordóñez,  
Ivan Šramko,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Michael C. Bonello,  
Athanasios Orphanides,  
Yves Mersch

Vitor Constâncio, Mario Draghi, Ivan Iskrov, Mervyn King, Guy Quaden és Sławomir Skrzypek nem volt jelen a fénykép készítésekor.

## AZ EURÓPAI UNIÓ BŐVÍTÉSE



## AZ EUROÖVEZET BŐVÍTÉSE, 1999–2008





## 2 AZ EUROÖVEZET INTÉZMÉNYRENDSZERE ÉS MŰKÖDÉSE

*Az euroövezetben folytatott makrogazdasági politika a feladatok pontos meghatározásán alapul. A monetáris politika nemzetek feletti szintre, azaz az EKB feladatkörébe került. A gazdaságpolitika ezzel szemben nagyrészt a tagállamok hatáskörén belül maradt, bár koordinációs eljárások hatálya alá esik. A Maastrichti Szerződés biztosította az EKB és az eurorendszer számára az egységes monetáris politika folytatásához és az egyéb feladatok végrehajtásához szükséges függetlenséget. A Szerződés ugyanakkor számos jelentéstételi kötelezettséget ír elő az EKB számára: a banknak tájékoztatnia kell a közvéleményt és választott képviselőit, az Európai Parlamentet. Az EKB ezenkívül számos európai értekezleten vesz részt, és rendszeresen konzultál a Közösség intézményeivel.*

*A GMU fennállásának első évtizede megmutatta, hogy az euroövezet példa nélkül álló intézményrendszere, amelynek az EKB is szerves része, alapvetően stabil. Ezt az új Lisszaboni Szerződés is elismerte, hiszen gyakorlatilag nem változtatott rajta. Néhány fontos feladat ugyanakkor továbbra is megoldásra vár. Különösen a tagállamok politikai döntéshozóinak kellene teljesíteniük a jelenlegi rendszerből fakadó feladataikat, amivel tovább javulna az euroövezet makrogazdasági teljesítménye.*

*A fejezet a következőképpen épül fel: a 2.1 pontban röviden áttekintjük az euroövezet intézményrendszerét és az elmúlt évtizedekben bekövetkezett változásokat, a 2.2 pont az EKB, illetve a többi közösségi intézmény és testület kapcsolatairól szól, a 2.3 pont pedig az euroövezet és az EU bővítési eljárásának lépéseit tekinti át.*

### 2.1 INTÉZMÉNYRENDSZER

A Maastrichti Szerződés, amely megteremtette a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) intézményrendszerét, pontosan meghatározta, hogy mely feladatokat kell közösségi, és melyeket nemzeti szinten végrehajtani. A közös valuta bevezetésének következtében az euroövezeti monetáris politika folytatásának hatásköre közösségi szintre került. Az elsődleges cél teljesítése, azaz az árstabilitás fenntartása érdekében az eurorendszert komoly mértékben függetlenítették mindenfajta politikai befolyástól. Ezzel szemben a gazdaságpolitika (például fiskális vagy strukturális politika) nagyrészt a tagállamok hatáskörén belül maradt, még ha bele is ágyazták a fegyelem fenntartását szolgáló európai keretekbe. E kettősség fő oka az, hogy amíg egy monetáris unión belül a monetáris politika oszthatatlan, addig a gazdaságpolitikának figyelembe kell vennie a nemzeti sajátosságokat és a nemzeti intézményrendszert, ezért folytathatják hatékonyabban nemzeti szinten. A gazdaságpolitika nagyrészt nemzeti kormányzati hatáskörben hagyása lehetővé teszi, hogy a politikák bizonyos mértékig versengjenek egymással a hatékonyság növelésében és a legjobb módszerek kifejlesztésében.<sup>1</sup>

A közös valuta ugyanakkor elősegíti a nemzetgazdaságok nagyobb fokú gazdasági integrálódását, ami viszont növeli kölcsönös függőségüket (az elmúlt tíz évben különösen a kereskedelem és a tőkeáramlás nőtt – lásd az 5. fejezetet). A túlzottan decentralizált és koordinálatlan gazdaságpolitikai reakciók nem veszik eléggé figyelembe a növekvő kölcsönös függőséget, így a várttal ellentétes hatást válthatnak ki. Az autonóm döntések valószínűleg akkor kevésbé hatásosak, ha olyan közös gazdasági sokkokkal kell megbirkózni, amelyek az összes országot vagy legtöbbjüket nagyjából hasonló módon érintik. A tagállamoknak ezenkívül a lehetséges átgűrűző hatásokat is figyelembe kell venniük (például az egyik országban hozott gazdaságpolitikai döntések hathatnak a többiekre). A tagállamok gazdaságpolitikáinak ezenkívül stabilitásra kell törekedniük, hogy összhangban maradjanak az egységes monetáris politika elsődleges céljával. Ez annál inkább szükséges, mivel az euroövezeti tagok már nem folytatnak gazdaság- és árfo-

**Pontosan meghatározott feladatok**

<sup>1</sup> A jelenlegi keretek részletesebb leírását lásd az EKB *Havi jelentés* 2001. novemberi számában közölt, „The economic policy framework in EMU” (A GMU gazdaságpolitikai keretrendszere) című cikkben.

lyam-politikát, így más politikákra kell hagyatkozniuk, ha fokozni akarják versenyképességüket, és alkalmazkodni akarnak a sokkokhoz. Ezek a megfontolások a gazdaságpolitikák koordinációja mellett szólnak. A koordináció történhet úgy, hogy a gazdaságpolitikáknak „kemény” törvényeken vagy eljárásokon alapuló szigorú szabályoknak kell megfelelniük, vagy a többi tagállam támogatásán vagy nyomásán és a közösségi szintű párbeszédén alapuló „puha” megközelítést alkalmazzák.

#### A szakpolitikák alakításának három módja

A Szerződés a GMU különféle területeire a szakpolitikák alakításának háromféle módját határozza meg: i) a monetáris politika teljes egészében közösségi szintre kerül; ii) a fiskális politikákat szigorú szabályok szerint koordinálják; iii) a többi gazdaságpolitikát „puhán” hangolják össze. A következő pontban egyenként megvizsgáljuk ezeket a szakpolitikai területeket.

#### Az intézményrendszer szilárd

A fejezet fő következtetése az, hogy az első tíz évben az euroövezet intézményrendszere megfelelő keretet biztosított a GMU működéséhez. Az új Lisszaboni Szerződés gyakorlatilag érintetlenül hagyta a GMU intézményrendszerét, így elismerte, hogy a keret megfelelő.<sup>2</sup>

### KÖZÖSSÉGI SZINT

#### Központi banki függetlenség, felelősség, átláthatóság

A közgazdasági elmélet és az elmúlt évtizedek gyakorlati példái meggyőzően bizonyítják, hogy a központi banki függetlenség az árstabilitás elérésének és fenntartásának előfeltétele. A Szerződés mindezt figyelembe véve kimondta és ezzel legitímálta az EKB több dimenzióban is megnyilvánuló függetlenségét.

#### A központi bankok függetlenedése világtendencia

Az elmúlt néhány évtizedben a monetáris politikai keretek fejlődése világszerte a központi bankok függetlenedése irányába mutatott. Amint azt később kimutatjuk, a központi bankok függetlensége sokrétű fogalom. A több hatalomhoz és nagyobb autonómiához demokratikus legitimációra van szükség, ami a monetáris politika átláthatóságának magas fokát és a nagyközönséggel folytatott élénk kommunikációt feltételezi. Ez az általános tendencia azon alapult, hogy az 1970-es években a közgazdászok gondolkodása radikális változáson ment át: felismerték, hogy a várakozásoknak alapvető szerepük van a gazdasági szereplők viselkedésében.

#### A központi bankok függetlenségének indokoltága

A központi banki függetlenség, azaz a központi bank monetáris politikai tevékenységének elszigetelése a politikai befolyástól biztosítja, hogy a monetáris politika az árstabilitásra összpontosítson. A függetlenség így elősegíti, hogy az infláció és az inflációs várakozások alacsony szinten rögzüljenek. Az 1970-es évek magas inflációja után fölvetődött a kérdés, hogy miért engedték a központi bankok szabadjára az inflációt, és a jövőben hogyan lehetne megelőzni, hogy ez megismétlődjék. Az egyik fő magyarázat úgy szól, hogy a központi bankok azért nem tudták féken tartani az inflációt, mert nem voltak függetlenek. Ha a központi bank nem független, a monetáris politika nem tud hitelesen az árstabilitás fenntartására törekedni, hiszen a politika bármikor igényt tarthat arra, hogy a bank a hosszabb távú infláció árán rövid távon elősegítse a kibocsátás növekedését. A közvélemény azonban tisztában van ezzel, és kezdettől fogva nagyobb inflációra számít, így az infláció és a kibocsátás között rövid távon észlelhető átváltásról (trade-off) nem vesz tudomást. Mindennek egyetlen lehetséges kimenetele van, az állandóan magas infláció. Ezt a dilemmát csak úgy lehet föloldani, ha a monetáris politikát egy független központi bankra bízzák, amely egyértelmű felhatalmazást kap az árstabilitás megvédésére.

<sup>2</sup> A Lisszaboni Szerződést 2007. december 13-án az EU-tagországok állam- és kormányfői irták alá. A Szerződés kiegészíti az Európai Unióról szóló szerződést és az Európai Közösséget létrehozó szerződést. Célja, hogy a kibővített Európai Unió demokratikusabban, átláthatóbban és hatékonyabban működjék. A Lisszaboni Szerződés a tervek szerint 2009-ben lép hatályba, miután az összes tagállam ratifikálta.



A központi banki függetlenség közgazdaságilag indokolt, de ehhez átfogó és részletes jogi kereteket is kell teremteni. Az EKB/KBER függetlenségének biztosítása érdekében a Szerződésből a monetáris politika függetlenségének következő dimenziói vezethetők le:

Az EKB mindennemű beavatkozástól, beleértve a kormányoktól való intézményi függetlenségét a Szerződés 108. cikke szavatolja. Ez egyértelműen kimondja, hogy hatáskörének gyakorlása során sem az EKB, sem döntéshozó testületeinek valamely tagja nem kérhet és nem fogadhat el utasítást a Közösség intézményeitől vagy testületeitől, sem valamelyik tagállam kormányától, sem bármely más testülettől. A Szerződés azt is kimondja, hogy a Közösség intézményeinek és testületeinek, valamint a tagállamok kormányainak tiszteletben kell tartaniuk ezt az elvet, és nem törekedhetnek arra, hogy befolyásolják az EKB döntéshozó testületeinek tagjait. Az EKB intézményi függetlenségét kiegészítik saját törvényhozó jogosítványai, valamint a hatáskörébe tartozó nemzeti és közösségi szintű jogszabálytervezetekkel kapcsolatos tanácsadói szerepe.

A Szerződés előírásai szavatolják, hogy az EKB rendelkezik a feladatának teljesítéséhez szükséges hatáskörökkel és jogosítványokkal, így biztosítják a bank funkcionális függetlenségét. Az EKB-nak például kizárólagos jogköre van arra, hogy az euroövezeten belül monetáris politikát folytasson. A bank kizárólagos felügyeletet gyakorol a monetáris bázis fölött, hiszen a bankjegykibocsátásban monopóliumot élvez, érmeiket pedig csak az ő jóváhagyásával bocsáthatnak ki a tagállamok. A Szerződés 101. cikke attól is védi az eurorendszert, hogy az államadósság finanszírozása érdekében nyomást gyakoroljanak rá, hiszen megtiltja, hogy az állami szektornak hiteleket nyújtson.

A személyi függetlenség szavatolja a Kormányzótanács tagjainak a hivatali idő szükséges biztonságát, és segít kiküszöbölni az összeférhetlenségeket. E tekintetben a KBER és az EKB Alapokmánya a viszonylag hosszú, határozott időtartamra szóló szerződések kikötésével és a korábbi politikai tevékenység alapján történő elbocsátás kizárásával védi az EKB döntéshozó testületeinek személyi függetlenségét. Ebből a szempontból kulcsfontosságú, hogy a központi bankároknak lényegesen hosszabb mandátumot adnak, mint a politikusoknak, így hosszabb időtávra tekinthetnek előre, és a középtávú megfontolásokra összpontosíthatnak, míg a politikusok – a választási ciklusokkal összhangban – rövidebb időszakokra tűznek ki célokat.

Végezetül a pénzügyi függetlenség – azaz a központi bank joga, hogy autonóm módon rendelkezék pénzügyi forrásaival és jövedelmével – annyiban fontos, hogy lehetővé teszi a központi bank számára feladatainak hatékony elvégzését. A GMU-ban ezt úgy biztosítják, hogy az EKB-nak saját, az EU-étől független költségvetése van, illetve a bank teljes tőkét az eurorendszer nemzeti központi bankjai jegyzik és fizetik be.

A Lisszaboni Szerződés kifejezetten az unió egyik intézményeként nevezi meg az EKB-t. A bank jogállásának e változása nem befolyásolja lényegesen az EU intézményrendszerén belül elfoglalt pozícióját, hiszen a Lisszaboni Szerződés nem módosította az EKB fő intézményi sajátosságait, azaz elsődleges célját és feladatait, a jogszabályok elfogadásának jogát, valamint saját jogi személyiségét és függetlenségét.

A nagyfokú függetlenséget, amelyet az EKB a Szerződés és az Alapszabály alapján élvez, megfelelőképpen legitimálni kell, hogy az összhangban álljon az európai társadalom demokratikus alapelemeivel. Ehhez az szükséges, hogy a nyilvánosság és a demokratikusan választott testületek beszámoltathassák a bankot. A független központi bankok demokratikus legitimációját a különféle demokratikus rendszerekben különbözőképpen szabályozzák. Céljaik függvényében a mandátumuk is különbözhet.

**A nagyobb függetlenség  
alacsonyabb inflációt  
eredményez**

Az EKB/KBER demokratikus legitimitációjával kapcsolatban három elemet lehet kiemelni. Először: az, hogy a nemzeti parlamentek ratifikálják a Szerződést, valamint módosítják a nemzeti központi bankra vonatkozó törvényeiket, a demokratikus legitimitáció egyik fő forrása. Másodsor: ugyancsak fontos elem, hogy a Kormányzótanács tagjait, köztük az EKB Igazgatóságának tagjait és a nemzeti központi bankok elnökeit demokratikus intézmények választják. Végezetül az EKB-nak be kell számolnia a tevékenységéről.

Ami a beszámoltathatóságot illeti, az EKB-nak ki kell fejtenie a polgárok és parlamenti képviselőik előtt, hogy miként teljesítette a feladatait. Konkrétan ez azt jelenti, hogy az EKB-nak éves jelentést kell készítenie monetáris politikájáról és egyéb tevékenységeiről az Európai Parlament, a Tanács, a Bizottság és az Európai Tanács részére (e testületekről részletesebb információk a 2.2 pontban olvashatók). A jelentést az Európai Parlamenthez és a Tanácshoz kell betérjeszteni. Mi több, az EKB elnökét és az Igazgatóság többi tagját – akár a parlament, akár saját kérésükre – meghallgathatják az illetékes parlamenti bizottságok (az EKB európai parlamenti jelentéstételi kötelezettségéről lásd a 2.2 pontot).

Megkönnyíti a beszámolást, ha a központi banknak világosan meghatározzák a feladatkörét. Az EU-ban a Szerződés egyértelműen rögzíti az EKB/KBER elsődleges célját, az árstabilitás fenntartását. Ezzel szemben ha egy központi banknak egyidejűleg több más célt is meg kellene valósítania, egyre nehezebben számoltathatnák el mandátuma teljesítéséről. Mi több, az EKB Kormányzótanácsa számszerűleg meghatározta az elérendő célt és a követendő megfelelő és jól érthető stratégiát, ami korlátozza az önkényes döntéseket és a döntéshozatal személyes befolyásolását.

Az elmúlt két évtizedben az infláció világméretű csökkenése és az inflációs várakozások alacsony szinten rögzülése egybeesett egy másik globális jelenséggel, a központi bankok függetlenségének erősödésével. Mindez meggyőzően bizonyítja, hogy a központi bankok függetlensége az árstabilitás elérésének és fenntartásának előfeltétele. Ezt a véleményt a hivatalos tapasztalati bizonyítékok is alátámasztják. Sok tanulmány kimutatta, hogy a különböző országokban a központi bank nagyobb függetlensége alacsonyabb inflációval párosul.<sup>3</sup>

## **MONETÁRIS POLITIKA**

A Maastrichti Szerződés az EKB feladatává teszi az egységes monetáris politika folytatását, és megszabja elsődleges célját, az árstabilitás fenntartását. A monetáris politikának az is feladata, hogy az elsődleges cél veszélyeztetése nélkül támogassa a Közösség általános gazdaságpolitikáját. Ez a rendszer azon a tapasztalati bizonyítékokkal és tudományos kutatásokkal alátámasztott, a közvélemény széles köre által is elfogadott elven alapul, hogy a monetáris politika az árstabilitás fenntartásával járulhat hozzá a legjobban a Közösség gazdaságpolitikai céljainak, például a magas fokú foglalkoztatottságnak és a fenntartható, inflációt nem gerjesztő növekedésnek az eléréséhez. A monetáris politikai keretrendszer fő jellegzetességeivel és végrehajtásával a 3. fejezetben foglalkozunk. Az elmúlt tíz év tapasztalata igazolta, hogy ez a megközelítés helytálló és hatékony, amit az euroövezet makrogazdasági teljesítményével foglalkozó 4. fejezet is tükröz.

Az euroövezetben a monetáris politikai döntéseket az EKB Kormányzótanácsa hozza, amely az EKB Igazgatóságának hat tagjából és az euroövezetet alkotó országok nemzeti központi bankjainak elnökeiből áll, és az „egy személy, egy szavazat” elv alapján határoz. Ami a monetáris politikai döntések végrehajtását szolgáló műveleteket illeti, ezeket a Kormányzótanács – amikor csak lehet és megfelelő – a nemzeti

**A monetáris politikát  
az EKB Kormányzótanácsa  
határozza meg**

<sup>3</sup> A bizonyítékok rövid áttekintését és újraértékelését lásd P. Moutot–A. Jung–F. Mongelli (2008): „The workings of the Eurosystem. Monetary policy preparations and decision making” (Az eurorendszer működése. Monetáris politikai előkészületek és döntéshozatal), 1. melléklet, *EKB műhelytanulmány*, 79. sz.

központi bankokon keresztül, a működés decentralizációjának elvével<sup>4</sup> összhangban hajtja végre (például amíg a heti irányadó refinanszírozási műveletek minimális ajánlati kamatlábát az EKB központilag állapítja meg, magukat a tenderműveleteket a nemzeti központi bankok és piaci partnereik hajtják végre).

Az euro számára rugalmas árfolyamrendszert fogadtak el. Ez azt jelenti, hogy a legtöbb valutához, például az amerikai dollárhoz hasonlóan az euro külső értékét is a piacok határozzák meg. Az árfolyam nem gazdaságpolitikai eszköz. Nem is lenne sok értelme létrehozni az eurót, ha utána a monetáris politikát a külső, nem pedig a belső követelményeknek rendelnék alá. Az árstabilitás a monetáris és az árfolyampolitikának egyaránt célja, amiből az következik, hogy az árfolyamot illetően nem tűzünk ki semmiféle célt. Az EKB monetáris politikája csak oly mértékben veszi figyelembe az árfolyamot, amennyiben az befolyásolja a gazdasági helyzetet és az árstabilitás kilátásait.

## **NEMZETI SZINT**

### **Fiskális politika**

A monetáris unió zavartalan működtetéséhez fiskális fegyelemre van szükség, hiszen egy ingatag fiskális politika olyan várakozásokat kelthet vagy olyan irányú politikai nyomást válthat ki, hogy a központi bank az állami szektor adósságának csökkentése vagy a kamatláb alacsonyan tartása érdekében fogadja el a magasabb inflációt. A Szerződés számos olyan rendelkezést tartalmaz, amely kiküszöböli az ilyesféle kockázatokat. A fiskális politikáról és következményeiről részletesebben a 4. fejezetben szólnunk.

A Szerződés mindenekelőtt kifejezetten tiltja, hogy az államadósságokat a központi bankokon keresztül finanszírozzák. Azt is kiköti, hogy az állami szektornak a pénzügyi intézményeknél nem lehet privilegizált elbánásban része. Mi több, a Szerződés úgynevezett „ki nem segítés” záradéka világossá teszi, hogy sem a Közösség, sem valamely tagállama nem felel valamely másik tagállam kötelezettségeiért.

A tagállamok ezenfelül a Szerződésben kötelezik magukat, hogy elkerülik a túlzott deficitet. Azokat a tagállamokat, amelyek túllépik az államháztartási hiánynak és az államadósságnak a Szerződéshez csatolt, a túlzott hiány esetén követendő eljárásra vonatkozó jegyzőkönyvben meghatározott felső határait, az eljárás nyomán végső soron pénzügyi szankciókkal is sújthatják.

Az 1997-ben bevezetett Stabilitási és Növekedési Paktum<sup>5</sup> (SNP) jelentősen megerősítette a fiskális keretrendszert. A paktum preventív ága konkrétabb eljárást vezet be a multilaterális felügyeletre, miszerint az euroövezeti tagok stabilitási programot, az euroövezeten kívüli tagok pedig konvergenciaprogramot nyújtanak be. Ezek az éves programok áttekintést adnak az adott ország gazdasági és fiskális fejleményeiről, meghatározzák a fiskális politika középtávú célját, és azt, hogy milyen kiigazításokkal akarják e célt teljesíteni. A Tanács figyelmeztető ajánlásokat is tehet. A paktum ezenkívül tisztázta és egyszerűsítette a kiigazító ága által túlzotthiány-eljárás esetén teendő lépéseket, és meghatározta azok ütemezését.

Ami a „kiigazító ágat” illeti, a paktum 2005-ös reformja rugalmasabbá tette az eljárásokat. Különösen a túlzott hiány megállapításánál alkalmazható mérlegelés lehetőségeit bővítették, valamint meghosszabbították az eljárások lezárásának határidejét. A „megelőző ág” terén is történtek változások: a felülvizsgált

**Stabil fiskális politikára  
van szükség**

**A fiskális politikákat  
a Stabilitási és Növekedési  
Paktumon keresztül hangolják  
össze**

<sup>4</sup> A decentralizáció elvének elemzését és a szubszidiaritás elvétől való eltérésének kifejtését lásd Zilioli, KBER-alapokmány, 12. cikk, Kommentár az Európai Unióról szóló Szerződésről, 2003, 6. kiadás, Groeben-Schwarze, 427–428. o. és Zilioli, Selmay: „The Law of the ECB” (Az EKB joga), Hart, 2001, 70–71. o.

<sup>5</sup> Az 1997 júniusában elfogadott Stabilitási és Növekedési Paktum egy európai tanácsi határozaton és a kapcsolódó 1466/97/EK és 1467/97/EK rendeleten alapszik. Lásd még J. Stark (2001): „The genesis of a pact” (Egy paktum születése), in: Brunila, A.–M. Buti–D. Franco (szerk.): The Stability and Growth Pact. The architecture of fiscal policy in EMU. (A Stabilitási és Növekedési Paktum. A GMU fiskális politikájának architektúrája). Basingstoke: Palgrave.

SNP a középtávú cél kitzzése és az előrehaladás értékelése során is nagyobb szerepet szán a mérlegelésnek. Sok megfigyelő, köztük az EKB is aggodalmát fejezte ki amiatt, hogy ezek a változások aláássák a fiskális keretrendszer és az euroövezeti tagok fenntartható államháztartása iránti bizalmat, összességében pedig bonyolultabbá és kevésbé átláthatóvá teszik a rendszert.

### Strukturális politika

A Szerződés elvárja, hogy a tagállamok „közös ügynek” tekintsék gazdaságpolitikáikat. A rendszer alappillérei az átfogó gazdaságpolitikai iránymutatások. A Szerződés a foglalkoztatási politikák felügyeletére is létrehoz egy multilaterális rendszert, beleértve a foglalkoztatási iránymutatások elfogadását. Bár a Tanács olyan ajánlásokat is tehet a tagállamok felé, amelyek nincsenek összhangban az átfogó gazdaságpolitikai iránymutatásokkal, a Szerződés nem tartalmaz semmiféle végrehajtási vagy szankcionálási mechanizmust.

A strukturális politikák a gazdaságpolitikák átfogó összehangolásának fontos elemei. A folyamat „puha koordináció” formájában megy végbe, ami nagyrészt a társországok nyomásán és támogatásán alapul. Amint azt a 4. fejezetben kifejtjük, a GMU zavartalan működéséhez rugalmas és versenyképes piacokra van szükség, mivel a versenyképességüket helyreállítani kívánó országok nem alkalmazhatják többé a GMU előtt használatos kiigazítási mechanizmusok egy részét (például a valuta leértékelését). A gazdaság kínálati oldalával foglalkozó gazdaságpolitikáknak figyelembe kell venniük az egyes országok sajátos körülményeit, ezért az ilyen országspecifikus politikákat csak „puhán” lehet összehangolni.

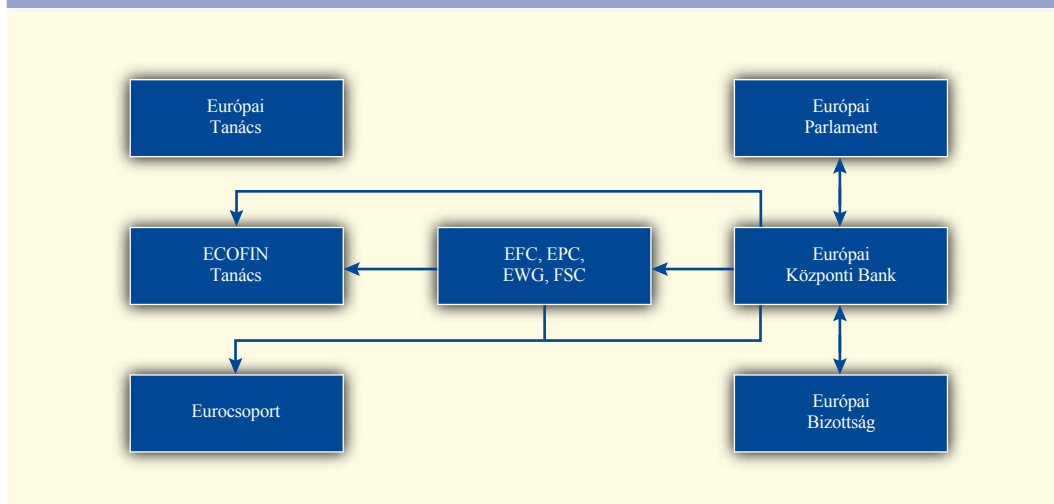
2000 márciusában az Európai Tanács lisszaboni ülésén tovább finomították ezt a megközelítést: elfogadták az úgynevezett lisszaboni stratégiát, amely az Európai Unió növekedési képességének fokozása érdekében átfogó programot hirdetett a strukturális reformok végrehajtására. A stratégia két intézményi jellegű újítást vezetett be: (i) a „tavaszi üléseket”, ahol az Európai Tanácsot felkérlik, hogy adjon politikai ösztönzést és iránymutatást a gazdaságpolitikák és a strukturális reformok végrehajtására; valamint (ii) a „nyílt koordinációs módszert” (az EU irányításának egyik új formáját), amely a „legjobb módszerek” (best practices) meghatározásán keresztül fokozza az együttműködést.

A lisszaboni stratégia azonban az első öt évben meglehetősen vegyes eredményeket hozott. Miután egy magas szintű csoport Wim Kok volt holland miniszterelnök vezetésével áttekintette a helyzetet, az Európai Tanács 2005. tavaszi ülésének résztvevői elhatározták, hogy lényegesen módosítják a lisszaboni stratégiát: nagyobb hangsúlyt fektetnek a növekedésre és a foglalkoztatásra, az irányítást pedig úgy alakítják át, hogy a strukturális reformokban nagyobb szerepet kapjanak a tagországok, így erősödjön az egész folyamat politikai legitimitációja.

A 2005. tavaszi európai tanácsülés azt is elhatározta, hogy a gazdaságpolitikai és foglalkoztatási iránymutatásokat egy csomagba összevonva megalkotja az integrált iránymutatásokat, ezzel is növelve az iránymutatások belső összhangját. Az integrált iránymutatások három évre szólnak, szükség esetén évente frissítik őket. A korábban kidolgozott nagyszámú jelentés helyét nemzeti reformprogramok foglalták el, amelyek lehetővé teszik az előrehaladás éves értékelését.

Mivel az euroövezet nagy kiterjedésű, nem meglepő, hogy tagjainak gazdasági teljesítménye eltér egymástól (az euroövezet makrogazdasági teljesítményén belüli, országonkénti eltérésekről lásd a 4. fejezet 3. pontját). Hasonló megfigyeléseket más nagy valutaövezetekben, például az Egyesült Államokban is végezhetünk. Az euroövezeten belüli gazdasági eltérések fennmaradásának tendenciája viszont azt jelzi, hogy az euroövezeti gazdaságok nem elég rugalmasak. Ezért alapvetően fontos, hogy a kormányok elkötelezettek maradjanak a lisszaboni stratégia céljai iránt, így részesülhessenek a GMU előnyeiből.

**I. ábra: Az EKB kapcsolatai egyéb közösségi intézményekkel és testületekkel**



## 2.2 AZ EKB KAPCSOLATA A TÖBBI KÖZÖSSÉGI INTÉZMÉNNYEL ÉS TESTÜLETTEL

A GMU imént vázolt intézményrendszere intenzívebb kapcsolatokat igényel a közösségi és nemzetek feletti intézmények között. Ebben a pontban kiegészítjük a GMU felépítésének alapelveivel kapcsolatos fenti eszmefuttatásunkat. Elsősorban az EKB és a közösség kulcsfontosságú intézményei közötti kapcsolatokat vizsgáljuk.<sup>6</sup>

### KAPCSOLATOK AZ EURÓPAI PARLAMENTTEL

Amint már említettük, a függetlenség azzal párosul, hogy az EKB a közvélemény számára átláthatóan működik, és elsősorban az Európai Parlament felé számtalan jelentéstételi kötelezettséggel tartozik. E keretek között az EKB elnökét és az Igazgatóság más tagjait akár a parlament, akár saját kérésükre meghallgathatják az Európai Parlament illetékes bizottságai. A gyakorlatban ez úgy néz ki, hogy az EKB elnöke negyedévenként megjelenik a Gazdasági és Monetáris Ügyek Bizottsága előtt. Az EKB éves jelentését a Gazdasági és Monetáris Ügyek Bizottsága és az Európai Parlament plenáris ülése elé egyaránt beterjesztik.

A Szerződés követelményein túlmenően számos egyéb kapcsolat is kialakult az EKB és az Európai Parlament között (például nem hivatalos látogatások). Az EKB arra is vállalkozott, hogy válaszoljon az Európai Parlament tagjainak írásban feltett kérdéseire. Az átláthatóság fokozása érdekében mind a kérdéseket, mind a válaszokat megjelentetik az EKB Hivatalos Lapjában.

Ez a rendszer lehetővé teszi, hogy az EU választott képviselői és a közvélemény hatékonyan beszámolathassa az EKB-t.

**Az EKB-nak jelentést kell tennie az Európai Parlament felé**

<sup>6</sup> Vegyük figyelembe, hogy a fenti ábra csak az EKB és a többi közösségi intézmény és fórum közötti kapcsolatot mutatja, nem pedig az utóbbiak közötti viszonyrendszert. Részletesebb elemzést az EKB *Havi jelentésének* 2000. októberi számában megjelent, „The ECB’s relation with institutions and bodies of the European Community” (Az EKB kapcsolata az Európai Közösség intézményeivel és testületeivel) című cikkben olvashatnak.

**Az EKB elnöke részt vehet az ECOFIN Tanács ülésein**

## **KAPCSOLATOK AZ ECOFIN TANÁCCSAL ÉS A TANÁCS ELŐKÉSZÍTŐ BIZOTTSÁGAIVAL**

Az ECOFIN Tanács ülése, amelyen a pénzügyminiszterek vesznek részt, az EU egészét érintő gazdasági és pénzügyi politikai kérdésekkel foglalkozik, és (a következő alpontban tárgyalandó Eurocsoporttól eltérően) hivatalos döntéseket is hozhat. A Szerződés lehetővé teszi az EKB elnökének, hogy részt vegyen a Tanács ülésein, ha az EKB/eurorendszer céljaival és feladataival kapcsolatos kérdések vannak napirenden. A Szerződés a Tanács elnökének (gyakorlatilag az Eurocsoport elnökének) is lehetővé teszi, hogy szavazati jog nélkül részt vegyen a Kormányzótanács ülésein.

Az ECOFIN Tanács döntéseit a nemzeti pénzügyminisztériumok és központi bankok, az Európai Bizottság és az EKB vezető képviselőiből álló Gazdasági és Pénzügyi Bizottság (Economic and Financial Committee – EFC) készíti elő. Az EFC kulcsszerepet játszik a tagállamok és a Közösség gazdasági és pénzügyi helyzetének áttekintésében, valamint összehangolja az EU nemzetközi fórumokon képviselendő álláspontjait. A Pénzügyi Szolgáltatások Bizottsága (Financial Services Committee – FSC) az ECOFIN pénzügyi szolgáltatások és felügyelet terén hozott döntéseit készíti elő. Az EKB tagja a Gazdaságpolitikai Bizottságnak (Economic Policy Committee – EPC) is, amely az ECOFIN Tanács strukturális reformokra vonatkozó álláspontjának kialakításában játszik kulcsszerepet.

## **KAPCSOLATOK AZ EUROCSOPORTTAL**

**Az eurocsoporton belüli párbeszéd...**

Az euroövezet gazdasági irányítása nagyrészt az Eurocsoporton belül zajló informális megbeszéléseken alapul. Ez az informális testület, amelynek létrehozásáról az Európai Tanács 1997. decemberi luxembourgi ülésén döntöttek, havonta ülésezik az euroövezet pénzügyminisztereinek részvételével. Az ülésre a gazdasági és monetáris ügyekért felelős európai biztost és az EKB elnökét is meghívják.

Az Eurocsoportban őszinte és nyílt eszmecsere folytatnak az euroövezet fő politikai döntéshozói, ami lehetővé teszi az EKB-nak, hogy első kézből származó információkat szerezzen, és megmagyarázza szakpolitikai döntéseit.

**...egyre fontosabbá válik**

Az elmúlt tíz évben az Eurocsoport egyre jelentősebbé vált. Ezt az is tükrözi, hogy fokozatosan bővül a napirendjére kerülő kérdések köre. Amíg korábban főleg a fiskális politikára összpontosított, ma már más szakpolitikai kérdésekkel, például a strukturális reformokkal, az egyes euroövezeti országok versenyképességének alakulásával, a pénzügyi stabilitással és az árfolyamok alakulásával is foglalkozik. Az Eurocsoport informális szerepét az „euroövezeten belüli gazdaságpolitikák szorosabb összehangolását” célul kitűző új Lisszaboni Szerződéshez csatolt egyik jegyzőkönyv is elismeri.

## **KAPCSOLATOK AZ EURÓPAI BIZOTTSÁGGAL**

**Szoros kapcsolatok a Bizottsággal**

Az Európai Bizottság fontos szerepet tölt be a GMU intézményrendszerében. Különösen azért, mert joga van arra, hogy az Európai Parlament és a Tanács által elfogadandó közösségi jogszabályokat kezdeményezzen. A Bizottság kulcsszerepet játszik az európai szinten megszületett döntések és megállapodások végrehajtásának nyomon követésében. Az EKB rendszeres kapcsolatban áll a Bizottsággal és az európai találkozásokon eszmét cserél a Bizottság képviselőivel. Mi több, a gazdasági és monetáris ügyekért felelős európai biztos – szavazati jog nélkül – részt vehet a Kormányzótanács ülésein. A hivatalos kontaktusokon kívül az EKB számtalan informális munkakapcsolatot létesített a Bizottság különféle szolgálataival.

## 2.3 BŐVÍTÉSI FOLYAMAT

### EU-BŐVÍTÉS

Az euro első tíz éve egybeesett az Európai Unió minden eddiginél nagyobb szabású bővítésével. 2004. május 1-jén tíz új ország, 2007. január 1-jén pedig további kettő csatlakozott a szervezethez. Ez a bővítés sok tekintetben a legnagyobb és legátfogóbb volt az Európai Unió történetében. A tagállamok száma 15-ről 27-re emelkedett, az összlakosság pedig mintegy 100 millió fővel, csaknem félmilliárdra bővült. E növekedés gazdasági hatása ugyanakkor összességében nézve viszonylag szerény. Az Európai Unió egy főre jutó GDP-je kevesebb mint 10%-kal bővült, mert a csatlakozás időpontjában a legtöbb új tagállamban az egy főre jutó jövedelem jóval alacsonyabb volt, mint az EU-átlag.

A bővítés várhatóan az elkövetkező években is folytatódik, habár üteme lassul. Három ország kapott tagjelölti státust: Törökország 1999-ben, Horvátország 2004-ben, Macedónia Volt Jugoszláv Köztársaság pedig 2005-ben. Az összes többi nyugat-balkáni állam lehetséges tagjelölt, így kilátása van rá, hogy egyszer az EU tagjává váljék.

Mivel az eurót várhatóan az összes új tagállam bevezeti valamikor, az eurorendszer élénk figyelemmel kísérte az EU bővülését, és a jövőben is így tesz. Az EKB Általános Tanácsa rendszeresen áttekinti a tagjelölt és lehetséges tagjelölt országok gazdasági, pénzügyi és monetáris fejleményeit. Az eurorendszer élénk párbeszédet kezdett az EU-csatlakozásra készülődő országok központi bankjaival is. A bővítés korábbi körei előtt az eurorendszer a nemzeti központi bankokkal karöltve több szemináriumot rendezett az EU-csatlakozás folyamatáról, ami elősegítette, hogy a csatlakozó országok központi bankjai minden megrázkódtatás nélkül integrálódjanak a KBER-be. Az EKB ezúttal is intenzív kapcsolatokat létesített és információcserét kezdett a tagjelölt országok központi bankjaival, beleértve az évenként megrendezett magas szintű politikai dialógust.

### AZ EUROÖVEZET BŐVÍTÉSE

Az euro 11 tagállam egységes valutájaként kezdte pályafutását. Tíz évvel később már 15 állam fizetőszöke lett. Az euroövezet háromszor bővült: 2001-ben Görögország, 2007-ben Szlovénia, 2008-ban pedig Ciprus és Málta csatlakozott. A jövőben további bővítési hullámok várhatók.

Az EU-országok egy több szakaszból álló, pontosan meghatározott eljárás szerint közelítenek az euro bevezetéséhez.

Az első szakasz addig tart, amíg a tagállam csatlakozik az ERM-II árfolyam-mechanizmushoz. Ebben a fázisban az országnak a monetáris és árfolyam-politika terén a Szerződés három kulcsfontosságú követelményét kell teljesítenie. Először: az árfolyam-politikát közérdeklődésre számot tartó ügyként kell kezelnie. Másodszor: az árstabilitást a monetáris politika elsődleges céljának kell tekintenie. Harmadszor: az országnak el kell kerülnie a túlzott hiányokat (bár a túlzott hiány esetén követendő eljárás pénzügyi szankcióival csak akkor sújthatnak egy országot, ha az már bevezette az eurót).

**Út az euro bevezetéséhez...**

**Csatlakozás az ERM-II-höz...**

### ...ingadozási sávokon belül maradás...

A második szakasz akkor kezdődik, amikor a tagállam csatlakozik az ERM-II-höz. Ebben a mechanizmusban az ország valutája olyan rendszerbe kerül, amelyben a rögzített, de kiigazítható középárfolyamok  $\pm 15\%$ -os ingadozási sávban mozognak az euróhoz képest. A mechanizmus annak az eredeti árfolyam-mechanizmusnak a közvetlen utóda, amely 1979-től az euro 1999. január 1-jei bevezetéséig létezett. Az árfolyam-mechanizmus stabilizáló szerepet tölt be, segít a makrogazdasági politikákat fenntartható pályára orientálni, és hozzájárul az inflációs várakozások lehorgonyzásához. Az ERM-II piaci próbatétel az euro bevezetésére készülődő országok számára, hiszen azt várják tőlük, hogy az árfolyam-stabilitás és a nominális konvergencia megteremtése érdekében stabilitásorientált politikát folytassanak. Így az ERM-II olyan „edzőteremnek” is tekinthető, ahol felkészülnek az euro bevezetésére.

### ...a konvergenciakritériumok teljesítése

Az euro bevezetése, a folyamat harmadik szakasza csak azután kezdődik, hogy az ország fenntarthatóan teljesítette az úgynevezett konvergenciakritériumokat (lásd még a 4.4 pontot). Ezeket a kritériumokat a Maastrichti Szerződés tartalmazza, és az egyik hozzátartozó jegyzőkönyv határozza meg részletesebben is. A kritériumok célja az, hogy szavatolják az áralakulást, a hosszú lejáratú kamatlábakat, az államháztartási hiány és az államadósság fenntartható nominális konvergenciáját. Azt is elvárják, hogy a tagállam két évet eltöltsön az ERM-II rendszerben, valutája ezalatt a normális ingadozási sávokon belül maradjon, és ne keletkezzenek súlyos feszültségek. Az adott országnak az is feladata, hogy ez idő alatt teljesen összhangba hozza a nemzeti jogszabályait (különösen az adott központi bank alapszabályát érintő törvényt) a Szerződéssel és a KBER alapokmányával.

A döntést, miszerint egy tagállam elérte-e már a fenntartható konvergenciának azt a fokát, ahol bevezetheti az eurót, az ECOFIN Tanács hozza meg, miután az állam- vagy kormányfők megtárgyalták a kérdést. A döntés az EKB és az Európai Bizottság által elkészített konvergenciajelentéseken, az Európai Parlament véleményén és az Európai Bizottság javaslatán alapul. Az ECOFIN Tanács ezenkívül meghozza azokat a rendeleteket, amelyek az euro újabb tagországban történő bevezetéséhez szükségesek, például rendeletben rögzíti az adott nemzeti valuta euróval szembeni visszavonhatatlan árfolyamát.

Mindent egybevetve az EU világos eljárást dolgozott ki, amely a multilaterális keretek között lezajló, strukturált konvergenciafolyamat végén az euro bevezetését jelöli meg célként. Ebből következik, hogy az egyoldalú hivatalos eurósítás összeegyeztethetetlen lenne a Szerződéssel.

Az euroövezetbe való belépésnek számos operatív vonzata van, a csatlakozás intenzív technikai előkészületeket kíván, különösen a készpénzcsere, a monetáris politika végrehajtásához szükséges eszközöket, valamint a fizetési és fedezeti ügyleteket kezelő európai infrastruktúrákban való részvételt illetően. Az eurorendszer is szervezett különféle tájékoztató kampányokat, hogy a készpénzkezelőket és a nyilvánosságot megismertesse az eurobankjegyek és -érmék külső megjelenésével és biztonsági elemeivel (például információs anyagokat juttatott el a háztartásokba, konferenciákat és szemináriumokat szervezett az üzleti világ számára). Az euro bevezetésekor a nemzeti központi bankok az eurorendszer tagjaivá válnak, elnökeik pedig bekerülnek a Kormányzótanácsba.

## 2.4 KÖVETKEZTETÉSEK

A Maastrichti Szerződés által bevezetett egyedülálló intézményrendszer centralizált monetáris politikával ötvözi a decentralizált fiskális és strukturális politikákat. A feladatok pontos meghatározásán túlmenően olyan alkalmas koordinációs eljárásokat tartalmaz, amelyek figyelembe veszik, hogy az egységes valuta bevezetése után megnövekedett az euroövezeti tagok kölcsönös függősége.



A GMU első tíz évének tapasztalata azt mutatja, hogy az intézményrendszer jól működik. Ezt az új Lisszaboni Szerződés is elismerte, hiszen gyakorlatilag változatlanul hagyta a rendszert. Ugyanakkor nem minden politikus tartotta be mindig a közösségi szinten tett vállalásait, az ott elért megállapodásokat. Ha tehát van valamilyen tanulság, amelyet a GMU-nak fennállása második évtizedében szem előtt kell tartania, akkor az az, hogy minden politikusnak végre kell hajtania a GMU rendszeréből fakadó feladatait. Ha ez így lesz, a GMU sikertörténete is folytatódik.





## 3 AZ EKB MONETÁRIS POLITIKAI STRATÉGIÁJA ÉS ANNAK MEGVALÓSÍTÁSA

*Az euroövezet árstabilitásának fenntartására irányuló megbízatása teljesítése érdekében a Kormányzótanács a monetáris unió kezdetétől fogva a nyilvánosságra hozott monetáris politikai stratégiájára támaszkodik. Mindent egybevetve, az utóbbi tíz évben e stratégia jól szolgálta az EKB-t. A monetáris politikai döntések a hosszabb távú inflációs várakozásokat biztonságosan horgonyozták le az árstabilitással konzisztens szinteken. Ugyanakkor az eurorendszer monetáris politika végrehajtását szolgáló működési keretrendszerének alkalmazkodó kialakítása és azon belül az eszközök és eljárások széles skálája még pénzügyi nehézségek idején is hatékonynak és rugalmasnak bizonyult.*

*A fejezet szerkezete a következő: A 3.1 pont röviden áttekinti az EKB monetáris politikai stratégiáját. Különösen azt szemlélteti, hogyan fejlődtek az utóbbi évtizedben a közgazdasági és monetáris elemzések a kétpilléres rendszeren belül, amely az árstabilitás kockázatainak a Kormányzótanács általi megítélését szolgálja. A 3.2 pont azt írja le, hogyan folytatták az egységes monetáris politikát a gyakorlatban, és az hogyan tudta sikeresen irányítani az inflációs várakozásokat egy állandóan változó gazdasági és pénzügyi feltételekkel és kihívásokkal jellemzett környezetben. A monetáris politika menetét részletesebben vizsgálva a 3.2 pont öt fő szakaszt különböztet meg, nevezetesen: átmenet a monetáris unióba (1998 közepétől 1999 közepéig), monetáris politikai szigorítás az inflációs nyomások visszatartására (1999 közepétől 2000 végéig), az EKB irányadó kamatlábainak lefelé történő kiigazításai (2001 elejétől 2003 közepéig), az EKB irányadó kamatlábainak változatlanul tartása (2003 közepétől 2005 végéig), valamint a monetáris politikai alkalmazkodás visszavonása (2005 vége óta). A 3.3 pont írja le az EKB által a monetáris politikai döntések végrehajtásához alkalmazott működési eszközöket és eljárásokat. A 3.4 pont levon néhány tanulságot, és ismerteti az előrelépés módjait.*

### 3.1 AZ EKB MONETÁRIS POLITIKAI STRATÉGIÁJA

#### MÍÉRT SZÜKSÉGES AZ ÁRSTABILITÁS? MELYEK AZ ELŐNYEI?

Az Európai Unióról szóló szerződés (más néven a „Maastrichti Szerződés”) világos rangsort állapít meg az eurorendszer céljai között azzal, hogy elsőrendű fontosságot tulajdonít az árstabilitásnak. E választás egyértelmű történelmi bizonyítékokon és közgazdasági elméleten alapul. Az árstabilitás különböző csatornákon keresztül támogatja a magasabb életszínvonalat.

Az árstabilitás megvédi a jövedelmek és a vagyon reálértékét, míg a váratlan infláció elkerülhetetlenül nem szándékolt és önkényes újraelosztáshoz vezet. Az árstabilitás különösen a társadalom legsebezhetőbb csoportjainak a javát szolgálja. E csoportok megtakarításaik viszonylag nagyobb hányadát tartják készpénzben és takarékbetét-számlákon, amelyeknek reálértékét könnyen erodálja az infláció. Az ő hozzájárulásuk a pénzügyi piacokhoz jellemzően meglehetősen korlátozott, így kevés lehetőségük van elkerülni az „inflációs adót”.<sup>1</sup> Ebben a vonatkozásban az infláció által különösen sebezhető csoportot képeznek a nyugdíjasok, akiknek a nyugdíjjogosultságból és életük munkával töltött részében felhalmozott megtakarításaikból kell megélniük. Az árstabilitás tehát hozzájárul a társadalmi kohézióhoz is.

Ráadásul, egy stabil árral jellemzett környezetben az emberek könnyebben bogozzák ki a viszonylagos árak változásait (azaz bármely külön áru vagy szolgáltatás árának mozgását) az általános árszint változásai közül. Ez azt jelenti, hogy az emberek teljes mértékben támaszkodhatnak bármely áru vagy szolgáltatás árának jelző és tájékoztató funkciójára. Egy ilyen környezetben az emberek tudják, hogy bármely ármozgás kapcsolatban van az egyes áruk és szolgáltatások kínálatának és keresletének változásaiból

Árstabilitás mint elsődleges cél

Az árstabilitás előnye

<sup>1</sup> Lásd: G. Fagan–J. Henry–R. Mestre: „An area-wide model (AWM) for the euro area” („Az euroövezet övezeti modellje [AWM]”), *Economic Modelling* 22, 2005, 39–59. o.

eredő „viszonylagos hiány” változásaival. Ebben az értelemben az árstabilitás könnyebbé teszi az árak összehasonlítását, és így a fogyasztásra és beruházásra vonatkozóan a jobb információkon alapuló döntéshozatal. Ez hozzájárul a piacok zökkenőmentes és hatékony működéséhez.

Az árstabilitás ugyancsak hozzájárul mind a névleges, mind a reálkamatlábak alacsonyabb szintjeihez. Például az infláció erodálja a nominális eszközök reálértékét, és egy inflációs környezetben a hitelezők jellemzően inflációs kockázati prémiumot számítanak fel a befektetésükkel kapcsolatos inflációs kockázataik kompenzálására. Ezzel szemben a hitelezők egy árstabilitással jellemzett környezetben nem kérnek ilyen kockázati díjat. Az inflációs kockázati prémiumok csökkentése révén az árstabilitás alacsonyabb reálkamatlábszinteket eredményez, ami több beruházási projektet tesz nyereségessé. E tekintetben az alacsonyabb kamatlábak hozzájárulnak a foglalkoztatás és a gazdasági növekedés magasabb szintjeihez.

Továbbá az árstabilitás a legjobb – és végső soron az egyetlen – dolog, amivel egy hiteles monetáris politika hozzá tud járulni a gazdasági növekedéshez, a munkahelyteremtéshez és a társadalmi kohézióhoz. Ez azt a tényt tükrözi, hogy az olyan politikacsináló, aki csak egyetlen eszközt irányít, nem képes egynél több célt teljesíteni, és nem is vonható többért felelősségre. További célokra való törekvés a monetáris politika túlterhelésének kockázatával járna, és végül magasabb inflációt és magasabb munkanélküliséget eredményezne. Hosszabb távon a monetáris politika csak a gazdaság árszintjét képes befolyásolni; a gazdasági konjunktúrára nem tud tartós hatást gyakorolni. Ezt az általános elvet úgy emlegetik, mint „a pénz hosszú távú semlegességét”. Emiatt van, hogy a Szerződés gondoskodik a felelősségi körök világos és hatékony elosztásáról, ahol a monetáris politika elsődleges célja az árstabilitás fenntartása.

Közelmúltbeli bizonyítékok arra utalnak, hogy az infláció és a növekedés közötti kapcsolat hosszú távon akár negatív is lehet, amikor az infláció állandó emelkedése a reáljövedelem nettó veszteségéhez vezet.<sup>2</sup> Ez megerősíti, hogy a központi bankokat egyértelmű felelősséggel kell felruházni az árak stabilan tartásáért. Ily módon a monetáris politika nemcsak minimalizálja az infláció költségeit, hanem segít a gazdaság hosszú távú termelési potenciáljának maximalizálásában is.

## A MONETÁRIS POLITIKAI STRATÉGIA ELEMEI

Amikor 1998 októberében, azaz a GMU indulása előtt megfelelő időben a Kormányzótanács elfogadta és kihirdette a monetáris politikai stratégiát, az egyik kulcskérdés az volt, vajon a stratégia képes lesz-e felölelni minden olyan körülményt, amellyel az újonnan alakult euroövezetnek kezdetben vagy később esetleg szembe kell néznie. Ezért indokolt először röviden áttekinteni a stratégia fő elemeit és logikai alapját.

A monetáris politikai stratégia kifejlesztése az Európai Monetáris Intézet (az EKB elődje) által elvégzett kiterjedt előkészítő munka alapján történt. A stratégia biztosítja a konzisztens és szisztematikus megközelítést a monetáris politika irányításához. Két fő összetevőből áll: az egyik az EKB elsődleges céljának, azaz az árstabilitásnak a számszerű meghatározása, míg a másik egy kétpilléres keretrendszer mint szervező elv az áralakulások kilátásainak értékeléséhez alapul szolgáló elemzéshez. Az EKB monetáris politikai stratégiája kezdetektől fogva szilárd alapot biztosított a monetáris politika folytatásához és kommunikálásához. 2003-ban, a stratégia átfogó értékelésével összefüggésben a Kormányzótanács megerősítette a stratégia fő elemeit.

2 Lásd a *Havi jelentés* 2008. májusi számának „Price stability and growth” („Árstabilitás és növekedés”) című cikkét.

## HOGYAN DEFINIÁLJA AZ EKB AZ ÁRSTABILITÁST SZÁMSZERŰLEG?

Miközben a Szerződés egyértelműen az árstabilitást jelöli meg a monetáris politika elsődleges céljaként, nem adja meg e cél pontos, számszerű meghatározását. Annak érdekében, hogy az EKB felelősségre vonhatóságához egy egyértelmű mércét biztosítsanak a közvélemény számára, valamint a hosszabb távú inflációs várakozások lehorgonyozása céljából a Kormányzótanács 1998-ban elfogadta az árstabilitás számszerű meghatározását, kijelentve, hogy „az árstabilitás az euroövezet harmonizált fogyasztóiár-indexének (HICP) 2% alatti éves növekedése. Az árstabilitást középtávon kell fenntartani.” Ezen túlmenően, a monetáris politikai stratégia 2003. évi alapos értékelését követően a Kormányzótanács tisztázta, hogy e definíció belüli célja a HICP-infláció „2% alatti, de ahhoz közeli” értéken tartása. Ez a megközelítés elegendő ahhoz, hogy fedezetet biztosítson mind a nagyon alacsony infláció, mind a defláció kockázatai ellen.

Az árstabilitás számszerű definíciójának 1998-as elfogadásakor a Kormányzótanács az euroövezet számos sajátosságát figyelembe vette:

- mindenekelőtt egy, az egész övezetre kiterjedő fogyasztóiár-index – ebben az esetben a HICP (lásd a 8. fejezet 1. keretes írását) – természetes választás az EKB számára az árstabilitás referenciájaként, mert az az euroövezetbeli monetáris tranzakciókra összpontosít;
- másodsorban, a definíció az euroövezet egészére összpontosít, tükrözve azt a tényt, hogy egy monetáris unió belül a monetáris politika nem foglalkozhat országspecifikus ügyekkel;
- harmadszor, a definíció világossá teszi, hogy a 2% feletti infláció nem fér össze az árstabilitással, amely az EKB elsődleges célja. Ugyanakkor azt is jelenti, hogy a nagyon alacsony inflációs ráták, és különösen a defláció, ugyancsak ellentmondanak az árstabilitásnak.

Ezenkívül az árstabilitás definíciója hangsúlyozza az EKB monetáris politikájának középtávú orientációját. Tekintve, hogy a monetáris politika csak jelentős és változó időbeli késésekkel – és csak bizonytalan mértékben – képes befolyásolni az árak alakulását, lehetetlen, hogy egy központi bank mindenkor egy előre meghatározott inflációs rátát tartson fenn, vagy nagyon rövid időn belül visszavigye azt valamilyen megkívánt szintre. Következésképpen a monetáris politikának előre tekintő módon kell működnie, és középtávra kell összpontosítania. Ezzel elkerülhető a túlzott aktivitás és a szükségtelen volatilitás előidézése a reálgazdaságban. Mindezek eredményeként az inflációs ráták némi rövid távú volatilitása elkerülhetetlen.

## AZ EKB MONETÁRIS POLITIKAI STRATÉGIÁJÁNAK KÉT PILLÉRE

Az EKB által az árstabilitás kockázatainak előre tekintő felmérése szempontjából releváns információ elemzésének és értékelésének átfogó megközelítése két elemzési szemponton alapul, amelyeket gyakran a két pillérként emlegetnek. Ez a kétpilléres szerkezet alkotja az EKB monetáris politikai megfontolásainak és döntéseinek alapjául szolgáló belső elemzés, valamint a pénzügyi piacokkal és a nagyközönséggel való kommunikációjának szervező elvét.

A közgazdasági elemzés célja, hogy azonosítsa az árstabilitás kockázatait rövid és középtávon. Ezért megpróbálja azonosítani a rövid és középtávú áralakulások és kibocsátási trendek megértése szempontjából releváns gazdasági sokkokat, méghozzá a konjunktúraelemzéssel összefüggésben. Tüzetesen vizsgálja a konjunktúra-, ár- és költségmutatók széles skáláját, elsősorban az euroövezet aggregált szintjén, de ágazati és országszinten is. Mindezen tényezők segítenek a reálkonjunktúra dinamikájának, valamint az árak valószínű alakulásának felbecslésében az áru-, szolgáltatás- és tényezőpiacok kínálata és kereslete közötti rövidebb távú kölcsönhatásának szempontjából. A közgazdasági elemzés egyik kulcseleme az euroövezet fő makrogazdasági változóinak rendszeres előrejelzése (lásd az 1. keretes írást). A megfelelő döntésekhez

2% alatti, de ahhoz közeli éves HICP-infláció...

...középtávon

Kétpilléres keretrendszer

Közgazdasági elemzés

a Kormányzótanácsnak pontosan tisztában kell lennie az aktuális gazdasági helyzettel, valamint az árstabilitást fenyegető gazdasági zavarok természetével és súlyosságával.

#### I. keretes írás

### AZ EUROÖVEZET GAZDASÁGÁNAK MODELLEZÉSE

A gazdaság modelljei sok központi banknál a közgazdasági elemzéshez használt fontos eszközök. Ezeket a modelleket gyakran „strukturálisnak” nevezik, mert céljuk a fogyasztásra, beruházásra stb. vonatkozó gazdasági döntések kulcsfontosságú okozati meghatározó tényezőinek megragadása. A modellek tapasztalat alapján válnak érvényessé, vagy „becsültek” – azáltal, hogy néhány makrogazdasági változóra vonatkozó következtetéseiket a múltban megfigyelt eredményekkel vetik össze. Értékelésüket követően a modellek laboratóriumi eszközökként használhatóak különböző közgazdasági kérdések megválaszolására: előrejelzésekkel tudnak szolgálni a jövőbeli gazdasági feltételeket illetően, segítenek egyes gazdasági eseményeknek (pl. a bér meghatározás vagy fiskális intézkedések változásainak) a gazdaság egészére gyakorolt hatása számszerű értelmezésében, és felhasználhatóak annak megbecslésére, hogy a gazdasági eredményeket hogyan befolyásolják a monetáris politikai intézkedések.

1999 eleje óta a makrogazdasági modellek az EKB-nál jelentős továbbfejlesztésen estek át. Az euroövezet gazdaságát aggregált szinten leíró első modell az övezeti modell (AWM) volt.<sup>1</sup> Az AWM kifejlesztése a GMU által teremtett új feltételek miatt különleges kihívásokkal járt. Például a modell empirikus megerősítése szükségszerűen a Monetáris Unió előtti adatokon alapult, még akkor is, ha ésszerűen elvárható volt, hogy a Monetáris Unió az euroövezet gazdaságának szerkezetváltozását képviselheti. Ráadásul, az övezetre vonatkozó adatok nem álltak azonnal rendelkezésre a nemzeti statisztikai hivataloktól. A szükséges adatokat a nemzeti adatok aggregálási folyamatával kellett előállítani, ami időnként ad hoc feltételezéseket kívánt meg. E nehézségek ellenére az AWM bevált eszközként szolgált az euroövezet makrogazdasági folyamatainak kvantitatív elemzéséhez. Teljes övezetre kiterjedő megközelítését követték az EKB által később alkotott legtöbb modellben.<sup>2</sup>

Az AWM szerkezete az évek során számos vonatkozásban javult. Ugyanakkor a tudományos irodalom alakulása a közgazdasági modellek által kielégítendő alapkövetelmények radikálisabb újragondolásához vezetett. A közgazdasági modellek új generációjának prototípusát, amely később sok központi banknál hasznosnak bizonyult, az EKB-nál fejlesztették ki: ez az euroövezet Smets és Wouters-féle modellje.<sup>3</sup> E modellt számos innovatív vonás jellemzi. Például határozott és háztartás-szintű magyarázatokat (vagy „mikroalapokat”) ad a megfigyelt aggregált eredményekre, úgymint az árak nehézkes igazodása az exogén folyamatokra. Megengedett, hogy a háztartások és a cégek döntései reagáljanak a jövőbeli gazdasági kilátások változásaira, nem csak a múltbeli folyamatokra. Végül, a modell – minden releváns információ együttes figyelembevételével – becsült, és így képes versenyezni a rövid távú előrejelzésben a tisztán statisztikai eszközökkel.

Újabban a Smets és Wouters-féle modell szerkezetét kiterjesztették a Christiano–Motto–Rostagno modellben, amely különös figyelmet szentel a monetáris és pénzügyi változók szerepének a gazdaság

1 Lásd: G. Fagan–J. Henry–R. Mestre: „An area-wide model (AWM) for the euro area” („Az euroövezet övezeti modellje [AWM]”), *Economic Modelling* 22, 2005, 39–59. o.

2 Korábban az EKB-nál az NKB-kkal együttműködve az AWM mentén egy több országra kiterjedő modellt (MCM) is kifejlesztettek. Az MCM szerkezete nagyon hasonló az AWM-éhez, de a gazdasági összefüggéseket nemzeti, nem pedig övezeti szinten becslik meg. Így a modell fontos lehet az AWM-alapú eredmények hibátűrésének ellenőrzésében.

3 Lásd: F. Smets–R. Wouters: „An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area” („Az euroövezet becsült dinamikus sztochasztikus általános egyensúlyi modellje”), *Journal of the European Economic Association* 1, 2003, 1123–1175. o.

szerkezetében.<sup>4</sup> E modell magában foglal egy kifejezett bankszektort, amely közvetítő szolgáltatásokat nyújt a hitelfelvevők és a hitelezők között, és nem jelentéktelen szerepet hoz létre a monetáris aggregátumok számára a gazdaságban. Ugyancsak lehetővé teszi az alapkamat endogén begyűrését a cégeknek felszámított hitelkamatlábakba, amelyekbe egy felár van beépítve, hogy kompenzálja a bankokat a hitelfelvevők nemfizetési kockázata miatt.

Végül kifejlesztették az AWM új, mikro alapú változatát, az új AWM-et (NAWM), hogy ez váltsa fel az AWM-et mint a makrogazdasági előrejelzések alapjául szolgáló legfőbb eszközt.<sup>5</sup> A korábban említett modellekhez viszonyítva az NAWM nyitott gazdasági vonásokat is tartalmaz, hogy lehetővé tegye – többek között – a külső folyamatokra vonatkozó becslések előrejelzéseinek szabályozását. Az NAWM különösen alkalmas forgatókönyv-elemzések lefolytatására és az előrejelzések bizonytalanságának felbecslésére. Az NAWM-nek a prognózisokban alkalmazott változatát kiegészíti egy részletesebb, de kalibrált változat a monetáris politikai kérdések szélesebb körének kezelése érdekében.

A gazdaság matematikai modelljei fontos támogató szerepet játszottak az euroövezet jelenlegi gazdasági és monetáris feltételeinek számszerű értékelésében. Mindazonáltal valamennyi modell továbbra is nagyban stilizált valamilyen dimenziók mentén. A fiskális politika kielégítőbb kezelése és egy gazdagabb munkaerő-piaci struktúra azon irányvonalak közé tartoznak, amelyek mentén a meglévő modellek kiterjesztése folyik. Mindenesetre, a politikák strukturális modellekben történő szimulációi csak egyikét képviselhetik annak a sok elemnek, amelyeket a Kormányzótanács figyelembe vesz az euroövezetbeli áralakulások kilátásainak átfogó értékelésekor.

4 Lásd: L. Christiano–R. Motto–M. Rostagno: „The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis” („A nagy gazdasági válság és a Friedman-Schwartz hipotézis”), *Journal of Money, Credit and Banking* 35(6), 2003. december, valamint L. Christiano–R. Motto–M. Rostagno: „Shocks, Structures or Policies? The EA and the US after 2001” („Sokkok, struktúrák vagy politikák? Az euroövezet és az Egyesült Államok 2001 után”), *Journal of Economic Dynamics and Control*, megjelenés előtt.

5 Lásd: K. Christoffel–G. Coenen–A. Warne: „The New Area-Wide Model of the Euro Area: Specification, Estimation Results and Properties” („Az euroövezet új övezeti modellje: specifikáció, becslési eredmények és tulajdonságok”), kézirat, 2007. június, valamint G. Coenen–P. McAdam–R. Straub: „Tax Reform and Labour-Market Performance in the Euro Area: A Simulation-Based Analysis Using the New Area-Wide Model” („Adóreform és munkaerő-piaci teljesítmény az euroövezetben: szimuláción alapuló elemzés az új övezeti modell felhasználásával”), *Journal of Economic Dynamics and Control*, megjelenés előtt.

A monetáris elemzés célja, hogy azonosítsa az árstabilitás kockázatait közép- és hosszabb távon. Ebben az értelemben a monetáris és hitelfolyamatok alakulása, valamint az azokat meghatározó tényezők megkülönböztetett szerepet játszanak, tekintve, hogy a monetáris növekedés és az infláció hosszabb távon szorosan összefüggnek (lásd az 1. ábrát). Ez azt a közgazdasági alapelvet tükrözi, hogy hosszabb távon az infláció monetáris jelenség. Különösen a pénznek adott vezető szerep biztosítja az EKB monetáris politikájának középtávú orientációját. Az ábra szemlélteti az infláció alacsony gyakoriságú komponensei és a monetáris növekedés közötti szoros összefüggést, amikor is a monetáris dinamikák vezető szerepet töltenek be az infláció alakulásában (és így potenciálisan segítenek annak előrejelzésében).

Valójában a monetáris elemzés monetáris, pénzügyi és gazdasági információk széles választékából merít, felhasználva egy sor kiegészítő eszközt és technikát, ami – tájékozottságon alapuló vélemény alkalmazásával – lehetővé teszi a monetáris folyamatok alapjául szolgáló trend valós idejű azonosítását, valamint az ebből eredő következmények megítélését az árstabilitás kockázatai szempontjából. Annak érdekében, hogy stratégiájával összefüggésben jelezze elkötelezettségét a monetáris elemzés mellett, és viszonyítási értéket nyújtson a monetáris folyamatok értékeléséhez, az EKB 1998 decemberében a széles értelemben vett monetáris aggregátum, az M3 éves növekedési rátájára egy 4,5%-os referenciaértéket hirdetett meg.<sup>3</sup>

3 Ez az aggregátum a következőket foglalja magában: forgalomban levő készpénz, egynapos (overnight) betétek, legfeljebb két évre lekötött betétek és legfeljebb három hónapos felmondásos betétek plusz visszavásárlási megállapodások, pénzpiaci alapok befektetési jegyei, valamint legfeljebb két éves lejáratú, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok.

A monetáris elemzés...

...információk széles választékából merít...

...és idővel fejlődött

Ezen érték feletti tartós monetáris bővülés az árstabilitás felfelé irányuló kockázatait jelzi. Az M3 kiválasztása azon a nyilvánvaló tényen alapult, hogy ez a monetáris aggregátum szoros kapcsolatot mutat az árszinttel. Ugyanakkor már a kezdetektől világossá tették, hogy a monetáris politika nem fog automatikusan reagálni, ha az M3 növekedése eltér a referenciaértéktől.

Ugyanakkor fontos megjegyezni, hogy az idő múlásával fejlődtek, és javultak az árstabilitás kockázatainak azonosítására használt eszközök, azon kihívások fényében, amelyeket a különböző folyamatok – különösen a pénzügyi innováció gyors üteme – jelentenek a monetáris elemzés számára. Szembesülve a kérlelhetetlen szükséglettel, hogy az árstabilitás kockázatainak azonosítását szolgáló elemzési eszközeit javítania kell, 2007-ben a Kormányzótanács úgy döntött, hogy négy úton fejleszti tovább monetáris elemzését:

- Először, a pénzkeresleti modelleket finomítják, és terjesztik ki a monetáris aggregátumok időbeli és szektorokra kiterjedő viselkedésének jobb megértése érdekében.
- Másodsor, javítanak a pénzalapú inflációs kockázat-mutatók hibátűrő képességén, hogy továbbfejlesszék használatukat az árstabilitás fenntartását célzó monetáris politikai döntések útmutatójaként.
- Harmadsor, olyan strukturális modelleket fejlesztenek, és finomítanak a monetáris folyamatok értékelésének támogatására, amelyek aktív szerepet töltenek be a pénz és hitel számára az inflációs dinamikák meghatározásában.
- Végül, fontos az analitikai keretrendszer további elmélyítése a monetáris és közgazdasági elemzések-ből eredő információk és elemzés egyeztetésének támogatására.

Az egyeztetés biztosítja a következetességet

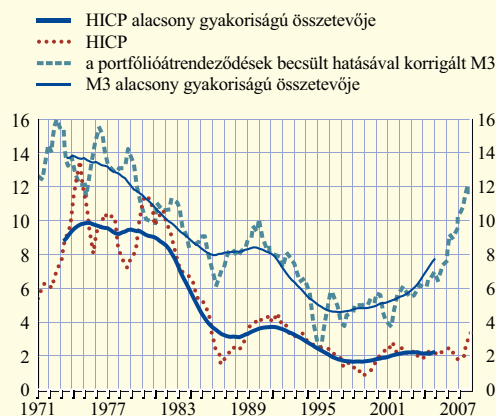
Mindent egybevetve, a kétpilléres keretrendszer elősegíti a Kormányzótanács monetáris politikai értékelésének hibátűrő képességét mind az adat-, mind a modellbizonytalanság tekintetében. Különösen kihasználnak a két pillér közötti minden komplementaritást. Ily módon lehet a legjobban biztosítani, hogy az árstabilitás kockázatainak felbecsléséhez minden releváns információt következetesen és hatékonyan használjanak fel. A közgazdasági elemzés eredményének rendszeres összevetése a monetáris elemzés eredményével biztosítja egy következetes és átfogó értékelés kiadását, amelyben figyelembe veszik a rövidebb és hosszabb időhorizontokra vonatkozó információkat egyaránt. Ez csökkenti az egyetlen mutatóra, előrejelzésre vagy modellre való túlzott támaszkodás által okozott politikai hibák kockázatát. A 2. ábra összegzi a kétpilléres megközelítés kulcselemeit és a monetáris politika kialakításában betöltött szerepét.

Innovatív és határozott megközelítés

Csaknem tíz év gyakorlati tapasztalata után az EKB stratégiája megbízható és robusztus kereteket biztosít az árstabilitás kockázatainak felbecsléséhez és a monetáris politika hatékony kommunikációjához a pénzügyi piacok és a nagyközönség számára. Az EKB monetáris politikai stratégiája helyességének egyértelmű

I. ábra: A HICP és az M3 közötti kapcsolat az euroövezetben

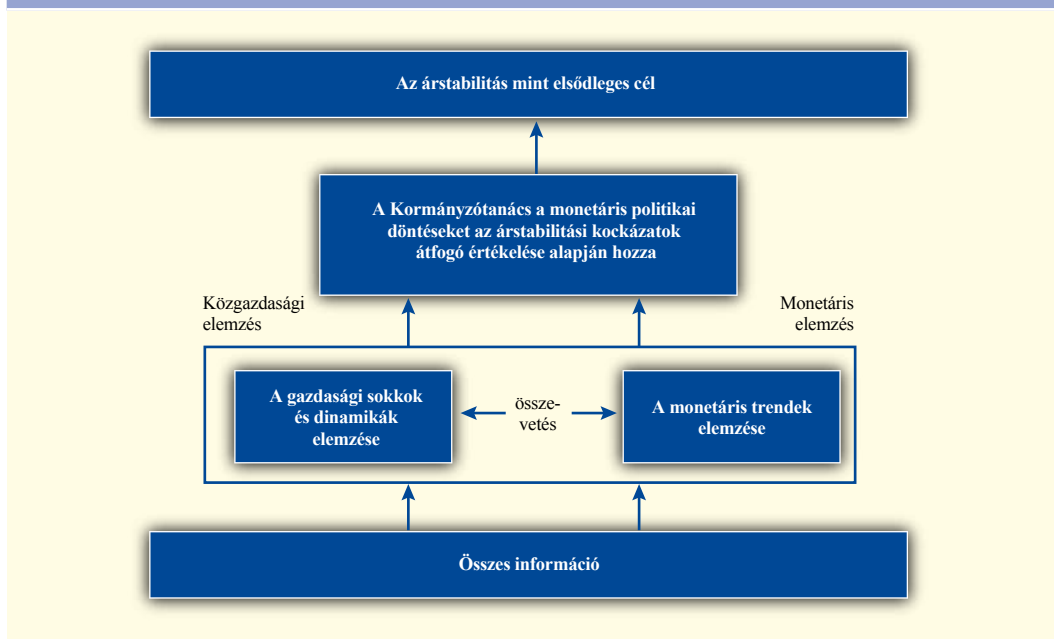
(éves növekedési ráták, az alacsony gyakoriságú összetevő 10 évet meghaladó periodicitást tükröz)



Megjegyzések: Az alacsony gyakoriságú komponenseket az évesített negyedéves növekedési rátákra alkalmazott szimmetrikus rögzített hosszúságú Christiano-Fitzgerald band-pass filterből származtattuk. A pénznövekedés csúcsa 8–12 negyedévvvel vezet az inflációt.



2. ábra: Az EKB monetáris politikai stratégiájának két pillére



jele a tény, hogy nem volt szükség a politika kulcselemeinek módosítására. Az utóbbi években az EKB stratégiájának számos elemét építették be más jegybankok monetáris politikai rendszereibe. A középtávú orientáció fokozódó népszerűségnek örvend az inflációs célkövetést alkalmazó jegybankok körében, amelyek egyre inkább felismerik, hogy a monetáris politika számára egy rugalmasabb időhorizontra van szükség.

Hasonlóképpen, nő a kétpilléres rendszer mindenre kiterjedő természetének vonzereje, mert képes minden releváns modellalapú, konjunkturális és döntési információt egyetlen keretrendszerbe integrálni. Ráadásul, kifejezett monetáris pillére garantálja, hogy az EKB monetáris politikája középtávra orientálódjon. Ugyancsak biztosítja, hogy az EKB továbbfejlessze szaktudását a monetáris és hitelügyekben. A monetáris folyamatok, valamint a hitel- és eszközpiacokon kialakuló egyensúlyhiányok közötti szoros kapcsolat azt jelenti, hogy a monetáris elemzés lehetővé teszi az ilyen egyensúlyhiányok korai észlelését, továbbá azt, hogy megfelelő időben és előre tekintő módon reagáljanak az árstabilitás egyensúlyhiányból eredő kockázatára. Ebben a tekintetben a monetáris elemzés különösen értékes eszköznek bizonyult pénzügyi piaci feszültségek idején.

### 3.2 A MONETÁRIS POLITIKA IRÁNYÍTÁSA AZ EUROÖVEZETBEN ÉS E POLITIKA TELJESÍTMÉNYE AZ ÁRSTABILITÁS TEKINTETÉBEN<sup>4</sup>

Ez a pont az egységes monetáris politika történetét tekinti át annak 1999. januári kezdete óta. A változó körülmények és kihívások közepette megvalósuló egységes monetáris politika irányultsága (lásd a 3. ábrát) bemutatásának elősegítése érdekében öt szakaszt érdemes megkülönböztetni.

#### A MONETÁRIS POLITIKA IRÁNYÍTÁSA

##### I. SZAKASZ – ÁTMENET A MONETÁRIS UNIÓBA (1998 KÖZEPÉTŐL 1999 KÖZEPÉIG)

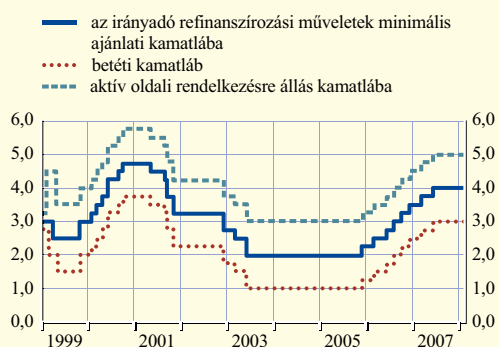
Az eurorendszer olyan időben vált felelőssé az egységes monetáris politikáért, amikor az euroövezetben az inflációs ráták meglehetősen alacsonyak, az árak alakulásának kilátásai pedig kedvezőek voltak (lásd a 4. ábrát). Ugyanakkor a gazdasági konjunktúra egy igen alacsony kamatlábakkal jellemzett környezetben tovább bővült (lásd az 5. és 6. ábrát), miközben továbbra is megvoltak a fenntartható növekedés feltételei. 1998 folyamán viszont az 1997-es ázsiai és az 1998. augusztusi oroszországi pénzügyi válságok hullámai – azzal együtt, hogy 1998 szeptemberében csaknem összeomlott az LTCM árfolyam-fedezeti alap – a pénzügyi piacokon magas volatilitást, a befektetői bizalomban pedig jelentős ingadozásokat okoztak. A pénzügyi piacok e hosszan tartó feszültségeit követően az euroövezet gazdasági növekedésének kilátásait igen erős bizonytalanság árnyékolta be, ami ahhoz vezetett, hogy nemcsak az 1998 egészére vonatkozó növekedési várakozásokat módosították lefelé, hanem az 1999-es növekedés előrejelzéseit is.

1998 folyamán az euroövezetbeli országok monetáris politikája a nemzeti helyett fokozatosan egy övezeti perspektívára kezdett összpontosítani. Az árstabilitás kedvező kilátásai közepette a konvergenciafolyamat úgy zajlott le, hogy a hivatalos kamatlábakat fokozatosan a leendő euroövezetben uralkodó legalacsonyabb szintek felé csökkentették. Ez a konvergenciafolyamat 1998 utolsó néhány hónapjában felgyorsult. E folyamat 1998. december 3-án érte el csúcspontját, amikor egy összehangolt lépéssel az euroövezet

4 A reál-GDP-növekedésre és a HICP-inflációra vonatkozóan hivatkozott valamennyi adat felülvizsgált adatokat tükröz, amint azok e jelentés lezárásának idején (2008. március 31.) rendelkezésre álltak. Az, hogy aktualizált, felülvizsgált adatok kerültek felhasználásra, nem pedig a monetáris politikai döntések meghozatalakor rendelkezésre állt valós idejű adatok, nem változtatja meg a monetáris politikai megfontolások és döntések hátterében álló, e pontban bemutatott érvelési láncolatot.

3. ábra: Az EKB irányadó kamatlábai 1999 januárja óta

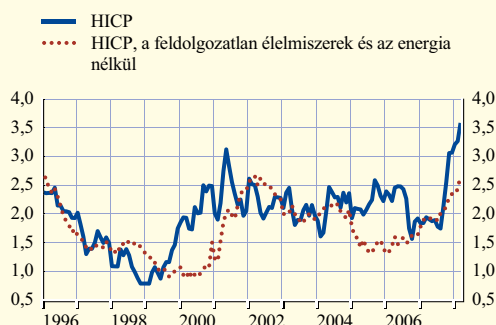
(évenkénti százalékok)



Forrás: EKB.  
Megjegyzés: A 2000. június 28. előtt elszámolt műveletek esetén az irányadó refinanszírozási művelet kamatlába a rögzített kamatú tenderek esetén alkalmazott kamatlábra vonatkozik. Az említett dátum után elszámolt műveletek esetén a kamatláb a változó kamatú tenderek minimális ajánlati kamatlába.

4. ábra: A HICP az euroövezetben

(éves százalékos változások)



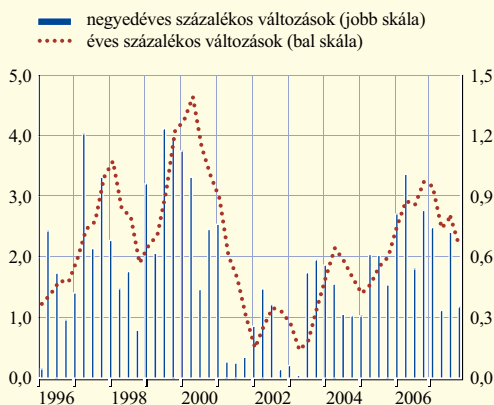
Forrás: Eurostat.

A kedvező ár- és bizonytalan növekedési kilátások...

...monetáris enyhüléshez vezettek a GMU előestéjén

5. ábra: Az euroövezet reál-GDP-je

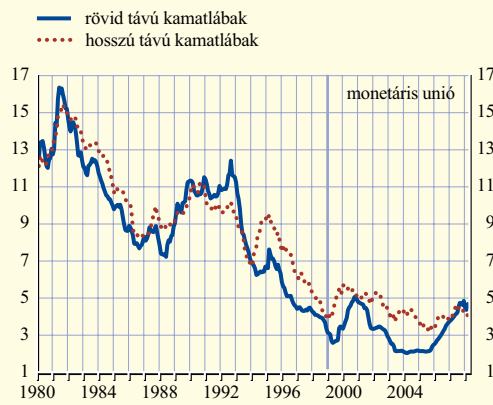
(százalékos változások)



Források: Eurostat és az EKB számításai.

6. ábra: Névleges rövid és hosszú távú kamatlábak az euroövezetben

(évenkénti százalékok)



Források: NKB-k, Global Financial adatai, BIS, Reuters és az EKB.

valamennyi NKB-ja 3%-ra vitte le irányadó kamatlábát (kivételt képezett a Banca d'Italia, amely 3,5%-ra csökkentette leszámítolási kamatlábát). A kamatlábakkal kapcsolatos ezen összehangolt lépést úgy tekintették mint de facto döntést arra a kamatlábszintre vonatkozóan, amellyel az eurorendszer megkezdte a GMU harmadik szakaszát – mint olyan, ez volt a de facto kezdete a monetáris uniónak Európában.

1999 elején a Kormányzótanácsnak a közgazdasági és monetáris elemzéseiből eredő ellentmondó jelekkel kellett szembenéznie. Egyrészt egyre világosabbá vált, hogy mindent egybevetve középtávon az árstabilitás kockázatai főként lefelé irányulóak voltak. Történelmi léptékkal mérve az inflációs ráták igen alacsonyak voltak, jóval az EKB árstabilitási definíciójában meghatározott plafon alatt, miközben erős gazdasági lassulás jelei mutatkoztak. Másrészt, miután 1998 végén és 1999 elején az olajárak – hosszan tartó

Az árstabilitás lefelé irányuló kockázatai mellett...

7. ábra: Brent nyersolajárak

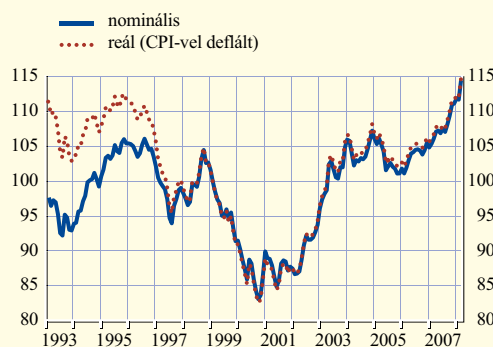
(hordónkénti ár amerikai dollárban)



Források: IMF és EKB.

8. ábra: Nominális és reáleffektív euroárfolyam

(havi adatok; a 22 fő kereskedelmi partner valutáival szemben számított index; 1999=100)

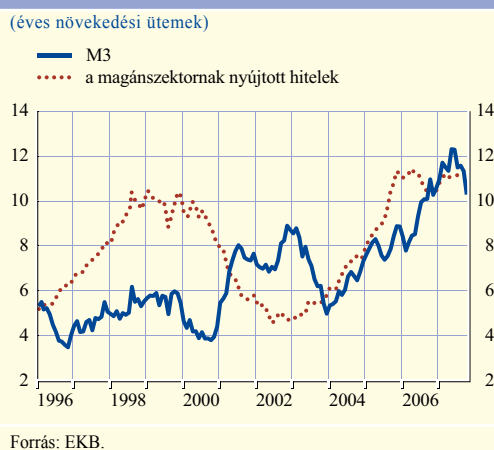


Forrás: EKB.  
Megjegyzés: Az 1999 előtt „elméleti” euroárfolyamok aggregálásához használt súlyok az egyes euroövezetbeli országoknak az euroövezetnek a nem euroövezetbeli országokkal folytatott feldolgozóipari kereskedelméből való részesedésén alapulnak (lásd a 2002-es 2. sz. EKB műhelytanulmány [Occasional Paper] II.6 függelékét).

esést követően – a 10 USD/hordó alatti szintekre csökkentek, 1999 februárjának közepétől ismét emelkedni kezdtek (lásd a 7. ábrát). Ráadásul 1999 első néhány hónapjában az euro effektív árfolyama leértékelődött (lásd a 8. ábrát). Mindkét tényezőben megvolt a lehetőség, hogy felfelé irányuló nyomást gyakoroljon az árrakra.

Az M3 növekedési üteme a referenciaértékhez közeli szintekről jóval az 5%-ot meghaladó szintekre emelkedett, miközben a magánszektorban nyújtott hitelek állománya továbbra is gyorsan, 10% körül nőtt (lásd a 9. ábrát). Ugyanakkor, figyelembe véve a referenciaértéktől való viszonylag mérsékelt eltérést és a monetáris folyamatok elemzését akkoriban övező bizonytalanságokat (amelyek a monetáris unióra való áttérés által szükségessé tett statisztikai változtatásokkal voltak összefüggésben), a trend M3 magasabb növekedését nem feltétlenül tekintették úgy, hogy az a monetáris bővülés alapul szolgáló ütemét tükrözi. Ennek következtében a Kormányzótanács nem értelmezte úgy, hogy a monetáris elemzésből eredő jelek közép- és hosszabb távon az árstabilitás felfelé irányuló kockázataira utaljanak.

9. ábra: Az M3 és a magánszektorban nyújtott hitelek



...1999 áprilisában csökkentek az EKB irányadó kamatlábai

Ezen átfogó kép alapján 1999. április 8-án a Kormányzótanács az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveleteiben 50 bázisponttal, 3,0%-ról 2,5%-ra csökkentette a rögzített kamatlábat. Az EKB irányadó kamatlábainak csökkentését a középtávú árstabilitás megőrzése érdekében tett óvatossági intézkedésnek tekintették, amelynek révén jobban kihasználható az euroövezet gazdaságának növekedési potenciálja.

## 2. SZAKASZ – A KAMATLÁBAK EMELÉSEI AZ INFLÁCIÓS NYOMÁSOK VISSZATARTÁSA ÉRDEKÉBEN (1999 KÖZEPÉTŐL 2000 VÉGÉIG)

A növekvő árnyomások...

Ebben az időszakban az olajárak hirtelen emelkedései és az importárak általános emelkedése rövid távon továbbra is felfelé irányuló nyomást gyakoroltak az árrakra. 2000 végére az olaj- és importárak az 1990-es évek eleje óta nem látott szintekre emelkedtek. Tekintve, hogy ezek az áremelkedések a korábban előre látottnál jelentősebbek és hosszán tartóbbak voltak, a robusztus gazdasági növekedéssel összefüggésben a bérmegállapításon keresztül a fogyasztói árakon számított inflációra gyakorolt közvetett és másodlagos hatások kockázatai jelentősen megnöttek. Ezeket az aggodalmakat növelte az euro árfolyamának alakulása. Ebben az időszakban folytatódott az euro leértékelődési trendje, amely különösen 2000 második felében vett lendületet, amikor még inkább eltért az euroövezet szilárd fundamentumaitól. Ennek következtében az árstabilitás kockázatainak egysúlyú középtávon felfelé tolódott.

...egy gyors gazdasági növekedéssel...

2000 elején az euroövezet gazdasági konjunktúrája igen gyorsan bővült, és úgy volt, hogy kedvező külső feltételek mellett ezen a pályán halad tovább. Különösen a világ gazdaság 2000 elején tapasztalt erős dinamizmusa generálta a befektetői optimizmust, főként az „új gazdaság” szektoraiban. Ezt a pozitív felfogást tükrözték a magasba szökő, 2000 első felében csúcsot elérő részvénypiaci indexek a legjelentősebb gazdaságokban, ideértve az euroövezetet.

...és tartós monetáris bővüléssel jellemzett környezetben...

A monetáris elemzést illetően, 1999 folyamán és 2000 elején a referenciaérték feletti, elhúzódozó monetáris bővülés egyre inkább az árstabilitás közép- és hosszabb távú felfelé irányuló kockázatait jelezte. A 2000 nyarán bekövetkezett fokozatos lassulás ellenére a rendelkezésre álló adatok továbbra is felfelé irányuló

inflációs nyomások kockázatait igazolták egy olyan környezetben, amelyet még mindig az erőteljes gazdasági növekedés jellemezett. Mindent egybevetve, 1999 első néhány hónapját kivéve a jelzés lényegében összhangban volt a közgazdasági elemzésből származó jelzéssel.

A fokozódó inflációs nyomások közepette világossá vált, hogy már nem állnak fenn az árstabilitás lefelé irányuló kockázatait, amelyeket az EKB irányadó kamatlábainak 1999. áprilisi csökkentésének idején azonosítottak. Figyelembe véve, hogy az EKB közgazdasági és monetáris elemzései egyaránt az árstabilitás felfelé irányuló kockázatait jelezték, a Kormányzótanács 1999 novembere és 2000 októbere között kamatlábemelések sorozatával, összesen 225 bázisponttal emelte az EKB irányadó kamatlábait, így 2000 októberében az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveleteiben a minimális ajánlati kamatláb 4,75%-os szintre nőtt.

### 3. SZAKASZ – AZ EKB IRÁNYADÓ KAMATLÁBAINAK LEFELÉ TÖRTÉNŐ KIIGAZÍTÁSAI (2001 ELEJÉTŐL 2003 KÖZEPÉIG)

Ebben az időszakban a Kormányzótanács összesen 275 bázisponttal csökkentette az EKB irányadó kamatlábait, aminek következtében az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveleteinek minimális ajánlati kamatlába 2003 júniusában történelmileg alacsony, 2%-os szintet ért el. Európában a második világháború óta nem volt ilyen alacsony kamatszint. Az irányadó kamatlábak csökkentéséről szóló döntések összhangban voltak azzal a céllal, hogy a HICP-inflációs rátákat középtávon 2% alatt, de ahhoz közel tartsák. A kamatláb-csökkentési politika folytatásával a Kormányzótanács az inflációs nyomások tartós esésére reagált, amelyeket a gazdasági növekedés romló kilátásai váltottak ki a világgazdaságot és a globális pénzügyi piacokat ért súlyos sokkokat követően. Leginkább az Egyesült Államokat 2001. szeptember 11-én ért terrortámadások növelték a gazdasági bizonytalanság mértékét, és ásták alá a bizalmat. Ebben benne volt annak a lehetősége, hogy nemcsak a gazdasági konjunktúra már uralkodó, hanyatló trendje erősödik meg, hanem a pénzügyi piacok működése is összeomlik.<sup>5</sup>

Ami az árak alakulását illeti, 2000-ben és 2001 első felében az éves HICP-infláció tovább emelkedett, annak ellenére, hogy az olajárak feltűnően estek, és az euro árfolyama valamennyi főbb valutával szemben jelentősen felértékelődött. Az euro felértékelődésére 2000. szeptemberi és novemberi, a devizapiacra végrehajtott összehangolt központi banki beavatkozásokat követően került sor. Az éves HICP-inflációs ráta a 2001. januári 2,0%-ról 2001 májusában 3,1%-os csúcsra emelkedett. Ez az emelkedés elsősorban az energia és a feldolgozatlan élelmiszerek árainak jelentős növekedései miatt következett be azzal összefüggésben, hogy számos euroövezetbeli országban állatbetegségek törtek ki. Ezek az áremelkedések középtávon az árstabilitás felfelé irányuló kockázatait vonták maguk után. Ez tükröződött az eurorendszer/EKB szakértőinek HICP-inflációra vonatkozó makrogazdasági előrejelzéseiben is, amelyeket akkor jelentősen felfelé módosítottak.

Ugyanakkor idővel fokozatosan eloszlottak a másodlagos hatásokkal kapcsolatos aggodalmak, ahogy az euroövezet gazdaságának kilátásai tovább romlottak, ezzel jelezve a belföldi keresletből eredő inflációs nyomás némi mérséklődését és az árstabilitás bérekből eredő alacsonyabb kockázatait. Valóban, 2001 vége felé a rövid távú nyomások estek, és az éves HICP-infláció csökkent. Mindent egybevetve, a 2000. évi 2,1%-hoz képest az átlagos éves HICP-infláció 2001-ben 2,3%-ot, míg 2002-ben 2,2%-ot tett ki. E kép lényegében nem változott 2003 első felében, amikor a HICP-infláció 2% felett maradt. Ugyanakkor azt várták, hogy a gazdasági konjunktúra mérsékelt üteme és az euro 2002 tavasza óta tartó jelentős felértékelődése tompítja az inflációs nyomásokat. Valóban, 2003 júniusában indokolt volt arra számítani, hogy

<sup>5</sup> Mindezeket tekintetbe véve a Kormányzótanács 2001. szeptember 17-én úgy határozott, hogy 50 bázisponttal csökkenti az EKB irányadó kamatlábait. Ez a döntés összhangban volt az Egyesült Államok Szövetségi Tartalékközpontja Szövetségi Nyilvántartási Bizottsága egyenértékű döntésével, hogy azonnal válaszoljanak a kivételes körülményekre e sokkra való tekintettel.

...1999 novembere és 2000 októbere között magasabb EKB-kamatlábakat eredményeztek

Az EKB irányadó kamatlábainak példátlanul alacsony szintekre csökkentése

Az árnyomások visszaestek...

...válaszul a lassuló  
növekedésre...

az éves HICP-infláció középtávon kényelmesen 2% alatti szinteket ér el. Ezt az átfogó képet tükrözték az eurorendszer szakértőinek 2003. júniusi makrogazdasági előrejelzései is, valamint más nemzetközi intézmények által 2003 második negyedévében készített előrejelzések.

Azt követően, hogy 2000 vége óta volt néhány első jele annak, hogy az olajárak emelkedésének hatása hozzájárulhatott az euroövezet gazdasági lassulásához, 2001 folyamán az euroövezetben mérséklődött a gazdasági konjunktúra. A szeptember 11-i terrortámadások utóhatásaként egyre nyilvánvalóbbá vált, hogy a gazdaság lassulása az euroövezetben tovább tart, mint azt korábban várták. A külső kereslet további csökkenésére számítottak, és úgy vélték, hogy a terrortámadások által keltett nagyfokú bizonytalanság valószínűleg késleltetni fogja a belföldi kereslet fellendülését. Ugyanakkor a 2002 elején tapasztalt szerény euroövezetbeli gazdasági kilábalás ellenére a fellendülés az év során elvesztette lendületét. E folyamatok fő hajtóerőit a pénzügyi piacok nyáron bekövetkezett újabb zavara és az év második felének fokozott geopolitikai feszültségei jelentették. Utóbbiaknak kedvezőtlen hatásai voltak az olajárakra és a bizalomra.

Mindent egybevetve, 2002-ben meglehetősen gyenge volt az euroövezet gazdasági növekedése; a 2001. évi 1,9%-kal szemben az éves reál-GDP-növekedés mindössze 0,9%-ot tett ki, és így a potenciális alatt maradt mind 2001-ben, mind 2002-ben. Ez a teljesítmény alapvetően 2003-ban sem változott: az iraki helyzethez kötődő geopolitikai feszültségek eskalációja és a pénzügyi piacokon uralkodó bizonytalanság nyomán a reál-GDP-növekedés az év első felében stagnált. Mindezekkel a háttérben, a növekedési kilátások kockázatai lefelé irányulóak maradtak.

...miközben a jelentős  
bizonytalanság idején nőtt a  
likvid eszközök iránti kereslet

A monetáris elemzést tekintve, az M3 éves növekedése – miután 2000-ben és 2001 elején némileg mérséklődött – 2001 közepétől kezdődően erőteljesen gyorsult. Ugyanakkor ezt a növekedést több okból nem értelmezték úgy, hogy közép- és hosszabb távon kockázatokkal járna az árstabilitásra nézve. Egyrészt az M3 növekedése részben azt tükrözte, hogy a gazdasági szereplőknek nagyobb szüksége van tranzakciós egyensúlyokra, hogy alkalmazkodjanak az energia- és olajárak korábbi emelkedéséhez. Másodszor, az akkor jellemző viszonylag lapos hozamgörbe és a pénztartás ezzel kapcsolatos alacsony alternatív költsége növelte a rövid lejáratú monetáris eszközök tartásának vonzerejét a kockázatosabb hosszú lejáratú papírokhoz képest. Végül, ami még alapvetőbb, a monetáris folyamatok értelmezését övező bizonytalanságokat fokozta az az esemény, hogy magánbefektetők portfóliói jelentős mértékben átálltak a részvényekről és más hosszabb távú pénzügyi eszközökről az M3-ban szereplő biztonságos és likvidebb monetáris eszközökre. Ezeket a portfólióátrendeződéseket úgy tekintették, mint a befektetők választását a kitaró bizonytalanságokra, amelyeket 2000 tavaszától és a 2001. szeptember 11-i terrortámadásokat követően, az óvatossági megtakarításokat támogató globális részvénypiaci korrekció utóhatásaként figyeltek meg. E portfólióátrendeződések nagyságrendje és okai példa nélküliek voltak, és ebből következően az értelmezésükhöz szokatlanul nagy mértékű bizonytalanság kapcsolódott.

Mindent egybevetve, a Kormányzótanács átmeneti, bár potenciálisan tartós jelenségnek ítélte a portfólióátrendeződéseket, amelyek hajlamosak a fokozatos megszűnésre, amint a gazdasági, pénzügyi és geopolitikai feltételek normalizálódnak. Ezt az értékelést támasztotta alá az a tény, hogy tovább lassult a magánsektornak (különösen a nem pénzügyi vállalatoknak) nyújtott hitelek éves növekedése, a meglehetősen mérsékelt gazdasági konjunktúrával összefüggésben. Így ebben a szakaszban a politikára vonatkozó, a monetáris elemzésből eredő jelzés meglehetősen árnyalt volt. Egyrészt figyelembe véve a portfólióátrendeződéseket, az M3 erőteljes növekedését nem tekintették úgy, hogy közép- vagy hosszabb távon inflációs nyomásokat vonna maga után. Másrészt az M3-nak a portfólióátrendeződések becsült hatásával korrigált növekedése meglehetősen tartós maradt, ami a monetáris dinamikák értelmezésének és így a közép- és hosszabb távú áralakulások kilátásainak felfelé irányuló kockázataira utalt. Ez az üzenet különösen fontos

volt 2002-ben és 2003-ban, amikor nyilvánosan tárgyalták az euroövezet deflációs kockázatainak felmerülését.<sup>6</sup>

#### 4. SZAKASZ – AZ EKB IRÁNYADÓ KAMATLÁBAI NEM VÁLTOZNAK (2003 KÖZEPÉTŐL 2005 VÉGÉIG)

2003 júniusától kezdődően a Kormányzótanács két és fél éven keresztül szilárdan tartotta a kamatlábakat, így az irányadó refinanszírozási műveletek minimális ajánlati kamatlába a történelmileg alacsony 2,0%-os szinten maradt.

Ároldalon, 2003 második felében a HICP-infláció nem esett olyan gyorsan és erősen, ahogyan azt korábban várták. Ennek oka főként azt volt, hogy kedvezőtlenül alakultak az élelmiszerárak, és a vártnál magasabbak voltak az olajárak, bár az utóbbiak hatását tompította az euro felértékelődése. Ezenkívül a közvetett adók és a szabályozott árak 2003 végi és 2004 eleji emelkedései kedvezőtlen hatással voltak az inflációs rátákra. A nyersanyag- és energiaárak jelentős emelkedései ellenére, és fellendülőben levő, de még mindig viszonylag mérsékelt gazdasági növekedés mellett, a mögöttes belföldi inflációs nyomások 2004 folyamán és 2005 nagy részében visszafogottak maradtak. Különösen a bérfolyamatok mérséklődtek ebben az időszakban. Mindazonáltal a fogyasztóiár-index alapján mért infláció 2005-ben viszonylag magas volt, főként az energiaárak jelentős emelkedései, és – kisebb mértékben – a szabályozott árak és a közvetett adók növekedései következtében. Mindent egybevetve, az éves HICP-infláció 2005-ben 2,2%-ot tett ki, kissé meghaladva az előző két évben megfigyelt 2,1%-ot. 2005-ben az idő előrehaladtával a közgazdasági elemzés azt sugallta, hogy nőnek a felfelé irányuló kockázatok, különös tekintettel a magasabb olajárakból eredő potenciális másodlagos hatásokra a bér- és ármegeállapításban.

A konjunktúrát illetően, 2003 második felében kedvezőbbé vált az összkép, amikor a világgazdaság megújult dinamizmusának eredményeként jelentősen nőtt az euroövezet exportja. Miközben a belföldi kereslet 2003 második felében gyenge maradt, úgy látták, hogy a helyreállítás feltételei megvannak, nem utolsósorban a kamatlábak adott alacsony szintje és az általában kedvező finanszírozási feltételek következtében. Továbbá a vállalati szektorban zajló, a termelékenység és a nyereségesség javítását célzó, folyamatban levő kiigazítás támogatta azt a várakozást, hogy az üzleti beruházások fokozatosan fellendülnek. Mindent egybevetve, 2003 második felében készített és rendelkezésre álló valamennyi előrejelzés és prognózis, beleértve az eurorendszer szakértőinek decemberben kiadott makrogazdasági előrejelzéseit, a reál-GDP-növekedés folytatódó erősödését jelezte 2004-re és 2005-re.

Valóban, 2004-ben és 2005-ben az euroövezetben folytatódott a gazdasági konjunktúra 2003 második felében kezdődött fellendülése. 2004 első felében a reál-GDP az előző negyedévhez képest átlagosan 0,5%-kal nőtt, amely a legmagasabb ütem volt 2000 első fele óta. A növekedés 2004 második felében és 2005 első felében némileg mérséklődött. E mérséklődés részben az emelkedő olajárakra, a világ gazdasági növekedésének átmeneti lassulására és az euro múltbeli felértékelődésének késleltetett hatásaira volt visszavezethető. Ugyanakkor a gazdasági konjunktúra erősödésének feltételei továbbra is megvoltak, a növekedésnek az alacsony fogyasztói bizalommal, a magas és volatilis olajárakkal, valamint a globális egyensúlyhiányokkal kapcsolatos lefelé irányuló kockázatai ellenére. A külső oldalon a világgazdaság növekedése erőteljes maradt, támogatva így az euroövezet exportját. A belföldi oldalon az igen kedvező finanszírozási feltételek, a tekintélyes vállalati jövedelmek és az üzleti átszervezés pozitív környezetet teremtettek a beruházások számára. Azt várták, hogy a magánfogyasztás növekedésének jót tesz a rendelkezésre álló reáljövedelem előre jelzett növekedése, összefüggésben a foglalkoztatás erőteljesebb növekedésével és az alacsonyabb inflációval. Valóban, 2005 második felében az euroövezetben a gazdasági konjunktúra bővülése új lendületet kapott.

<sup>6</sup> Ebben az összefüggésben fontos megjegyezni, hogy az ezen időszakban megfigyelt portfólióátrendeződéseket úgy is lehet értelmezni, mint az európai bankrendszer szilárdságába vetett bizalom jelét, eloszlatva ezáltal az euroövezetben esetleg kialakuló adósságdeflációval kapcsolatos aggodalmakat.

Az EKB irányadó kamatlábai  
2,5 évig nem változtak

A belföldi árnyomások  
visszafogottak maradtak

Folyamatban a gazdaság  
fellendülése

**2003-ban és 2004 elején  
a monetáris dinamika  
méréséklődött...**

A monetáris elemzésről szólva, a pénzügyi és gazdasági bizonytalanság csökkenni, a portfólióallokáció pedig normalizálódni kezdett, főként a 2003 közepéig bekövetkezett iraki fejleményekre adott válaszként. Ennek következményeként az M3 éves növekedése 2003 közepe és 2004 közepe között jelentősen mérséklődött, mivel a múltbeli, monetáris eszközökbe történt portfólióátrendeződések befejeződtek. Ugyanakkor, összhangban a portfólióátrendeződéseknek a monetáris folyamatok monetáris politika szempontjából releváns jelére gyakorolt hatásának szimmetrikus értelmezésével, a trend M3 növekedésének esését nem értelmezték úgy, hogy az kevesebb inflációs nyomással járna közép- és hosszabb távon. Inkább úgy tekintették, hogy monetáris oldalról szolgált bizonyítékot, megerősítve azt a nézetet, hogy a bizonytalanság és a kockázatterülés szintjei fokozatosan visszatérőben voltak a történelmi normákhoz. Valóban, ezen időszak folyamán a portfólióátrendeződések becsült hatásával korrigált M3 sorok tartósan és kissé emelkedő ütemben tovább nőttek, alátámasztva azt a benyomást, hogy a monetáris bővülés alapul szolgáló üteme nem tükröződött a trend M3 növekedés lényegesen alacsonyabb rátájában. Ráadásul, 2003 második felében emelkedett a magánszektorban nyújtott hitelek éves növekedési rátája.

**...mielőtt 2004 közepétől  
lendületet vett**

2004 folyamán a monetáris elemzés bizonyítékot szolgáltatott a portfólióátrendeződések további, bár lassúbb ütemű csökkenésére, mint az várható lett volna a felhalmozott likviditásállományok felszámolásának korábbi történelmi alakulásai alapján. Mindazonáltal 2004 közepétől kezdődően az éves trend M3 növekedése fokozódott. 2005-ben a monetáris dinamika újabb lendületet vett, és úgy ítélték meg, hogy közép- és hosszabb távon növekvő felfelé irányuló kockázatokkal jár az árstabilitásra nézve. A 2004 közepe óta tartó robusztus hitel- és monetáris bővülés különösen az euroövezetben akkor érvényben volt kamatlábak nagyon alacsony szintjének ösztönző hatását, és később az euroövezet gazdaságának megújult dinamikáját tükrözte, nem pedig a 2001 és 2003 közötti portfólióátrendeződéseket. Az erős monetáris növekedés még inkább hozzájárult az euroövezet már egyébként is bőséges likviditásához, jelezve ezzel az árstabilitás növekvő felfelé irányuló kockázatait közép- és hosszabb távon.

**A monetáris alkalmazkodás  
visszavonása**

##### **5. SZAKASZ – A MONETÁRIS POLITIKAI ALKALMAZKODÁS VISSZAVONÁSA (2005 VÉGE ÓTA)**

2005 vége óta a Kormányzótanács összesen 200 bázisponttal emelte az EKB irányadó kamatlábait, aminek következtében az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveleteinek minimális ajánlati kamatlába 2007 júniusának végére 4%-os szintet ért el. Az alkalmazkodó monetáris politikai irányultság e kiigazítása azért volt indokolt, hogy kezeljék az árstabilitás kockázatait, amelyeket mind a közgazdasági, mind a monetáris elemzés azonosított. Ugyanakkor fontos megjegyezni, hogy 2005 decemberében, amikor a Kormányzótanács elkezdte fokozatosan emelni az EKB irányadó kamatlábait, a monetáris elemzés jelentős szerepet játszott. Abban az időben egyértelműen az árstabilitás felfelé irányuló kockázatait jelezte közép- és hosszabb távon, miközben a közgazdasági elemzésből származó mutatók és jelek meglehetősen vegyesek voltak. Mindent egybevetve, a monetáris alkalmazkodás fokozatos visszavonására akkor került sor, amikor szilárd volt a gazdasági növekedés, és az euroövezetben tartósan élénk pénz- és hitelbővülés zajlott.

Ami az árakat illeti, főként a belső kereslet következtében az éves átlagos HICP-infláció 2006-ban 2,2%, míg 2007-ben 2,1% volt. A fogyasztóiár-index alapján mért inflációs ráta mindkét évben jelentősen ingadozott, nagyrészt az olajárak alakulása miatt. 2006-ban emelkedő trendet követett augusztusig, elsősorban az energiaárak kiadós emelkedéseinek eredményeként, míg az éves inflációs ráta az év hátralévő hónapjaiban 2% alá esett, nagyrészt a jelentősen csökkenő olajárak és bázishatások következményeként. 2007 harmadik negyedévéig az éves inflációs ráták az EKB árstabilitási definíciójával összhangban alakultak, részben az energiaárak egy évvel korábbi alakulásából eredő kedvező bázishatások miatt.

**Az infláció gyorsult...**

2007 vége felé és 2008 elején viszont az éves infláció hirtelen emelkedett, és 2%-ot jóval meghaladó szinteket ért el, ami nagyrészt arra vezethető vissza, hogy 2007 második felében jelentősen nőttek a nemzetközi olaj- és élelmiszerárak. Különösen az árakra nehezedő erős, rövid távú felfelé irányuló nyomások fokozódtak 2007 negyedik negyedéve óta. Ezen ársokkok ellenére a bérek alakulása meglehetősen mér-



sékelt volt, és a közép- és hosszabb távú inflációs várakozások ebben az időszakban az árstabilitásnak megfelelő szinteken maradtak lehorgonyozva – a kedvező gazdasági környezet és a szűkülő munkaerőpiacok ellenére. Miközben ez segítette az inflációs nyomások mérséklésében, az árstabilitás középtávú kockázatai nyilvánvalóan felfelé irányulóak maradtak. E kockázatok a következők voltak: az olaj és a mezőgazdasági termékek további áremelkedéseinek mértéke (különösen 2006 végén és 2007-ben); a szabályozott árak és közvetett adók további emelkedése, az eddig előre látott mértéken túl; valamint annak lehetősége, hogy nő a cégek árazási ereje, különösen a versenytől védett szektorokban. Még alapvetőbb, hogy a vártnál erősebb bérdinamikák esetleges kialakulása, és különösen a másodlagos hatások jelentkezése a bér- és ármeghatározásban a magasabb nyersanyagárak és a megemelkedett fogyasztóiár-index alapján mért inflációs ráták következtében lényeges felfelé irányuló kockázatokat jelentettek az árstabilitásra nézve.

2006 első felében a gazdaság bővülése lendületet vett, és fokozatosan megalapozottabbá és egyre önfenn tartóbbá vált, amiben a belföldi kereslet jelentette a fő hajtóerőt. Mindent egybevetve, a magas és volatilis olajárak hatása ellenére, a reál-GDP 2006-ban 2,8%-kal nőtt, szemben a 2005-ös 1,6%-kal és a 2004-es 2,1%-kal. 2007-ben szilárd ütemben folytatódott a gazdasági konjunktúra bővülése. Elsősorban a belföldi kereslet által vezérelve, a reál-GDP 2,7%-kal nőtt. Dinamikusak maradtak a beruházások, amelyeket támogattak a kedvező finanszírozási feltételek, az erős vállalati nyereségek és az üzleti hatékonyság folytatódó növekedése a vállalati szektorban hosszabb ideje zajló szerkezetátalakítás következtében. Ugyanakkor 2007 második felében a konjunkturális kilátásokat szokatlanul nagy bizonytalanság árnyékolta be. Ez a bizonytalanság abból eredt, hogy nehéz volt felbecsülni az augusztusban kitört pénzügyi nyugtalanságnak a reálgazdaságra gyakorolt potenciális hatását. Mindazonáltal az euroövezet fundamentumai szilárdak maradtak, a vállalati jövedelmezőség kitaró, míg a foglalkoztatás növekedése erőteljes volt, és a munkanélküliségi ráta 7,4%-ra, azaz 25 éve nem látott szintre csökkent. A növekedési kilátások kockázatainak egyenlege lefelé hajlott.

A monetáris elemzéssel való összevetés megerősítette, hogy közép- és hosszabb távon az árstabilitás felfelé irányuló kockázatai uralkodtak. A pénz- és hitelbővülés ebben az időszakban igen élénk maradt, amit támogatott a magánszektorban nyújtott bankhitelek folyamatosan erőteljes növekedése. Középtávú perspektívából szemlélve a pénzmennyiség- és hitelállomány növekedésének szembeszökő dinamizmusa a 2004 közepé óta megfigyelt monetáris növekedés rátája kitaróan emelkedő trendjének folytatását tükrözte. Ez még hozzáadott a likviditás felhalmozásához, amely – egy folytatódó erőteljes pénzmennyiség- és hitelállomány-növekedéssel jellemzett környezetben – közép- és hosszabb távon az árstabilitás felfelé irányuló kockázatait jelezte. Következésképpen a Kormányzótanács továbbra is különös figyelmet fordított a monetáris folyamatokra, tekintettel a pénzintézetek, a háztartások és a cégek által a 2007 második félévi pénzügyi piaci nyugtalanságra adott rövid távú válaszok jobb megértésére is. Eddig kevés bizonyíték van annak, hogy a pénzügyi piaci zavar erősen befolyásolta volna a pénz- és hitelbővülés általános dinamikáját.

## AZ EKB MONETÁRIS POLITIKÁJÁNAK TELJESÍTMÉNYE AZ ÁRSTABILITÁS SZEMPONTJÁBÓL

Az euro most már csaknem egy teljes évtizede stabil valutaként honosodott meg, amelyet nemcsak az euroövezetbeli országok ma már 320 millió állampolgára értékel nagyra, hanem a nemzetközi pénzügyi piacokon is széles körben elfogadják és használják (lásd az 5. fejezetet). Az euro bevezetése óta tapasztalt, kissé 2% feletti átlagos éves HICP-inflációs rátával az árak viszonylag stabilak, és jóval azon átlagos éves inflációs ráták alatt maradnak, amelyek az euroövezetben részt vevő legtöbb országot jellemezték a monetáris unió kezdete előtti évtizedekben (lásd a 4. fejezetet). Ugyanígy, az infláció volatilitása sokkal kisebb az euroövezetben, mint volt a korábbi időszakokban.

...miközben a gazdasági növekedés tartós maradt, és...

...a monetáris bővülés igen élénk volt

Az euro – stabil valuta

### Az inflációs várakozások tartós lehorgonyozása...

Ráadásul, az EKB sikeresen horgonyozta le a hosszabb távú inflációs várakozásokat az árstabilitási definíciójával összhangban (lásd a 10. ábrát). Ez tükröződik az inflációhoz kötött kötvényekből és felmérésekből (Consensus Economics-előrejelzések és az EKB szakmai előrejelzői felmérései) nyert inflációs várakozások mértékében. A magáninflációs várakozások lehorgonyozása hosszabb időhorizontokon kedvezően tükrözi az EKB monetáris politikájának zökkenőmentes működését, valamint képességét, hogy középtávon hitelesen biztosítani tudja az árstabilitást. Azóta figyelemre méltó az inflációs várakozások stabilitása. Ez annál is inkább meglepő, mert abban az időben egy sor igen kedvezőtlen felfelé irányuló ársokk következett be, különösen az olajárak többé-kevésbé folyamatos emelkedése abban az időszakban (az 1999-es 10 USD/hordó körüli szintről a hordónkénti csaknem 120 USD-s csúcsra 2008-ban), a nemzetközi élelmiszerárak számottevő növekedése, és – a belföldi oldalon – a közvetett adók és a fontos szabályozott árak csaknem rendszeres emelkedései a legtöbb euroövezeti országban.

### ...középtávú orientációval...

Összefoglalva, az EKB Kormányzótanácsa – középtávra orientált monetáris politikai stratégiájával összefüggő rendszeres közgazdasági és monetáris elemzéseire alapozva – teljesítette és teljesíti, amit a Szerződés szerinti mandátuma alapján elvárnak tőle, vagyis a középtávú árstabilitást az euroövezet egészében.

Azzal, hogy került a politikai irányultság gyakori kiigazítását, az EKB monetáris politikája nem vált maga is bizonytalanság forrásává egy már egyébként is bizonytalan gazdasági környezetben. Ez minden bizonnyal segített a közép- és hosszú távú inflációs várakozásoknak az árstabilitással konzisztens szinten történő stabilizálásában.

## ÁTLÁTHATÓSÁG, ELSZÁMOLTATHATÓSÁG ÉS KOMMUNIKÁCIÓ

### ...és egyértelmű kommunikációval

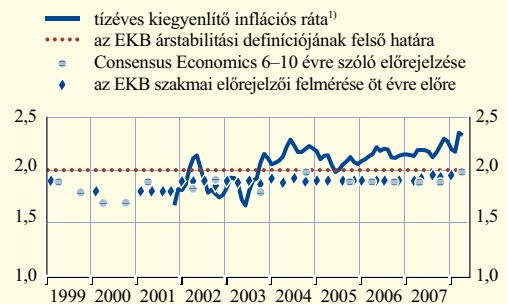
Monetáris politikájának hatékonysága érdekében az EKB a kezdetektől fogva nagy hangsúlyt helyez arra, hogy átlátható módon és megfelelő időben kommunikálja politikája lépéseit és a döntései alapját képező ésszerű elemzéseket a pénzügyi piac szereplőinek és a nagyközönségnek. Ez segít az inflációs várakozások lehorgonyozásában még azokban az időkben is, amikor a várakozások emelkedésre hajlamosak.

Mindent egybevetve, a kommunikáció és az egyértelmű döntéshozatal kombinációja segített abban, hogy a nagyközönség jobban értse az EKB monetáris politikai döntéseit a nyilvánosan meghirdetett stratégiájával összefüggésben. Ugyanígy hozzájárult ahhoz, hogy a pénzügyi piacok jobban értsék az EKB monetáris politikájának a gazdasági folyamatokra és sokakra adott szisztematikus válaszait, és így jobban lássák előre a monetáris politika átfogó irányát középtávon, kiszámíthatóbbá téve ezáltal a monetáris politikai lépéseket.

### A nagyobb átláthatóság hatékonyabbá teszi a monetáris politikát...

Az átláthatóságot manapság a modern jegybanki működés fontos elemének tekintik, mert több módon segíti a monetáris politika hitelességének és hatékonyságának növelését. Mindenekelőtt a monetáris politika céljaival és az azzal kapcsolatos átláthatóság, hogy a jegybank hogyan lát neki e célok elérésének, segít abban, hogy a jegybank előmozdítsa a hitelességet. Ez viszont javítja a jegybank képességét, hogy

10. ábra: Hosszú távú inflációs várakozások



Források: Consensus Economics és EKB.

1) Az inflációhoz kötött kötvényekből származtatott kiegyenlítő inflációs ráták főként piaci inflációs várakozásokat és az inflációs kockázati prémiumokat ragadják meg.

irányítsa a hosszú távú inflációs várakozásokat, és ezáltal az árstabilitással összhangban befolyásolja az ár- és bérmegállapítási viselkedést. Más szóval, a hiteles monetáris politika képes biztosítani, hogy az áremelkedésekből (pl. olajárak) eredő elkerülhetetlen elsődleges hatások ne eredményezzenek a bérekre és az árakra gyakorolt másodlagos hatásokat, amelyek végül az infláció általános növekedéséhez vezetnének.

Továbbá, a központi bank monetáris politikai stratégiájával és a gazdasági helyzet értékelésével kapcsolatos átláthatóság javítja a pénzügyi piacok szereplőinek képességét, hogy előre lássák a monetáris politika jövőbeli irányát, ami viszont segít a pénzügyi piaci volatilitás csökkentésében, és növeli a jegybank befolyását a hosszabb távú kamatlábakra. Végül, az átláthatóság melletti erős elkötelezettség önfegyelmet kényszerít a politikakészítőkre, ami biztosítja, hogy politikai döntéseik és magyarázataik következetesek és összhangban legyenek megbízatásukkal.

Az utóbbi évtizedben általában javult a pénzügyi piacoknak az a képessége, hogy előre kiszámítsák a monetáris politikai lépéseket.<sup>7</sup> Ez a fejlemény alátámasztja azt a nézetet, hogy a jegybankok által a monetáris politikára vonatkozóan világszerte alkalmazott, átlátható megközelítés elősegítette a monetáris politika piacok általi megértését. Az a tény, hogy az utóbbi évtizedben az egyes országokban a hosszú távú inflációs várakozások példátlan mértékben stabilizálódtak, arra utal, hogy az átláthatóság is hozzájárult az inflációs várakozások lehorgonyzásához.

A jegybanknak azzal kell szembenéznie, hogy helyettesítés van a kommunikáció átfogó jellege és egyértelműsége között, mert nem lehet a politikaformálás szempontjából releváns valamennyi elemet teljes mértékben és kimerítően leírni és egyben világosnak is lenni. Ugyanakkor az átláthatóság több annál, hogy egyszerűen csak információt hozunk nyilvánosságra, mivel ez önmagában még nem jelenti a monetáris politika jobb megértését. A monetáris politika átfogó hatékonyságának elősegítése érdekében az információt hatékonyan kell eljuttatni a közvéleményhez. Ezért az átláthatóság előnyeinek leírása érdekében a központi bankok hatékony kommunikációs stratégiát igényelnek. A jegybanki kommunikáció célja annak biztosítása, hogy a monetáris politika nagyközönség általi megértése szempontjából releváns információkat megfelelő időben és nyíltan, ugyanakkor világos és egyértelmű módon terjesszék, és ez a különböző környezetekhez és közönségekhez (a nagyközönségtől a pénzügyi piaci szereplőkhöz) alkalmazkodva történjen.

A monetáris politikai stratégia kulcselemei erősítik a közvéleménnyel szembeni átláthatóságot és elszámoltathatóságot. Az árstabilitásnak a HICP éves növekedésében meghatározott számszerű definíciója egyértelmű mércét biztosít, amelyhez képest a közvélemény felelősségre vonhatja az EKB-t, miközben ez a mérce segít lehorgonyozni a piaci várakozásokat. A kétpilléres megközelítés világos kereteket jelöl ki a belső döntéshozatal és a külső kommunikáció számára. Végül, az EKB megosztja a Kormányzótanácsban kicserélt információt a közvéleménnyel, és messzemenő részletességgel megmagyarázza a monetáris politikai döntések mögött meghúzódó közgazdasági megfontolásokat.

A kommunikációnak tükröznie kell azt a tényt is, hogy a monetáris politikának egy komplex, bizonytalan és állandóan változó környezetben kell működnie. A monetáris politikai stratégia külső kommunikációja elsődlegesnek tekinti e szempont hiteles tükrözését. Tekintettel azon különböző váratlan sokkok hatásaira, amelyek a gazdaságot érhetik, valamint a hosszú és változó időbeli késésekre, amelyekkel a monetáris politikai lépések áttevődnek az árakba, a kamatlábdöntések pontos időzítését, sőt néha még irányát is, nehéz megjósolni. Azzal, hogy nyilvánosan meghirdeti monetáris politikai stratégiáját, és átlátható módon

...növeli kiszámíthatóságát,  
és...

...elősegíti az  
elszámoltathatóságot

<sup>7</sup> A monetáris politika előreláthatóságáról szóló empirikus irodalom áttekintését lásd: T. Blattner–M. Catenaro–M. Ehrmann–R. Strauch–J. Turunen: „The predictability of monetary policy” („A monetáris politika előreláthatósága”), *ECB Occasional Paper* (EKB Műhelytanulmány), No. 83, 2008.

kommunikálja a gazdasági folyamatok rendszeres értékelését, az EKB magas fokú kiszámíthatóságot ért el, és ezáltal hatékonyabbá tette a monetáris politikát (lásd a 2. keretes írást).

Összefüggésben a központi bankok részletesebb és átláthatóbb kommunikációjának globális trendjével, az EKB kommunikációs stratégiájának kulcselemei, különösen havi sajtótájékoztatójának bevezető közleményei, amelyek csaknem valós időben magyarázzák monetáris politikai döntéseit, kezdeményezték az elmozdulást az információk még inkább valós idejű nyilvánosságra hozatala irányába.

## 2. keretes írás

### AZ EKB ÁLTAL ALKALMAZOTT KULCSFONTOSÁGÚ KOMMUNIKÁCIÓS ESZKÖZÖK ÉS CSATORNÁK

A Kormányzótanács havi első ülését követően az elnök és az alelnök által tartott havi sajtókonferencia középpontjában a bevezető nyilatkozat áll. Ekkor a bevezető nyilatkozatot az elnök mondja el a Kormányzótanács nevében. A nyilatkozat időszerű és átfogó összefoglalást ad a gazdasági és monetáris folyamatoknak a monetáris politika szempontjából releváns értékeléséről, valamint a monetáris politikai irányvonalról, és szerkezete az EKB monetáris politikai stratégiájának körvonalait követi. A havi sajtókonferenciának van egy kérdezz-felelek része, amelyet a médiának az euroövezetből és azon kívülről érkezett képviselői látogatnak. Ez platformot biztosít arra, hogy a monetáris politikai döntésekről időszerű és elfogulatlan magyarázatot adjanak a nagyközönségnek. Ezért a sajtókonferencia hatékony eszköze annak, hogy nagyon időszerűen bemutassák és elmagyarázzák a Kormányzótanácsban folytatott eszmecsere, és így a monetáris politikai döntéshozatal folyamatát.

A havi sajtókonferencia mellett az EKB által használt másik fontos kommunikációs csatorna a *Havi jelentés*. A *Havi jelentés* részletes és átfogó elemzést nyújt a nagyközönség és a pénzügyi piacok számára a gazdasági környezetről és a monetáris folyamatokról. Általában egy héttel a Kormányzótanács ülése után kerül kiadásra, és azt az információt tartalmazza, amely a Kormányzótanács rendelkezésére állt monetáris politikai döntései meghozatalakor. A *Havi jelentés* olyan cikkeket is tartalmaz, amelyek betekintést nyújtanak a hosszú távú folyamatokba, általános témákba vagy az eurorendszer által a monetáris politikai stratégia keretein belül alkalmazott elemzési eszközökbe.

Ezenkívül az EKB elnöke évente négyszer megjelenik az Európai Parlament Gazdasági és Monetáris Ügyek Bizottsága előtt. Ezen alkalmakkor az elnök ismerteti az EKB monetáris politikai döntéseit, majd válaszol a bizottsági tagok által feltett kérdésekre. A Bizottság ülései nyilvánosak, és az elnök beszámolójának írott változatát később mind az Európai Parlament, mind az EKB honlapján közzéteszik. Az EKB Igazgatóságának más tagjai is megjelennek a Bizottság előtt.

Különböző közönségek megszólítása érdekében a Kormányzótanács tagjai nagyszámú nyilvános programot vállalnak. Az Igazgatóság és a Kormányzótanács tagjai által tartott beszédek, valamint a Kormányzótanács tagjai által adott interjúk szintén fontos eszközei annak, hogy az EKB ismertesse nézeteit a közvéleménnyel.

### **3.3 A MONETÁRIS POLITIKA MEGVALÓSÍTÁSA**

A rövid távú pénzüpiaci kamatlábak fontos szerepet játszanak a monetáris politika transzmissziójában. E kamatlábak irányításával a monetáris politika jelentős befolyással van a piaci kamatlábakra és – különféle csatornákon keresztül – a vállalatok és a háztartások kiadási döntéseire, a monetáris folyamatokra és végül az általános árszintre. Ez a pont azt magyarázza, hogy az EKB hogyan hajtja végre a monetáris politikai döntéseket a kamatlábak irányításával a pénzüpiaci szegmens nagyon rövid lejáratú oldalán. Ugyancsak rávilágít azokra a legfőbb kihívásokra, amelyekkel az eurorendszer az euro létrejötte óta szembenézett a monetáris politikai döntések megvalósításában.

#### **A MONETÁRIS POLITIKA ÉS A LIKVIDITÁSKÉZELÉS SZÉTVÁLASZTÁSA**

Az EKB likviditáskézeltésének megértéséhez célszerű megkülönböztetni a monetáris politika irányultságának meghatározását annak tényleges megvalósításától. Amint a 3.1 pontban megmagyaráztuk, a monetáris politikai stratégia a gazdaságra vonatkozó információk szerkezetét biztosítja, amelyek alapján a monetáris politikai döntéseket hozzák. Valóban, rendszeres közgazdasági és monetáris elemzéseire támaszkodva a Kormányzótanács döntést hoz az EKB irányadó kamatlábainak azon szintjéről, amely a legjobban szolgálja árstabilitási céljának elérését. Ezután az EKB Igazgatósága felel e monetáris politikai döntések végrehajtásáért. A monetáris politikai döntéseket úgy hajtják végre, hogy a rövid távú pénzüpiaci kamatlábakat a Kormányzótanács által elhatározott kamatlábszint felé terelik. Az EKB irányadó kamatlábainak megállapítása és kommunikálása biztosan kulcsszerepet játszik a piaci szereplők irányításában. Ugyanakkor önmagában ez nem elegendő ahhoz, hogy a rövid távú piaci kamatlábakat összhangba hozzák az EKB irányadó kamatlábalal. Valójában a rövid távú kamatlábak irányítását az eurorendszer likviditáskézeltésével is érik el, annak működési keretrendszere által támogatva.

A működési keretrendszer tartalmazza azokat az eszközöket és eljárásokat, amelyekkel az eurorendszer a gyakorlatban megvalósítja a monetáris politikai döntéseket, azaz amelyekkel irányítja a rövid távú pénzüpiaci kamatlábakat. Egy másik eszköztényező a pénzüpiaci kamatlábak befolyásolásában, hogy általában az euroövezet bankrendszerének likviditásra van szüksége, és így rá van szorulva az eurorendszer általi refinanszírozásra. Ebben a környezetben az eurorendszer nyílt piaci műveletei révén likviditásnyújtóként működik a bankok számára. Ezzel az eurorendszer kezeli az euroövezet bankrendszerén belül rendelkezésre álló likviditás mennyiségét azzal a céllal, hogy kiegyensúlyozott likviditási feltételeket teremtsen, és a rövid távú pénzüpiaci kamatlábakat a lehető legközelebb hozza a Kormányzótanács által meghatározott kamatlábszinthez.

Összefoglalva, az eurorendszer világos különbséget tesz egyrészt az EKB Kormányzótanácsának a monetáris politikáról szóló döntése, másrészt e döntés monetáris politikai eszközök segítségével történő megvalósítása között. A monetáris politika irányultságáról szóló döntésnek a megvalósítástól való világos elválasztása csökkenti annak kockázatát, hogy a gazdasági szereplők esetleg tévesen azt érzékeljék, hogy a likviditáskereslet és -kínálat átmeneti és előre nem látható ingadozásai által kiváltott volatilitás a rövid távú pénzüpiaci kamatlábakban az eurorendszertől jövő monetáris politikai jelzés. Ez a szétválasztás különösen fontos volt a 2007 augusztusának elején kezdődött pénzügyi piaci nyugtalanság idején, amikor a rövid távú pénzüpiaci kamatlábak időnként igen volatilisak voltak.

#### **A MONETÁRIS POLITIKA VÉGREHAJTÁSÁNAK MŰKÖDÉSI KERETRENDSZERE**

Az eurorendszer monetáris politikája végrehajtásának működési keretrendszere az Európai Közösséget létrehozó Szerződésben lefektetett elveken alapul. A Szerződés 105. cikke előírja, hogy céljai teljesítésé-

**Likviditáskézeltés**

**A monetáris politika irányultságának elválasztása a végrehajtástól**

**A működési keretrendszer vezérelvei**

sében az eurorendszer „(...) a szabad versenyen alapuló nyitott piacgazdaság elvével összhangban tevékenykedik, ezáltal elősegítve az erőforrások hatékony elosztását (...)”.

Számos más „vezérelvet” is alkottak a működési keretrendszer megalkotásának irányítására. A legfontosabb a működési hatékonyság. A működési hatékonyságot a keretrendszer azon képességeként lehet meghatározni, ahogyan a monetáris politikai döntéseket a lehető leggyorsabban és legpontosabban átviszi a rövid távú pénzügyi kamatlábakra. A bankok egyenlő elbánásban való részesítése biztosításának szükségessége, valamint a szabályok és eljárások egész euroövezetre történő kiterjesztése szintén fontos elvek. Egy másik elv a monetáris politika végrehajtásának decentralizálására vonatkozik. Ennek megfelelően a monetáris politikai műveleteket normál esetben az NKB-kon keresztül hajtják végre. Végül, a működési keretrendszernek alkalmaznia kell az egyszerűség, átláthatóság, biztonság és költséghatékonyság elveit.

#### A kamatlábak irányításának három eszköze

A rövid távú pénzügyi kamatlábaknak a Kormányzótanács által megállapított kamatlábszint felé való terelésében az EKB és az eurorendszer három eszközre támaszkodik: (1) kötelező tartalékolási előírások; (2) nyílt piaci műveletek és (3) rendelkezésre állás. Ezek az eszközök befolyásolják az euroövezet bankrendszerén belül rendelkezésre álló likviditás mennyiségét, amely viszont befolyásolja a pénzpiacon uralkodó rövid távú kamatlábak szintjét.<sup>8</sup> Ebben az összefüggésben az eurorendszer likviditásnyújtóként szerepel, és – működési keretrendszerén keresztül – zökkenőmentesen és jól szervezett módon segíti a bankok likviditási igényének kielégítését.

#### A bankok likviditási igénye és a kötelező tartalékok

(1) A bankoknak szükségük van egy bizonyos mennyiségű likviditásra, hogy kielégítsék az ügyvezetett „autonóm likviditási tényezőkből” eredő likviditási igényeket. Ezek a tényezők olyan tételeket alkotnak az eurorendszer méregében, amelyek nincsenek kapcsolatban a monetáris politikai eszközökkel.<sup>9</sup> A legnagyobb autonóm tényezőt a forgalomban levő bankjegyek jelentik. Ezenkívül a bankoknak tartalékolási előírásaik teljesítéséhez is szükségük van likviditásra. Tény, hogy a bankoknak kötelező tartalékokat kell tartaniuk az eurorendszerénél. A kötelező tartalékolási előírások a likviditásra irányuló strukturális kérésletet teremtenek az euroövezet bankszektora részéről. Az egyes intézmények kötelező tartalékainak meghatározása mérlegüktől függ. Jelenleg mintegy 6000 banknak van tartalékolási kötelezettsége. Az euroövezet bankszektorának teljes likviditási igénye átlagosan mintegy 450 milliárd eurót tesz ki. E teljes összegnek jelenleg körülbelül a felét teszik ki az összesített napi kötelező tartalékok.

A kötelező tartalékok rendszerének legfontosabb funkciója a pénzügyi kamatlábak stabilizálása. Valójában a tartalékolási előírásokat a tartalékolási időszak átlagában kell teljesíteni, ahol a tartalékolási időszak azt az időszakot jelenti, amelyben a bankok kötelező tartalékolási előírásoknak való megfelelést számítják. A tartalékolási időszak általában a Kormányzótanács azon ülését követő kedden kezdődik, amely ülésre a monetáris politikai irányvonal értékelését ütemezték. Az átlagolási mechanizmus azt vonja maga után, hogy elvileg tartalékok tartása bármely adott napon a tartalékolási időszakon belül közeli helyettesítője tartalékok tartásának bármely más napon a tartalékolási időszakon belül. Ez azt jelenti, hogy megengedett a tartalékkállományok ingadozása egyik napról a másikra, valamint, hogy a napi likviditásingadozásokat kisimítják. A kötelező tartalékok a bankszektor számára nem járnak költségekkel, mert azokat az eurorendszer a tartalékolási időszakban az irányadó refinanszírozási művelet átlagos marginális kamatlábjával díjazza.

<sup>8</sup> Az eurorendszer monetáris politikai keretrendszerének teljes áttekintését lásd: EKB: „The implementation of the monetary policy in the euro area” („A monetáris politika végrehajtása az euroövezetben”), 2007. szeptemberi módosítás.

<sup>9</sup> Lásd még a *Havi jelentés* 2002. májusi és 2008. januári számainak „The liquidity management of the ECB” („Az EKB likviditáskézelése”), illetve „The Eurosystem’s experience with forecasting autonomous factors and excess reserves” („Az eurorendszer tapasztalatai az autonóm tényezők és a fölös tartalékok előrejelzésében”) című cikkeket.

1. táblázat: Az eurorendszer nyílt piaci műveletei és jegybanki rendelkezésre állásai

Monetáris politikai műveletek	Tranzakciótípusok		Lejárat	Gyakoriság
	Likviditásnyújtás	Likviditásszűkítés		
<b>Nyílt piaci műveletek</b>				
Irányadó refinanszírozási műveletek	Penziós ügyletek	-	Egy hét	Heti
Hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek	Penziós ügyletek	-	Három hónap	Havi
Finomhangoló műveletek	Penziós ügyletek	Határidős betétek gyűjtése	Nem standardizált	Nem rendszeres
<b>Rendelkezésre állás</b>				
Aktív oldali rendelkezésre állás	Penziós ügyletek	-	Napi (O/N)	Hozzáférés a felek belátása szerint
Betéti rendelkezésre állás		Betétek	Napi (O/N)	Hozzáférés a felek belátása szerint

(2) A nyíltpiaci műveletek játsszák a legfontosabb szerepet az euroövezet bankrendszere likviditási feltételeinek kezelésében és a rövid távú pénzügyi kamatlábak alakításában. A nyíltpiaci műveletekre decentralizált módon kerül sor: a műveleteket az EKB koordinálja, de magukat a tranzakciókat az NKB-k folytatják le.

Az eurorendszer háromféle műveletet alkalmaz: (i) irányadó refinanszírozási műveletek (IRM-ek); (ii) hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek (HLRM-ek) és (iii) finomhangoló műveletek (lásd az 1. táblázatot).

Az IRM-eken és HLRM-eken keresztül az eurorendszer pénzeszközöket kölcsönöz bankoknak. A hitelezés mindig egy adott, rövid időszakra történik, biztosíték ellenében, hogy az eurorendszer védve legyen a pénzügyi kockázattól (lásd a 3. keretes írást). Nyílt piaci művelein keresztül napi átlagban az eurorendszer összesen mintegy 450 milliárd eurót hitelez az euroövezet bankrendszerének. Az eurorendszer műveletei sokkal nagyobb összegűek, mint a főbb központi bankok műveletei.

Az IRM-ek és a HLRM-ek egyaránt rendszeres műveletek. Az IRM-eket hetente bonyolítják változó kamatú tenderek formájában, minimális ajánlati kamatlábal és egyhetes lejárattal. A minimális ajánlati kamatlábal lebonyolított változó kamatú tendereken a bankok az előre meghirdetett minimális ajánlati kamatlábal azonos vagy azt meghaladó több kamatlábal adhatnak be ajánlatokat. Először a legmagasabb kamatlábú ajánlatoknak juttatnak, majd a következő legmagasabbnak, amíg a kiosztásra szánt összeg el nem fogy. Az a kamatláb, amelynél az összeg kimerül, a marginális kamatláb, amely mellett az ajánlatoknak az igényelt összeggel arányosan juttatnak. A HLRM-ekre havonta kerül sor, tiszta változó kamatú tender formájában; ezek lejárata három hónap. Az IRM-ekkel ellentétben a HLRM-eken keresztül kiosztott likviditás összegét előre rögzítik. Ezekben a műveletekben az eurorendszer kamatláb-elfogadóként működik. Az IRM-ekben és a HLRM-ekben bankok széles köre vehet részt, vagyis körülbelül 1700 bank. Ez egy viszonylag nagy szám, akkor is, ha más főbb központi bankok működési keretrendszerével hasonlítjuk össze.

A finomhangoló műveletek a likviditás bővítésének vagy szűkítésének nem rendszeres eszközei; ezekre inkább szükség esetén kerül sor. Az ilyen műveletek rugalmas és gyors lebonyolításának lehetővé tétele érdekében lejáratauk és gyakoriságuk nem szabványosított, hanem bármely helyzethez igazítható. Tekintve, hogy ezeket a tendereket gyorsan kell lebonyolítani (általában a művelet meghirdetésétől számított 90 percen belül), ezekben a műveletekben csak korlátozott számú bank vehet részt (jelenleg mintegy 130 bank). A finomhangoló műveletek célja a bankrendszerbeli váratlan likviditási ingadozások által a kamatlábakra gyakorolt hatások elsimítása.

Az eurorendszer  
likviditáskínálata  
és a nyílt piaci műveletek

(3) Az eurorendszer kétféle rendelkezésre állást is kínál a bankoknak – az aktív oldali rendelkezésre állást és a betéti rendelkezésre állást (lásd az 1. táblázatot). Ezek a rendelkezésre állások egy (jellemzően  $\pm 100$  bázispontos) folyosót alkotnak a minimális ajánlati kamatláb körül, és ezáltal korlátozzák a napi kamatláb (azaz a rövid távú pénzügyi kamatláb) volatilitását. A folyosó plafonját az aktív oldali rendelkezésre állás alkotja. Bankok vehetik igénybe egynapos likviditás szerzésére elfogadható fedezet ellenében. A betéti rendelkezésre állás adja a folyosó alsó határát. A bankok arra használhatják, hogy egynapos betéteket helyezzenek el az eurorendszerrel.

### A MONETÁRIS POLITIKA MEGVALÓSÍTÁSA AZ EURO KEZDETE ÓTA

Az euro bevezetése óta a monetáris politika végrehajtásának működési keretei jól szolgálják az eurorendszert. A működés fő célja, vagyis a nagyon rövid távú pénzügyi kamatlábaknak az IRM (Kormányzótanács által meghatározott) minimális ajánlati kamatlábjának közelébe terelése megvalósult. Ezen túlme-

#### 3. keretes írás

#### AZ EURORENDSZER FEDEZETI RENDSZERE

Az egész világon alkalmazott jegybanki gyakorlattal összhangban, az eurorendszer valamennyi likviditásnyújtó műveletének megfelelő biztosítékokon kell nyugodnia, hogy megvédjék az eurorendszert a veszteségektől. Ugyanakkor a fedezeti rendszernek biztosítania kell, hogy elegendő fedezet álljon rendelkezésre a bankok széles köre számára, és az eurorendszer szolgáltatni tudja az általa szükségesnek tartott összegű likviditást. Ennek elősegítése érdekében az eurorendszer eszközök széles körét fogadja el fedezetként.<sup>1</sup> Az eurorendszer fedezeti rendszerének ez a jellemzője az utóbbi időben széles körű elismerést szerzett, mivel a közelmúltbeli pénzügyi nyugtalanság idején az egyik stabilizáló tényező volt. Valóban, biztosította, hogy elegendő fedezet álljon a bankok rendelkezésére, hogy hozzáférhesse az eurorendszer nyílt piaci műveleteihez. A jelen keretes írás az eurorendszer fedezeti rendszerének és az utóbbi 9 és fél évben végrehajtott főbb tökéletesítéseknek a rövid áttekintését adja.

1998-ban egy „kétszintű fedezeti rendszert” fogadtak el a Monetáris Unióra való zökkenőmentes átmenet biztosítása érdekében. A „kétszintű fedezeti rendszer” azt jelentette, hogy az elfogadható fedezeteket két csoportra, azaz két „szintre” osztották. Ennek célja az volt, hogy a GMU kezdetén igazodjanak a tagállamok pénzügyi struktúrái közötti különbségekhez. Valóban, miközben az első csoportba olyan piacképes adósságinstrumentumok tartoztak, amelyek megfeleltek a teljes euroövezet elfogadhatósági kritériumainak, a második csoport olyan eszközökből állt, amelyek bizonyos nemzeti pénzügyi piacok és bankrendszerek számára voltak fontosak, és csak nemzeti elfogadhatósági feltételeknek feleltek meg. Elvileg valamennyi eszköz használható volt határokon átnyúló alapon az egész euroövezetben. Ez a rendszer jól szolgálta az eurorendszert, és rugalmasnak bizonyult akkor is, amikor jelentős átmeneti fedezetiigény-növekedéssel kellett megbirkóznia piaci feszültségek idején (pl. az ezredfordulón).

Ugyanakkor a kétszintű fedezeti rendszernek megvoltak a maga hátrányai. Például azzal a ténnyel kapcsolatban, hogy a fedezetek néhány osztálya csak néhány országban volt elfogadható, és nem minden országban, úgy vélekedtek, hogy potenciálisan aláássa az euroövezetbeli egyenlő feltételeket, amelyek az eurorendszer monetáris politikai kereteinek fontos elvét alkotják. Ezért, és két nyil-

<sup>1</sup> Lásd az EKB „The implementation of monetary policy in the euro area” („A monetáris politika végrehajtása az euroövezetben”) című, 2007 szeptemberében módosított kiadványának 6. fejezetét, amely részleteiben tárgyalja az eurorendszer hitelműveleteiben elfogadott fedezetek elfogadhatósági feltételeit és kockázat-ellenőrzési intézkedéseit.



vános konzultáció eredményeként (amelyekre 2003 júniusában és 2004 májusában került sor), az eurorendszer úgy döntött, hogy létrehoz egy egységes fedezeti listát („egységes lista”) az eurorendszer valamennyi likviditásnyújtó műveletében való közös használat céljából. Az egységes lista célja a fedezeti rendszer hatékonyságának további javítása volt. Az egységes lista bevezetésére két lépésben került sor. Az első, 2005 májusában befejezett lépésben a piacképes eszközökkel kapcsolatban alkalmaztak néhány módosítást.<sup>2</sup> A második lépésben, amelyre 2007 januárjában került sor, nem piacképes eszközök és különösen hitelkövetelések (azaz bankhitelek) is az elfogadható fedezetek körébe kerültek valamennyi euroövezetbeli országban. Ugyanakkor – a technikai bevezetési idők miatt – a hitelkövetelések teljesen egységesített rendszere csak 2012 januárjában valósul meg.<sup>3</sup>

Az eszközkategóriák változatos körének elfogadása fedezetként az eurorendszer hitelműveleteiben azt jelentette, hogy nem lehetséges valamennyi eszközkategóriára azonos elfogadhatósági feltételeket alkalmazni. Ezért lényegében az elfogadhatósági feltételek és a kockázat-ellenőrzési intézkedések<sup>4</sup> két csoportja érvényes; az egyik a piacképes eszközökre, a másik a nem piacképes eszközökre vonatkozik. Ugyanakkor mindkét kritériumcsoport hasonló mértékű kockázat elleni védelmet biztosít az eurorendszer számára. Kizárólag magas hitelminősítésű eszközöket fogadnak el fedezetként. A piacképes eszközök elfogadhatósági kritériumait eléggé általánosan tartották, és ennek következtében a fedezeti rendszer a piaci innovációkra rugalmasan reagáló maradt, és követi a piaci folyamatokat. A pénzügyi piacok fejlődésével az elkövetkező években is folytatódni fog az elfogadhatósági feltételek és a kockázat-ellenőrzési intézkedések finomításainak meghatározása.

2007-ben az elfogadható fedezet átlagos összege 9,5 trillió eurót tett ki, azaz 73%-kal nőtt az 1999-es mintegy 5,5 trillió euróhoz képest. Ami a fedezetek összetételét illeti, a teljes összeg 49%-át tette ki az államadósság, míg a piacképes fedezetek további részének összetétele a következő volt: hitelintézetek fedezett és fedezetlen kötvényei (12%, illetve 17%), vállalati kötvények (9%), eszközalapú értékpapírok (8%), valamint egyéb kötvények, úgymint nemzetek feletti szervezetek által kibocsátott kötvények (4%). 2007-ben ezen elfogadható fedezetek mintegy 12%-át, azaz 1,1 trillió eurót helyeztek letétbe felhasználásra az eurorendszerrel. A letétbe helyezett közös eszközalap összetétele eltér az euro-adósságpiacok összetételétől, mivel a bankok hajlamosak kevésbé likvid fedezeteket letétbe helyezni az eurorendszerrel folytatott hitelműveleteikben. 2007-ben a hitelkövetelések átlagos volumene a teljes elkönyvelt fedezet 10%-át képviselte. Ugyanakkor e többlet fedezeti forrás teljes lehetőségét még nem használták ki, mivel fokozatosan nő azon hitelkövetelések köre, amelyek hitelképességét fel lehetne becsülni. A pénzügyi integráció előrehaladásának egyik jele a fedezetek határon átnyúló használata, amikor az euroövezet egy adott országában az ügylet résztvevője olyan fedezetet használ, amely az euroövezet másik országából származik. 2007-ben a fedezetek 51%-át használták határokon átnyúlva, szemben az 1999. évi 12%-kal.

2 E módosítások közé tartozott (i) a részvények kizárása az elfogadható fedezetek közül, (ii) azon nem szabályozott piacok meghatározása, amelyek fedezetkezelési szempontból elfogadhatók az eurorendszer számára, (iii) a hitelintézetek által kibocsátott adósságinstrumentumokra vonatkozó kritérium finomítása és (iv) olyan euróban denominált adósságinstrumentumok bevezetése, amelyeket az Európai Gazdasági Térség részét nem képező G10 országokban alapított jogi személyek bocsátottak ki.

3 A működési rendszerek, valamint a hitelkövetelések felbecsléséhez, értékeléséhez és mobilizálásához szükséges folyamatok fejlesztéséhez hosszú bevezetési idő szükséges, mert azok több fontos szempontból különböznek a piacképes eszközöktől. Különbségeik miatt a hitelkövetelések nem szabványosítottak, esetükben hiányzik az egységes dokumentáció, általában nincs hitelminősítő intézetek és külső árforrások általi hitelminősítésük, lehet, hogy más feleknek való eladásuk jogilag tilos, és egy adott hitel folyamatos létezése nem könnyen igazolható. 2006-ban az eurorendszer egy hitelminősítő rendszert (ECAFA) alkotott, hogy a hitelminősítő intézeteken kívüli egyéb hitelbecslő források számára lehetővé tegye az egységes listában szereplő újabb eszközosztályokkal való megbirkózást.

4 Az eurorendszer likviditásnyújtó műveleteinek alapját képező eszközökre kockázatellenőrzési intézkedéseket alkalmaznak, hogy megvédjék az eurorendszert a pénzügyi veszteség kockázatától abban az esetben, ha az eszközöket egy bank nemfizetése miatt realizálni kell. Az eurorendszer egy minimális minősítési követelményt alkalmaz valamennyi kibocsátóra és eszközre, amely megfelel egy „single A-” besorolásnak, amely az eurorendszer szigorú hitelfeltételeinek meghatározott referenciaértéke. További részletekért lásd: EKB: „The implementation of monetary policy in the euro area” („A monetáris politika végrehajtása az euroövezetben”), 2007. szeptemberi módosítás.

11. ábra: Az EKB irányadó kamatlábai és az EONIA 1999 januárja óta



Forrás: EKB.  
Megjegyzés: A 2000. június 28. előtt elszámolt műveletek esetén az IRM kamatlába a rögzített kamatú tenderek esetén alkalmazott kamatlábra vonatkozik. Az említett dátum után elszámolt műveletek esetén a kamatláb a változó kamatú tenderek minimális ajánlati kamatlába.

12. ábra: Az elosztási arány alakulása, 1999. január–2006. november



Forrás: EKB.

nően a működési keretrendszer erősnek és rugalmasnak bizonyult, még akkor is, amikor olyan kivételes kihívásokkal kellett szembenéznie, mint az ezredforduló, a 2001. szeptember 11-i terrortámadások vagy a legutóbbi, 2007–2008-as pénzügyi piaci nyugtalanság. Az eurorendszernek egyik esetben sem kellett olyan kivételes intézkedéseket alkalmaznia, amelyeket a működési keretrendszerében ne láttak volna előre.

A 11. ábra azt mutatja, hogy a napi piaci kamatláb (az EONIA)<sup>10</sup> általában a minimális ajánlati kamatláb közelében maradt. Ez azt is jelzi, hogy a rendelkezésre állások kamatlábai egy felső és egy alsó határt biztosítottak az EONIA-nak. Az ábrán látható ingadozások a pénzpiac ideiglenesen szűk vagy laza likviditási feltételeit tükrözik. Az eurorendszer monetáris politikai keretrendszerének hatékonysága bizonyos mértékig példát teremtett, és más központi bankokat is arra ösztönözte, hogy állítsanak fel egy folyósórendszert.

#### A működési keretrendszer finomításai

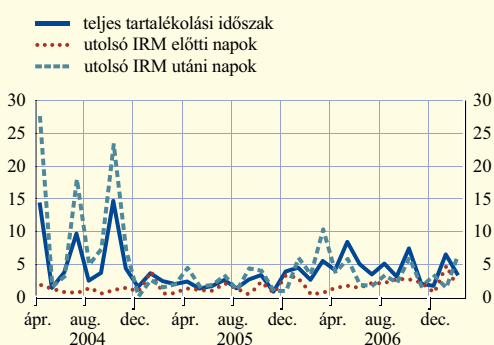
Az 1999 óta bevezetett finomítások biztosan hozzájárultak a működési keretrendszer jó teljesítményének elősegítéséhez. Az elmúlt 9 és fél évben három tökéletesítésre került sor.

#### Átállás a változó kamatú tendereljárásra

Először 2000 júniusában bevezettek egy változó kamatú tendereljárást, hogy felváltsák a Monetáris Unió kezdetén alkalmazott rögzített kamatú tendereket. Ez a finomítás önmagában nem jelentette a működési keretrendszer változását, hiszen az lehetővé teszi mind változó kamatú, mind rögzített kamatú tendereljárások alkalmazását. A változó kamatú tendereljárásra való áttérés válasz volt a bankok által az euroövezet műveleteiben alkalmazott úgynevezett „túljegyzésre”, amely különösen 2000 első felében vált akuttá. A „túljegyzés” arra a helyzetre utal, amikor a bankok magas és egyre emelkedő ajánlatokat nyújtanak be az IRM-ekben. Ilyen esetekben a kiosztott összeg és az ajánlati összegek közötti arány igen alacsony szintre esik (lásd a 12. ábrát). Túljegyzés akkor fordult elő, amikor a bankok arra számítottak, hogy az adott tartalékolási időszakban az EKB irányadó kamatlábai emelkedni fognak. Valóban, a kamatláb emelkedését várva az egynapos piaci kamatláb a várt szintre emelkedett, vagyis az IRM-ben alkalmazott

<sup>10</sup> Az EONIA (*euro overnight index average*) jelentése egynapos euro index átlag, és az euro bankközi napi piacon uralkodó effektív kamatláb mérésére szolgál.

13. ábra: Az EONIA szórása tartalékolási időszakonként (napról napra) – 2004. április – 2007. január (bázispontban)



Forrás: EKB.

rögzített kamatláb fölé.<sup>11</sup> Ez a bankok számára különösen erős ösztönzést jelentett, hogy pénzt szerezzenek az IRM-en keresztül, ezért túljegyeztek.

2000. június 8-án az EKB Kormányzótanácsa úgy határozott, hogy június 28-tól kezdődően átáll a rögzített kamatú tenderekről a változó kamatú tendereljárásra. A Kormányzótanács arról is döntött, hogy monetáris politikai irányultságának jelzésére e műveletekhez minimális ajánlati kamatlábat állapít meg. A minimális ajánlati kamatláb vette át a rögzített kamatú tenderekben alkalmazott kamatláb szerepét. Az új tendereljárás azonnal megoldotta a túljegyzés problémáját.

Másodszor, a változó kamatú tendereljárásra történő átállás nem védte meg az eurorendszert a bankok általi úgynevezett „aluljegyzéstől”. Az aluljegyzés

azt a helyzetet jelenti, amikor a bankok összes ajánlata kevesebb, mint a kiosztásra szánt összeg. Ebben az esetben a bankokra nézve fennáll annak a kockázata, hogy a tartalékolási időszak végére elfogy a likviditásuk, és így az aktív oldali rendelkezésre álláshoz kell fordulniuk, ami felviszi az egynapos piaci kamatlábat. 2001-től kezdődően, az EKB irányadó kamatlábaiinak csökkentéseit váró környezetben, nyolc alkalommal fordult elő aluljegyzés. Valóban, amikor az adott tartalékolási időszakban a kamatlábak csökkenését várják, az egynapos piaci kamatláb a várt szintre, vagyis a minimális ajánlati kamatláb alá csökkent. Így csökken az ösztönzés a bankok számára, hogy az IRM-eken keresztül jussanak finanszírozáshoz.

Annak megakadályozása érdekében, hogy az EKB irányadó kamatlábaiban bekövetkező változásokkal kapcsolatos várakozások már a folyamatban levő tartalékolási időszakban befolyásolják a bankok ajánlatadását, a Kormányzótanács 2003 januárjában úgy döntött, hogy két változtatást vezet be működési keretrendszerébe, amelyek 2004 márciusában váltak hatályossá. Az első változtatás úgy módosította a tartalékolási időszakok időzítését, hogy azok mindig a Kormányzótanács azon ülése után kezdődjenek, amelyre a monetáris politikai irányvonal havi értékelését ütemezték. A rendelkezésre állás kamatlábaiinak változtatásait összehangolták az új tartalékolási időszak kezdetével. A második változtatás az IRM-ek lejáratára vonatkozott, amelyet két hétről egy hétre rövidítettek. Ez azzal járt, hogy az IRM-ek a továbbiakban már nem terjedtek ki két tartalékolási időszakra. A változtatások végrehajtása zökkenőmentesen megtörtént, és a bankok gyorsan azokhoz igazították ajánlattételi viselkedésüket.

Végül, annak következtében, hogy a tartalékolási időszak időzítését a Kormányzótanács ülésének menetrendjéhez igazították, a tartalékolási időszak utolsó IRM-je és ugyanazon időszak utolsó napja közötti átlagos időtartam hat munkanapra nőtt. 2004 márciusa előtt ez egy és hat nap között változott. Ennek egyik mellékhatása az volt, hogy a tartalékolási időszak végén időnként jelentős likviditási egyensúly-hiányok léptek fel, ami a napi piaci kamatlábak volatilitásának némi növekedését eredményezte. Erre reagálva, 2004 októbere óta az EKB gyakrabban ellensúlyozza a tartalékolási időszakok végén kialakuló jelentős likviditási egyensúly-hiányokat azzal, hogy a tartalékolási időszak utolsó napján finomhangoló műveleteket végez. Ez jól szolgálta az EKB-t a tartalékolási időszak utolsó hetében néha tapasztalt kamatláb-volatilitás csökkentésében (lásd a 13. ábrát).

A 2004. márciusi strukturális változások

Gyakoribb finomhangoló műveletek a tartalékolási időszak végén

11 A rögzített kamatú tendereljárásban az EKB előre meghatározza a kamatlábat, és a bankok a rögzített kamatláb mellett tesznek ajánlatot arra az összegre, amelyre üzletet akarnak kötni. Ezután a kiosztás az ajánlatok arányában történik.

A pénzügyi piaci nyugtalanság közelmúltbeli időszaka, amely 2007 augusztusában kezdődött, amikor az Egyesült Államok másodlagos jelzálogpiaci válsága áterjedt az euroövezet pénzpiacára, az eddigi legnagyobb kihívást jelenti az eurorendszer működési keretrendszere számára. Ebben a turbulens időszakban a működési keretrendszer továbbra is jól szolgálta az eurorendszert, és megmaradt az egynapos kamatláb irányításának képessége (lásd a 11. ábrát).

A napi kamatlábnak a minimális ajánlati kamatláb közelébe terelése érdekében az EKB a pénzügyi nyugtalanság idején négy intézkedési kategóriát alkalmazott.<sup>12</sup>

Először, a tartalékolási időszak során nyújtott likviditás időzítését változtatták meg IRM-ek és finomhangoló műveletek felhasználásával. A nyugtalanságot megelőzően az EKB zökkenőmentesen biztosított likviditást a tartalékolási időszak folyamán, de a legutóbbi pénzügyi piaci volatilitás kezdete óta növelte a likviditáskínálatot a tartalékolási időszak elején, lehetővé téve ezzel a bankok számára, hogy tartalékolási kötelezettségeik nagyobb részét a tartalékolási időszak viszonylag korai szakaszában teljesítsék. Ugyanakkor a teljes likviditáskínálat nem változott: az eurorendszernek továbbra is az a célja, hogy olyan összegű likviditást nyújtson, amely lehetővé teszi a bankok számára, hogy pontosan teljesítsék tartalékolási kötelezettségeiket.

Másodszor, növelték az eurorendszer által a HLRM-eken keresztül nyújtott refinanszírozás részarányát, és ennek megfelelően csökkentették az egyhetes IRM-eken keresztül biztosított részt. Ez a fennálló monetáris politikai műveletek átlagos lejáratának meghosszabbítását szolgálta.

Harmadszor, alkalmanként teljes kiosztással különleges tendereljárásokat alkalmaztak, különösen az év vége körüli piaci feszültségek csillapítására. Ezek az eljárások lehetővé tették a piac számára a kiosztandó összeg pontos meghatározását olyan körülmények között, amikor nehéz volt a likviditásigény megbecsülése, és finomhangoló műveletek végrehajtását kívánta meg a keletkező likviditásfelesleg felszívására.

E három intézkedési kategória lehetővé tette az EKB számára, hogy ellenőrzése alatt tartsa a rövid távú pénzügyi kamatlábakat. Ezen intézkedések egyik sem kívánta meg, hogy megváltoztassák az eurorendszer monetáris politikája megvalósításának működési keretrendszerét. Ugyancsak nem volt szükség változtatásokra a fedezeti rendszerben, amelyről úgy tartják, hogy fontos szerepet játszott a pénzpiac működésének támogatásában.

Végül, az EKB egy valutamegállapodást (swapcsomagot) hozott létre a Szövetségi Tartalékrendszerrel, annak amerikai dollárban nyújtott aukciós hitelkonstrukciójával kapcsolatban. Az EKB egy sor aukciós hitelkonstrukciót bonyolított, amelyben a Szövetségi Tartalékrendszer nevében amerikai dollárban nyújtott likviditást euroövezeti bankoknak.

Összefoglalva, az eurorendszer monetáris politika végrehajtását szolgáló működési keretrendszerének rugalmas kialakítása és azon belül az eszközök és eljárások széles skálája hatékonyak és rugalmasnak bizonyult.

A monetáris politika végrehajtásával kapcsolatban meg kell jegyezni, hogy a rövid távú pénzügyi kamatlábak irányításával a monetáris politika jelentős befolyást gyakorol a piaci kamatlábakra, valamint – különféle csatornákon keresztül – a kiadási és beruházási döntésekre, a monetáris folyamatokra és végül az árszint alakulására. Azt a folyamatot, amelyen keresztül a monetáris politikai döntések befolyásolják a gazdaságot általában, és különösen az árszintet, monetáris politikai transzmissziós mechanizmusnak

<sup>12</sup> Lásd még a *Havi jelentés* 2008. májusi számának „The Eurosystem’s open market operations during the recent period of financial market volatility” („Az eurorendszer nyíltpiaci műveletei a közelmúltbeli pénzügyi piaci volatilitás idején”) című cikkét.

nevezzük. Ez egy összetett folyamat, amely idővel változhat, és gazdaságunként különböző lehet. Az alábbi, 4. keretes írás néhány tapasztalati bizonyítékot mutat be az euroövezetre vonatkozóan.

#### 4. keretes írás

### A MONETÁRIS POLITIKA TRANZMISSZIÓS MECHANIZMUSA

Az euroövezetet vizsgálva, a tapasztalati bizonyítékok azt mutatják, hogy a monetáris transzmissziós mechanizmus lényegében hasonló módon működik minden euroövezetbeli országban. A bankok kulcs szerepet játszanak az alapkamat változásainak a banki kölcsönkamatlábakra történő átvitelében, tekintettel a cégek és háztartások banki finanszírozástól való nagyfokú függőségére, valamint az euroövezetbeli tőzsdei kapitalizáció még mindig viszonylag korlátozott mértékére. A megmaradó országspecifikus különbségek főként új pénzügyi termékek és új szereplők megjelenésével, a bankok közötti verseny változó természetével és a pénzügyi piaci integráció egyes euroövezetbeli országokban tapasztalt különböző mértékeivel kapcsolatosak.

Az euroövezet egészét tekintve a klasszikus kamatsatorna meghatározó szerepet játszik a monetáris impulzusoknak a gazdaság irányába történő továbbításában. Az euroövezetre vonatkozó egyéb más releváns csatornák a pénz- és hitelcsatorna, valamint a várakozási csatorna [lásd az A) ábrát].<sup>1</sup>

A kamatsatornát, valamint a pénz- és hitelcsatornát illetően az EKB és az eurorendszer által elvégzett elemzések 1999 óta figyelemre méltó mértékű konvergenciát jeleztek az euroövezetben. Ugyanakkor az egyes országok között még mindig vannak különbségek a banki kamatlábak szintjei és mozgásai között. Vannak arra utaló jelek is, hogy bizonyos fokú különbözőség megmarad a piaci kamatlábaknak a banki kamatlábakba történő átgyűrűzésében.<sup>2</sup>

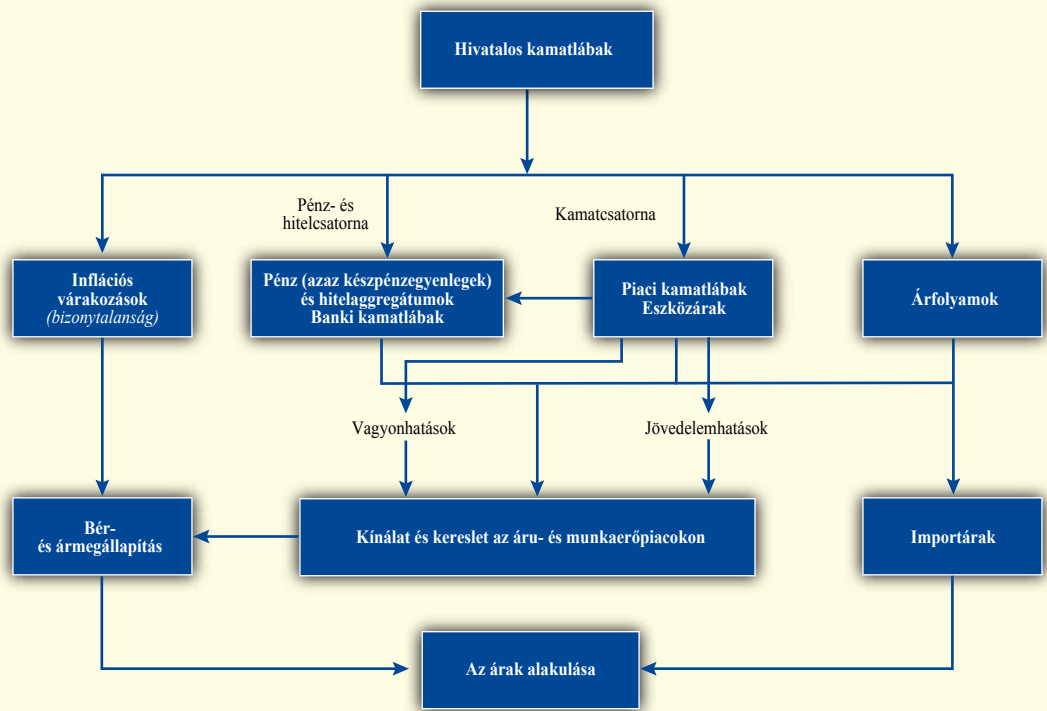
A B) és C) ábra az egyes országok közötti különbözőségek mértékére szolgál némi bizonyítékkal. Az oszlopok a háztartásoknak és a cégeknek országszinten nyújtott hitelek kamatlábainak változásait vetik össze a három hónapos EURIBOR-nak a 2003 és 2008 közötti időszakban bekövetkezett változásaival [lásd a 13. oszlopot a B) és C) ábrákban], amihez rendelkezésre állnak banki kamatlábakra vonatkozó harmonizált adatok. Teljes begyűrűzés esetén a banki kamatlábak változásainak azonosnak kellene lenniük a piaci kamatlábak változásaival. Az adatokból viszont úgy tűnik, hogy igen nagy szórás van az egyes országokban található bankok által a piaci kamatlábak változásaira adott válaszokban, és a jelek szerint csak néhány esetben mozognak közel „egy az egyben”. A rendelkezésre álló bizonyítékok azt mutatják, hogy a banki kamatlábak változásai tekintetében a konvergencia idővel nagyobb volt a háztartásoknak nyújtott lakásvásárlási hitelek esetében, mint a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott rövid lejáratú hitelek (vagy más termék kategóriák) esetében.

A pénzügyi szolgáltatók szektorban meglévő verseny, a bankok és ügyfelek közötti kapcsolatok, a hitel-szerződések lejáratával kapcsolatos preferenciák vagy a kamatlábak változékonysága, a kockázati felárak

1 A monetáris politikai transzmisszió mechanizmusainak részletesebb áttekintése megtalálható az EKB *Havi jelentés* 2000. júliusi számának „Monetary policy transmission in the euro area” („Monetáris politikai transzmisszió az euroövezetben”) című cikkében, valamint az EKB „The monetary policy of the ECB” („Az EKB monetáris politikája”) című ismertető füzetében. Lásd még: A. K. Kashyap–J. C. Stein: „What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy” („Mit mond a bankokra vonatkozó milliónyi megfigyelés a monetáris politika transzmissziójáról”), *The American Economic Review*, 90. évf., 3. sz., 2000, 407–428. o.

2 Ezt ökonometriai tanulmányok is alátámasztják. Lásd, többek között: H. Sander és társai: „Convergence in euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration” („Konvergencia az eurozóna lakossági bankügyleteiben? Amit a kamatláb-begyűrűzés mond nekünk a monetáris politikai transzmisszióról, a versenyről és az integrációról”), *Journal of International Money and Finance*, 23, 2004, 461–492. o.; G. de Bondt, „Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area” („Kamatláb-begyűrűzés: az euroövezetre vonatkozó tapasztalati eredmények”), *German Economic Review*, 6 (1), 2005, 37–78. o.; valamint C. Kok Sørensen és társai: „Bank interest rate pass-through in the euro area: A cross-country comparison” („Banki kamatlábak begyűrűzése az euroövezetben: országok közötti összehasonlítás”), *EKB-füzetek* (Working Paper) 580. sz., 2006.

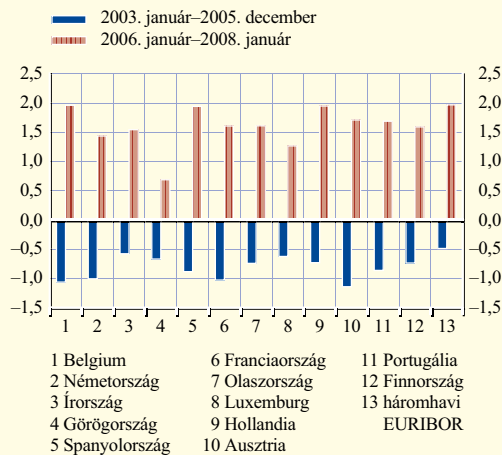
A) ábra: A monetáris transzmissziós mechanizmus vázlatos bemutatása



Forrás: EKB.

B) ábra: A háztartásoknak nyújtott lakásvásárlási hitelek kamatlábainak változásai

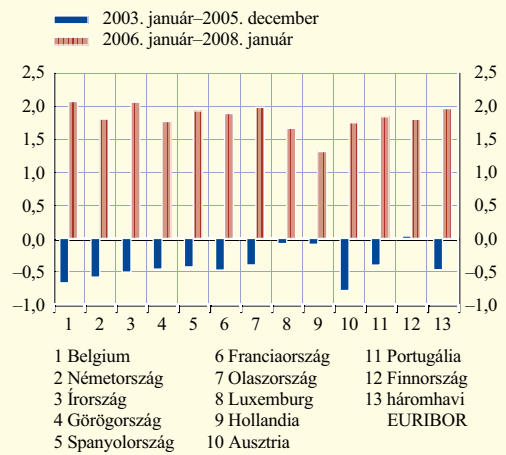
(százalékpontban)



Forrás: EKB.  
Megjegyzés: A háztartásoknak nyújtott lakásvásárlási hitelek kamatlábai változóak, legfeljebb egyéves eredeti kamatfixálási időszakkal.

C) ábra: A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek kamatlábainak változásai

(százalékpontban)



Forrás: EKB.  
Megjegyzés: Az alkalmazott kamatlábak a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott 1 millió euro feletti hitelek változó kamatlábai, legfeljebb egyéves eredeti kamatfixálási időszakkal.

és a kamatlábak hatékony megváltoztatásának adminisztratív költsége a banki kölcsönkamatlábak átgyűrűzésére gyakorolt hatásukkal valószínűleg mind befolyásolják a monetáris politika hatékonyságát.<sup>3</sup>

Mindent egybevetve, tekintettel a bankok kiemelkedő szerepére a háztartásoknak és a vállalatoknak nyújtott hitelezésben, a hitelcsatorna relevánsnak tűnik az euroövezet vonatkozásában, bár a fontosság mértéke euroövezetbeli országoként eltérő.<sup>4</sup> Ez a csatorna jellemzően tartalmaz egy mérleg- és egy bankhitelezési csatornát.<sup>5</sup>

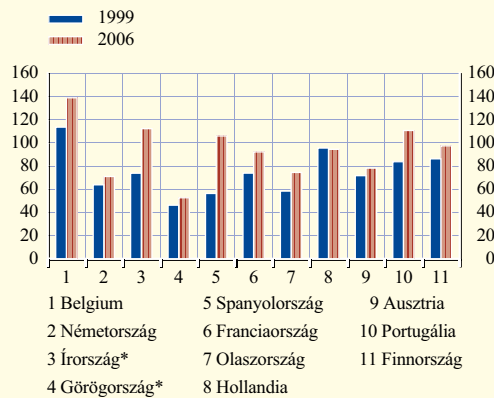
A mérlegcsatornát illetően az elemzés azt találta, hogy néhány euroövezetbeli országban a likviditási és cash flow hatások látszanak fontosnak, miközben úgy tűnik, hogy más országokban alig számíthatnak.<sup>6</sup> A mérlegcsatorna fontossága közvetlenül levezethető az országok közötti különbségek elemzésével a nem pénzügyi vállalatok tőkeáttételének mértékére vagy finanszírozási forrásaik természetére való tekintettel. A D) ábra azt mutatja, hogy különbségek vannak a vállalatok adósság-szintjei között az egyes euroövezetbeli országokban. Úgy tűnik, néhány országban a cégek érzékenyebbek a kamatlábak változásaira, mivel adósságterhük euroövezeti szempontból viszonylag magas.

A bankhitelezési csatornát illetően az elemzés vegyes bizonyítékokat talált arra vonatkozólag, hogy a hitelkínálatnak hatása van a monetáris politika transzmissziójára számos euroövezetbeli országban. Bankok mikroadatait felhasználó elemzések arra a következtetésre jutottak, hogy az aszimmetrikus információk fokának szokásos mutatói (úgy mint bankméret) csak csekély fontosságúak voltak a bankhiteleknek a monetáris politikára való reakciójában az euroövezetben. Ehelyett úgy tűnik, hogy a legtöbb euroövezetbeli országban a bankok reakciója a monetáris politikára a likviditásuktól függ.

Mindent egybevetve, a cégek finanszírozási forrásainak természetét illetően van bizonyos mértékű különbözőség az egyes országok között. Egyes országokban a bankok dominálnak, míg máshol a tőkepiac-alapú finanszírozás. Ez tükrözheti a cégek jellemzőinek különbségeit az országokon belül (például a kis- és közepes méretű vállalkozások jelenléte, vagy az, hogy a vállalatok többnyire magán- vagy állami tulajdonban vannak). Ugyanakkor ez tükrözheti a vállalatok különböző lehetőségeit is az alternatív külső finanszírozási források elérése tekintetében. Ebben a vonatkozásban hangsúlyozni kell azokat a jelentős változásokat, amelyek a monetáris unió kezdete óta következtek be a pénzügyi szektorban.

D) ábra: A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos adósságrátái

(1999 és 2006)



Források: Eurostat és az EKB számításai.  
Megjegyzések: A Belgiumra vonatkozó adósságadatok tartalmazzzák a vállalatok közötti hiteleket.  
\*) Görögország és Írország esetén az első oszlop 2001-re vonatkozik.

3 Lásd: EKB: „Differences in MFI interest rates across euro area countries” („Az MPI-kamatlábak különbségei az euroövezetbeli országok között”), 2006. szeptember.

4 Lásd: J. B. Chatelain és társai: „Firm investment and monetary transmission in the euro area” („Vállalati beruházás és monetáris transzmisszió az euroövezetben”), I. Angeloni–A. Kashyap–B. Mojon: Monetary Policy Transmission in the Euro Area („Monetáris politikai transzmisszió az euroövezetben”), Cambridge University Press, Cambridge, 2003.

5 Lásd még: B. S. Bernanke–M. Gertler: „Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission” („A fekete doboz belsejében: a monetáris politikai transzmisszió hitelcsatornája”), *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 1995, 27–48. o.

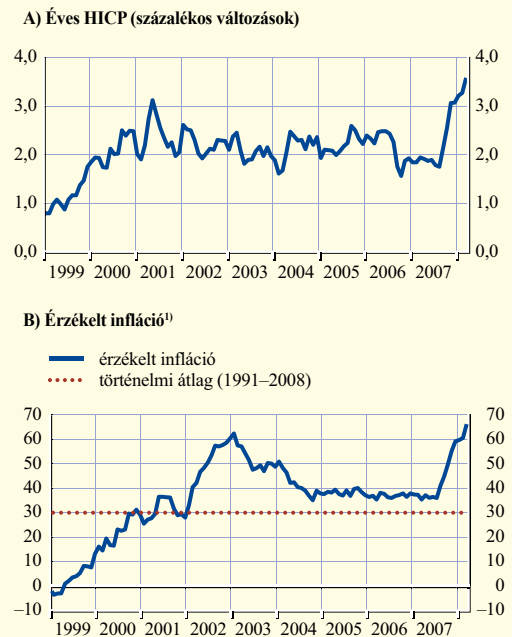
6 Lásd I. Angeloni–A. Kashyap–B. Mojon idézett művének 24.6 táblázatát, valamint L. Gambacorta–P. E. Mistrulli: „Does Bank Capital Affect Lending Behavior?” („Befolyásolja-e a banktőke a hitelezési viselkedést?”), *Journal of Financial Intermediation*, 13. évf., 4. sz., 2004, 436–457. o.

### 3.4 ELŐRE TEKINTVE, A KIHÍVÁSOK MEGMARADNAK

A kezdetektől fogva az EKB számos olyan kihívást vészelt át, amelyek túlnyomórészt egy sor jelentős felfelé irányuló ársokkból eredtek. Azzal, hogy szükség esetén határozott és jól időzített lépéseket tett, az EKB Kormányzótanácsa bizonyította képességét és elkötelezettségét, hogy hitelesen teljesíti, amit mandátuma alapján elvárnak tőle, vagyis az árstabilitást. Ezt tükrözi a hosszabb távú inflációs várakozások biztos és tartós lehorgonyozása.

Ugyanakkor nincs helye az elégedettségnek. Miközben az EKB most már csaknem egy teljes évtizede sikeresen tartja az árstabilitás magas fokát az euroövezetben, az átlagos éves HICP-inflációs ráták olyan magas szinteken maradtak, amelyek 2000 óta tartósan meghaladják az EKB árstabilitási definíciójának felső határát. Miközben ez magyarázható a kedvezőtlen felfelé irányuló ársokkok fent említett sorozatával, az eredmény nem felel meg a Kormányzótanács céljának, hogy a HICP-infláció éves növekedését 2% alatt, de ahhoz közel kell tartani.

14. ábra: Mért HICP-infláció és érzékelt infláció az euroövezetben



Források: Eurostat és az Európai Bizottság üzleti és fogyasztói felmérései.  
 1) 2002 és 2003 között az érzékelések erőteljesen nőttek. Azon fogyasztók aránya, akik úgy vélték, hogy az árak „sokat emelkedtek”, az 1999–2001-es 14%-ról 2002–2003-ra 38%-ra nőtt.

15. ábra: A HICP alindexeinek éves átlagos árváltozásai, egyes termékek megjelölésével, az 1996–2007-es időszakban

(a HICP átlagos éves emelkedése<sup>1)</sup>)





Ugyanígy, az EKB-nak szembe kellett néznie olyan kihívást jelentő időszakokkal, amikor a pénzügyi piaci instrumentumokból, például kötvényhozamokból, származtatott inflációs várakozások átmenetileg jóval a középtávú árstabilitásnak megfelelő szintek fölé emelkedtek. Eddig az EKB képes volt tompítani az inflációs várakozásokat, és visszahozni azokat viszonylag jól horgonyzott szintekre, összhangban az árstabilitással. Ugyanakkor bizonyos jelek arra utalnak, hogy az utóbbi időben az inflációs várakozások felfelé irányuló trendet követnek. Így nem zárható ki, hogy napjainkban hajlamosak lesznek tartósan magasabbak lenni, mint az egységes monetáris politika kezdeti éveiben. Ezzel függ össze, hogy továbbra is az inflációs várakozások szilárd lehorgonyzása marad a lényeg, és a Kormányzótanács is ezt tartja elsődlegesnek.

Végül, míg az átlagos tényleges HICP-inflációs ráták lényegében összhangban voltak az árstabilitással, felmérések arra utalnak, hogy hosszabb ideje eltérések vannak a hivatalos inflációs adatok alakulása és az euroövezet közvéleménye által érzékelt infláció között (lásd a 14. ábrát). Ezen eltérő folyamatok mögött számos tényező lehet. Ebben a vonatkozásban fontos érv, hogy a fogyasztók valószínűleg nagyobb fontosságot tulajdonítanak azon áruk és szolgáltatások áralakulásainak, amelyeket gyakrabban vásárolnak. E nézet szerint ezeknek a tételeknek erősebb hatása van a fogyasztók inflációval kapcsolatos érzésére, mint az azokra ténylegesen elköltött pénzösszegnek.<sup>13</sup>

Miközben a teljes HICP-infláció 1996 óta átlagosan 1,9%-ot tesz ki, ennek háttérében meglehetősen változatos folyamatok zajlottak. A 15. ábra a legrészletesebb HICP-alindexek átlagos éves százalékos változásait szemlélteti 1996 óta. Általában az volt a helyzet, hogy a ritkán vásárolt tartós termékek (pl. számítógépek és személygépkocsik) sokkal alacsonyabb áremelkedéseket mutattak, mint a gyakrabban vásárolt tételek (úgy mint benzin, valamint az éttermekben és kávéházakban vásárolt élelmiszer). Következésképpen az érzékelt infláció és a tényleges infláció közötti eltérések megmagyarázása, valamint a hivatalos inflációs statisztikákba vetett általános bizalom fenntartása az egyik legfőbb kihívás marad, különösen az EKB és az Eurorendszer kommunikációs politikája számára.

**A HICP-összetevők eltérő alakulása**

13 További részleteket lásd a *Havi jelentés* 2007. májusi számának „Measured inflation and inflation perceptions in the euro area” („Mért infláció és inflációs érzékelés az euroövezetben”) című cikkében és különösen a „The European Commission’s survey of consumers’ inflation perceptions” („Az Európai Bizottság felmérése a fogyasztók inflációs érzékeléséről”) című 1. keretes írásában.

## A GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS UNIÓ (GMU) HÁROM SZAKASZA

**1** 1990. július 1. –  
A tőke mozgását gátló  
korlátozások felszámolása

**2** 1994. január 1. – az EKB elődjének számító  
Európai Monetáris Intézet  
felállítása

**3** 1999. január 1. – az átváltási árfolyamok  
visszavonhatatlan rögzítése;  
a monetáris politika az EKB hatásköre

2002. január 1. –  
az eurobankjegyek  
és érmék bevezetése

## KONVERGENCIAKRITÉRIUMOK

**Gazdasági és Monetáris Unió**

Árstabilitás

Kamat-konvergencia

Államháztartási fegyelem

Árfolyam-stabilitás



## 4 GAZDASÁGPOLITIKAI KIHÍVÁSOK ÉS A BŐVÍTÉS

*Mint ahogy a 3. fejezetben már kitértünk rá, a monetáris politika az árstabilitás fenntartása révén segíti elő legjobban a reálgazdasági növekedést. Míg szerepe tagadhatatlanul igen fontos, az ebben a fejezetben tárgyalt makrogazdasági folyamatok háttérében elsősorban a strukturális és a fiskális politika áll.*

*Ha visszatekintünk az elmúlt évtizedre, a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) bevezetése óta eltelt időben a foglalkoztatottak száma az euroövezetben több mint 15 millióval nőtt, szemben az 1990–98-as időszakkal, amikor számuk csak körülbelül 5 millióval emelkedett. Ezek a biztató fejlemények a vállalati szektor átszervezésének, a munkaerő-piaci reformoknak, a bevándorlásnak és a mérsékelt bérnövekedésnek köszönhetőek. Ugyanakkor az egy órára jutó munkatermelékenység az 1990-es évek közepe óta viszonylag gyenge az övezetben.*

*A fiskális politika átfogó értékelése árnyalt képet mutat. Az övezet egészének fiskális helyzete az utóbbi években egyrészt jelentősen javult, másrészt néhány tagországban még várat magára a fegyelmezett fiskális pozíció elérése és fenntartása, valamint az államadósság fenntarthatóbb szintre szorítása. Ebben a tekintetben különösen sajnálatos, hogy a gazdaságilag kedvező időszakokban sokaknak nem sikerült felgyorsítaniuk az államháztartási konszolidációt.*

*Az egyes országok közötti különbségek a reálkibocsátás-növekedés és az infláció terén az USA-beli államok és régiók közötti értékkel összehasonlítva nem különösebben nagyok. Bizonyos fokig bármely valutaövezetben természetesnek tekinthetők, például ha egy felzárkózási hatáshoz kötődnek. Ugyanakkor tükrözhetnek hibás nemzetgazdasági politikát és strukturális merevséget is, amit viszont az egyes országok gazdaságpolitikai döntéshozói már nem hagyhatnak figyelmen kívül.*

*Ebben a fejezetben arról is szó lesz, hogyan bővült a kezdeti 11-ről 15-re az euroövezeti országok száma. Mivel a bővítés visszafordíthatatlan lépés, alaposan elő kell készíteni, és minden esetben elengedhetetlen, hogy az elért konvergencia fenntartható legyen.*

*Összességében jók az eredmények e téren, bár még mindig sok a tennivaló, ugyanis a strukturális reformok és a fiskális konszolidáció utóbbi időben tapasztalható lassulása, sőt visszafordulása monetáris politikai szempontból is aggodalomra ad okot. A rosszul tervezett strukturális politika, a gazdasági merevségek és a fiskális politikai fegyelem hiánya is hozzájárulhat az inflációs nyomás erősödéséhez és az infláció tartóssá válásához, amire a monetáris politikának oda kell figyelnie. A versenyt élénkítő, az áru-, tőke- és munkaerő-piaci rugalmasságot javító gazdaságpolitikák és reformok, továbbá az egységes piac kiteljesítése jótékonyan hat a növekedésre és a munkahelyteremtésre, csökkenti az árodali nyomást, tehát emeli a jólétet. Emellett ezek az intézkedések elősegítik a GMU-beli kiigazítási mechanizmusok zökkenőmentes működését is.*

*Az alábbi fejezet 4.1 pontjában a reálnövekedési, termelékenységi és munkaerő-piaci tendenciákat mutatjuk be. A 4.2 pont az egyes országok fiskális politikájával foglalkozik, a 4.3 pont pedig stilizált leírást ad az egyes országok közötti reálkibocsátás-növekedésbeli és inflációs eltérésekről. A 4.4 pont azt tárgyalja, hogyan bővítették az eredetileg 11 országból álló euroövezetet 15 tagúvá, míg a 4.5 pont a még megoldandó gazdaságpolitikai feladatokat foglalja össze.*

## 4.1 MAKROGAZDASÁGI REÁLFOLYAMATOK ÉS STRUKTURÁLIS POLITIKA AZ EUROÖVEZETBEN

Ebben a pontban az euroövezet makrogazdasági reálfolyamatait, valamint a fő strukturális gazdaságpolitikai kihívásokat tekintjük át. Először röviden megvizsgáljuk, hogy a GMU szempontjából miért fontosak a strukturális reformok, majd áttekintjük a kibocsátás-, foglalkoztatás- és termelékenységnövekedés helyzetét. Hosszabb távon nagyrészt strukturális és intézményi jellemzők határozzák meg, milyen mértékben képes az euroövezeti gazdaság javítani a termelékenységet és a foglalkoztatást, illetve megőrizni a gazdasági növekedés lendületét. Végül megvizsgáljuk a fő strukturális gazdaságpolitikai kérdéseket, valamint a munkaerő- és termékpiacok támasztotta kihívásokat.

### A STRUKTURÁLIS REFORMOK JELENTŐSÉGE A MONETÁRIS UNIÓ SZEMPONTJÁBÓL

Az áru-, tőke- és munkaerő-piaci gazdasági reformok, továbbá az egységes piac kiteljesítése mind arra irányul, hogy eltávolítsák a verseny útjában álló akadályokat, javítsák a piaci rugalmasságot, és lehetővé tegyék az intenzívebb versenyt országhatáron belül és kívül egyaránt. Az ilyen strukturális reformoknak általában nagy a monetáris politikai jelentőségük, mivel fontos szerepet játszanak a negatív sokkokból eredő inflációs nyomás és tartós infláció enyhítésében. Még konkrétan a bér- és ármegállapító mechanizmusok merevsége vagy a túlzott bérkiráramlás késleltetheti a relatív árak alkalmazkodását a gazdasági sokkokhoz, ez pedig tartóssá teszi az inflációt. A rugalmas és versenybarát piacok, amelyek – a nemzeti határokon kívül is – rugalmasan igazodnak a gazdasági változásokhoz, és elnyelik a gazdasági sokkokat<sup>1</sup> különösen fontosak egy olyan valutaövezetben mint az euroövezet, ahol a gazdasági változásokra már nem lehet az országos monetáris és árfolyam-politikai kiigazítással reagálni.<sup>2</sup>

Ezenkívül a verseny akadályait megszüntető gazdasági reformok nemcsak hogy erősítik az euroövezet gazdasági sokkokból való regenerálódó képességét, hanem csökkentik az árakra nehezedő nyomást is, mivel a fokozott verseny általában csökkenti a költségeket és az árakat.<sup>3</sup>

Az elmúlt évtized gyenge gazdasági teljesítményére való tekintettel az Európai Tanács a foglalkoztatás és munkahelyteremtés elősegítését napirendre tűző lisszaboni stratégia keretében átfogó és ambiciózus gazdasági reformprogramot dolgozott ki (lásd a 2. fejezetet is). A stratégia célkitűzései között szerepel többek között a gazdasági növekedés, a termelékenység és a munkaerő-kihasználás erősítése az európai gazdaságban.<sup>4</sup> Ahogy a 2. fejezetben is említettük, a lisszaboni stratégia célja, hogy átfogó, ambiciózus programmal felhívja Európa figyelmét a strukturális reformok sürgető voltára. A felvázolt átfogó reformkoncepció a termék- és munkaerő-piaci verseny és rugalmasság erősítését tűzi ki célul. A gazdasági reformok egymást kiegészítő, jótékony hatásait egyrészt arra igyekeznek felhasználni, hogy a munkaerő aktivitási rátáját pozitívan befolyásolja javítsa az euroövezet hosszú távú növekedési kilátásait, másrészt az innováció és a technikai haladás elősegítésével ösztönzi a munkatermelékenység növekedését.

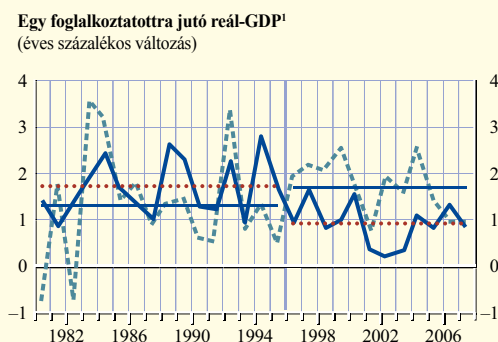
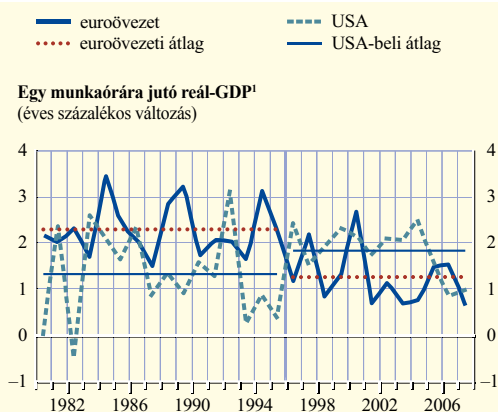
Az alábbi pontban azokat a makrogazdasági folyamatokat tekintjük át, amelyek az elmúlt két évtizedben a kibocsátás, a termelékenység és a foglalkoztatás terén zajlottak.

- 1 Az euroövezetben tapasztalható sokkokhoz való könnyű alkalmazkodást elősegíti a pénzügyi integráció (lásd a 6. fejezetet).
- 2 Lásd N. Leiner-Killinger–V. López Pérez–R. Stiegert–G. Vitale: „Structural Reforms in EMU and the Role of Monetary Policy” („A GMU alatti strukturális reformok és a monetáris politika szerepe”), 66. számú *EKB-műhelytanulmány*, 2007. július.
- 3 Lásd, például, P. Cavelaars: „Does competition enhancement have permanent inflation effects?” („Vannak-e a verseny erősítésének állandó inflációs hatásai?”), *Kyklos*, 56. kötet, 1. szám, 2003, 69–94. oldal, és M. Przybyla–M. Roma: „Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors” („Csökkenti-e a termékpiaci verseny az inflációt? Adatok az uniós országokból és szektorokból”), *EKB-figetek* 453., 2005. március.
- 4 Bővebb információkért lásd az Európai Bizottság internetes honlapját ([http://ec.europa.eu/growthandjobs/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growthandjobs/index_en.htm)).

A nagyobb versenyképességgel bíró piacok erősítik a sokkokat követő regenerálódási képességet

A verseny elősegíti a növekedést és csökkenti az inflációgerjesztő hatásokat

1. ábra: Az euroövezet összehasonlítása az Egyesült Államokkal



Forrás: az Európai Bizottság AMECO adatbázisa.  
Megjegyzés: az 1991 előtti németországi adatok csak a nyugat-német adatokból vannak számolva.  
1) Az 1980–1995-ös és az 1996–2006-os időszakra számolt átlagok.

## A REÁLNOVEKEDÉS ÉS A TERMELÉKENYSÉG ALAKULÁSA AZ EUROÖVEZETBEN

Az euroövezet gazdasági növekedése 1996 óta átlagosan évi 2,2%-os ütemű volt, ami alig tér el az 1980–95-ös időszak dinamikájától. Emögött azonban két meglehetősen eltérő tendencia rejlik: míg a foglalkoztatás az elmúlt évtizedben kifejezetten gyorsabban bővült, az átlagos termelékenységnövekedés az 1990-es évek közepe óta jelentősen lelassult.

A munkatermelékenység növekedése hosszabb időtávon általában a kibocsátásnövekedés egyik fő hajtómotorja. Az euroövezet hosszú távú folyamatainak összességét számba véve a kezdeti tartós növekedés után az 1990-es évek közepén törés következett be. 1980 és 1995 között az egy munkóra jutó átlagos kibocsátásnövekedés az euroövezetben elérte a 2,3%-ot, a kibocsátás pedig 2,2%-kal nőtt. Az 1990-es évek közepétől a termelékenységnövekedésben határozott lassulás következett be. 1996-tól 2007-ig a munkóra számolt növekedés gyengült, mindössze 1,3%-ot tett ki (lásd az 1. ábrát), míg az átlagos kibocsátásnövekedés nagyjából a korábbi szinten maradt. A lassulással egyidejűleg az összes munkaóra éves növekedése határozottan gyorsult. Az 1980–95-ös időszakban az összes munkaóra száma éves szinten még csökkent is, átlagosan 0,2%-kal, míg 1996 és 2007

között évente 0,9%-kal emelkedett. Az 1999–2007-es időszakban az egy munkóra jutó termelékenység átlagosan 1,2%-kal nőtt évente az övezetben, szemben az 1990–98 közötti 1,9%-kal.

Az euroövezeti folyamatok ellentétesek az Egyesült Államokban zajlókkal, ahol az összes munkaóra számának átlagos növekedési üteme az 1980–95-ös időszak 1,4%-áról 1996 és 2007 között kissé csökkent, átlagosan 1,3%-ra, ugyanakkor a termelékenységnövekedés jelentősen gyorsult, 1,4%-ról 2,1%-ra. Az euroövezetben tehát a magasabb foglalkoztatásnövekedést és munkaóraszámot kiegyenlítették a termelékenységnövekedésbeli veszteségek, így a kibocsátás növekedésének üteme nagyjából állandó maradt. Az Egyesült Államokban ezzel szemben a gyorsabb termelékenységnövekedés bőven kompenzálta a munkaóraráfordítás lassulását, ami erősebb kibocsátásnövekedésben nyilvánult meg.

Az ágazati elemzésekből kiderül, hogy a termelékenységnövekedés különösen azokban a piaci szolgáltatásokban lassult, amelyek nagyobb mértékben támaszkodnak az információs és kommunikációs technológiákra (informations and communications technology – ICT), tehát a forgalmazási, pénzügyi és üzleti szolgáltatásokat nyújtó ágazatokban.<sup>5</sup> Ugyanakkor míg az Egyesült Államokban a felsorolt ágazatokban jelentősen felgyorsult a termelékenységnövekedés, az euroövezetben elvesztette lendületét, ami ahhoz kapcsolható, hogy az euroövezetbeli vállalatok láthatóan nem használták ki az új ICT-eljárásokban rejlő

**Erős foglalkoztatásnövekedés, de gyenge termelékenységnövekedés**

**Szerény termelékenységnövekedés a piaci szolgáltatások terén**

5 Lásd a 2008. januári *Havi jelentésben* közzétett „Productivity developments and monetary policy” („A termelékenység alakulása és a monetáris politika”) című cikket, amely részletesen elemzi a termelékenység alakulását az euroövezetben.

előnyöket. Ezek az eljárások leginkább úgy hatnak a termelékenység növekedésére, hogy javítják az igazgatási tevékenység, eljárások és szervezeti struktúrák hatékonyságát, valamint elősegítik a kiegészítő technikai innovációt. A számítógép és az internet például csökkenti a kommunikációs költségeket, és lehetővé teszi a rugalmasabb, decentralizált szervezeti struktúrát. Ugyanakkor az ICT-technológiáknak köszönhető termelékenységnövekedés-gyorsulásból származó összes előnyt csak akkor lehet élvezni, ha a szervezeti változásokat nem akadályozzák például szabályozói korlátozások. Ezzel a hipotézissel összhangban áll néhány tanulmány megállapítása, miszerint a túlszabályozott gazdasági környezetben általában kisebb a beruházás-, illetve a termelékenységnövekedés.<sup>6</sup> Ezek a tanulmányok rámutatnak arra, hogy az euroövezeti gazdaságok termelékenységnövekedésének fontos tényezői az intézményi merevségek, amelyek rontják a vállalatok akadálytalan és gyors alkalmazkodóképességét az új környezethez.

## MUNKAERŐPIACOK AZ EUROÖVEZETBEN

Az éves munkaerőszám és a lakosság összlétszámának hányadosaként számított munkaerő-felhasználás az 1999–2007-es időszakban átlagosan 0,2%-kal nőtt az euroövezetben,<sup>7</sup> ami a munkaerő-piaci aktivitási ráta és a foglalkoztatás emelkedésének tudható be. Az 1999-ben 67,2%-os aktivitási ráta 2007-re 71%-ra nőtt. A legfontosabb változás, hogy a GMU 1999. évi bevezetése óta az euroövezetben foglalkoztatottak száma több mint 15 millióval nőtt, szemben az 1990 és 1998 közötti csak körülbelül 5 millióval. 1999 és 2007 között a teljes foglalkoztatási ráta 60,3%-ról 65,5%-ra emelkedett. A foglalkoztatás bővülése legmarkánsabban a nők és az idősebb munkavállalók körében, valamint az ideiglenes és a részmunkaidős foglalkoztatásban érzékelhető (lásd az 1. táblázatot). Mindez a korábbi gazdasági reformoknak, a bevándorlásnak és a mérsékeltebb bérnövekedésnek tudható be. Mindazonáltal az övezet teljes foglalkoztatási rátája továbbra is ala-

6 Lásd például: A. Alesina–S. Ardagna–G. Nicoletti–F. Schiantarelli (2005): „Regulation and investment” („Szabályozási rendszer, beruházás”), *Journal of the European Economic Association*, 3. kötet, 791-825. oldal, amelyben a szerzők megállapítják, hogy a szabályozási reformok, különösen hosszú távon, jelentős pozitív hatással vannak a közlekedési, kommunikációs és közműgazdaságban a tőkefelhalmozásra. Lásd továbbá: Nicoletti–S. Scarpetta (2003): „Regulation, productivity and growth” („Szabályozás, termelékenység, növekedés”), *Economic Policy*, amelyben a szerzők arra a következtetésre jutnak, hogy a különféle versenyellenes termékpiacon szabályozások jelentősen csökkentik iparági szinten a teljes tényezőtermelékenység (TFP) növekedését.

7 Az euroövezeti munkaerőpiacok az utóbbi tíz év alatti strukturális alakulásának áttekintését lásd a 2007. januári *Havi jelentésben* közzétett „Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decades” („Az euroövezeti munkaerőpiacok strukturális jellemzőinek alakulása az elmúlt évtizedben”) című cikket.

1. táblázat: A legfontosabb munkaerő-piaci statisztikák

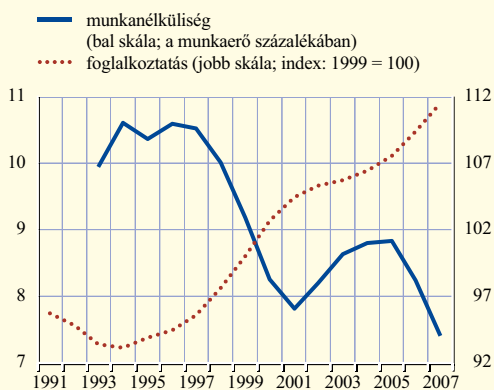
	1998–2007 átlaga	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Foglalkoztatásnövekedés	1,70	-	2,2	2,2	1,6	0,9	1,0	0,6	2,5	2,0	2,7
Összes munkaóra <sup>1)</sup>	0,90	-	0,0	1,9	2,5	1,2	-0,9	0,0	0,6	1,1	1,3
Foglalkoztatási ráta											
(15–64 éves korosztály)	62,50	59,1	60,3	61,4	62,0	62,4	62,7	62,8	63,9	64,8	65,5
Nők	53,40	48,6	50,1	51,5	52,2	52,9	53,8	54,3	55,8	56,8	57,8
Férfiak	71,60	69,6	70,5	71,4	71,9	71,8	71,6	71,3	71,9	72,7	73,2
15–24 éves korosztály	36,49	34,1	35,6	37,0	37,2	37,1	36,8	36,2	36,6	37,0	37,3
25–54 éves korosztály	76,30	73,2	74,4	75,5	76,0	76,2	76,4	76,6	77,4	78,4	79,1
55–64 éves korosztály	37,30	33,3	33,6	34,0	34,7	36,1	37,5	38,3	40,5	41,8	43,4
Munkanélküliségi ráta											
(15 év feletti korosztály) <sup>2)</sup>	8,60	10,0	9,1	8,20	7,8	8,2	8,7	8,8	8,9	8,3	7,5
Aktivitási ráta											
(15–64 éves korosztály)	68,70	66,6	67,2	67,6	67,5	68,1	68,8	69,2	70,1	70,6	70,8
Határozott időre felvettek aránya											
(15–64 éves korosztály)	15,44	14,3	14,9	15,4	15,1	14,8	14,8	15,3	16,2	16,8	16,8
Részmunkaidőben foglalkoztatottak aránya (15–64 éves korosztály)	17,10	15,4	15,9	16,2	16,0	16,1	16,5	17,5	18,7	19,3	19,3

Források: Eurostat (Labour Force Survey), EKB számítások.

1) Az adatok 12 euroövezeti országra vonatkoznak.

2) Havi adatok átlagai.

2. ábra: A foglalkoztatás és a munkanélküliség alakulása az euroövezetben 1991 és 2007 között



Források: az Eurostat és az EKB számításai.

csony összehasonlítva az Egyesült Államok 73,3%-os arányával (2007), és még mindig messze elmarad a 2010-es 70%-os lisszaboni célkitűzéstől.

Ugyanakkor a munkanélküliség a 15–64 éves korcsoportban az 1999-es 9,1%-ról 2007-ben 7,5%-ra, az elmúlt 25 év legkisebb értékére csökkent (lásd a 2. ábrát). A munkanélküliségi ráta különösen sokat csökkent a fiatalok (23,9%-ról 16,6%-ra) és a nők körében (12,7%-ról 9,4%-ra), a végzettségi szintet figyelembe véve pedig az alacsony képzettségűek között (13,3%-ról 9,9%-ra).<sup>8</sup>

Ezek a biztató fejlemények rámutatnak, hogy a múltban végrehajtott munkaerő-piaci reformokkal, a bevándorlással és a mérsékeltebb bémővekedéssel sikeresen ki lehetett küszöbölni a merev és túlszabályozott munkaerőpiac miatti növekedési korlátok

A komoly javulás ellenére...

egy részét. Az eredmények azt is igazolják, hogy az árstabilitás fenntartására irányuló monetáris politika teljes mértékben összhangban van a munkahelyteremtés és az alacsony munkanélküliség támogatásával. Az elért haladás ellenére a legtöbb euroövezeti ország még mindig messze nem merítette ki az aktivitási ráta és a foglalkoztatásbővítés lehetőségeit. A merev jogi és szabályozói környezetből adódó strukturális akadályok, a munkát terhelő magas adók és az egyes szabályozásokhoz, például a minimálbér bevezetéséhez kapcsolódó torzulások sokakat még mindig megakadályoznak, illetve elrettentenek a munkaerőpiacon való aktív résztvételtől, tehát alacsonyan tartják a foglalkoztatási rátát és magasán a munkanélküliséget.

A tapasztalati adatok alapján a foglalkoztatás-védelmi jogszabályok és az adóékek komolyan akadályozzák a foglalkoztatást.<sup>9</sup> Az elmúlt évtizedben az euroövezeti országoknak mindent egybevéve sikerült előrelépniük a munkaöztönzők gyarapításában, különösen a hosszabb munkaviszonyt gátló intézkedések

...még mindig akadályok állnak a teljes foglalkoztatás útjában

8 Forrás: Eurostat (Munkaerő-piaci felmérés).

9 Lásd még a 2007. januári *Havi jelentés* „Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade” („Az euroövezeti munkaerőpiacok strukturális jellemzőinek alakulása az elmúlt évtizedben”) című cikkét.

2. táblázat: Az adóékek és a „munkanélküliségi csapda” alakulása az euroövezetben a 2001–2006-os időszakban

(százalékpont)

	2006. évi szint	2001–2006 közötti változás
Adóék <sup>1)</sup>		
Egyedülálló kereső	38,2	-0,6
Egy keresős házaspár	32,1	-0,3
Két kereső	33,4	-0,7
Munkanélküliségi csapda <sup>2)</sup>	78,3	2,6
Az alacsony bérek miatti csapda <sup>3)</sup>	48,3	4,7

Forrás: OECD (2007): „Taxing wages 2006–2007” („A munkabérek megadóztatása, 2006–2007”). Az Eurostat strukturális mutatóinak adatbázisa, 2008; súlyozatlan átlagok. Csak 2001–2006-ra áll rendelkezésre adat.

1) Az adóék a jövedelmi adó, a munkavállalói és a munkáltatói társadalombiztosítási járulékok összegéből a készpénzbeli juttatások levonása után kapott érték a munkaerőköltségek százalékában kifejezve. Az egyedülálló személy gyermektelen és az átlagmunkabér 67%-át keresi; az egykeresős házaspárnak két gyermeke van (4 és 6 évesek) és az átlagos munkabér 100%-át kapja; a kétkeresős házaspárnak szintén két gyermeke van, az egyik kereső az átlagmunkabér 100%-át kapja, a másik pedig 33%-át.

2) A „munkanélküliségi csapda” definíciója: a bruttó keresetből a megemelkedett adókba és társadalombiztosítási járulékokba befizetett összeg és az újból munkába állás után visszavont segély százalékos aránya. A közölt számadat egyedülálló és gyermektelen személyre vonatkozik, aki a feldolgozóipari termelésben teljes munkaidőben foglalkoztatott dolgozó átlagos keresetének 67%-át kapja.

3) „Az alacsony bérek miatti csapda” meghatározása: egy jobban fizetett állásból eredő adóemelkedésből és kevesebb juttatásból eredő bruttó keresetsökkenés százalékában. Az itt megadott adat egyedülálló, gyermektelen személyre vonatkozik, akinek a termelésben foglalkoztatott dolgozó átlagos keresetének arányában 33%-ról 67%-ra emelkedik a keresete.

**A munkára kivetett alacsonyabb adó támogatja a foglalkoztatást**

és a korai nyugdíjazás pénzügyi ösztönzőinek megnyirbálásával. A 2001–2006-os időszakban a befizetett jövedelemadó, valamint a munkavállalói és munkáltatói társadalombiztosítási járulékok összegeként számolt adóék különféle csoportok esetében csökkent (lásd a 2. táblázatot). Kevesebb sikerrel jártak ezzel szemben azok az erőfeszítések, amelyekkel a munkanélküliek számára a meglévő munkalehetőségek kihasználását előmozdító megfelelő ösztönzési rendszert igyekeztek kialakítani.

A nettó helyettesítési ráták<sup>10</sup> 2001 és 2005 között emelkedtek ugyan, de jelentősen megnőtt a „munkanélküliségi csapdaként” ismert mutató – amely azt méri, hogy mennyi adó befizetésével és állami transzfer megvonásával jár, ha egy munkanélküli munkába lép –, és 2006-ban elérte a bruttó jövedelem 78,3%-át. A jövedelemadó és a járadékrendszerek további megreformálása további ösztönzőket teremthet a munkavállalónak. A munkavállalási kedvet csökkentő tényezők – például a magas marginális adókulcs vagy a magas munkanélküli segély – visszaszorításával, továbbá a hosszabb munkaviszonyt támogató kedvező feltételek megteremtésével élnékíteni lehet az összes munkavállaló, de különösen a gyengébb munkaerőpiaci jelenlétet képviselő nők, a fiatalabb és az idősebb korosztály számára a munkaerő-kínálatot és a foglalkoztatást.

**Továbbra is sok a tennivaló**

Mindent egybevéve, az elmúlt évtizedben elért eredmények ellenére sok euroövezeti országban még mindig kezdeti stádiumban van a reformfolyamat, amelynek célja a foglalkoztatási ráták felzárkóztatása a legjobban teljesítő országokéihoz. Az euroövezet még messze nem aknázza ki a termelési folyamatban az intenzívebb munkaerő-felhasználásban rejlő növekedési lehetőségeket. Több helyen a munkaerőpiacot még ma is egy „bennlevők és kinnlevők” felállás jellemzi, ahol az egyes csoportok munkaerő-piaci aktivitását olyan strukturális tényezők akadályozzák, mint a jogi és szabályozói környezet jellege, a munkára kivetett magas adók és a bérszabályozás merevségei.

**A bérrugalmasság és az előrelátó piaci verseny támogatja a munkahelyteremtést**

A jobb munkaerő-piaci rugalmasság lehetővé tenné az egyes országok munkaerőpiacainak alkalmazkodását a gazdasági sokkokhoz, és megkönnyítené a munkaerő és egyéb erőforrások hatékony elosztását. Megfelelő bérdifferenciálással javítani lehetne a kevésbé képzett munkaerő és a nagy munkanélküliséggel küzdő térségek, ágazatok foglalkoztatási lehetőségeit. Emellett a tapasztalati adatok azt mutatják, hogy a munkaerő- és termékpiacok között sok lehetőség van a kölcsönösen előnyös egymásra hatásra, mivel a munkaerőpiac deregulációja élnékítheti a foglalkoztatásnövekedést, különösen ha a termékpiac versenybarát, és fordítva.<sup>11</sup> Mindez rámutat arra, hogy a hatékony, jól működő termékpiac az euroövezet nagyobb potenciális növekedésének másik előfeltétele.

## **VERSENY ÉS INNOVÁCIÓ A TERMÉKPIACOKON**

**Bővülő gazdasági integráció**

Az Európai Unió az elmúlt két évtizedben jelentős eredményeket ért el a verseny fokozása és a gazdasági integráció bővítése terén. Az unió gazdasága különösen sokat profitál az egységes piacból, amelynek az Európai Bizottság becslése szerint 2,75 millió munkahely köszönhető. Ezenkívül az egységes piac 2006-ban az egy főre jutó jóléti mutatót körülbelül 500 euróval megemelte, ami az 1992–2006-os időszakban az unió GDP-je 2,15%-os növekedésének felel meg.<sup>12</sup>

**Erősödik a verseny, a dereguláció és a liberalizáció**

Az egyre fokozódó termékpiaci verseny mind uniós, mind országos szinten hatékonyabb termelési struktúrákat eredményez. Az empirikus irodalom általános megállapítása szerint a piaci verseny a munkatermelékenység és a relatív árak alakulásának értékelésében fontos tényező. A dereguláció és a liberalizáció a

<sup>10</sup> A nettó helyettesítési ráta az adó nélkül vett járadékokat – munkanélküli segély, szociális támogatás, családi és lakhatási járadék – annak a nettó bérjövődemennek az arányában méri, amelyet a munkavállaló vagy a háztartás a munkanélkülivé válás előtt kapott.

<sup>11</sup> Lásd például: H. Berger–S. Danninger (2007): „The employment effects of labor and product market deregulation and their implications for structural reform” („A munkaerő- és termékpiaci dereguláció hatásai a foglalkoztatásra, valamint a strukturális reformokkal kapcsolatos vonzatra”), *International Monetary Fund Staff Paper* 54. kötet, 3. szám.

<sup>12</sup> Európai Bizottság: „The single market: review of achievements” („Az egységes piac: az eredmények áttekintése”), 2007. november.



munkatermelékenység nagyobb növekedési szintjét és ütemét hozza magával,<sup>13</sup> így például a hálózati iparágakban folyó verseny komoly előnyt jelentett a telekommunikációs szektorban. A szektor egy órára jutó munkatermelékenysége az 1980–1995 és az 1995–2005 közötti időszakban jelentősen, 4,5%-ról 7,3%-ra gyorsult, miközben 2000 és 2006 között a korábban monopolcégek által megszabott országos és nemzetközi telefonhívás-díjak átlagosan több mint 40%-kal csökkentek Európában. Ezzel megnőtt a fogyasztók vásárlóereje, és immár jövedelmük nagyobb részét költhetik egyéb árukra és szolgáltatásokra.

Mindemellett sok még a tennivaló, különösen az euroövezeti hozzáadott összérték és a foglalkoztatás durván 70%-át kitevő piaci szolgáltatások néhány területén.<sup>14</sup> Az unió belső piacának „kiszélesítése” és „mélyítése” az energiapiaci verseny javítása és a szolgáltatásokról szóló irányelv<sup>15</sup> megvalósítása szempontjából továbbra is elsőrangú feladat. Abból, hogy a szolgáltatások egyre fontosabb szerepet töltenek be a gazdaságban, arra lehet következtetni, hogy az európai életszínvonal alakulása nagyban függ a szolgáltatási ágazatban folyó verseny színvonalától, valamint a termelékenység javulásától.

A termelékenységi potenciál maradéktalan kiaknázása megkívánja, hogy a termékpiacon reformok az innovációt és a technikai haladást támogató intézkedésekkel párosuljanak. Idetartozik, hogy vállalkozóbarát gazdasági környezet megteremtésével felszabadítsák az üzleti potenciált, a nagyobb kutatási-fejlesztési beruházásokkal támogassák az innovációt, valamint olyan irányelveket fektessenek le, amelyek az humántőke fejlesztését szolgálják.

A vállalkozóbarát gazdasági környezet azt jelenti, hogy kevesebb és hatékonyabb a szabályozás, amely elsősorban a kis- és középvállalkozások belföldi és a határon túli terjeszkedését támogatja, valamint pozitív intézkedésekkel megkönnyíti számukra a finanszírozási forrásokhoz való hozzáférést. Ebben a vonatkozásban Európa még némi hátránnyal küzd, a kockázattőke-finanszírozás például csak töredéke az Egyesült Államokban biztosítottak, figyelembe véve a két gazdaság relatív nagyságát. A kutatás-fejlesztési beruházások támogatása szintén fontos kérdés. 2005-ben mértéke az euroövezeti GDP 1,9%-át tette ki, szemben az USA-beli 2,7%-kal.

A strukturális reformok mellett a stabilitásra irányuló fiskális politika alkotja a GMU zökkenőmentes működésének másik előfeltételét. A következő pontban fiskális politikai kérdésekkel foglalkozunk.

## 4.2 FISKÁLIS IRÁNYELVEK

Ebben a pontban a stabil államháztartás fontosságát emeljük ki, valamint áttekintjük a GMU harmadik szakasza előtti és alatti fiskális fejleményeket, a Stabilitási és növekedési paktum megvalósítását és a közép-, illetve hosszabb távú fiskális politikai kihívásokat (a GMU-n belüli fiskális politika intézményrendszeréről bővebben lásd a 2. fejezetet).

A fiskális politika az államháztartási bevételek és kiadások szintjén és összetételén, a költségvetési hiányon és az államadóságon keresztül jelentősen befolyásolhatja a gazdasági növekedést és az inflációgerjesztő hatásokat.<sup>16</sup> A nagy deficit gerjesztheti a keresletet és az inflációt, ami adott esetben arra kényszeríti

13 Lásd: P. Conway–D. De Rosa–G. Nicoletti–F. Steiner (2006): „Regulation, Competition and Productivity Convergence” („Szabályozás, verseny, termelékenységi konvergencia”), az OECD *Economics Department Working Paper* 509., valamint a tanulmányban idézett szakirodalom.

14 Az euroövezeti szolgáltatási ágazatban folyó verseny nagyságának, valamint a munkatermelékenységre és árakra gyakorolt hatásainak részletes elemzése a 2008. májusi *Havi jelentés* „Competition and economic performance of the euro area services sector” („Verseny és gazdasági teljesítmény az euroövezeti szolgáltatási ágazatban”) című cikkében olvasható.

15 A belső piac szolgáltatásairól szóló irányelvet – amelynek célja a szolgáltatások szabad áramlásának és az EU-s vállalatok azon lehetőségeinek támogatása, hogy más tagállamokban is megtelepedhessenek – az Európai Parlament és a Tanács 2006. decemberben fogadta el. Az irányelvet a tagállamoknak 2009 végéig át kell ültetniük a nemzeti jogszabályokba.

16 Lásd a 2004. áprilisi *Havi jelentésben* közölt „Fiscal policy influences on macroeconomic stability and prices” („A fiskális politika befolyása a makrogazdasági stabilitásra és az árakra”) című cikket.

Továbbra is  
kulcsfontosságú  
az intenzívebb verseny  
a szolgáltatások terén

A stabilitásra irányuló fiskális  
irányelvek elengedhetetlenek  
a GMU-ban

a monetáris hatóságot, hogy magasabb szinten tartsa a rövid lejáratú kamatokat, mint ahogy arra egyébként szükség lenne. A fiskális fegyelem hiánya emellett alááshatja a stabilitásra irányuló monetáris politikába vetett bizalmat, amennyiben a magánszektor szereplői arra számítanak, hogy a jegybank végül úgyis alkalmazkodik a túlzott kormányzati hitelfelvételhez. A fegyelmezett, fenntartható fiskális politika tehát előfeltétele a fenntartható gazdasági növekedésnek és a monetáris unió problémamentes működésének – ideértve az országok közötti egyensúlyzavarok elkerülését is.

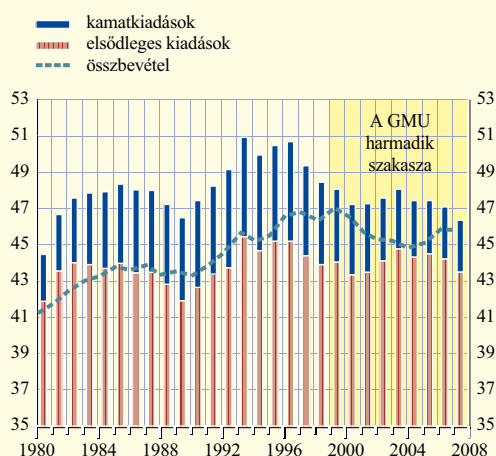
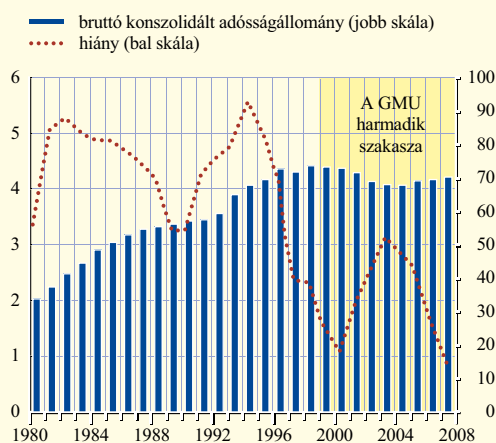
Az EU szintjén számos intézményi megállapodás jött létre azzal a céllal, hogy a GMU-n belül biztossá tegyék a megfelelő, középtávra orientált nemzeti fiskális politikát és a fenntartható államháztartást. Az Európai Unióról szóló szerződés különösen az eurót bevezető tagállamoknak előírja a túlzott államháztartási hiány kerülését. Az államháztartási hiány és az államadósság mértékét a GDP 3%-ában, illetve 60%-ában szabták meg. Az 1997-ben kötött, majd 2005-ben felülvizsgált Stabilitási és növekedési paktum felszólítja az unió tagállamait, hogy középtávon megfelelő „egyensúly közeli vagy többlettel rendelkező” költségvetési célokat tűzzenek ki. E pozíció révén ugyanis az adott országoknak mozgásterük van működésbe léptetni az „automatikus fiskális stabilizátorokat” anélkül, hogy megsértenék a 3%-os deficitküszöböt, és ezzel tompítani a konjunktúraciklus hatását, továbbá lehetővé tenni a GMU akadálytalan működését.<sup>17</sup>

### FISKÁLIS FOLYAMATOK AZ EUROÖVEZETBEN A GMU HARMADIK SZAKASZA ELŐTT ÉS ALATT

A fiskális politikát a GMU előtti évtizedekben több európai országban a kiadások fenntarthatatlan ütemű növekedése, a súlyosbodó adóteher és az állam folyamatos eladósodása jellemezte. Az 1980-as években és az 1990-es évek elején az euroövezeti államháztartási hiány átlagosan a GDP 4-5%-át tette ki, a GDP-arányos államadósság-mutató pedig 40% alatti értékről körülbelül 70%-ra emelkedett (lásd a 3. ábrát és a 3. táblázatot). Ezután az euroövezet országainak aggregált fiskális pozíciója látványosan javult, ahogy a GMU harmadik szakaszát megelőző időszakban jelentősen kevesebb hitelt vett fel az államháztartás, így 2000-re a hiánymutató (az UMTS-lincenek eladásából befolyó bevétel nélkül) a GDP 1%-ára csökkent. 2003-ban viszont ismét a GDP 3,1%-ára emelkedett az euroövezeti hiánymutató, majd újra javult, és 2007-re a GDP 0,6%-ára csökkent, ami az 1970-es évek óta a legalacsonyabb arány.

3. ábra: Az euroövezeti államháztartások fiskális folyamatai az 1980–2007-es időszakban

(a GDP százalékában)



Források: az Európai Bizottság, az NKB-k és az EKB számításai. Megjegyzés: az adatok nem tartalmazzák az Universal Mobile Telecommunications System (UMTS) licencok eladásából befolyó bevételt.

Javultak a fiskális pozíciók...

17 Lásd a 2004. januári *Havi jelentésben* megjelent „EMU and the conduct of fiscal policies” („A GMU és a fiskális politikai irányítás”) című cikket.

3. táblázat: Az euroövezeti országok államháztartásainak költségvetési egyenlegei az 1990–2007-es időszakban

(a GDP százalékában)

	1990–1998	1999–2007	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Belgium	-5,0	-0,2	-0,5	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	-2,3	0,3	-0,2
Németország	-	-2,4	-1,5	-1,1	-2,8	-3,7	-4,0	-3,8	-3,4	-1,6	0,0
Írország	-	1,6	2,7	4,7	0,9	-0,6	0,4	1,4	1,6	3,0	0,3
Görögország	-	-4,5	-3,4	-3,7	-4,9	-4,7	-5,6	-7,4	-5,1	-2,6	-2,8
Spanyolország	-	0,1	-1,4	-1,1	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	1,8	2,2
Franciaország	-	-2,6	-1,8	-1,5	-1,6	-3,2	-4,1	-3,6	-2,9	-2,4	-2,7
Olaszország	-	-2,9	-1,7	-2,0	-3,1	-2,9	-3,5	-3,5	-4,2	-3,4	-1,9
Ciprus	-	-2,7	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,4	-2,4	-1,2	3,3
Luxemburg	-	2,3	3,4	6,0	6,1	2,1	0,5	-1,2	-0,1	1,3	2,9
Málta	-	-5,3	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,6	-3,2	-2,5	-1,8
Hollandia	-3,0	-0,5	0,4	1,3	-0,2	-2,0	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,4
Ausztria	-	-1,5	-2,2	-2,1	0,0	-0,6	-1,4	-3,7	-1,5	-1,5	-0,5
Portugália	-	-3,6	-2,8	-3,2	-4,3	-2,9	-2,9	-3,4	-6,1	-3,9	-2,6
Szlovénia	-	-2,4	-3,1	-3,8	-4,5	-2,5	-2,7	-2,3	-1,5	-1,2	-0,1
Finnország	-	3,9	1,6	6,9	5,0	4,1	2,6	2,4	2,9	4,1	5,3
Euroövezet	-	-1,9	-1,4	-1,0	-1,9	-2,5	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6

Források: az Európai Bizottság, az NKB-k, az EKB számításai.

Megjegyzés: az 1990–1998-as és 1999–2007-es adatok éves átlagok. Az 1990-es németországi adat Nyugat-Németországra vonatkozik. Az adatok nem tartalmazzák az Universal Mobile Telecommunications System (UMTS) licenckel eladásából befolyó bevételt.

Az utóbbi évek kisebb államháztartási hiányai nagyrészt a kamatlábak és következképpen a kamatteher jelentős csökkenésével magyarázhatók, amelyek az 1990-es évek elején a GDP arányában mért 5,5% körüli értékről 2005 után valamivel a GDP 3%-a alá süllyedtek. Ezen túlmenően nehéz megítélni, hogyan járultak hozzá az államháztartási bevételek és az elsődleges egyenleg a fiskális konszolidációhoz, mivel ezek a változók érzékenyen reagálnak a konjunktúra alakulására. A hosszabb távú tendenciák vizsgálata rámutat, hogy az euroövezet elsődleges államháztartási kiadásai a GDP arányában az 1980-as évek közepe óta összességében nem változtak, míg a GDP-arányos bevételek a GMU harmadik szakaszát megelőzően strukturálisan emelkedtek. 1999 óta mind az államháztartási bevételek, mind az elsődleges egyenleg GDP-hez viszonyított aránya magas de nagyjából állandó szint közelében ingadozik, ami azt jelzi, hogy megtorpant a korábbi évtizedek trendje, amikor az államháztartási kiadások és bevételek aránya egyre emelkedett.

Az euroövezet aggregált fiskális pozíciójának az elmúlt két évtizedben bekövetkező javulása a tagországok jelentős konvergenciáját tükrözi a fenntartható államháztartás felé. Kiemelendő, hogy nagyrészt sikerült megszüntetni az 1980-as években és az 1990-es évek elején néhány helyütt megfigyelt igen magas költségvetési hiányt. Különösen a nagy adósságállománnyal bíró országokban csökkent sokat a kamatteher, mivel az adósságra kivetett kamat jelenleg sokkal kisebb. Ez a pozitív fejlemény jórészt annak köszönhető, hogy megszűnt az árfolyamkockázat, és a GMU-ban megvalósult a stabilitásorientált makrogazdasági politika.<sup>18</sup> Ugyanakkor ez azt jelenti, hogy az elsődleges hiánymutatók kevésbé javultak. Ráadásul az államadósság csak korlátozottan javult a GDP arányában, és aggodalomra ad okot, hogy az euroövezet néhány országában az adósságmutató 2007-ben jóval meghaladta a 60%-os referenciaértéket (lásd a 4. táblázatot).

...nagyrészt a kisebb kamatnak köszönhetően

Tovább kell csökkenteni néhány GDP-arányos adósságmutatót

18 Lásd a 2006. februári *Havi jelentésben* közölt „Fiscal policies and financial markets” („Fiskális politika és pénzügyi piacok”) című cikket.

4. táblázat: Az euroövezeti államháztartások fiskális pozíciói az 1990–2007-es időszakban

(a GDP százalékában)

	Adósság				Elsődleges kiadások				Kamatkiadások			
	1990–1998	1999–2007	1998	2007	1990–1998	1999–2007	1998	2007	1990–1998	1999–2007	1998	2007
Belgium	127,0	98,8	117,1	84,6	42,9	44,4	43,0	44,9	9,6	5,4	7,4	3,9
Németország	n.a.	63,3	60,3	65,0	n.a.	44,1	44,7	41,1	n.a.	2,9	3,4	2,8
Írország	n.a.	32,4	54,0	25,5	n.a.	32,4	31,1	35,4	5,8	1,4	3,3	0,9
Görögország	n.a.	100,5	105,8	94,5	n.a.	39,6	41,0	39,4	n.a.	5,5	8,5	3,9
Spanyolország	n.a.	49,3	64,1	36,2	n.a.	36,4	36,9	37,2	4,5	2,4	4,2	1,6
Franciaország	48,7	61,5	59,4	64,2	49,8	49,8	49,4	50,0	3,2	2,8	3,3	2,6
Olaszország	n.a.	106,9	114,9	104,0	n.a.	42,7	41,3	43,8	n.a.	5,4	7,9	4,7
Ciprus	n.a.	64,0	58,4	59,8	n.a.	37,9	33,7	40,0	3,1	3,3	3,1	3,1
Luxemburg	n.a.	6,4	7,4	6,8	n.a.	39,6	40,6	37,3	n.a.	0,2	0,4	0,2
Málta	n.a.	63,8	53,4	62,6	n.a.	40,4	39,8	39,3	2,6	3,5	3,2	3,3
Hollandia	74,6	51,8	65,7	45,4	46,7	43,0	42,0	43,8	5,6	2,8	4,7	2,2
Ausztria	n.a.	64,1	64,3	59,1	n.a.	47,7	50,0	45,6	n.a.	3,0	3,5	2,6
Portugália	56,5	57,5	52,1	63,6	n.a.	42,4	39,5	42,9	n.a.	2,8	3,3	2,9
Szlovénia	n.a.	26,8	23,1	24,1	n.a.	44,6	44,1	41,9	2,3	1,9	2,3	1,4
Finnszág	n.a.	41,9	48,2	35,4	n.a.	47,2	49,0	46,1	n.a.	2,0	3,5	1,4
Euroövezet	n.a.	69,0	72,8	66,4	n.a.	44,0	44,0	43,3	n.a.	3,4	4,6	3,0

Források: az Európai Bizottság, az NKB-k, az EKB számításai.

Megjegyzés: Az adatok nem tartalmazzák az Universal Mobile Telecommunications System (UMTS) licencek eladásából befolyó bevételt. Az 1990-es németországi adat Nyugat-Németországra vonatkozik.

## A STABILITÁSI ÉS NÖVEKEDÉSI PAKTUM MEGVALÓSÍTÁSA

**A GMU-beli fiskális szabályoknak nehéz feladattal kellett megbirkóznuk**

A GMU fiskális felügyeleti rendszerének megvalósítása igen nehéz feladatnak bizonyult az euroövezeti országokban az 1999 óta megfigyelhető fiskális fejlemények miatt. Míg több tagországnak sikerült elérnie, illetve megőriznie a Stabilitási és növekedési paktum (a túlzott hiány kialakulásának megakadályozására kidolgozott eljárásokat tartalmazó) ún. preventív ágában előírt „egyensúlyközeli vagy többletet mutató” fiskális pozíciót, mások kudarcot vallottak. Néhány országban a túlzottan optimista makrogazdasági és fiskális feltevések, a konszolidációs erőfeszítések hiánya és a költségvetés túllépése miatt rendszeresen elhibázták az éves stabilitási programban meghatározott középtávú költségvetési célokat, ami részben a vállalt kötelezettségek megtartásához szükséges politikai akarat hiányát tükrözi.

Ebből eredően a 2001–2003-as gazdasági lassulás idején a hiány több országban (Németország, Görögország, Franciaország, Olaszország, Hollandia, Portugália) elérte vagy meghaladta a GDP 3%-ában megszabott referenciaértéket (lásd a 3. táblázatot). Ugyanakkor megoszlottak a vélemények arról, hogyan kell helyesen megvalósítani a paktum „korrektív ágában” (a túlzott hiány gyors korrekciójára kidolgozott eljárások) előírtakat. Végül az ECOFIN Tanács 2003. novemberi határozata felfüggesztette a Németország és Franciaország ellen a túlzott hiány miatt folyó eljárást. Az ezt követő tanácskozások eredményeként 2005 tavaszán sor került a paktum reformjára (lásd a 2. fejezetet).

**Tovább lehet javítani a követelmények teljesítésén**

Azóta a kedvezőbb gazdasági helyzetnek és az államháztartási bevételek kiemelkedően élénk növekedésének köszönhetően könnyebben be tudják tartani az átalakított Stabilitási és növekedési paktumot. Ennek köszönhetően az euroövezet összes országában sikerült a GDP 3%-ára vagy még lentebb szorítani a költségvetési hiányt. Ugyanakkor jelentős különbségek maradtak a tekintetben, hogy a kedvező időszakot milyen mértékben használták fel a fiskális konszolidáció felgyorsítására. Így például Németországban az adóbevételek növelésével sikerült 2007-ben egyensúlyba hozni a költségvetést, Franciaországban és Olaszországban viszont a nem várt jövedelmekből jórészt a kiadásokat fokozták, és adót csökkentettek. Emiatt ott a deficit viszonylag közel maradt a GDP 3%-ához, és emiatt a fiskális politikának kevés vagy egyáltalán semmi mozgásteret sincs egy esetleges gazdasági lassulás kezelésére. Összességében tehát a paktum végrehajtása a reform óta is csak fél sikernek nevezhető, és az igazi próbatétel még hátravan.

## KÖZÉP- ÉS HOSSZABB TÁVÚ FISKÁLIS FELADATOK

Hogy az euroövezeti országok közül sokan nem tudták hamarabb elérni, illetve megőrizni a megfelelő fiskális pozíciót, és csökkenteni az államadóssági mutatót, különösen akkor ad okot az aggodalomra, ha a népesség előregedése miatt végrehajtandó fiskális feladatokat vesszük figyelembe. Az Európai Bizottságnak és az EU Gazdaságpolitikai Bizottságának legfrissebb becslései szerint 2004 és 2050 között a nyugdíjakra, az egészségügyre és a krónikus ellátásra fordítandó állami kiadások az euroövezet egészét tekintve a GDP 4,7%-ával emelkednek, sőt egyes országokban az arány ennél is jóval nagyobb lehet.<sup>19</sup> A megemelkedett kiadásokat előreláthatólag csak viszonylag kis részben ellensúlyozza a munkanélküli-segélyre és az oktatásra fordított összegek csökkentése. Az OECD újabb becslései szerint az öregedéssel összefüggő fiskális terhek különösen az egészségügyi és a krónikus ellátás terén még az eddig véltnél is nagyobbak lehetnek (lásd az 5. táblázatot).<sup>20</sup> Egyértelmű, hogy a legtöbb helyen egyedül fiskális konszolidációval nem lehet megoldani a feladatokat, itt különösen a nyugdíjrendszerek terén további rendszer-, illetve paraméterszintű reformra is szükség van.<sup>21</sup>

Ezen túlmenően komoly kihívás marad az államháztartás pénzügyeinek olyan irányú javítása, amely előmozdítja a gazdasági növekedést az euroövezetben. Az adó- és juttatási rendszerek megreformálása játékonnyan hathat a foglalkoztatásra és a termelékenység növekedésére. Ugyanakkor amennyiben a közkiadások hatékonyságának javítását prioritásként kezelik, több tagországban is esély nyílik a még mindig magas adóterhek enyhítésére.<sup>22</sup>

A fenntartható gazdasági növekedésnek, a monetáris unió akadálytalan működésének és az országok közötti nem kívánatos különbségek kiküszöbölésének előfeltétele a stabilitásra irányuló fiskális irányel-

19 Lásd: Európai Bizottság (2006): „The long-term sustainability of public finances in the European Union” („Az állami pénzügyek hosszú távú fenntarthatósága az Európai Unióban”), *European Economy*, 4 szám.

20 Lásd: OECD Economic Outlook, 2007. június.

21 Lásd a 2006. októberi *Havi jelentésben* közölt „Demographic change in the euro area: projections and consequences” („Demográfiai változások az euroövezetben: prognózis, következmények”) című cikket. Lásd még: Maddaloni, A.–Musso, A.–Rother, P.–Ward–Warmedinger, M.–Westermann, T.: „Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area” („Az euroövezetbeli demográfiai folyamatok makrogazdasági következményei”), 51. számú *EKB-műhelytanulmány*.

22 Lásd a 2006. áprilisi *Havi jelentésben* közölt „The importance of public expenditure reform for economic growth and stability” („A közkiadások reformjának fontossága a gazdasági növekedés és stabilitás szempontjából”) című cikket.

5. táblázat: Az életkorhoz kapcsolódó főbb GDP-arányos kiadási mutatókban 2004 és 2050 között prognosztizált változások<sup>1)</sup>

	Nyugdíj (1)		Egészségügy (2)		Krónikus ellátás (3)		Összesen (1+2+3)	
	EC/EPC	OECD	EC/EPC	OECD	EC/EPC	OECD	EC/EPC	OECD
Belgium	5,1	5,1	1,4	3,3	0,9	1,9	7,4	10,3
Németország	1,7	2,0	1,2	3,6	1,0	1,9	3,9	7,5
Írország	6,4	6,5	2,0	4,0	0,6	3,8	9,0	14,3
Görögország	-	3,9	1,7	3,9	-	2,7	1,7	10,5
Spanyolország	7,1	7,0	2,2	4,1	0,5	2,4	9,8	13,5
Franciaország	2,0	2,1	1,8	3,5	0,2	1,7	4,0	7,3
Olaszország	0,4	0,4	1,3	3,8	0,7	2,9	2,4	7,1
Ciprus	12,9	n.a.	1,1	n.a.	n.a.	n.a.	14,0	n.a.
Luxemburg	7,4	7,4	1,2	1,4	0,6	3,1	9,2	11,9
Málta	-0,4	n.a.	1,8	n.a.	0,2	n.a.	1,6	n.a.
Hollandia	3,5	3,8	1,3	3,8	0,6	2,0	5,4	9,6
Ausztria	-1,2	-1,0	1,6	3,8	0,9	2,0	1,3	4,8
Portugália	9,7	9,3	0,5	4,2	0,4	2,0	10,6	15,5
Szlovénia	7,3	n.a.	1,6	n.a.	1,2	n.a.	10,1	n.a.
Finnország	3,1	3,3	1,4	3,6	1,8	2,4	6,3	9,3
<b>Euroövezet<sup>2)</sup></b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>1,5</b>	<b>3,7</b>	<b>0,6</b>	<b>2,2</b>	<b>4,7</b>	<b>8,9</b>

Forrás: Gazdaságpolitikai Bizottság, Ageing Working Group, 2006. január; OECD Economic Outlook (2007).

Megjegyzés: n.a. = nem áll rendelkezésre adat.

1) A kiadások némileg csökkennek, ahogy kevesebbet költenek az oktatásra és a munkanélküliségre.

2) Görögország, Ciprus, Málta és Szlovénia kivételével.

vek kialakítása. A következő pont az egyes országok közötti reálkibocsátás-növekedési és inflációs különbségek stilizált leírását tartalmazza.

### 4.3 AZ ORSZÁGOK KÖZÖTTI KÜLÖNBSÉGEK

Az euroövezet egészének a 4.1 pontban is tárgyalt makrogazdasági folyamatai mögött az egyes országokat összehasonlítva különbözőségek figyelhetők meg. Ebben a pontban először a GDP-különbségeket, majd az árak és a költségek eltérő alakulását tekintjük át.<sup>23</sup>

A reálkibocsátás-növekedés és az infláció terén jelentkező eltérések más valutauniókhöz hasonlóan természetesnek tekinthetők: ilyen például a felzárkózási hatáshoz kapcsolódó különbség, amely akkor figyelhető meg, amikor egy ország jövedelmi szintje közelít a monetáris unió valamely fejlettebb tagországáéhoz. Vannak azonban olyan eltérések is, amelyek ha hosszú ideig fennállnak, foglalkozni kell velük. Amennyiben például a különbségeket nem megfelelő nemzeti gazdaságpolitikák, strukturális merevségek vagy rosszul működő alkalmazkodási mechanizmusok okozzák, akkor a döntéshozóknak lépniük kell országos szinten. A nemzetközi kereskedelem és integráció hiányából eredő különbségeket az egységes piac kiteljesítésének szorgalmazásával lehet megszüntetni. Hatékony alkalmazkodási mechanizmusokkal lehet ugyanis csak elkerülni az olyan helyzetet, amelyben az övezet egyik országa vagy régiója egy helyi sokk után tartósan kis növekedést és magas munkanélküliséget, vagy túlfűtöttséggel jellemezhető hosszabb időszakot produkál. Az EKB egységes monetáris politikája nem tudja közvetlenül kezelni a növekedési és inflációs eltéréseket, viszont azzal, hogy az egész euroövezetben fenntartja az árstabilitást, elősegíti a gazdasági és monetáris unió akadálytalan működését.

### A REÁL-GDP-NÖVEKEDÉS ALAKULÁSA AZ EUROÖVEZET ORSZÁGAI ÖSSZEHASONLÍTVÁ

A kibocsátásnövekedés szempontjából az egyes euroövezetbeli országok sem hosszabb távú összehasonlításban, sem más nagy valutaövezetekhez viszonyítva nem különböznek nagyon egymástól.

Mint ahogy a 4. ábrán látható, az övezetet 2001-ben alkotó 12 ország GDP-növekedési rátájának súlyozatlan szórása az utolsó 35 évben 2 százalékpont közelében ingadozott, mozgása sem felfelé, sem lefelé irányuló trendet nem mutat.

Az euroövezet kibocsátásnövekedésének jelenlegi szórása nem tér el jelentősen az Egyesült Államok egyes régiói, illetve államai közötti értékektől (lásd a 4. ábrát).<sup>24</sup>

Az egyes országokat tekintve (lásd a 6. táblázatot), az 1990-es évek eleje óta a növekedési ütem néhányban rendszeresen meghaladja az euroövezeti átlagot. Általánosságban elmondható, hogy az euroövezeti országok közötti GDP-növekedésbeli különbségek nagyrészt a növekedési trendek tartós eltéréseinek tudhatók be, kisebb mértékben pedig konjunkturális különbségeknek. Ugyanakkor az 1990-es évek eleje óta az euroövezeti országok konjunkturaciklusai közötti együttmozgás egyre erősödik.

A kibocsátásnövekedés tartós különbségei kapcsolódhatnak például a strukturális irányelvek (köztük az intézmények felépítése), a kínálati tényezők és a konvergenciafolyamat eltérő alakulásához, valamint az egyes országokat érő sajátos sokk és alkalmazkodási mechanizmusok együtteséhez.

23 Lásd a 2007. áprilisi *Havi jelentésben* közölt „Output growth differentials in the euro area: sources and implications” („Kibocsátás-növekedési különbségek az euroövezetben: források, következmények”) című cikket.

24 A kibocsátásnövekedési különbségek adatainak áttekintését nyújtja EKB Műhelytanulmányok: N. Benalal–J. L. Diaz del Hoy–B. Pierluigi –N. Vidalis: „Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts” („Az euroövezeti országok kibocsátásnövekedésében megfigyelhető eltérések: stilizált leírás”), 2006.

A makrogazdasági különbségek természetesen egy valutaunióban

A kibocsátásnövekedési különbségek mérsékeltek az euroövezetben

Az övezeten belül szerény kibocsátásnövekedésbeli különbségek

4. ábra: A GDP-növekedés szóródása az euroövezeti országok, valamint az USA régiói és államai között

(súlyozatlan szórás, százalékpont)



Források: Európai Bizottság, US Bureau of Economic Analysis.  
Megjegyzés: az USA-ra vonatkozó két sorozatban 1997–99 között törés van (1998-ról nem áll rendelkezésre adat).

6. táblázat: Az euroövezeti országok GDP-jének növekedési ütemei

(éves átlagos százalékos változás)

	1980–1989	1990–1998	1999–2007
Euroövezet	2,3	2,0	2,2
Belgium	2,2	3,4	2,3
Németország	2,0	2,3	1,5
Írország	3,1	6,7	6,4
Spanyolország	2,7	2,5	3,8
Görögország	0,8	1,7	4,1
Franciaország	2,5	1,7	2,1
Olaszország	2,6	1,4	1,4
Ciprus	-	4,5	3,7
Luxemburg	4,6	4,4	5,2
Málta	-	4,8	2,4
Hollandia	1,7	3,0	2,3
Ausztria	2,0	2,5	2,3
Portugália	3,4	2,8	1,7
Szlovénia	-	1,4	4,4
Finnország	3,6	1,3	3,4

Források: Eurostat, Európai Bizottság.  
Megjegyzés: a 2007. évi adatok az Európai Bizottság becslései (2007. őszi előrejelzések).

A különbségek részben az alacsonyabb jövedelmű országok időigényes felzárkózásával is összefüggésbe hozhatók. Az 1980-as években még kis jövedelműnek számító Írország, Görögország és Spanyolország később jelentős eredményeket ért el, ugyanakkor Portugáliában az euro bevezetése után csökkent az egy főre jutó GDP az euroövezettel összehasonlítva. Írország ugyanakkor már az 1990-es évek végére elérte, az elmúlt néhány évben pedig túl is szárnyalta az euroövezeti átlagot.

A kibocsátásnövekedés tartós különbözősége bizonyos mértékig a gazdasági sokkok és a strukturális irányelvek hosszú távú hatását is tükrözi. Arra azonban kevés a bizonyíték, hogy az utóbbi években bekövetkező nagyobb közös sokkok önmagukban szerepet játszottak volna a GDP-növekedésbeli különbségek tartóssá válásában. Ezzel szemben a rendelkezésre álló empirikus irodalom szerint az egyes országokra jellemző sokkok és gazdaságpolitikai változások, például fiskális irányelvbeli vagy strukturális reformok az utóbbi időben a közös sokkoknál nagyobb szerepet játszottak a kibocsátás-növekedésbeli különbségek kialakulásában, ráadásul hatásuk igen tartós lehet.<sup>25</sup>

Ha az alkalmazkodási mechanizmusok lassan működnek, ez tovább növelheti azokat a kibocsátás-növekedésbeli különbségeket, amelyek az egyes országokat érő sokkokból erednek. Egy, az euroövezethez hasonlóan egységes fizetőeszközzel és monetáris politikával jellemezhető monetáris unióban – a magas fokú munkaerő-mobilitás és az országok közötti fiskális transzferek hiányában – a fő alkalmazkodási mechanizmus a nemzetközi kereskedelem vagy a versenyképességi csatorna.<sup>26</sup> Ehhez járul még egy némileg más jellegű mechanizmus, az ún. kockázatmegosztási csatorna.<sup>27</sup> A rendelkezésre álló adatok szerint a strukturális merevségek és a még nem teljes egységes piac miatt viszonylag hosszú időszakot vesz

A növekedésbeli különbségek tartóssak...

...részben a felzárkózás és az alkalmazkodási merevségek miatt

...de szerepet játszanak a fiskális és strukturális irányelvek is

25 A kérdés közelmúltbeli elemzése a következő tanulmányokban található: D. Giannone–L. Reichlin: „Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?” („Az euroövezetbeli trendek és ciklusok: milyen fokú a heterogenitás, és okot ad-e aggodalomra?”), *EKB-füzetek* 595., 2006; továbbá A. Buisán–F. Restoy: „Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU” („Országok közötti heterogenitás a GMU-ban”), 0504. számú *Banco de España műhelytanulmány*, 2005.

26 A versenyképességi csatorna a következőképpen működik: egy bérsokk vagy az ország kibocsátását a potenciális szint fölé emelő sokk után a bérekre és más belföldi költségelemekre ható inflációs nyomás a külső versenyképesség romlását váltja ki. Ez pedig fokozatosan csökkenti az ország kivitele iránti külső keresletet, majd a kisebb kereslet jellemzően visszaállítja a kibocsátás potenciális szintjét és tompítja a korábbi inflációgerjesztő erőket.

27 Ez a mechanizmus lényegében azt jelenti, hogy a fogyasztásnak nem kell a kibocsátás változását követnie, hiszen a fogyasztók külföldről is felvehetnek hitelt.

igénybe, mire a versenyképességi csatorna az egész euroövezetben kifejti hatását. Ez azt jelenti, hogy az aszimmetrikus sokkokra adott reakcióként nagyobb ár- és inflációs különbségek, valamint nagyobb regionális munkanélküliség léphet fel, mintha megvalósult volna a magasabb fokú nemzetközi kereskedelem és gazdasági integráció.

## INFLÁCIÓS ÉS MUNKAERŐKÖLTSÉG-NÖVEKEDÉSBELI KÜLÖNBSÉGEK AZ EUROÖVEZETI ORSZÁGOK KÖZÖTT

Az euroövezetben zajló reálkonvergencia az inflációs és a munkaerőköltség-növekedésbeli különbségek szórásának csökkenését vonja magával. Az egyes országok közötti inflációs különbségek jelenleg az Egyesült Államokéhoz hasonló szinten állnak. Az inflációs szórás alakulása az egyensúlyi korrekcióknak és az árszint-konvergenciának tudható be. Szerepet játszhatnak benne még a strukturális merevségek és a túlzott bérnövekedés, amelyek ha tartósan fennállnak, csökkentik a versenyképességet, ami pedig kedvezőtlenül hat a kibocsátásra és a foglalkoztatásra.

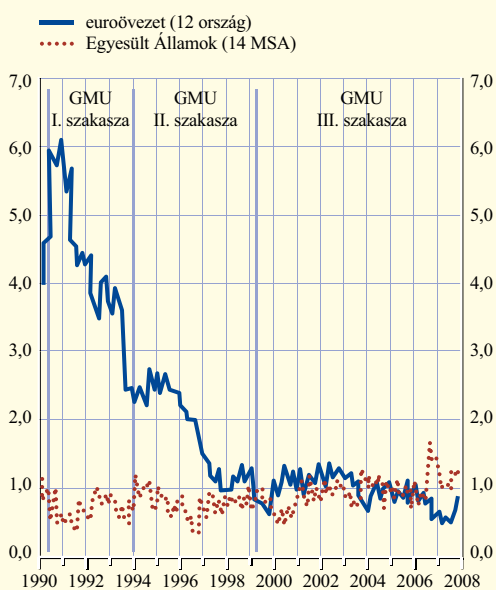
Az 1990-es évektől az euroövezetet 2001-ben alkotó 12 ország inflációjának szóródása határozottan lefelé irányuló pályát követett, majd 1998 után stabilizálódott (lásd 5. ábra).

Az 5. ábra szerint – amely az euroövezeti monetáris uniót az Egyesült Államok régóta fennálló valutaövezetével hasonlítja össze – az USA-beli 14 nagyvárosi statisztikai körzet inflációs rátáinak szórása 2004 után az euroövezeti országokban megfigyelt szint körül ingadozik.<sup>28</sup>

Az euroövezeti országok inflációs rátái 1999 és 2007 között mindenütt csökkentek az 1990–98-as időszakhoz viszonyítva – Írország, Luxemburg és Hollandia kivételével, ahol gyorsult az infláció (lásd a

28 A 14 nagyvárosi statisztikai körzet a következő: New York, Philadelphia, Boston, Washington, Chicago, Detroit, Cleveland, Dallas, Houston, Atlanta, Miami, Los Angeles, San Francisco, Seattle.

5. ábra: Az éves inflációs ráták szóródásának alakulása az euroövezeti országok között, illetve a 14 USA-beli nagyvárosi statisztikai övezet (MSA) között 1990 óta (súlyozatlan szórás, százalékpont)



Források: Az Eurostat és a US Bureau of Labor Statistics adatain alapuló EKB-számítások.

7. táblázat: CPI-, illetve HICP-infláció az euroövezet országaiban

(éves átlagos százalékos változás)

	1980–1989	1990–1998	1999–2007
Euroövezet	7,6	3,0	2,1
Belgium	4,9	2,1	2,0
Németország	2,9	2,2	1,6
Írország	9,3	2,5	3,4
Spanyolország	19,5	11,8	3,2
Görögország	10,2	4,4	3,1
Franciaország	7,4	2,1	1,8
Olaszország	11,2	4,4	2,3
Ciprus	-	-	2,6
Luxemburg	4,8	2,4	2,7
Málta	-	-	2,3
Hollandia	2,9	2,2	2,4
Ausztria	3,8	2,4	1,7
Portugália	17,7	6,1	2,9
Szlovénia	-	-	5,5
Finnország	7,3	2,5	1,6

Forrás: EKB.  
Megjegyzés: az adatok a HICP-inflációt mutatják, amíg rendelkezésre áll, a megelőző időszakban pedig a CPI-inflációt. Szlovéniáról 1996-tól van adat, Ciprusról és Máltáról pedig 1997-től. Az euroövezet elnevezésű sor a változó összetételű övezetre vonatkozik.

Az infláció összességében csökkent az euroövezetben

Az inflációs különbségek szerények



8. táblázat: Infláció az 1999 és 2007 közötti időszakban

(átlagos éves adatok százalékpontban az euroövezethez viszonyítva)

	Végso keresleti deflátor			Fajlagos munkaeroköltségek		
	Összes változás	Az összes változáshoz való hozzájárulás		Összes változás	Az összes változáshoz való hozzájárulás	
		Belföldi költség	Import-költség		Bér	Fordított munkatermelékenység
Belgium	0,3	-0,2	0,5	-0,1	0,4	-0,5
Németország	-1,2	-1,2	0,0	-1,4	-1,2	-0,2
Írország	0,8	1,0	-0,1	1,5	3,7	-2,1
Görögország	1,5	1,7	-0,2	1,3	4,1	-2,7
Spanyolország	1,5	1,4	0,1	1,2	0,4	0,8
Franciaország	-0,5	-0,1	-0,4	0,3	0,5	-0,3
Olaszország	1,7	0,6	1,1	1,0	0,0	0,9
Ciprus	-1,9	-0,8	-1,1	1,6	1,8	-0,2
Luxemburg	1,6	0,1	1,6	1,0	3,5	-2,5
Málta	0,4	0,1	0,3	0,6	1,0	-0,5
Hollandia	0,1	0,0	0,1	0,7	1,1	-0,4
Ausztria	-0,5	-0,5	0,0	-1,2	-0,5	-0,7
Portugália	0,9	1,1	-0,3	1,6	1,7	-0,1
Szlovénia	3,2	1,7	1,5	3,4	6,1	-2,6
Finnország	-0,8	-0,7	-0,1	-0,4	0,9	-1,2

Források: az Európai Bizottság és az Eurostat adatain alapuló EKB-számítások.

Megjegyzés: A táblázatban feltüntetett minden változó átlagos növekedése eltér az euroövezeti átlagtól. A számadatok a következőképpen értelmezendők: Belgiumot tekintve például az 1999–2007-es időszakban a végso keresleti deflátor teljes változása éves szinten 0,3 százalékponttal haladta meg az euroövezetét. A belgiumi átlagos importköltség hozzájárulása a végso keresleti deflátor relatív változásához az euroövezethez viszonyítva évi 0,5 százalékpont, míg a relatív belföldi költségek hozzájárulása évi -0,2 százalékpont volt.

7. táblázatot). Az áralakulás bontása azt mutatja, hogy az euroövezeti országok többségében az 1999–2006-os időszakban az euroövezeti átlagtól való inflációs eltérés legfontosabb tényezőjét a belföldi költségek alkották (lásd a 8. táblázatot). A belföldi tényezők közül valószínűleg fontos szerepet játszottak a fajlagos munkaeroköltség növekedési különbözetei – amelyek inkább az eltérő béralakulással magyarázhatók, mint az eltérő munkatermelékenység-növekedéssel. Emellett az importköltségek változása is hozzájárult az inflációs különbözethez.

A monetáris unióban normálisnak tekinthető bizonyos fokú inflációs és költségkülönbszet. Az egyensúlyi ár és költségkiigazítás egy valutaunióban jellemzően a régiók és ágazatok közötti relatív árak igazodásához köthető. Ez a mechanizmus – amely bizonyos fokig természetes velejárója a felzárkózási folyamatnak, illetve általában az eltérő termelékenységi alappályáknak – a monetáris unió különböző régiói és ágazatai között inflációs eltéréseket okozhat.<sup>29</sup>

Az euroövezeti inflációs különbözetek tartósan nevezhetők abban az értelemben, hogy több országban hosszabb időn keresztül, szisztematikusan megfigyelhető vagy egy pozitív, vagy egy negatív inflációs eltérés az euroövezeti átlaghoz képest (lásd az 1. keretes írást).

Az euroövezetben megfigyelhető tartós inflációs és munkaeroköltség-növekedésbeli különbözeteiket több tényezővel is magyarázhatjuk – ezek jellegüknél fogva összekapcsolódnak.<sup>30</sup> Először is megkülönböztethetünk olyan tényezőket, amelyek a konvergencia- és a gazdasági integrációs folyamathoz kapcsolódnak,

29 Lásd többek között: I. Angeloni–M. Ehrmann (2004): „Euro area inflation differentials” („Euroövezeti inflációs különbözetek”), *EKB-füzetek* 388.; F. Altissimo–P. Benigno–D. Rodríguez-Palenzuela (2004): „Inflation differentials in a currency area: facts, explanations and policies” („Inflációs különbözetek egy valutaövezetben: tények, magyarázatok, irányelvek”), amelyet 2004. december 13–14-én mutattak be Frankfurtban a „Monetary policy implications of heterogeneity in a currency area” („A valutaövezetek heterogenitásának monetáris politikai következményei”) című EKB-műhelytalálkozón. A tanulmányok a bank honlapján olvashatók ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)).

30 Lásd a 2005. májusi *Havi jelentés* „Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area” („Monetáris politika és inflációs különbözetek egy heterogén valutaövezetben”) című cikkét.

**A különbözetek természetesek egy monetáris unióban**

**Bizonyos különbségek az  
árszint-konvergenciának  
tudhatók be**

valamint olyanokat, amelyek az egyes országok gazdasági struktúrájának tartós vagy állandó eltéréseit tükrözik. Emellett figyelembe kell vennünk az eltérő gazdaságpolitikai, tehát országos szintű fiskális, strukturális és bérszabályozási irányítást és működést, valamint az euroövezet egészére érvényes irányelvekre adott különféle regionális reakciókat.

Ami a konvergenciát és a gazdasági integrációt érintő első tényezőcsoportot illeti, az 1990-es évek első felében az európai egységes piac megteremtése, majd 1999-ben a közös valuta bevezetése elsősorban a külkereskedelmi forgalomba kerülő árucikkek árszintjei közötti szórás jelentős csökkenését vonta maga után. Az euro bevezetését követő néhány évben jelentkező inflációs különbségek részben azzal is magyarázhatók, hogy a külkereskedelmi forgalomba kerülő cikkek árai egy hosszú távú közös szinthez kezdtek közelíteni.

Az inflációs különbségek oka lehet még az euroövezeti országok között a külkereskedelmi forgalomba nem kerülő árucikkek és a szolgáltatások árszintjeinek egymáshoz közelítése.<sup>31</sup> A felzárkózási hatás sokszor jár együtt a külkereskedelmi forgalomba kerülő termékeket és a külkereskedelmi forgalomba nem kerülő termékeket előállító ágazatok eltérő növekedésével, vagy általánosabban a gazdaságok egy főre jutó GDP-vel mért életszínvonala közötti konvergenciával. A Balassa-Samuelsontól származó hatás szerint például azokban az országokban, ahol a termelékenységben jelentős ágazatközi különbségek vannak más országokhoz képest (a külkereskedelmi forgalomba kerülő cikkek előállítását előmozdító ágazatok termelékenysége viszonylag gyorsabban nő), a külkereskedelmi forgalomba nem kerülő termékeket előállító ágazatokban jellemzően gyorsabb a bérnövekedés és nagyobb az infláció. Egy valutaunióban, ahol nem lehetséges az árfolyam nominális felértékelődése, az ilyen ország relatív inflációja nagyobb lenne. Megjegyzendő ugyanakkor, hogy az említett hatásra vonatkozó tapasztalati adatok vegyes képet mutatnak.

Másodsorban az inflációs és az árszintkülönbségek olyan normális strukturális különbségekből is eredhetnek, mint például a heterogén fogyasztói preferenciák vagy az egyes országok eltérő érzékenysége az euroárfolyam és nyersanyagárak változására. Az inflációs különbségeket magyarázhatja továbbá az ország eltérő nyitottsága és nemzetközi kereskedelmének eltérő összetétele.

**Egyes különbségeket  
a nem megfelelő  
gazdaságpolitikák okoznak**

Harmadrészt lehetséges, hogy mind az övezetbeli, mind a regionális irányelvek maguk is alakítják a valutaunióbeli heterogenitást mértékét. A fiskális politika például erősítheti az inflációs különbségeket egy helytelenül alkalmazott fiskális politikai eszköztárral (lásd a 4.2 pontot). A strukturális merevségek jellemezték, még nem teljesen egységesült piacon nagyobb árkülönbségeket lehet megfigyelni, mint a nemzetközi verseny és a gazdasági integráció magasabb fokán. Az országos és regionális szintű strukturális és bérszabályozási szintén lehet inflációs különbségek forrása. Az például, hogy az övezet néhány országában a kollektív bérmegállapodások indexálási záradékokat tartalmaznak, késleltetheti a szükséges korrekciókat, és a szóban forgó országok inflációs tehetetlenségének növelésével ragadóssá teheti az inflációs különbségeket.

31 A külkereskedelmi forgalomba nem kerülő árucikkal és szolgáltatásokkal nagyrészt helyileg kereskednek.

## I. keretes írás

### A TARTÓS INFLÁCIÓ ÉS A BÉRDINAMIKÁT MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK

Az egyedi sokkokon kívül az inflációs és a növekedésbeli különbségek egyik fontos forrása az egyes országok potenciálisan eltérő ár- és bérugalmassága. Az euroövezeti országokban ezért az ár- és bérdinamikát meghatározó tényezők mélyreható ismerete elengedhetetlen a monetáris politikai irányításhoz. A kérdéskör fontossága miatt a KBER-en belül létrehoztak egy, az infláció „ragadósságát”

vizsgáló hálózatot (Inflation Persistence Network – IPN) és egy a bérdinamikával foglalkozó hálózatot (Wage Dynamics Network – WDN). Ebben a keretes írásban a két hálózat fő megállapításait tekintjük át.

Az IPN 2003-ban kezdte meg működését, és egy 2004. decemberi konferencián számolt be a kutatási eredményeiről.<sup>1</sup> Az IPN háromféle megközelítést alkalmaz: a makrogazdasági adatok elemzése, a fogyasztói és termelői árak egyéni változásait bemutató mikroadatok részletes elemzése, valamint a vállalati felmérések, amelyekben a vállalatok árazási viselkedését befolyásoló fő tényezőket azonosítják.

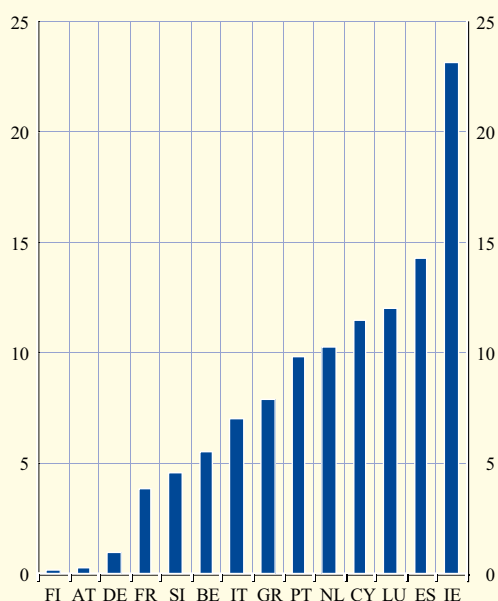
Az elemzésekből a következő alapvető következtetéseket lehet levonni: Először is a mostani monetáris politikai rendszerben az infláció csak mérsékelten ragadós. Ez ellentétes a nagy inflációval és kevésbé jól rögzített várakozásokkal jellemezhető korábbi időszakokkal, amikor az inflációs sokkok gyakran vezettek elhúzódó inflációhoz. Másodszor, az árváltozásokat tükröző mikroadatok alapján az euroövezetben a fogyasztói árak ragadósabbak, mint az Egyesült Államokban. Az euroövezeti árakat például jellemzően 12–15 havonta, míg az USA-ban hathavonta változtatják. Emellett az árazásban jelentős ágazatközi heterogenitás van, ugyanakkor az árváltoztatások gyakoriságát tekintve nincsenek komolyabb eltérések az egyes országok között. Az élelmiszer- és az energiaárakat például jóval gyakrabban változtatják, mint a szolgáltatások árait. Negyedrészt, az árcsökkentés meglehetősen gyakori (a fogyasztóiár-változások 40%-a), tehát az árakra kevésbé vonatkozik a lefelé irányuló nominális merevség, mint ahogy azt régebben gondolták. Ötödészt, a felmérési eredményekből kiderül, hogy az árak kiigazítása jellemzően két lépésben történik: a vállalati szintű ár-felülvizsgálatot követi az árváltozás. A felülvizsgálat valójában sokkal gyakoribb, mint a tényleges árváltoztatás. Az utóbbit meghatározó tényezőkről a felmérések azt mutatják, hogy az euroövezeti vállalatok körülbelül egyharmada rendszeres menetrend szerint határozza meg az árakat („időfüggő árazás”), míg egyötödük akkor változtat, amikor valamilyen konkrét esemény miatt a tényleges és a kívánt ár között nagy az eltérés („állapotfüggő árazás”). A fennmaradó rész vegyes stratégiát követ. Mind a felmérési adatok, mind az egyes árváltozások elemzése arra utal, hogy az árváltoztatások gyakoriságát nagymértékben a vállalati költségek volatilitása szabja meg. Az árakat például jóval ritkábban változtatják azokban az ágazatokban, ahol az általában meglehetősen ragadós munkabérek a vállalati összköltség nagy részét teszik ki.

Az IPN kutatási eredményei felhívták a figyelmet a bérdinamikát meghatározó tényezők mélyrehatóbb elemzésének fontosságára, ezért 2006-ban létrehozták a WDN-t. Az euroövezeti kutatók mellett az övezeten kívüli központi bankok szakértői is bekapcsolódnak a négy kutatási iránnyal foglalkozó hálózat munkájába. Az első irány az aggregált és az ágazati munkabérekkel, a munkaerőköltségekkel és ezek árdinamikával való kölcsönhatásával foglalkozik. A második kutatási irány fő témaköre a mikro bér adatok, és többek között a bér- és a munkapiaci merevségek természetének és nagyságának meghatározása. A harmadik az a vállalati felmérés, amellyel a WDN a vállalatok bérmegállapító gyakorlatának fő mechanizmusait igyekszik feltérképezni. Végül a kutatási eredmények metaanalízisével kívánják levonni a fő konklúziókat és megkeresni a gazdaságpolitika szempontjából releváns tanulságokat. A WDN eredményeit egy 2008 júniusában megrendezendő konferencián ismertetik.

<sup>1</sup> Lásd: Altissimo, F.–Ehrmann, M.–Smets, F.: „Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence” („Az infláció ragadósága és árki alakítási viselkedés az euroövezetben – összefoglaló az IPN kutatási eredményeiről”), 46. számú EKB-műhelytanulmány.

**6. ábra: Harmonizált versenyképességi mutatók az euroövezeti országok között az 1999–2007-es időszakban**

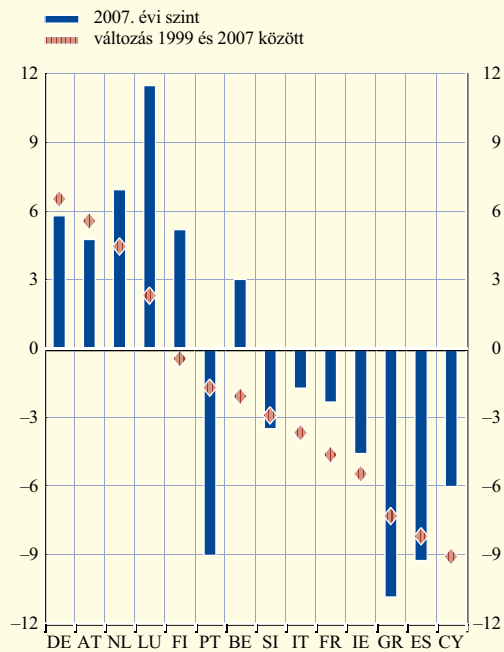
(kumulált százalékos változás)



Forrás: az Eurostat adatain alapuló EKB-számítások.  
Megjegyzés: Az EKB által a relatív inflációs rátákból számolt, CPI-vel deflált súlyozott átlagok összehasonlítva 44 kereskedelmi partnerből és euroövezeti országból álló csoporttal. Az emelkedés reáeffektív felértékelődést tükröz, azaz az országos versenyképességi mutató csökkenését. Az országok a mutató növekedése szerinti sorrendben vannak feltüntetve.

**7. ábra: A folyó fizetési mérleg 2007. évi pozíciói és az euroövezet országaira számolt kumulált változások az 1999–2007-es időszakban**

(a GDP százalékában megadott szintek; a GDP százalékaként kifejezett kumulált változások százalékpontban)



Forrás: az Európai Bizottság adatain alapuló EKB-számítások.

A tartósan meglévő inflációs különbszetek miatt az euroövezeti országok között jelentős eltérések vannak a nemzeti ár-versenyképességi mutatók alakulásában. A relatív árak HICP-vel deflált súlyozott átlagaiból számított harmonizált versenyképességi index (HCI) az euroövezeti országok ár-versenyképességének egyik összehasonlító mutatója.<sup>32</sup> A 6. ábrán látható, hogy az 1999–2007-es időszakban Németországban, Ausztriában és Finnországban csak igen szerényen emelkedett a HCI, ami az adott ár-versenyképességi mutatóban csak kis veszteségeket jelzett, míg Írország és Spanyolország esetében az emelkedés különösen erős volt. A fajlagos munkaerőköltségek relatív alakulása is hasonlóan heterogén képet mutat az országok egymáshoz viszonyított versenyképességében. Az euroövezetben az egyik legfontosabb kiigazítási csatorna a relatív árak és a munkabérek változása. A fajlagos munkaerőköltségek csökkentése nem olyan intézkedéseket jelent, amelyekkel egy ország egy másik ország rovására javít a helyzetén. Éppen ellenkezőleg, ezzel az inflációerjesztő hatások is mérséklődnek, ami övezetszerte csökkenti a kamatszintet. A tartós költségcsökkentés a jobb versenyképesség és külkereskedelmi teljesítmény pozitív hatásán túl a strukturális foglalkoztatásra is kedvezően hat. Az ár- és költség-versenyképesség terén elszenvedett elhúzódó veszteségek,

32 Lásd a 2007. februári *Havi jelentésben* közölt „The introduction of harmonised competitiveness indicators for euro area countries” („A harmonizált versenyképességi mutatók bevezetése az euroövezet országaiban”) című cikket. A jelenlegi HCI-halmaz jövőbeli kiterjesztésében érdemes lesz a fogyasztói árak alakulásán alapuló mostani HCI-eket olyan mutatókkal összehasonlítani, amelyek kevesebb külkereskedelmi forgalomba nem kerülő árut és szolgáltatást tartalmazó deflátoron alapulnak, és amelyek jobban kapcsolódnak az adott országok külkereskedelmi ágazatainak versenyképességéhez.

ha nem kapcsolódnak egyensúlyi ár- és költségkorrekcióhoz, kedvezőtlenül befolyásolják a kibocsátást és a foglalkoztatást, valamint a külkereskedelmi és a folyó fizetési mérleget (lásd a 7. ábrát).<sup>33</sup>

Végezetül, ha az inflációs és a növekedésbeli különbségek hosszú ideig fennállnak, ez sokszor olyan egyensúlyi jelenséget takar, amelyet a felzárkózási folyamat, illetve a potenciális növekedés alappályájának különbözősége határoz meg. Aggodalomra adhat okot viszont, ha a különbségeket rossz hatékonyságú strukturális tényezők vagy nem megfelelően összehangolt országos gazdaságpolitikák (ideértendő a bérezési politika is) okozzák. Mivel az országos szintű monetáris és árfolyam-politikára az euroövezeten belül már nem lehet támaszkodni, fontos gondoskodni a sokkok ellen bevethető maradék alkalmazkodási mechanizmus megfelelő működéséről. A bér- és ármegállapító mechanizmusok merevsége vagy a tartósan túl nagy bérnövekedés késleltetheti a relatív árak szükséges alkalmazkodását a gazdasági sokkokhoz, és emiatt néhány országban elhúzódhat a viszonylag nagy inflációval jellemezhető időszak. Ez pedig euroövezet-szerte belső egyensúlyzavarokhoz, ár- és költség-versenyképességbeli veszteségekhez vezethet, ami a kibocsátást és a foglalkoztatást is ronthatja. A gazdasági alkalmazkodás hatékony és akadálytalan megvalósulásához ki kell küszöbölni a rugalmas bérezési és árazási mechanizmusok útjában álló intézményi korlátokat, ki kell teljesíteni az egységes piacot, amivel erősíthető a belföldi és a nemzetközi verseny (lásd a 4.1 pontot), valamint megfontoltabb fiskális politikát kell folytatni.

A stabil gazdaságpolitika azokban az országokban is nagyon fontos, amelyek a jövőben csatlakoznak az euroövezetnek. A bővítéssel kapcsolatos kérdésekkel a következő pontban foglalkozunk.

#### 4.4 AZ EUROÖVEZET BŐVÍTÉSE

Ebben a pontban az övezet 1999 utáni bővítéséről számolunk be, bemutatjuk az aktuális elképzeléseket a további bővítésről, végül pedig felhívjuk a figyelmet a csatlakozás előfeltételét képező fenntartható konvergencia fontosságára (lásd még a 2. fejezetet).

#### AZ EUROÖVEZET BŐVÍTÉSÉNEK HÁROM HULLÁMA

Ahogy a 2. fejezetben említettük, azóta hogy 1999-ben 11 uniós tagállam bevezette az eurót, az övezet három bővítési hullám eredményeként immár 15 országot számlál.

#### AZ EUROÖVEZET TOVÁBBI BŐVÍTÉSE

Jelenleg 12 EU-tagállam még nem vezette be a közös pénznemet; jogi státusukban és az elért konvergencia fokában számottevő különbségek vannak köztük. Dániának és az Egyesült Királyságnak az ún. kivülmaradási záradék alapján különleges státusa van, ami azt jelenti, hogy esetükben az eurocsatlakozáshoz előírt konvergencia fokát csak kérésükre vizsgálják.

A fennmaradó tíz ország (Bulgária, Csehország, Észtország, Lettország, Litvánia, Magyarország, Lengyelország, Románia, Szlovákia, Svédország) eltéréssel bíró tagállamok. Ennek megfelelően vállalták, hogy a jövőben bevezetik az eurót, ugyanakkor a csatlakozás tényleges időpontját és az optimális konvergenciapályát országonként külön-külön kell elbírálni.

Az EU 12 országában  
még nem vezették be  
az eurót

<sup>33</sup> Lásd a 2007. júliusi *Havi jelentésben* közölt „Current account balances across the euro area countries from a savings and investment perspective” („Folyó fizetésimérleg-állományok az euroövezeti országokban a megtakarítások és a befektetések szempontjából”) című cikket.

9. táblázat: Az euroövezeten kívüli uniós tagállamok monetáris integrációval kapcsolatos tervei

Ország	Az ERM–II-vel kapcsolatos szándék	Az euro bevezetésével kapcsolatos szándék
Bulgária	Amint lehetséges.	Amint lehetséges, bevezeti az eurót.
Csehország	A GMU-hoz való csatlakozás előtt legfeljebb a minimális kétéves tagság az ERM–II-ben. A monetáris betagozódásig fenntartják az inflációs célkövetés rendszerét. Az ERM–II-beli tagságra való felkészültséget a kormány és a nemzeti központi bank évente közösen vizsgálja.	A Cseh Köztársaság hatóságai által 2007. augusztusban elfogadott euroövezeti csatlakozási stratégia legfrissebb változata szerint néhány olyan előfeltétel esetében, amelyek az euro bevezetéséből eredő előnyök élvezetéhez szükségesek, még el kell érni a megfelelő paramétereket. A legnagyobb feladat a gazdaság rugalmasságának javítása és a fiskális politikai konszolidáció.
Dánia	Már tag.	Nincsenek aktuális tervek. Az euro bevezetéséről tartott 2000. szeptemberi népszavazás során 53% nemmel szavazott.
Észtország	Már tag.	A lehető leghamarabb be kívánják vezetni az eurót.
Lettország	Már tag.	A lehető leghamarabb be kívánják vezetni az eurót.
Litvánia	Már tag.	A lehető leghamarabb be kívánják vezetni az eurót.
Magyarország	Az aktualizált konvergenciaprogramban nincs előirányozva csatlakozási dátum. A program csak annyit jelez, hogy az ERM–II-beli tagság a fiskális hitelesség helyreállításának függvénye.	A konvergenciaprogram nem jelöli meg az euroövezeti csatlakozás kívánt időpontját.
Lengyelország	Az ERM–II-beli tagság csak a minimális két év legyen. Nincs konkrét dátum a belépésre.	A konvergenciaprogram nem tűzi ki az euro bevezetésének konkrét időpontját.
Románia	A 2007. évi konvergenciaprogram szerint nem áll szándékukban 2012 előtt belépni az ERM–II-be. A tervezett tagság időtartama csak az euro bevezetése előtt minimálisan kötelező két év.	Nem korábban, mint 2014.
Szlovákia	Már tag.	2007-ben tervezik teljesíteni a fiskális referenciaértéket, majd 2009-ben kívánnak csatlakozni az övezethez.
Svédország	Nincs aktuális terv.	Nincs aktuális terv. Az euro bevezetéséről szóló 2003. szeptemberi népszavazás során 56% nemmel szavazott.
Egyesült Királyság	Nincs aktuális terv.	Amint a kormányzat öt kritériuma (five tests) teljesül.

Forrás: KBER.

Az euro bevezetésének feltétele, hogy az adott ország devizája a konvergenciavizsgálat előtt legalább két évig komoly feszültségek nélkül tagja legyen az ERM–II árfolyamrendszernek, továbbá megfeleljen a többi maastrichti kritériumnak is.

#### Öt ország tagja az ERM–II-nek

Jelenleg öt euroövezeten kívüli uniós tagállam tagja az ERM–II-nek. Eltérő időpontban léptek be a mechanizmusba, néhányuk egyoldalúan vállalt árfolyam-kötelezettséggel. Dánia 1999. január 1-jén csatlakozott, a középárfolyam körüli  $\pm 2,25\%$  ingadozási sávval. Észtország és Litvánia (valamint Szlovénia) 2004. június 28-án lépett be, az előbbi két ország esetében az ingadozási sáv  $\pm 15\%$  volt. Ezek az országok emellett egyoldalú kötelezettségvállalással fenntartották a valutatanácsai rendszert is. Lettország 2005. május 2-án lépett be az ERM–II-be (Ciprussal és Máltával együtt), szintén  $\pm 15\%$ -os sávval, de megtartotta egyoldalú kötelezettségként a  $\pm 1\%$ -os ingadozási sávot. Végül 2005. november 25-én Szlovákia is csatlakozott, ugyancsak  $\pm 15\%$ -os sávval.

Jelenleg az eltéréssel bíró uniós tagállamok közül egyedül Bulgária, Csehország, Magyarország, Lengyelország, Románia és Svédország nem lépett be az ERM–II-be (lásd a 9. táblázatot).

## A FENNTARTHATÓ KONVERGENCIA SZÜKSÉGESSÉGE

A tagállamoknak ahhoz, hogy csatlakozhassanak az euroövezethez, teljesíteniük kell a gazdasági konvergencia kritériumait. A követelményeknek való fenntartható megfelelés garantálja ugyanis az adott ország akadálytalan betagozódását a monetáris unióba. Ennek háttérben szilárd közgazdasági érvek állnak, hiszen amint egy ország belép a monetáris unióba, többé már nem támaszkodhat a kamatpolitikára. Mivel a GMU-n belüli monetáris politikai döntéseket az euroövezet egészének gazdasági helyzetét figyelembe véve hozzák, a tartós gazdasági konvergencia elengedhetetlen ahhoz, hogy az adott ország gazdasága megfelelően felkészülhessen a valutaunióra.

Az az ország, amely elérte a fenntartható konvergenciát, az euro bevezetése révén jelentős előnyökhöz juthat. Ezek közé tartozik, hogy megszűnik a fő külkereskedelmi partnerekkel szembeni árfolyamkockázat, csökkennek a tranzakciós és információs költségek, nagyobb a védelem bizonyos pénzügyi zavarok esetén, valamint a hiteles fiskális és monetáris politikai rendszernek köszönhetően csökken a kockázati felár és a hosszú lejáratú kamatszint. Az euroövezet egészét tekintve, valamint az EU szempontjából az euroövezet bővítésének legnagyobb hozadéka az áruk, szolgáltatások és a tőke belső piacának teljesebbé tétele. Ezek a pozitívumok azonban nem érvényesülnének, ha az eurót túl korán vezetnék be, a közös valuta ugyanis többféleképpen árthat egy országnak. A konjunktúraciklusok eltérései miatt (mind a gazdasági stabilizáció, mind az erőforrás-elosztás szempontjából) az optimálisnál kedvezőtlenebb kamatszint alakulhat ki az érintett országban, továbbá helyi buborékok és válságok léphetnek fel. Amennyiben az adott ország konvergenciája nem fenntartható, problémák léphetnek fel a versenyképességgel, amit már nem lehet az árfolyam kiigazításával megoldani. Amennyiben a bérek és az árak nem alkalmazkodnak kellő rugalmassággal a megváltozott versenyképességhez, illetve sokkokhoz, megnőne annak a kockázata, hogy elhúzódnak a gazdasági veszteségek. Az euroövezet egészének szempontjából pedig az euro elhamarkodott bevezetése sértené a „GMU-projekt” hitelességét.

Az EKB konvergenciajelentéseiben<sup>34</sup> hangsúlyosan szerepel, hogy a konvergenciát nem csak egy bizonyos időpontban, hanem tartósan kell megvalósítani. Ezért az országvizsgálatokban részletesen foglalkozunk a konvergencia fenntarthatóságával. Az érintett országok gazdasági folyamatait elvben a megelőző tízéves időszakra visszamenőleg tekintjük át. Így világosabban meghatározhatjuk, hogy a jelenlegi eredmények mennyiben köszönhetők érdemi strukturális átalakításoknak, és pontosabb képet alkothatunk a gazdasági konvergencia fenntarthatóságáról. A visszatekintés mellett indokolt mértékben előretekintő vizsgálatot is végzünk. Ennek során megkülönböztetett figyelmet szentelünk annak az alapelvnek, miszerint a kedvező gazdasági folyamatokat alapvetően akkor lehet fenntartani, ha a gazdaságpolitikának sikerül megfelelő és tartós válaszlépéseket kidolgoznia az aktuális és a jövőbeli kihívásokra. Mindent egybevéve hangsúlyozzuk: a gazdasági konvergencia fenntarthatósága egyaránt függ a már elért kedvező kiinduló pozíciótól és az eurobevezetést követő gazdaságpolitikától.

A jogi konvergencia kritériumai kötelezik a majdani euroövezeti országokat, hogy megteremtsék a monetáris unióbeli részvétel jogi alapjait, aminek egyik sarokköve a központi banki függetlenség.

A gazdasági konvergenciakritériumok garantálják, hogy a csatlakozni kívánó országok gazdasági helyzete kedvező hatással legyen az egész övezetben az árstabilitásra és az összetartozásra. Az elemzési keret az árakat, a fiskális egyenlegeket, az adósságmutatókat, az árfolyamokat, a hosszú lejáratú kamatokat és

34 Lásd az EKB 2008. májusi Konvergenciajelentését.

egyéb tényezőket foglalja magában. Az említett kritériumok alkalmazásában a következő általános szabályokat követjük:

1. Az egyes kritériumok szigorú értelmezése, alkalmazása.
2. A kritériumok koherens és integrált megközelítést alkotnak. Mindegyiküket teljesíteni kell. A Szerződés egyenlő súllyal említi őket, nem állít fel közöttük hierarchiát.
3. Tényadatokat figyelembe véve kell őket teljesíteni.
4. Alkalmazásuk során következetesen, átláthatóan és egyszerűen kell eljárni.
5. A konvergenciának tartósnak kell lennie, nem korlátozódhat csupán egy adott időpontra.

Amint egy ország fenntartható módon teljesíti a jogi és gazdasági követelményeket, az övezet tagja lesz. Az euro bevezetése azonban még nem a végcél, hiszen a csatlakozás önmagában még nem a siker záloga. Az euro bevezetése után ugyanis a csatlakozók csak akkor boldogulnak az övezetben, ha megfelelő gazdaságpolitikát folytatnak (lásd a 4.1 és a 4.3 pontot).

#### 4.5 A MÚLT TANULSÁGAI ÉS A JÖVŐ

Az előző pontokban bemutattuk, hogy a gazdasági rugalmasság és az integráció egyértelműen előfeltételei az euroövezet zökkenőmentes működésének, mivel az egyes gazdaságokban és régiókban egyéni folyamatok is szerepet játszanak. Ezenkívül az euroövezetet folyamatosan érik sokkok, és például a világpiacon verseny vagy az energiaárak alakulása is sok új feladatot ró az övezetre. Ugyanakkor a monetáris unióban már nem áll rendelkezésre az országos monetáris és árfolyam-politikai eszköztár. Ahhoz, hogy elkerülhető legyen egy olyan helyzet, amelyben az euroövezet egy országa vagy régiója egy egyedi vagy aszimmetrikus sokkra tartósnak lassú növekedéssel, magas munkanélküliséggel vagy hosszabb „túlfűtött” időszakokkal válaszol, egyéb hatékony alkalmazkodási mechanizmusokra van szükség.

Biztató fejlemény a munkaerő-piaci aktivitási és foglalkoztatási ráta utóbbi időben tapasztalt emelkedése, amely rámutat arra, hogy a végrehajtott munkaerő-piaci reformok, a bevándorlás és a mérsékelt bérnövekedés segítségével sikeresen ki lehetett küszöbölni a merev és túlszabályozott munkaerőpiacból eredő növekedési korlátok egy részét. Az előrelépések azt is igazolják, hogy az árstabilitás fenntartását célzó monetáris politika semmilyen tekintetben sem mond ellent a munkahelyteremtésnek és az alacsony munkanélküliségnek, épp ellenkezőleg. Ugyanakkor az előrelépések ellenére a legtöbb euroövezeti ország még mindig messze nem merítette ki az aktivitási ráta és a foglalkoztatás további növelésében rejlő lehetőségeket. A merev jogi és szabályozói környezetből adódó strukturális gátak, a munkára kivetett magas adók és a bérszabályozási merevségek még mindig túl sok embert akadályoznak, illetve bátorítanak el az aktív munkaerő-piaci részvételtől, ez pedig leszorítja az aktivitási rátát, és fokozza a munkanélküliséget.

Ezért kiemelten fontos, hogy a foglalkoztatás, a termelékenység és a gazdasági sokkokkal szembeni rugalmasság javítása érdekében az övezet országai gazdaságpolitikájuk kialakítása során figyelembe vegyék az alábbi néhány szempontot. Először is a munkaerő-piaci irányelvek terén a kormányzatoknak a szociális partnerekkel közösen felelősséget kell vállalniuk azért, hogy a munkabérek megállapítása során megfelelően tekintetbe vegyék a munkaerő-piaci helyzetet, és ne csorbítsák a versenyképességet és a foglalkoztatást. Ez megkívánja a szociális partnerektől az eltérő vállalati és ágazati körülmények figyelembevételét, és hogy igyekezzenek enyhíteni a bérmegállapodások által a versenyképességre és így a foglalkoztatásra gyakorolt káros hatásokat vállalati, ágazati, iparági és regionális szinten. A munkabérek

Hatékonyabb alkalmazkodási mechanizmusokra van szükség...

...hogyan az euroövezet akadálytalanul működjön

Már vannak eredmények, de további reformra van szükség



megfelelő differenciálása javíthat a kevésbé képzett munkaerő és a nagy munkanélküliséggel küzdő területek és ágazatok foglalkoztatási lehetőségein. Ebben a tekintetben a túlszabályozás, például a minimálbér alkalmazása – különösen a fiatalok és a kevésbé képzett munkaerő körében, valamint azokban a rétegekben, akiknél problémás a munkaerőpiacra való belépés – negatívan hat a munkahelyteremtésre.

Másodszor, a munkaerő-piaci korrekciók helyes működésének lehetővé tételével párhuzamosan törekedni kell különösen a szolgáltatások és a hálózati iparágak terén az egységes piac kiteljesítésére. A nagyobb piaci integráció a verseny élénkítése és a termékpiacok megnyitása révén javítja az árak rugalmasságát. Az élénkebb nemzetközi verseny és a piaci integráció elősegíti az euroövezeti árak csökkenését. Emellett az egyes országok jobban tudnak alkalmazkodni a csak az adott régióban vagy országban fellépő sokkhoz vagy eltérő konjunkturális folyamatokhoz, amivel elkerülhető lehet a túl nagy regionális munkanélküliség.

Harmadrészt, az euroövezet nemzeti hatóságai nagyban hozzájárulhatnak az alkalmazkodási mechanizmusok helyes működéséhez, ha jól konstruált, fenntartható fiskális politikát folytatnak, amely összhangban áll a Stabilitási és növekedési paktum iránymutatásaival. A fiskális politikának a kiadások minőségének javításával és az adópolitikában a gazdasági ellenőrző mechanizmusok minimalizálásával is módjában áll, sőt kötelessége támogatni a hosszú távú növekedést. Ezzel összefüggésben különösen fontos, hogy a fiskális hatóságok felkészüljenek a népesség öregedéséből eredő kihívásokra. A költséges, rossz hatékonyságú közkiadási rendszer ugyanis a gazdaságra kivetett magas adóterhen és az erőforrások improduktív csatornába terelésén keresztül fékezheti a konjunktúrát. A magasabb szabályozott árak, az indirekt adók és a minimálberek ugyancsak erősítik az inflációgerjesztő nyomást, és akadályozzák a monetáris politikai irányítást.

Negyedrészt, a lisszaboni stratégiával összefüggésben végre kell hajtani azokat a reformokat, amelyek szükségesek az euroövezet hosszú távú növekedési kilátásainak javításához, a foglalkoztatás és a termelékenység erősítéséhez. Ez jótékonyan hathat az egyes országok, régiók és ágazatok alkalmazkodási mechanizmusaira, ami fontos szerepet játszhat az egész euroövezeti gazdaság sokkokkal szembeni rugalmasságának javításában.

Szorosan figyelemmel kell kísérni továbbá az euroövezeti gazdaságokban az árak és a fajlagos munkaerő-költségek versenyképessége terén zajló folyamatokat. A relatív költség-versenyképesség terén elszenvedett tartós veszteségek strukturális merevségekből is eredhetnek, amelyek az árak és a bérek kialakításának tehetetlenségét, valamint a munkaerőköltségek túlzott emelkedését vonhatják maguk után. Amikor és amennyiben felszínre kerülnek az említett jelenségek, fontos, hogy az érintettek – a magánszektor, a szociális partnerek és a nemzeti hatóságok – egyértelmű döntéshozatallal mindent elkövessenek a versenyképesség gazdaságossági szempontból indokolatlan romlásának megakadályozására, ami alááshatja a jövőbeli növekedést és munkahelyteremtést.

Végül az euroövezethez a későbbiekben csatlakozni szándékozó országoknak is érdemes komolyan figyelembe venniük a fenti feladatokat a konvergencia során, és megfelelően felkészülniük a csatlakozásra.

**Ki kell teljesíteni az egységes piacot**

**Fontos a stabil fiskális politika és az alacsony adók**

**A lisszaboni stratégia még mindig központi szerepet játszik**

**Nyomon kell követni a versenyképesség változását**



## 5 AZ EURO HATÁSA A KERESKEDELEMRE ÉS A TŐKEÁRAMLÁSRA VALAMINT NEMZETKÖZI SZEREPE



*A kereskedelmi adatok és az euro nemzetközi eszköz- és forrásbefektetési pozíciói alapján 1998 óta az euroövezet még inkább megnyílt a világ számára. Ezzel egy időben az eurozóna országai közötti kereskedelem és tőkeáramlás is megnövekedett. Részben az euro létrehozásának köszönhetően, az áruk és szolgáltatások kereskedelme az euroövezet térségében 10 százalékponttal nőtt a GDP-hez képest. A közös valuta az euroövezeten belüli kereskedelmi árvettség és konvergencia fokozódását is ösztönözte az övezet országában, és ez a jelenség várhatóan folytatódni fog. Ami a tőkeáramlást illeti, az euro fellendítette az euroövezet országai közötti befektetési aktivitást és külföldi működőtőke-beáramlást (FDI), különösen a határokon átnyúló feldolgozóipari vállalati fúziók és felvásárlások (M&A) terén. Az euroövezet országai közötti nagyobb tőkemozgást számos, az euróval kapcsolatos tényező segítette elő, például az árfolyamkockázat megszűnése, a tőkeköltség csökkenése, közös kereskedelmi platformok használata, és a tőzsdék határokon átnyúló összeolvadása (pl. Euronext). Az euro másik vetülete az euro pénznem euroövezeten kívüli használata. Az elmúlt tíz évben az euro szerepe a nemzetközi piacokon némileg megnövekedett ugyan, de a változás üteme fokozatos volt, és a jelek szerint bizonyos piaci szektorokban meg is állt. A pénznem nemzetközi szerepe továbbá földrajzilag az euroövezet közeli térségekre koncentrálódik. Az euroövezet nemzetközi vetületei is hangsúlyozzák, hogy az eurorendszer és a világ többi jegybankjai között szoros együttműködésre van szükség. Az együttműködés különböző bilaterális és multilaterális csatornákon keresztül valósul meg. E fejezetet szerkezetileg a következők szerint építettük fel: az 5.1 pont elsősorban az euro kereskedelemre és versenyképességre gyakorolt hatásával foglalkozik, az 5.2 pont pedig azt vizsgálja, hogy milyen hatása volt az euro bevezetésének a nemzetközi tőkeáramlásra. Az 5.3 pont áttekintést nyújt az euro nemzetközi szerepének alakulásáról, végül pedig az 5.4 pont az euroövezet országai közötti nemzetközi együttműködést mutatja be, elsődlegesen az EKB szerepére összpontosítva.*

### 5.1 ÁRUK ÉS SZOLGÁLTATÁSOK KERESKEDELME AZ EUROÖVEZETBEN

Az eurozóna gazdasága viszonylag nyitott, különösen ha a világ másik két vezető gazdaságával, az Egyesült Államokkal és Japánnal vetjük össze. 2006-ban az áruk és szolgáltatások exportjának és importjának összesített értéke a GDP mintegy 42%-a volt, míg ugyanez az érték Japánban 32%, az Egyesült Államokban pedig 28% volt. Az euroövezet könyvelte el ezenkívül a világ összes exportjának 18%-át, szemben az Egyesült Államok, Japán és a tíz legnagyobb olajexportáló ország exportjával, amely egyenként mintegy 12%, 6% és 10% volt. Az eurozóna kereskedelmi nyitottsága ráadásul észrevehetően (11 százalékponttal) megnövekedett 1998 óta, amelynek legfőbb oka az új EU-tagállamokkal és Kínával való gyors ütemben fellendülő kereskedelem.

1998 óta az eurozóna országai közötti kereskedelem erőteljes növekedésnek indult. 1998-ban, az euro bevezetését megelőző évben, az áruk és szolgáltatások exportjának és importjának értéke a GDP mintegy 26%-át tette ki, 2007-re pedig elérte a GDP 33%-át. Ezzel egy időben az eurozónán belüli kereskedelem is felgyorsult, a GDP 5%-áról 7%-ra emelkedett. 2007-ben az euroövezetben részt vevő országok egymás közötti kereskedelme az övezet által lebonyolított összes kereskedelemnek körülbelül felét tette ki.

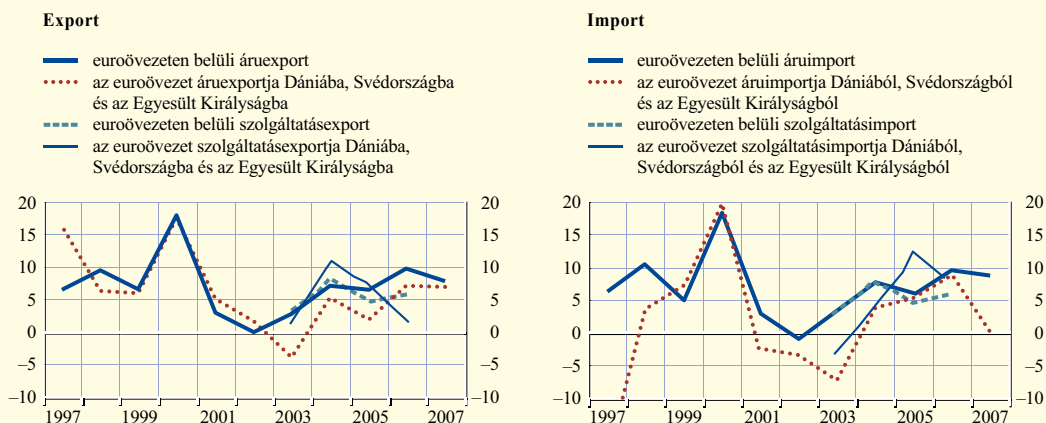
Az euroövezet kereskedelmi kapcsolatainak alakulása Dániával, Svédországgal és az Egyesült Királysággal azt mutatja, hogy az euro az övezet országaiban olyan mértékű kereskedelmi konjunktúrát segített elő, amely túlmutat az EU egységes piacra való integrálódásának jelenleg is zajló folyamata által kiváltott pozitív hatásokon. 1998 óta az EU-15 három, az eurót nem bevezető országára irányuló euroövezeti áru-export-növekedése az előző év azonos időszakához képest átlag 3%-kal kisebb, mint az euroövezeten belüli exportnövekedés ugyanarra az időszakra vonatkozóan. Ugyanakkor a fenti három ország viszonylatában az eurozóna importnövekedése átlagosan 2%-kal kisebb, mint az eurozónán belüli importé. Ezzel szemben a szolgáltatásokat tekintve, az eurozónán belüli szolgáltatásáramlás éves növekedése kisebb, mint a fenti három országgal való kereskedelem növekedése, amelynek lehetséges oka részben az Egyesült

**Az euroövezet gazdasága az Egyesült Államokhoz és Japánhoz képest viszonylag nyitott**

**Az eurozóna országai közötti kereskedelem 1998 óta ugrásszerűen megnövekedett**

**I. ábra: Az euroövezeten belüli kereskedelem és az euroövezet Dániával, Svédországgal és az Egyesült Királysággal folytatott kereskedelmének alakulása, 1996–2007**

(értékben; éves növekedés)



Források: Eurostat és az EKB számításai.

Megjegyzések: A 2007-re vonatkozó becslések 2007 első félévének adatain alapulnak. A szolgáltatáskereskedelmre vonatkozó adatok csak 2002 óta állnak rendelkezésre.

Királyság szolgáltatásszektorának nagyfokú specializációja, másrészt az EU belső szolgáltatási piacának még mindig fennálló töredezettsége. Lásd az 1. ábrát.

Az alábbiakban különböző empirikus tanulmányok segítségével mélyebb részletességgel vizsgáljuk meg a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) kihatását, amellyel az a célunk, hogy megkülönböztessük az euro kereskedelemösztönző hatásait az elmúlt évtized más jelentős fejleményeinek hasonló hatásaitól (például az EU-ban továbbra is zajló integrációs folyamat, felgyorsuló globalizáció).

### AZ EURO KERESKEDELEMÖSZTÖNZŐ HATÁSA AZ ÁRUKERESKEDELEMRE

Várható, hogy egy monetáris unió létrehozása az árfolyamok kiszámíthatatlanságának megszüntetésével, tehát a hozam és a nyereség árfolyam-ingadozásból eredő bizonytalanságának kiiktatásával, ceteris paribus, ösztönzően hat a tagok közötti kereskedelemre. Az árfolyam kiszámíthatatlanságának megszüntetése mellett a monetáris és valutaunió kialakulása addicionális serkentő hatást gyakorolhat a tagok közötti kereskedelemre – ez az úgynevezett Rose-hatás<sup>1</sup>.

Az utóbbi években egyre nő az euro árukereskedelmre gyakorolt hatását vizsgáló tapasztalati kutatásanyag – az euro hatása a szolgáltatásokra egyelőre még nem számszerűsíthető, mivel az ehhez szükséges, rendelkezésre álló adatok száma rendkívül kevés. Általános az egyetértés abban, hogy az euro bevezetése pozitívan hatott az eurozónán belüli kereskedelemre. Az erre vonatkozó becslések azonban igen eltérő eredményeket hoztak, főként amiatt, hogy a különböző kutatások eltérő elemzési módszereket alkalmaztak. A közgazdászok mára már egyetértenek abban, hogy a közös valuta átlagosan 2-3 százalékponttal lendítette fel az eurozóna országai közötti kereskedelmet<sup>2</sup>. Ez a becslés egybevág az 1. ábra előzetes jelzéseivel. Ezzel szemben a korábbi becslések által sugallt még erőteljesebb hatások valószínűleg némi

<sup>2</sup> Lásd például Bun, M.–Klassen, F.: „The euro effect on trade is not as large as commonly thought”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 69, 4, 2007.

elfogultságot mutatnak az euro javára. A múltban rendkívül kevés megfigyelés állt rendelkezésre a GMU-időszakra vonatkozóan, ezért a legutóbbi időkig igen nehéz volt megkülönböztetni az euro, a közös európai piac, és az eurozóna és a világ többi országát jellemző általános kereskedelmi konjunktúra kihatását a kereskedelemre.

Ami az egyes szektorokat illeti, az árfolyam-ingadozásokból eredő bizonytalanság megszüntetése minden iparág kereskedelmére egyaránt kedvezően hatott. Ezzel szemben a Rose-hatás, azaz a közös valuta létrehozásának addicionális serkentő hatása, főként az olyan szektorokban jelenik meg, mint a gépipar és az erősen differenciált fogyasztói javak, például az élelmiszerek és a hozzájuk kapcsolódó termékek<sup>3</sup>. Mivel a fenti ágazatok többsége esetén az exporttevékenység megkezdéséhez magas piacra jutási költségek járulnak, ezen költségek várható csökkenése hozzájárulhatott az eurozónán belüli kereskedelmi forgalom növekedéséhez.

A cégexport folyamatos elemzése támogatni látszik ezt a nézetet, és azt jelzi, hogy az euro elsősorban az eurozónán belül exportált termékek számának és összetételének növekedéséhez járult hozzá, nem pedig a már 1999 előtt is exportált termékek volumenének növeléséhez. Ezenkívül a közös valuta az eurozónán belüli exportőrök árbeállítási viselkedésének befolyásolásán keresztül is hathatott a kereskedelemre. A rendelkezésre álló adatok azt jelzik, hogy az euro létrehozását követően lecsökkent a vállalatok azon készletének, hogy országspecifikus árak bevezetésével töredezzék szét az eurozónán belüli piacot<sup>4</sup>. Ezzel párhuzamosan az euro az euroövezet gazdaságai közötti árkonvergenciához is hozzájárult<sup>5</sup>. Összességében úgy tűnik, hogy az euro csökkentette a cégek tranzakciós és fix költségeit az övezeten belül, és alacsonyabb kereskedelmi árak bevezetésével a cégek a fogyasztókkal is megosztották a megtakarítások egy részét.

## **AZ EURO ÉS AZ EUROÖVEZET VERSENYKÉPESSÉGE**

Ami a GMU hatását illeti az euroövezet cégeinek versenyképességére és arra, hogy azok vezető szerepet tölthessenek be a világ piacain, a legújabb kutatások szerint az eurozónán belüli országok kereskedelmének fellendítésével és az EU egységes piacba történő integrációjának támogatásával az euro hozzájárult a cégek versenyképességének növeléséhez. A környező országok cégei számára vonzóvá váltak az eurozóna országai, mivel ezeket jobb exportbázisnak tekintik. Bár egy nagyobb és integráltabb eurozóna csökkenő határköltség mellett bővülő vállalati működést tesz lehetővé, kiéleztebb verseny, szélesebb termékskála, magasabb termelékenység és alacsonyabb árak jellemzik<sup>6</sup>.

Emiatt, azonos körülmények között, az euro fokozta a hatékonyságot az eurozónán belül, és növelte versenyképességét a nemzetközi piacokon. Hatása az övezet egyes országaiban azonban különböző lehet attól függően, hogy az adott ország intézményeinek milyen a színvonala, és mennyiben tud hozzáférni a technológiához, kutatáshoz és fejlesztéshez.

Az euroövezet intenzív versenyhátrere mellett a költséghatékony, jelentős exportörként világszerte fellépő országok is fokozták a versenyt a térség országai számára<sup>7</sup>. Kína például az utóbbi évtizedben átlag csaknem

**Az euro az euroövezet vállalatai számára költségcsökkenést okozhatott, és csökkentette kereskedelmi árakat**

**Fokozódik az árverseny az euroövezet és a világ többi országa között**

3 Ágazati adatokról lásd például Baldwin, R.–Skudelny, F.–Taglioni, D.: „The Effect of the Euro: Evidence from Sectoral Studies”, *ECB Working Paper* No 446, 2005.; De Nardis, S.–De Santis, R.–Vicarelli, C.: „The single currency’s effects on eurozone sectoral trade: winners and losers?”, ISAE, 2007.

4 Lásd például Berthou, A.–Fontagné, L.: „The Euro and the Intensive and Extensive Margins of Trade: Evidence from French Firm Level Data”, CEPII, 2008.; valamint Méjean, I.–Schwellnus, C.: „Does European Integration have an Effect on the Pricing Behaviour of French Exporters?”, CEPII, 2007.

5 Lásd például Allington, N.–Kattuman, P.–Waldman, F.: „One market, one money, one price?”, *Journal of Central Banking*, 2005, 73–115. o.

6 Ottaviano, G.–Taglioni, D.–di Mauro, F.: „Deeper, Wider and More Competitive? Monetary Integration, Eastern Enlargement and Competitiveness in the European Union”, *ECB Working Paper* No 847, 2007.

7 Lásd például ECB Monthly Bulletin: Globalisation, trade and the euro area macroeconomy, 2008. január; valamint di Mauro, F.–Anderton, R.: „The external dimension of the euro area: assessing the linkages”, *Cambridge University Press*, 2007.

**A luxuscikkek és hagyományos áruk szegmensében az euroövezet nagyobb piaci részesedést élvez**

13%-os ütemben növeli piaci részesedését a világ exportjából évente (lásd a 2. ábrát). Úgy tűnik, ezzel egyenlíti ki azt az exportpiaci részesedéshanyatlást, amellyel az euroövezet (évi 1,7%) és más jelentős kereskedő országok (évente átlag 1,2% és 1,7% között) néztek szembe ugyanabban az időszakban. Az euroövezet országai azonban nem egyenlő mértékben szenvedték el a veszteségeket. Az övezet egyes országainak gazdasági helyzete különböző; a legjelentősebb kivételnek Írország és Németország számít, ők az utóbbi évtizedben is képesek voltak piaci részesedésüket növelni. Ezenkívül az egyes évek között is tapasztalható különbség: a legszámottevőbb veszteségeket 2002 és 2004 között könyvelhették el az övezet országai, ami összhangban van Kína felvételével a Kereskedelmi Világszervezetbe.

Az eurozónában tapasztalt exportpiaci részesedéscsökkenés részben az új, alacsony jövedelmű versenytársak megjelenésére reagáló mechanikus alkalmazkodás. A veszteségek ugyanakkor az euroövezet exportspecializációját is tükrözhetik bizonyos mértékig. Konkrétan, néhány GMU-tagállam mintha némileg túlsúlyos lenne a munkaiigényes ágazatokban, ahol a felemelkedő gazdaságok viszonylagos versenyelőnyt élveznek. Pozitívabb fejlemény, hogy a legújabb elemzések szerint az eurozóna országai és más EU-tagállamok az elmúlt évtizedben növelték részesedésüket a fejlett iparágak és termékek színvonalasabb és drágább szegmenseiben, ezzel ellensúlyozva viszonylag gyenge teljesítményüket az export egyéb területein.<sup>8</sup>

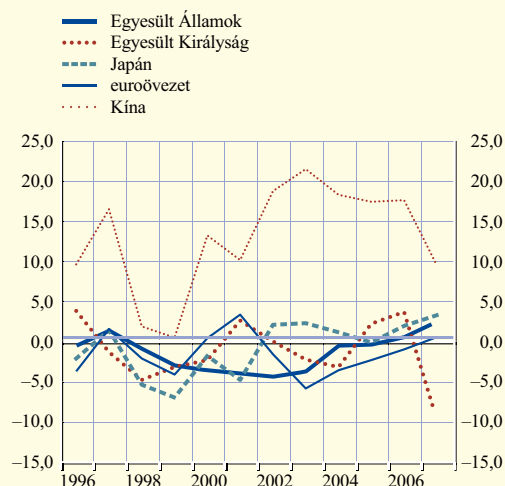
## 5.2 NEMZETKÖZI TŐKEÁRAMLÁS

Az euroövezet pénzügyi szempontból is viszonylag nyitott; a külföldi eszközök és források 2006-ban meghaladták a GDP 150%-át, szemben az Egyesült Államokban és Japán értékével, amely egyenként 115% és 90% volt. Az utóbbi években ráadásul jelentősen megugrott az euroövezet külső pénzügyi nyitottsága, amit az is bizonyít, hogy 1999 és 2006 között a külföldi eszközök és források értéke a GDP körülbelül 60%-ával növekedett.

Az övezet egyes gazdaságai azonban sokkal nyitottabbak, mint maga az euroövezet, tekintve az euroövezet tagországai között zajló intenzív működőtőke-beáramlást (FDI) és befektetői konjunktúrát. 2000 és 2005 között például az euroövezet gazdaságai akár befektetőként, akár befektetési fogadóországgént, a globális FDI-áramlás 57%-át könyvelhették el. Ezzel egy időben, 2001 és 2006 között a világ nemzetközi részvény- és kötvényállományának egyenként 34% és 44%-a euroövezeti rezidensek tulajdonában volt. Tekintetbe véve, hogy az eurozóna GDP-je összesen csupán egynegyede a globális GDP-nek, a fenti stilizált tények arra engednek következtetni, hogy az euro lényeges szerepet játszhatott a fenti tőkemozgásokban, különösen az övezet gazdaságai között.

<sup>8</sup> Fontagné, L.–Gaulier, G.–Zignago, S.: „Specialization Across Varieties and Northsouth Competition”, *Economic Policy*, Vol. 23 issue 53, 2008, 51–91. o.

**2. ábra: Exportpiaci részesedések éves változásai: euroövezet, Egyesült Királyság, Egyesült Államok, Japán és Kína**  
(volumenek; százalékpontok)



Forrás: az EKB számításai.  
Megjegyzések: Az exportpiaci részesedések változásait az export éves növekedési rátája és a külföldi kereslet közötti különbségként számítottuk ki (ahol a külföldi kereslet úgy határozott meg mint az áruk és szolgáltatások külföldi importvolumeneinek országspecifikus exporttal súlyozott összegét). A legutolsó megfigyelés 2007-re vonatkozik.

**Az euroövezet pénzügyileg „nyitott”, különösen az euro bevezetése óta**

A következő két alfejezetben azt mutatjuk be, milyen lehetséges hatása volt az eurónak az FDI-re, az M&A konjunktúrára és a portfólióbefektetésekre.

### **A GMU HATÁSA A KÜLFÖLDI MŰKÖDŐTŐKE-BEÁRAMLÁSRA, A VÁLLALATI FÚZIÓKRA ÉS FELVÁSÁRLÁSOKRA**

A vállalatok vagy egy külföldi országban történő fizikai befektetéssel, vagy egy meglévő külföldi cég felvásárlásával, vagy egy külföldi céggel létrejött fúzió útján terjeszthetik ki tevékenységüket külföldre. Az FDI ezáltal nemcsak új piacokat és kereskedési csatornákat nyithat meg egy vállalat előtt, hanem hozzáférést biztosíthat az új technológiákhoz, termékekhez és szakértelemhez is. A fogadóország vagy a befektetés tárgyát képező külföldi cég számára ez új technológiák, tőke, gyártási folyamatok, termékek, szervezéstecnológiák és vezetői képességek forrása lehet, amely erőteljes lökést adhat a gazdasági fejlődésnek. Összességében nézve az FDI hatékonyságnövelő szerepet tölthet be mind a hazai, mind a fogadóországban.

Az európai gazdasági és pénzügyi integráció mágnesként vonzotta a működő tőke beáramlását különösen a feldolgozóipari ágazatban, míg az eurozóna országai között is egyre fokozódik az FDI-áramlás. Az euroövezet gazdaságai közötti FDI-áramlás aránya az övezet összes FDI-áramlásához képest az 1999-ben mért 35%-ról 2006-ra 45%-ra emelkedett (lásd a 3. ábrát). Az FDI-állomány tekintetében is pozitív tendencia tapasztalható, mivel az eurozónán belüli FDI-állomány a régió teljes FDI-állományához képest 1999-től 2006-ig közel 43%-ról 45%-ra emelkedett.

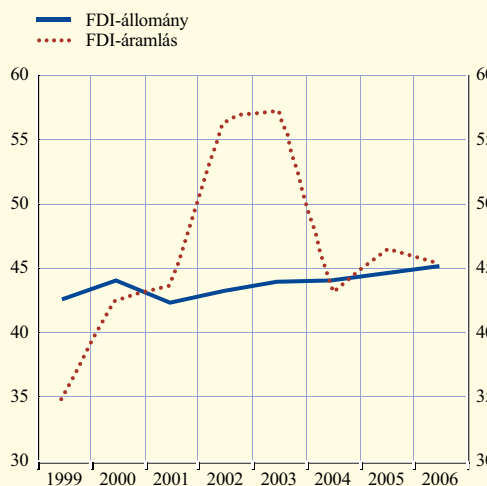
Mivel az FDI-konjunktúra legnagyobb része M&A (fúzió és felvásárlás) formájában ölt testet, s ebben az EU-15 országai és az Egyesült Államok a legjelentősebb szereplők, a határokon átnyúló M&A aktivitás vizsgálata további információt nyújt arról, hogy milyen hatással járt az euro a külföldi működőtőke-áramlásra.

Az euroövezetbeli gazdaságok közötti, határokon átnyúló M&A a feldolgozóipari szektorban az övezet összes határokon átnyúló feldolgozóipari M&A aktivitásához képest a GMU megalakulása előtti 6 évben (1993–1998) mért 20%-ról 35%-ra emelkedett a GMU megalakulása után eltelt 6 évben (1999–2004). A kanadai, japán, norvég és amerikai feldolgozóipari vállalatok szintén növelték részesedésüket az euroövezet cégeivel való fúziókban (lásd a 4. ábrát). Ugyanakkor, ha megnézzük a szolgáltató szektort, az euroövezeten belüli M&A aránya 37%-ról 27%-ra csökkent ugyanebben az időszakban, míg más országok növelték az euroövezeti eszközökbe fektetett M&A-juk részarányát.

A kulcskérdés az, hogy milyen szerepet játszott a GMU ezekben a fejleményekben. Az árfolyamkockázat megszüntetésén kívül, az eurobevezetés esetleges FDI-ösztönző mechanizmusai lehetnek a következők: (i) tranzakciós és fix költségek csökkenése, (ii) a részvénytőke valamint a kötvény- és banki finanszírozás költségeinek csökkenése, valamint (iii) a kereskedelem hatása az FDI-re, már amennyiben a zónán belüli és azon kívüli FDI-áramlás összefüggésben van a kereskedelemmel. A fenti tényezők mindegyike elősegíthette az euroövezet gazdasági közötti tőkeújraelosztást.

**3. ábra: Az euroövezeten belüli külföldi működő tőke (FDI) a teljes euroövezeti működő tőke arányában, 1999–2006**

(százalékban)



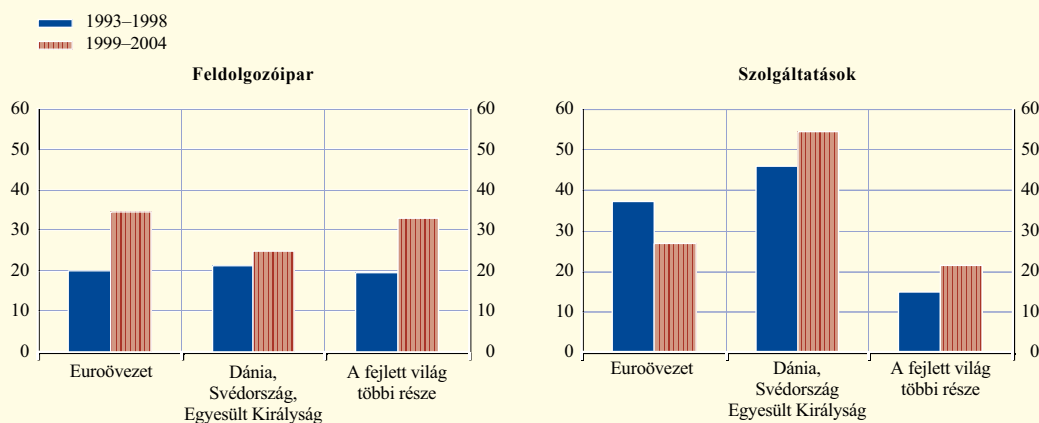
Megjegyzés: Euroövezeten belüli FDI-beáramlások (állományok) plusz övezeten belüli FDI-kiáramlások (állományok) az összes euroövezeti FDI-áramlás (állományok) kétszeresének százalékában.

**1999-től intenzíven erősödő FDI-áramlás az euroövezet országai között...**

**...különösen a feldolgozóipari ágazat M&A aktivitásában**

4. ábra: Euroövezeti eszközöket vásárló határon átnyúló vállalatjegyesítések és -felvásárlások a feldolgozóiparban és a szolgáltatási szektorban (1993–2004)

(százalékban)



Forrás: Thomson Financial.

Megjegyzés: Az „euroövezet” az euroövezeten belüli határon átnyúló vállalatjegyesítések és -felvásárlások, valamint az euroövezeten belüli és kívüli határon átnyúló vállalatjegyesítések és -felvásárlások összege közötti arány. „Dánia, Svédország és az Egyesült Királyság” az az arány, amelyet úgy kapunk meg, hogy Dánia, Svédország és az Egyesült Királyság euroövezetbeli cégekkel szembeni vállalatjegyesítéseit és -felvásárlásait elosztjuk összes határon átnyúló vállalatjegyesítéseikkel és -felvásárlásaikkal. „A fejlett világ többi része” az az arány, amelyet úgy kapunk meg, hogy Kanada, Japán, Norvégia és az Egyesült Államok euroövezetbeli cégekkel szembeni vállalatjegyesítéseit és -felvásárlásait elosztjuk összes határon átnyúló vállalatjegyesítéseikkel és -felvásárlásaikkal.

**Becslések szerint az övezeten belüli FDI-áramlások az eurónak köszönhetően mintegy 15%-kal növekedtek.**

Az euro hatását az FDI-re több empirikus tanulmány vizsgálta<sup>9</sup>. Az eredmények szerint az euro az EU egységes piaca által kifejtett jótékony hatást is felülmúlva serkentette a külföldi működőtőke-áramlást. Összességében az euro átlagos pozitív hatása az euroövezeten belüli aggregált FDI-áramlásra körülbelül 15% lehet, míg az eurozónán kívülről az eurozóna országaiba irányuló FDI-beáramlásra gyakorolt hatása körülbelül 7%. Ezek az eredmények egybevágóak a 3. ábrában jelzett adatokkal.

A jelek szerint az euro a legnagyobb hatást a feldolgozóipari ágazatra gyakorolta. Becslések szerint a határokon átnyúló, feldolgozóiparbeli M&A aktivitást az eurozóna országai között az euro átlagosan mintegy 160%-kal növelte<sup>10</sup>. Továbbá az euro hatását az övezeten kívüli gazdaságok GMU-tagok felé irányuló M&A tevékenységére mintegy 80%-os növekedésre becsülik. Az euroövezetben áramló külföldi működő tőkéhez képest az euroövezet országaiban leginkább bővülésnek indult ágazatok a vegyipar, a benzin, kőszén, gumi és műanyagipari termékek, valamint a szállítási eszközök. Ezzel szemben csökkent a vállalat-összeolvadási konjunktúra a gépek és berendezések szektorában az euroövezet gazdaságai között.

A szolgáltatások terén az euro becsült hatása a határokon átnyúló M&A aktivitásra elenyészőnek tűnik, ami arra enged következtetni, hogy a vállalati fúziókra és felvásárlásokra kedvezőtlen hatást gyakoroltak a határokon átnyúló szolgáltatáskereskedelem korlátai, illetve a célországok termékipaccal kapcsolatos előírásai<sup>11</sup>. Ezek a következtetések egybevágóak mind a 4. ábra adataival, mind pedig a visszafogott növekedéssel,

9 Lásd például Petroulas, P.: „The effect of the euro on foreign direct investment”, *European Economic Review*, 51: 1468–1491, 2007.; Schiavo, S.: „Common currencies and FDI flows”, *Oxford Economic Papers*, 59: 536–560, 2007.; De Sousa, J.–Lochard, J.: „Does the single currency affect FDI? A gravity-like approach”, University of Paris 1, mimeo, 2006.; Flam, H.–Nordström, H.: „The Euro and Single Market Impact on Trade and FDI”, *Institute for International Economic Studies*, Stockholm University, mimeo, 2007.

10 Lásd Coeurdacier, N.–De Santis, R. A.–Aviat, A.: „Cross-border mergers and acquisitions: Institutional and financial forces”, (paper presented at the 47th Economic Policy Panel meeting in Ljubljana), 2008. április. Ezek a becslések egybevágóak a teljes FDI-t vizsgáló egyéb tanulmányokkal, mivel a határokon átnyúló, fejlett országok közötti teljes M&A mindössze 30%-át teszi ki a feldolgozóipari M&A, és a teljes FDI bizonyos kategóriáit, pl. a zöldmezős beruházásokat, újra befektetett nyereséget és cégek közötti hiteket nem tartalmazza.

11 Mivel a szolgáltatásokra vonatkozó szabályozások még mindig az egyes EU-tagállamok hatáskörébe tartoznak, az EU belső szolgáltatási piaca a mai napig töredeztnek mondható. A szolgáltatásokra vonatkozó korlátozások emiatt csökkenthetők a vállalkozók befektetési étvágát, és ez befolyásolta a globális és euroövezeti tőkefelosztás hatékonyságát.



amely az övezeten belüli szolgáltatáskereskedelmet jellemzi az övezeten kívülihez képest.

### A GMU HATÁSA A HATÁROKON ÁTNYÚLÓ PORTFÓLIÓBEFEKTETÉSRE

Az egyéni jólét gyakori megjelenési formája a portfólióbefektetés, ahol a befektetés történhet részvényekbe, azaz egy-egy vállalatba; kötvényekbe, ahol kamat ellenében adósságba történik a befektetés; illetve befektetői alapokba, ahol a begyűjtött pénzalapokat a befektetők részére szakemberek kezelik. Ha a fenti értékpapírok nem abban az országban lettek kibocsátva, ahol a befektető rezidens, akkor a befektetés határokon átnyúló jellegűvé válik, és egybeként valutakockázatnak lesz kitéve.

A portfólióbefektetés kereskedelmi korlátait tovább csökkentő tényezők révén, tehát az árfolyamkockázat megszüntetésével, a közös kereskedelmi platformok szorgalmazásával (mint az amszterdami, brüsszeli, liszaboni és párizsi tőzsde összeolvadásából létrehozott Euronext), valamint a tőzsdei kereskedést követő szolgáltatások (post-trading) piaci infrastruktúrájának integrációjával az euro fellenlítettte a határokon átnyúló portfólióbefektetéseket az euróhoz csatlakozó országok térségében.

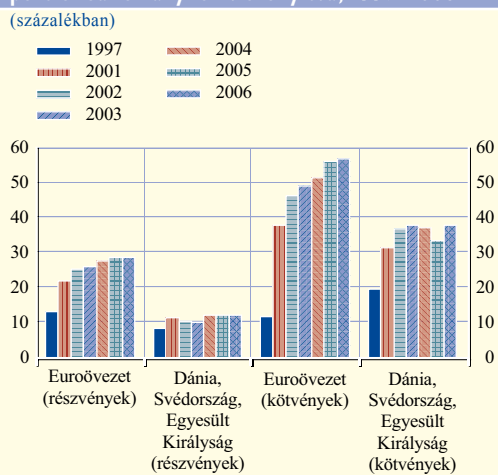
Külföldi befektetői szinten a legtöbb országban gyakran vonatkoznak bizonyos korlátozásformák a portfólióalapokra. A portfólióalapokra vonatkozó valutamegfelelési szabályok például a devizakockázat csökkentését hivatottak biztosítani. Az euro 1999-es bevezetése óta az övezethez csatlakozó országok valutamegfelelési szabályai a nemzeti pénznemről az euróra tértek át. Az ebből eredő nagyobb rugalmasságnak köszönhetően az övezet országainak befektetési portfóliói jobban diverzifikálhatták befektetési kockázataikat azzal, hogy több külföldi értékpapírt vásároltak az eurotérségben.

Ezt támasztja alá, hogy 1997 és 2006 között számottevően nőtt az euroövezeten belül a térség országai által befektetett pénzügyi eszközök aránya az euroövezet rezidenseinek tulajdonában levő összes nemzetközi pénzügyi eszközhöz képest: a részvények aránya 16 százalékponttal, a fix jövedelmű értékpapírok aránya pedig 46 százalékponttal emelkedett (lásd az 5. ábrát). Sőt ugyanebben az időszakban, bár kisebb mértékben, a világ minden jelentős régiója, valamint Dánia, Svédország és az Egyesült Királyság is növelte befektetéseit az euroövezetben (nemzetközi portfóliójukon belül). Ez azt sugallja, hogy az euro erőteljesen ösztönözte a befektetési forgalmat az euroövezet országai között.

Számos oka lehet annak, hogy az euroövezet felé irányuló portfólióbefektetések miért szaporodtak meg az euro bevezetése óta: hozzájárult ehhez az árfolyamkockázat megszűnése az övezet országai között, a technikai korlátok megszüntetése, a többféle nemzetközi befektetéssel járó diverzifikációs előnyök, és az a tény, hogy az euroövezeten belüli nemzetközi befektetések 1998-ra már az optimális szint alá süllyedtek, amint azt gazdasági elvek jelezték<sup>12</sup>. Tapasztalati becslések támogatják azt az elképzelést, hogy az euro

<sup>12</sup> A portfóliók újraelosztását a világ országai között egyéb tényezők is befolyásolhatták, például a várt hozamok és az eszközök volatilitása a különböző gazdaságokban, a hazai eszközökbe történő befektetési hajlam (nevezetesen az egyes országok elfoglaltsága saját maguk irányában), a várt gazdasági növekedés teljesítménye, az intézményi keretek, az ország lakosságának életkor-statisztikája, a kétoldali kereskedés erőteljsége, kulturális összefonódások stb.

5. ábra: Az euroövezeti portfólióeszközök állománya a teljes nemzetközi portfólióállományhoz viszonyítva, 1997–2006



Források: BIS, IMF, Thomson DataStream, az EKB számításai.  
Megjegyzés: „Euroövezet” = euroövezeten belüli határon átnyúló eszközök (részvény vagy kötvény) osztva az euroövezeten belüli és kívüli határon átnyúló eszközök (részvény vagy kötvény) összegével. „Dánia, Svédország, Egyesült Királyság” = Dánia, Svédország és az Egyesült Királyság által tartott euroövezeti eszközök (részvény vagy kötvény) osztva határon átnyúló állományaik (részvény vagy kötvény) összegével.

**Az euroövezeten belüli, határokon átnyúló portfólióbefektetések 1999-től erőteljes növekedésnek indultak...**

**...amelynek oka részben a külföldi befektetések korlátainak megszüntetése**

**Az euro élénkítette az euroövezeten belüli portfólióáramlást**

Az eurót széles körben használják az övezeten kívüli országokban is

Az eurorendszer számára nem cél az euro nem rezidensek általi használata

Az EKB figyelemmel kíséri az euro nemzetközi szerepét

bevezetése kulcsszerepet játszott a portfóliobefektetések globális és GMU-tagállamokon belüli átrendezésében. Az euro fenti változóktól megszűrt, teljes hatását az egyes euroövezeten belüli országok közötti kétoldalú tranzakciókat tekintve 3,5%-os növekedésre becsülik a részvények, és 4,2%-os növekedésre a váltók és kötvények esetén, ezek összes nemzetközi állományához képest<sup>13</sup>. Az övezeten belüli kötvényekbe és váltókba az övezeten kívüli országok is általában megnövelték relatív befektetéseiket. Ezek az adatok az 5. ábrában ábrázolt változásokat látszanak igazolni.

Összességében az euro erősítette a GMU-országok közötti tőkeáramlást, és ezzel lehetővé tette a befektetői és fogyasztói kockázatok jobb diverzifikációját.

### 5.3 AZ EURO NEMZETKÖZI SZEREPE

Az euro harmadik nemzetközi vetülete az övezeten kívüli használatához kapcsolódik. Bár bevezetése eredetileg az eurotárság lakosságának javát kívánta szolgálni, nyilvánvaló, hogy hatásai érintik az övezeten kívüli állampolgárokat és vállalkozásokat is. Az euroövezeten kívüli háztartások, vállalkozások és kormányok is dönthetnek úgy, hogy az eurót használják mindennapi gazdasági és pénzügyi ügyleteik legnagyobb részének lebonyolításához. Euro bankjegyek és érmék tulajdonosai lehetnek. Euróban vezetett bankszámlát nyithatnak, vagy akár kölcsönt is vehetnek fel euróban. Kibocsáthatnak euróban denominált pénzügyi értékpapírokat, például kötvényeket, váltókat. Világszerte számlázhatnak és fizethetnek is euróban. Harmadik országok hatóságai kiválaszthatják az eurót azon devizanemként, amelyhez saját nemzeti árfolyamukat kívánják kötni, vagy devizatartalékaik egy részét euróba fektethetik be.

Politikai szempontból az eurorendszer semleges álláspontot képvisel valutája nemzetközi használatát illetően. Politikájának nem célja az euro internacionalizálása; az eurotárságon kívül élők euro használatát nem ellenzi, de nem is bátorítja. A pénznem euroövezeten kívüli használata szabadon hozott magándöntéseken (illetve néhány esetben nyilvános döntéseken) alapul, gazdasági és pénzügyi fejlemények eredménye, és ez nem lesz másként a jövőben sem. Mindazonáltal egy globalizált világ bonyolult integrált, piacközpontú pénzügyi rendszerei mellett a politikai döntéshozók befolyása egy-egy deviza internacionalizálására igen korlátozott, még akkor is, ha erre törekedni szeretnének. A pénzügyi piacok mélyítése, a pénzügyi piacok integrációjának támogatása, valamint az árstabilitás megteremtésére való törekvés például olyan politikák, amelyek közvetett módon elősegíthetik egy pénznem külföldi használatának fellendítését. Az ilyen politikákhoz fűződhet például egy-egy pénznem tartalékvalutaként történő használata<sup>14</sup>. Az is világos azonban, hogy az ilyen politikáknak általában nem nemzetközi, hanem hazai céljai vannak.

Az euro nemzetközi szerepére vonatkozó semleges politika nem azt jelenti, hogy az eurorendszer közömbös lenne. Az EKB figyelemmel kíséri és elemzi az euro nemzetközi szerepét, és megfigyeléseit 2001-től kezdve éves jelentéseiben közzé is teszi. Miért ez a következetes érdeklődés? Az egyik oka az, hogy a közös valuta övezeten kívüli használata befolyásolhatja a monetáris politika transzmisszióját, és a monetáris politikai stratégia előírásai szerint használt indikátorok információs tartalmát. Az érdeklődés másik oka az, hogy az euro nemzetközi szerepe kihathat a globális pénzügyi sokkok és árfolyamsokkok eurozónába való közvetítésére. Végül pedig az euro nemzetközi szerepének következetes monitorálása révén az EKB egyedülálló, folyamatosan bővülő adatrendszert biztosít a nemzetközi valuták iránt érdeklődő nagyközönség és tudományos kutatók részére az euro nem rezidensek általi használatáról.

13 De Santis, R.–Gerard, B.: „Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union”, *ECB Working Paper Series*, No 626, 2006. De Santis, R.: „The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks”, *ECB Working Paper Series*, No 678, 2006.

14 Lásd Chinn, M.–Frankel, J.: „Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?”, in Richard Clarida (ed.) „G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment”, The University of Chicago Press, Chicago, 2006.; valamint Chinn, M.–Frankel, J.: The Euro May over the Next 15 years Surpass the Dollar as Leading International Currency, *NBER Working Paper No 13909*, 2008. április.

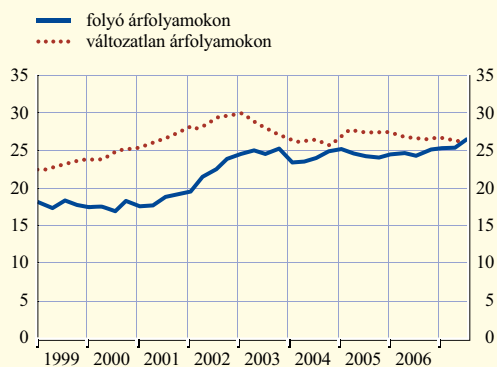
Az euro nemzetközi szerepének éves felülvizsgálata három általános megfigyelés köré szerveződik. Az első, hogy bár nemzetközi szerepe némileg megnövekedett az évek során, a változás üteme fokozatos volt, és bizonyos piaci szegmensekben meg is állt. A második, hogy az euro nemzetközi vonatkozását részben maga az euroövezet diktálja. A harmadik, hogy szerepe földrajzilag az euroövezethez közeli térségekre koncentrálódik.

Az 1999-es bevezetéstől fogva az euro „nemzetközi” volt már csak azért is, mert 11 meglévő valutát cserélt le. Mivel az euro a német márkát és a francia frankot is felváltotta, azonnal több ország központi bankjának tartalékvalutája lett, néhány ország pedig immár az euro árfolyamához köti saját valutáját. Az euro nemzetközi szerepe azonban túlmutat ezen az örökségen. Ezt az is jelzi, hogy az euro jelenlegi részesedése a világ devizatartalékaiból meghaladja az általa felváltott devizák 1998-ban mért együttes részesedését a világ devizatartalékaiból, mintegy 18%-ot, amelybe természetesen a német márka is beleértendő. A Nemzetközi Valutaalap adatai szerint ugyanis az euro részesedése a világ ismert devizaösszetételű devizatartalékaiból a Gazdasági és Monetáris Unió megalakulását követő első 5 évben körülbelül 25%-ra nőtt. Az azóta eltelt időben az euro részesedése viszonylag stabil maradt (lásd a 6. ábrát). Az euro nemzetközi tartalékvalutaként való használatára reagálva, 2005 januárjában az eurorendszer tartalékkezelési szolgáltatási keretrendszerbe vezetett be az euroövezeten kívüli központi bankok és pénzügyi hatóságok, valamint nemzetközi szervezetek részére.

Az euro nemzetközi szerepének második jellemzője, hogy részben maga az euroövezet diktálja. Más szóval, az eurót használó hazai lakosok, azaz az eurozóna polgárai maguk is befolyásolják pénzügyi nemzetközi megítélését. Ezt illusztrálja, hogy egyre gyakrabban válik az euro az övezeten kívüli kölcsönfelvevők kötvénykibocsátásának pénznemévé. Az euro részesedése a hitelviszonyt megtestesítő nemzetközi értékpapírok úgynevezett „szűk metszetéből”, tehát a hazai pénznemben kibocsátott papírokat kizárva, 2007 júniusára mintegy 31%-ra nőtt. E kötvényeket azonban főként nem az eurozónán kívüli befektetők vásárolták meg. Az ilyen nem rezidensek által kibocsátott, euróban denominált értékpapíroknak több mint fele valójában az eurozónán belüli befektetőket célozza meg, és azok is vásárolják meg.

6. ábra: Az euro részesedése a világ devizatartalékaiból

(az allokált tartalékok százalékában)

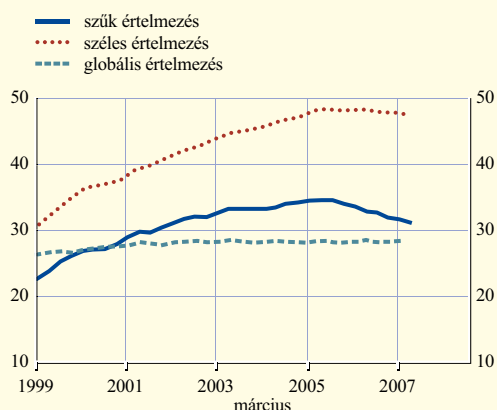


Források: IMF/COFER adatbázis és az EKB számításai.  
Megjegyzés: A változatlan árfolyamokon való részesedések 2007 III. negyedévi árfolyamokon jelentve.

Az euro külföldi szerepe megerősödött, a változás üteme azonban fokozatos

7. ábra: Az euro részesedése a nemzetközi hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állományából

(százalékban, változatlan árfolyamokon)



Források: BIS és az EKB számításai.  
Megjegyzés: A változatlan árfolyamokon való részesedések 2007 III. negyedévi árfolyamokon jelentve. A nemzetközi hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok szűk értelmezése: kötvények és pénzügyi instrumentumok kibocsátása a hitelfelvevő saját valutájától eltérő pénznemben. A széles értelmezés bővíti a szűk értelmezést a kölcsönfelvevő saját valutájában denominált hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kibocsátásával, feltéve, hogy e kibocsátás „célpontja” a nemzetközi pénzügyi piac. A hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok globális értelmezése a széles értelmezéshez még hozzáadja a belföldi piacot célzó valamennyi belföldi kibocsátást. Ezen értelmezések részletesebb tárgyalását lásd az EKB „Review of the International Role of the Euro” („Az euro nemzetközi szerepének áttekintése”) című, 2007. júniusi kiadványában.

Az euroövezet lakossága is befolyásolja az euro nemzetközi szerepét

**Az euro nemzetközi szerepe földrajzilag az euroövezet közelében koncentrálódik**

### Forgalomban levő nemzetközi kötvények volumene régióként

(százalékok, 2007 II. n.év)

	Euro-övezet	Dánia, Svédország, Egyesült Királyság	Új tag-államok	EU-n kívüli Európa	Észak- Amerika	Ázsia és a csendes-óceáni régió	Latin- Amerika	Offshore központok	Nemzetközi szervezetek	Egyéb
EUR		44,7	3,1	3,8	23,6	5,5	2,0	10,0	6,3	1,0
USD	23,7	19,0	0,3	2,4	4,9	10,8	6,6	23,1	5,0	4,2
JPY	30,0	12,7	1,2	2,9	18,6	4,9	0,6	21,1	7,6	0,5

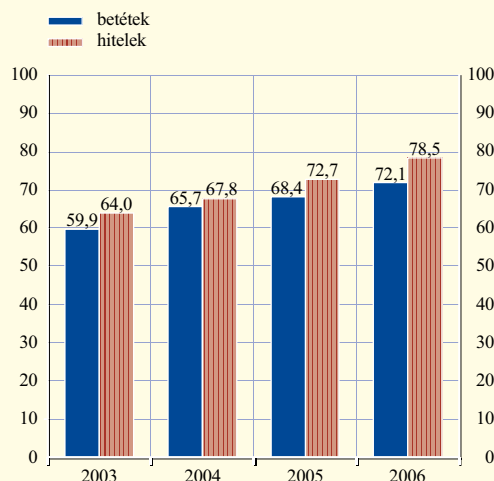
Források: BIS és az EKB számításai.

Végül pedig az euro nemzetközi szerepének legutolsó és legmarkánsabb jellegzetessége a pénz nem regionális karaktere. A nemzetközi pénzügyi piacokon például az euroövezethez fizikai közelségben levő országok teljes természetességgel választják az eurót az általuk felvett kölcsönök devizanemének. Dánia, Svédország és az Egyesült Királyság lakosai a felelősek például a nem rezidensek által kibocsátott, euróban denominált, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírkibocsátás jelentős részéért (lásd a táblázatot), és fő nemzetközi pénzügyi központ lévén London városa az USA-dollár mellett már euróban is végrehajt tranzakciókat<sup>15</sup>. Hasonlóképpen, az eurozóna közelében levő összes ország árfolyampolitikája az eurohoz kötődik. Végül pedig a valutahelyettesítés legmagasabb foka a GMU-hoz még nem csatlakozott új EU-tagállamokban, valamint a délkelet-európai EU-jelölt és potenciálisan jelölt országokban tapasztalható (lásd a 8. ábrát). Ebben a kontextusban az eurorendszer leszögezi, hogy az euro bármely egyoldalú, a Szerződés keretein kívüli, „euroizáció” útján történő bevezetése szembenáll a Gazdasági és Monetáris Unió alapját képező gazdasági megfontolással, miszerint az euro bevezetése egy multilaterális keretek között zajló strukturális konvergenciafolyamat végállomása kell hogy legyen.<sup>16</sup> Az EKB figyelmesen tanulmányozza a Közép-, Kelet- és Délkelet-Európában megszorodó devizakölcsönök determinánsait<sup>17</sup>, és az eurorendszer folyamatosan figyelemmel kíséri, hogy az ilyen kölcsönök mennyiben hathatnak a szóban forgó országok pénzügyi stabilitására.<sup>18</sup>

Az euro nemzetközi használatának regionális karaktere történelmi, intézményes és gazdasági tényezők együttes hatását tükrözi. Történelmi szinten az euro az általa megörökölt valuták hosszú hagyományaira épít, különös tekintettel a német márkára, amelyet az európai kontinens bizonyos részein és a környező területeken széles körben használtak. Intézményi szinten az eurozóna közelé-

### 8. ábra: Euróban denominált betétek/hitelek Közép-, Kelet- és Délkelet-Európában

(az összes betét/hitel százalékában)



Források: nemzeti központi bankok és az EKB szakértőinek számításai.

Megjegyzések: Súlyozatlan átlag Albániára, Bosznia-Hercegovinára, Horvátországra, a Cseh Köztársaságra, Észtországra, Magyarországra, Lettországra, Macedónia Volt Jugoszláv Köztársaságra, Szerbiára, Szlovákiára és Törökországra vonatkozóan. Bosznia-Hercegovina esetén a 2004 végéig terjedő adatok nem tartalmazzák az eurohoz indexált hiteleket.

**Az euro nemzetközi szerepe földrajzilag az euroövezet közelében koncentrálódik**

15 Az euro szerepét Londonban lásd az EKB elemzésében: „Review of the International Role of the Euro”, 2003. december.

16 Lásd EKB: Policy Position on Exchange Rate Issues Relating to the Acceding Countries, 2003. december.

17 A közép-, kelet- és délkelet-európai valutahelyettesítés részletes elemzését lásd: ECB: „Review of the International Role of the Euro”, 2007. június.

18 Lásd például EKB: „Macroeconomic and Financial Stability Challenges for Acceding and Candidate Countries”, Occasional Paper Series, No 48, 2006. július.

ben elhelyezkedő országok nagy része hajlik az euro bevezetésére. Ez azokra a jelenleg még nem GMU-tagállamokra jellemző, amelyekre nem vonatkozik kimaradási klauzula, és a jövőben várhatóan csatlakozni fognak az eurozónához. Ezenkívül azok a tagjelölt országok is idetartoznak, amelyek közép- vagy hosszú távon csatlakozhatnak majd az Európai Unióhoz, és végül előreláthatólag bevezetik az eurót. Gazdasági tekintetben az eurozóna jelentős kereskedelmi és pénzügyi partner a szóban forgó országok számára. Ugyanakkor az nagyon is az adott ország helyzetétől függ, hogy előnyös-e számára az euróhoz igazított fix átváltási árfolyampolitikára való törekvés már a konvergenciafolyamat kezdeti szakaszában. Mivel a konvergenciafolyamatra jellemző az árfolyam reál felértékelődésének tendenciája, több ország döntött úgy, hogy monetáris politikáját először a hazai árstabilitás megteremtésére összpontosítja, és közben hagyja, hogy névleges árfolyama felértékelődjön ez euróhoz.

#### **5.4 NEMZETKÖZI EGYÜTTMŰKÖDÉS**

Az EKB szoros kapcsolatot tart fenn az euroövezeten kívüli jegybankokkal és szervezetekkel. E nemzetközi együttműködés megvalósul mind multilaterális intézmények, mind kétoldalú kapcsolatok útján. A nemzetközi együttműködés segíti az EKB-t az euroövezeten kívüli gazdasági és pénzügyi fejlemények figyelemmel kísérésében. A nemzetközi találkozók lehetőséget nyújtanak az információcserére az övezeten kívüli térség legújabb változásairól, gazdasági kilátásairól, és a velük kapcsolatos gazdaságpolitikai kihívásokról.

Az eurorendszer több eszközt dolgozott ki arra, hogy még inkább erősítse az együttműködést a világ főbb központi bankjaival. Magas szintű szemináriumsorozatot hozott létre bizonyos térségek központi bankjaival, többek között az orosz jegybankkal, az EU barcelonai folyamatában részt vevő mediterrán jegybankokkal, az Öbölmenti Együttműködési Tanács (GCC) jegybankjaival és pénzügyi hatóságaival, és a latin-amerikai és a kelet-ázsiai-csendes-óceáni térség jegybankjaival. Az EKB ezenkívül technikai segítséget és politikai tanácsadást is nyújt, amennyiben erre igény van, és kész megosztani másokkal szakértelmét a legkülönbözőbb politikai területeken, mint például monetáris politika megvalósítása, bankfelügyeleti kérdések, fizetési rendszerek. Ily módon az európai út a gazdasági és monetáris unió felé, különösen a szupranacionális központi banki rendszer létrehozása gyakran más térségek számára is példakép és inspiráció lehet.

Az EKB meghatározó szerepet játszik különféle multilaterális szervezetekben és fórumokon. A Nemzetközi Valutaalapnál (IMF), amely pedig országalapú intézmény, az EKB megfigyelői státust kapott; így jogában áll minden olyan IMF-ülésten részt venni, amelyen az eurorendszert illető valamilyen lényeges kérdést vitatnak meg. Az EKB elnökét – szintén hivatalos megfigyelőként – meghívják a Nemzetközi Monetáris és Pénzügyi Bizottság (IMFC) évente kétszer megrendezett, az IMF munkájához politikai irányadást nyújtó üléseire. Ezenkívül az EKB elnöke – az Eurogroup elnöke mellett – megjelenik a G7 minisztereinek és jegybankelnökeinek találkozóin is. Az EKB részt vesz két olyan fórum találkozóin is, amelyet a G7 hozott létre 1999-ben: a 20 pénzügyminiszterből és jegybanki kormányzóból álló G20-ak fórumán, ahol a legfontosabb fejlett és feltörekvő gazdaságok képviselői nemzetközi gazdasági és pénzügyi politikai kérdéseket vitatnak meg, valamint a Pénzügyi Stabilitási Fórum (FSF) ülésein, ahol a nemzetközi pénzügyi rendszer potenciálisan gyenge pontjait mérlegelik. Az EKB továbbá az EU-delegáció részeként megjelenik egy másik országalapú intézmény, a Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD) legfőbb ülésein.

Rendkívüli jelentőséggel bír a Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS), a „jegybankok bankja”, amely a központi bankok titkárságaként működik, valamint vendéglátója a központi bankok különféle üléseinek, beleértve a G10 országok jegybanki kormányzóinak találkozóit is. 1999 novemberében az EKB tagja lett a releváns BIS-bizottságoknak, 2005 óta pedig résztulajdonos. Az EKB elnöke megjelenik a G10 országok

**Multilaterális és bilaterális együttműködés**

**IMF, G7, G20, FSF és BIS**

jegybanki kormányzóinak tanácskozásain is, és 2003 vége óta ezeken a tanácskozásokon személyes minőségében elnököl. Az EKB tagja ezenkívül a G10 országok állandó bizottságainak és ad hoc munkacsoportjainak<sup>19</sup>.

## 5.5 TANULSÁGOK ÉS ELŐRETEKINTÉS

Az 1998 óta eltelt időszakban folyamatosan növekszik az euroövezet nyitottsága a külső globális kereskedelmi és pénzügyi piacok felé, míg az övezeten belül is számottevően bővült a kereskedelmi és befektetési tevékenység. Az euro jótékonyan hatott az euroövezeten belüli kereskedelemre, ösztönözte az új termékek exportját, és némileg csökkentette az exportköltségeket. Ezek az eredmények alátámasztják azt a következtetést, hogy az euro befolyásolta a vállalatok kereskedelmi árbeállítási viselkedését, ami a jelek szerint ösztönözte az euroövezeten belüli árkonvergenciát, és ez a fejlemény azután lefelé irányuló nyomást gyakorolt az övezeten belüli exportárakra is. Végül pedig az euro fokozta a hazai versenyt a közös valutát bevezető országokban, amely a helyi vállalatok versenyképességének általános növekedéséhez vezetett, és ez azt jelzi, hogy az élesedő verseny is kiválthatta a kereskedelmi árak konvergenciájában tapasztalt növekedést.

Ami a tőkeáramlást illeti, a nagy méreteket öltött tőke-újraelosztást a GMU megalakulásával végbemenő alapvető intézményi változás indokolhatja. A közvetlentőke-befektetéseket illetően a tapasztalati eredmények azt sugallják, hogy az euro kedvezett az eurozóna országai közötti működőtőke-áramlásnak, és katalizátorként szerepelt a határokon átnyúló feldolgozóipari vállalati fúziók és felvásárlások hullámának elindításában. Az eurotárs országai rendkívüli módon megnövekedett M&A konjunktúrát tapasztalhattak a feldolgozóipari ágazatban, míg a szolgáltatási szektor még nem részesülhetett kellőképpen az európai pénzügyi integráció áldásos hatásából. Előre tekintve ebből arra következtethetünk, hogy a szolgáltatóipar határokon átnyúló korlátainak lebontásával újabb M&A konjunktúrára lehet számítani. A portfólióbefektetéseket tekintve az árfolyamkockázat megszüntetése mellett az euro bevezetése elősegítette az euroövezetbe tartozó országok portfólióbefektetési tevékenységének határokon átnyúló kiterjesztését mind a részvény-, mind a kötvénypiacokon, és ehhez hozzájárultak még az olyan tényezők is, mint a részvénytőke, valamint a kötvény- és banki finanszírozás költségeinek csökkenése, a közös kereskedelmi platformok használata, valamint az amszterdami, brüsszeli és párizsi tőzsde határokon átnyúló összeolvadása (azaz az Euronext megalakulása).

Az euro bevezetése a nemzetközi pénzügyi rendszerre is kihatott, hiszen a létrehozott új pénznem a nemzetközi piacokon is használható. Az 1999-ben történő bevezetése után az euro azonnal nemzetközi státust szerzett, mert az általa lecserélt valuták nemzetközi szerepét is átvette. Az azóta eltelt időben szerepe a nemzetközi piacokon valamelyest növekedett, a változás üteme azonban meglehetősen fokozatos. Ezt a közgazdasági szakirodalom megállapításai is alátámasztják: a valuták nemzetközi szerepe általában lassan, történelmi és intézményi tényezők tükrében változik, és hálózati hatások jellemzik.

Az euroövezet ilyen nemzetközi vetületei is hangsúlyozzák a világ központi bankjaival való együttműködés fontosságát. Ezért az utóbbi tíz évben az eurorendszer közeli együttműködést alakított ki különböző térségek központi bankjaival, amelyek részére többek között magas szintű eurorendszer-szemináriumokat szervez, és szoros kétoldalú kapcsolatot teremtett meg az olyan kulcsfontosságú központi bankokkal, mint az amerikai Federal Reserve és a Bank of Japan. Hasonlóképpen az EKB részt vesz a különböző nemzetközi szervezetek és fórumok, többek között az IMF, a G7, a G20 és a BIS tanácskozásain.

<sup>19</sup> Ezek közül a legjelentősebbek a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság; a globális pénzügyi rendszerrel foglalkozó bizottság; valamint az Arany- és Devizapiacok Bizottsága.



## 6 PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ

*Az eurorendszernek számos, alapfeladataihoz kapcsolódó ok miatt komoly érdeke fűződik a pénzügyi integrációhoz. A magas szinten integrált pénzügyi rendszer mindenekelőtt zökkenőmentesebbé és eredményesebbé teszi a monetáris politika transzmisszióját a teljes euroövezetben. Másodsorban, a pénzügyi integráció rendkívül fontos az eurorendszernek a pénzügyi stabilitást segítő feladatköre szempontjából, mivel javítja a lehetőségeket a kockázatok megosztására és szétterítésére, valamint növeli a pénzügyi piacok likviditását. Az integráltabb pénzügyi rendszerben ugyanakkor nagyobb a veszélye az országhatáron túli átgyűrűzésnek és fertőzésnek. Harmadsorban, a pénzügyi integráció mint célkitűzés szorosan összefügg az eurorendszernek azzal a feladatával, amely a fizetési rendszerek – egyszersmind az értékpapír-elszámolási és -teljesítési rendszerek – zavartalan működésének biztosítására vonatkozik. A magasabb szinten integrált fizetési és elszámolási rendszerek hatékonyabban és eredményesebben működnek, ugyanakkor – a fizetési rendszerek pénzforgalomban játszott központi szerepéből adódóan – kulcsfontosságúak a pénzügyi integráció folyamatában. Végül a pénzügyi integráció fontos szerepet játszik annak biztosításában, hogy a pénzügyi rendszer térben és időben hatékonyan juttassa el az erőforrásokat a forrástöbblettel rendelkező piaci szereplőktől a forráshiánnyal küszködőkhez, ami végső soron nagyobb és tartósabb gazdasági növekedést eredményez.*

*Az eurorendszer ezért határozottan támogatja Európa, és elsősorban az euroövezet további pénzügyi integrációját. Ennek keretében célja egy olyan egységes (a pénzügyi integrációnak az EKB által lefektetett definíciójával összhangban álló) euroövezeti pénzügyi piac kialakítása, amelynek valamennyi potenciális szereplője (i) egységes szabályozás alapján adhat el, illetve vehet pénzügyi eszközöket, illetve szolgáltatásokat; (ii) ugyanazokat a pénzügyi instrumentumokat, illetve szolgáltatásokat veheti igénybe; és (iii) piaci tevékenysége során egyenlő elbánásban részesül.*

*Ebben a fejezetben áttekintjük az övezet pénzügyi integrációja terén elért eredményeket, valamint azt, hogy az eurorendszer ezekből milyen módon vette ki részét. A fejezet felépítése a következő: a 6.1 pont ismerteti az eurorendszer pénzügyi integrációt elősegítő tevékenységét. A 6.2 pont az európai pénzügyi integráció jelenlegi állását mutatja be tíz évvel az eurobevezetés után. A 6.3 pont az integrációs folyamat főbb mozgatórugóit és akadályait veszi számba, különös tekintettel az eurorendszer szerepére. Végül a 6.4 pont levonja a végkövetkeztetéseket.*

### 6.1 AZ EURORENDSZER PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓS TEVÉKENYSÉGE

Az eurorendszer álláspontja szerint a pénzügyi integráció mindenekelőtt piacvezérelt folyamat. Az Európai Unióról szóló szerződés 105. cikke 1. bekezdésének általános rendelkezése értelmében az eurorendszernek „a szabad versenyen alapuló nyitott piacgazdaság elvével összhangban” kell tevékenykednie, „ezáltal elősegítve az erőforrások hatékony elosztását”. Központi banki feladataiból és aktív, kiterjedt kapcsolati hálózattal rendelkező piaci szereplői mivoltából adódóan, az eurorendszer lépéseket tehet a pénzügyi integráció előmozdítására.

A piaci alapú pénzügyi integráció elvéből kiindulva az eurorendszer álláspontja szerint a folyamat előmozdításában a közszféra csak korlátozott szerepet játszhat. Elvi-stratégiai eszközökkel nem szabad bizonyos szintű és típusú határon átnyúló tevékenységeket előnyben részesíteni, mivel csak maguk a piaci szereplők képesek üzleti alapstratégiák kidolgozására, az ezekből adódó beruházási döntések meghozatalára, valamint ezek gazdasági következményeiért a felelősség vállalására. A pénzügyi integrációban továbbá számos, a közszféra hatáskörén kívül eső tényező is szerepet játszik, ilyen lehet a földrajzi távolság (és az ezzel összefüggő információs akadályok), a kulturális, nyelvi különbségek vagy az eltérő fogyasztói preferenciák. A közszféra mindenesetre az elvi-stratégiai akadályok felszámolásán keresztül nagyban előmozdíthatja a pénzügyi integrációt. Neki kell olyan jogi, szabályozási, felügyeleti és fiskális keretrendszert biztosítania, amely elősegíti a piaci szereplők számára az egyenlő elbánást és az egyenlő hozzáférést az EU teljes területén.

**A pénzügyi integráció  
piacvezérelt folyamat...**

**...de az állam segítheti  
a fejlődést**

**Az eurorendszer támogatja a pénzügyi integrációt...**

**...a tudás bővítésén, a tájékoztatáson és a fejlődés nyomon követésén keresztül...**

**...a jogszabályi és szabályozási keretrendszerrel kapcsolatos tanácsadással...**

**...a magánszféra irányában betöltött katalizátorszerepén keresztül...**

Az eurorendszer a maga részéről négyféle módon támogatja a pénzügyi integráció folyamatát: (i) tudást bővít, tájékoztat, továbbá figyelemmel kíséri az euroövezeti pénzügyi integráció előrehaladását; (ii) tanácsot ad a pénzügyi rendszer jogszabályi és szabályozási keretrendszerével kapcsolatban; (iii) a magánszféra vonatkozásában egyfajta katalizátorszerepet tölt be az egységes fellépés előmozdításával; és (iv) a pénzügyi integrációt előmozdító központi banki szolgáltatásokat nyújt.

Ahhoz, hogy a pénzügyi integrációt célzott intézkedésekkel lehessen előmozdítani, pontosan elemezni kell az európai integrációs helyzetet, és gondosan nyomon kell követni a folyamat előrehaladását. Az EKB éppen ezért ár- és mennyiségalapú mutatókat alkalmaz az euroövezeti pénzügyi integráció fokának mérésére. Az áralapú mutatók az eszközárak eltéréseit mérik a származási hely alapján. A tökéletesen egységes piacon a hasonló jellemzőkkel bíró eszközök árát jellemzően közös tényezők befolyásolják. A mennyiségalapú indikátorok segítségével arról lehet képet alkotni, hogy a befektetők milyen mértékben nemzetköziesítették portfóliójukat a fokozódó pénzügyi integráció nyújtotta diverzifikációs lehetőségek maradtalan kiaknázására.<sup>1</sup>

2005 szeptemberében az EKB húsz mutatóból álló induló csomagot publikált, amelyet azóta kibővített. Első ízben 2007 márciusában, az EKB „Financial integration in Europe” (Pénzügyi integráció Európában)<sup>2</sup> című éves jelentésének első számában publikálták az egyébként a bank honlapján félévente frissített mutatókat. A lista bővítése folyamatban van, a munka előrehaladásának feltétele, hogyan fejlődik a kutatás és közgazdasági elemzés, továbbá mennyiben érhetők el jobb minőségű statisztikák. A bővítési irányok közül kiemelendők a befektetési alapok, az értékpapírosítással foglalkozó pénzügyi közvetítők, valamint a biztosítótársaságok és nyugdíjpénztárak.

Az EKB említett jelentésén kívül számos rendszeres, illetve egyszeri kiadványból lehet tájékozódni a folyamatokról. Idetartozik például az EKB „EU banking structures” (Az EU bankstruktúrái) című éves jelentése, amelyet a KBER Bankfelügyeleti Bizottsága állít össze, és amely a határon átnyúló banki tevékenység strukturális folyamatait elemzi. Az EKB aktív piaci szereplőként szerzett tapasztalataira és ismereteire támaszkodva olyan összehangolt kutatási projekteket is támogat, amelyeken az eurorendszer más tagjaival és a tudományos élet képviselőivel együtt vesz részt. Ennek egy jelentős példája az európai tőkepiacokkal és pénzügyi integrációval foglalkozó közös kutatási hálózat, amelyet az EKB és a frankfurti Pénzügytani Központ szponzorál.<sup>3</sup>

Az eurorendszer biztosítani kívánja, hogy a pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó jogszabályi és szabályozási keretrendszer leépítse a határon átnyúló pénzügyi tevékenység akadályait, továbbá egyenlő feltételeket biztosítson a piaci szereplők számára. Ezért aktívan bekapcsolódik az EU pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó keretrendszerének kidolgozásába azért, hogy tanácsot ad a legfontosabb szakpolitikai megfontolásokkal és kezdeményezésekkel kapcsolatban. Ez a tevékenység az eurorendszernek a Szerződés 105. cikkében kifejtett feladatkörével (az eurorendszernek az árstabilitási cél veszélyeztetése nélkül támogatnia kell a Közösség általános gazdaságpolitikáját, elő kell segítenie a fizetési rendszerek zavartalan működését, továbbá hozzá kell járulnia a hitelintézetek prudenciális felügyeletére és a pénzügyi rendszer stabilitására vonatkozó politikák zavartalan megvalósításához) függenek össze.

Noha az állam által lefektetett kereteknek támogatniuk kell a pénzügyi integrációt, az előrelépés végső soron a magánszférán múlik, amely a legmesszebbmenőkig kihasználja az országhatáron túl kínálkozó

1 Lásd Beale et al.: „Measuring financial integration in the euro area” („Az euroövezeti pénzügyi integráció mérése”), 14. számú *EKB-műhelytanulmány*, 2004. május.  
2 Ezt megelőzően az *EKB Havi jelentésének* két cikkében ismertette ezen a területen végzett munkáját: „The integration of Europe’s financial markets” („Európa pénzügyi piacainak integrációja”; 2003. október); „The contribution of the ECB and the Eurosystem to European financial integration” („Az EKB és az eurorendszer szerepe Európa pénzügyi integrációjában”; 2006. május).  
3 Lásd <http://www.eu-financial-system.org>.



üzleti lehetőségeket. E folyamat fő mozgatórugója a piaci szereplők közötti verseny. Fontos lehet ugyanakkor az eredményes közös fellépés is, különösen ott, ahol a heterogén piaci normák és gyakorlat akadályozza a pénzügyi egységesülés folyamatát. Az eurorendszer képes segíteni a piaci szereplőknek az ilyen jellegű koordinációs nehézségek leküzdésében.

Az eurorendszer a központi banki szolgáltatásokon keresztül is igyekszik előmozdítani a pénzügyi integrációt. Jóllehet e szolgáltatások elsődleges célja lehetővé tenni, hogy az eurorendszer elláthassa központi banki alapfeladatait, arra is gondosan ügyel, hogy szolgáltatásai, ahol csak lehet, a pénzügyi integrációnak kedvező módon legyenek meghatározva.

Az 1. táblázat az eurorendszer pénzügyi integrációs tevékenységét tekinti át néhány fontos példán keresztül.<sup>4</sup>

4 Átfogóbb információk az EKB „Financial Integration in Europe” („Pénzügyi integráció Európában”) című éves jelentésében olvashatók.

...és a pénzügyi integrációt  
előmozdító központi banki  
szolgáltatásokon keresztül

1. táblázat: Az eurorendszer legfontosabb pénzügyi integrációs intézkedései

Terület	A legfontosabb célkitűzések és a jelenlegi helyzet
<b>Tudásbővítés, felvilágosítás, az eredmények figyelemmel kísérése</b> Az EKB éves jelentése „Pénzügyi integráció Európában” címmel.	Első ízben 2007-ben adták ki azzal a céllal, hogy tájékoztasson az európai pénzügyi integráció állásáról, elősegítse a folyamat előrehaladását, továbbá felvilágosítsa a lakosságot az eurorendszernek az integráció támogatásában játszott szerepéről.
Mutatók kidolgozása az euroövezet pénzügyi integrációjának mérésére	A mutatók első csoportját 2005-ben tették közzé azzal a céllal, hogy értékeljék és figyelemmel kísérjék a pénzügyi integráció alakulását az euroövezetben. Azóta megvalósult a félévenkénti aktualizálás és az indikátorok körének bővítése. További fejlesztések vannak folyamatban.
<b>Tanácsadás a jogszabályi és a szabályozási keretrendszerrel kapcsolatban</b> Átfogó EU-stratégia a pénzügyi szolgáltatásokkal kapcsolatos politikáról	(i) Az uniós szabályozási keretrendszer aktualizálását szolgáló Pénzügyi szolgáltatások 1999-es akciótervének és (ii) az ehhez tartozó, 2005–2010-re szóló megvalósítási stratégiának a kidolgozása és megvalósítása. Utóbbi megvalósítása még nem zárult le.
A pénzügyi szabályozás és felügyelet uniós intézményrendszere	A Lámfalussy-keretrendszer zavartalan működésének biztosítása. A keretrendszer első teljes körű felülvizsgálata 2007-ben ért véget. Az utólagos intézkedések kidolgozása folyamatban van.
EU-szintű értékpapír-elszámolási és -teljesítési infrastruktúra	Integrált, biztonságos, hatékony, kereskedést követő piaci infrastruktúra kiépítése, valamint az országhatárok közötti pénzforgalmi akadályok felszámolása. Számos folyamatban lévő kezdeményezés, amely többek között az értékszámolási és -teljesítési rendszerek (ESCB–CESR) szabályozása, felügyelete és felvigyázása közös keretrendszerének kidolgozására irányul.
<b>Katalizátorszerep a magánszektor tevékenységének vonatkozásában</b> Egységes Euro-pénzforgalmi Övezet (Single Euro Payments Area – SEPA)	A kezdeményezés célja 2010-ig teljesen egységes piacot kialakítani az euroövezeti kis értékű fizetési szolgáltatások körében. A SEPA nem tesz különbséget országhatáron belüli és azon kívüli fizetések között. A SEPA hivatalosan 2008 januárjában alakult.
A rövid lejáratú európai értékpapír (Short-Term European Paper – STEP) nevű kezdeményezés	Páneurópai rövid lejáratú értékpapírpiacon megteremtése, amelynek alapja, hogy a piaci szereplők önkéntes alapon betartanak bizonyos alapvető közös szabványokat. A STEP 2006 júniusában indult útjára.
Euro egynapos indexátlag (Euro Overnight Index Average – EONIA)	Referencia-kamatláb megállapítása a fedezet nélküli bankközi betétek tekintetében. 1999 óta folyamatosan számítják.
<b>A pénzügyi integrációt is előmozdító központi banki szolgáltatások</b> TARGET és TARGET2	Az eurorendszer létrehozta a nagy értékű fizetések euroövezeti valós idejű bruttó elszámolási rendszerét. A TARGET 1999-ben kezdte meg működését; ezt követte 2007-ben a TARGET2, amely az egységes, közös műszaki platform irányába mozdult el.
TARGET2-Értékpapír	Az eurorendszer 2006-ban indított kezdeményezése, amelynek célja egységes közös platformot biztosítani az értékpapírok központi banki pénzben történő elszámolására Európában. A projekttel kapcsolatban a végső döntés 2008 közepén esedékes.
Központi bankok levelezőbanki modellje (Correspondent Central Banking Model – CCBM)	A fedezetek határon átnyúló átutalását szolgáló euroövezeti konstrukció, amelyet 1999-ben vezettek be. A rendszer lényege, hogy az NKB-k egyfajta „levelező” státust kapnak az EKB és egymás viszonylatában. 2007 óta folyamatban van az egységes közös platform kialakítását (CCBM2) célzó kezdeményezés.

## 2. táblázat: Pénzügyi integráció az euroövezetben: a főbb piaci szegmensek áttekintése

Piac	Integráció foka	Kapcsolódó infrastruktúra
<b>Pénzpiacok</b>		
Fedezet nélküli pénzpiac	„Majdnem tökéletes”	Fedezet nélküli pénzpiac: teljesen egységes
Fedezett pénzpiac	Előrehaladott	Fedezett pénzpiac: a készpénzes oldal teljesen egységes, a fedezeti oldal egységességét hátráltatja a piac szétaprózottsága (lásd kötvénypiacok)
<b>Kötvénypiacok</b>		
Államkötvény-piacok	Rendkívül előrehaladott	Szétaprózott
Vállalati kötvények piaci	Elfogadható	Szétaprózott
<b>Részvénypiacok</b>	Alacsony	Rendkívül szétaprózott
<b>Bankpiacok</b>		
Vállalati banki tevékenység	Igen előrehaladott	Teljesen egységes
Tőkepiacokkal összefüggő tevékenység	Előrehaladott	Szétaprózott
Lakossági banki tevékenység	Rendkívül alacsony	Rendkívül szétaprózott

## 6.2 PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ TÍZ ÉVVEL AZ EURO BEVEZETÉSE UTÁN

### ÁTTEKINTÉS

Az EKB pénzügyi integrációs mutatóiból az derül ki, hogy az euroövezet különböző piaci szegmenseiben igen eltérő előrelépés történt. Konkrétan, az egységes monetáris politikával szorosabban összefüggő területeken az egységesség magasabb fokon valósult meg. További meghatározó tényező a piaci infrastruktúra integráltsági foka. A fenti 2. táblázat az euroövezeti pénzügyi integráció helyzetét tekinti át a legfontosabb piaci szegmensekben.

A következő pontokban részletesebben értékeljük a pénz-, a kötvény-, a részvény- és a bankpiacot a pénzügyi integráció előrehaladottsága szempontjából, rávilágítva a főbb hiányosságokra.

### I. keretes írás

#### AZ EKB PÉNZÜGYI FEJLŐDÉSSEL KAPCSOLATOS MUNKÁJÁNAK ELŐZETES EREDMÉNYEI

Bizonyos piaci sűrűdások még a pénzügyi integráció lezárulását követően is megmaradhatnak. Ezek leküzdésében bizonyulhatnak hasznosnak a pénzügyi fejlesztések, amelyek a pénzügyi innovációt az intézményi és szervezeti fejlesztésekkel ötvözik a pénzügyi rendszerben, és így csökkentik az információs aszimmetriát, teljesebbé teszik a piacot, csökkentik a tranzakciós költségeket és élénkítik a versenyt.

Jóllehet a pénzügyi fejlődés és a pénzügyi integráció összefüggenek egymással, és mindkettő kedvező hatással van a pénzügyi hatékonyságra, mégis két különböző fogalomról van szó, amely különböző gazdasági folyamatokat ír le. Hogy egy példát említsünk, a befektetők kiválasztási problémái, amelyek hátrányosan befolyásolhatják a tőkeallokációt, a teljesen integrált piacon is fennmaradhatnak. A pénzügyi fejlődés tehát kiegészíti a pénzügyi integrációt a pénzügyi piaci hatékonyság elősegítésében.

Az EKB ebből kiindulva indított útjára analitikus munkafolyamatot a pénzügyi fejlődés fogalmának meghatározására, valamint olyan számszerű mutatók összeállítására, amelyek a pénzügyi rendszer

Jelentős előrelépés a pénzügyi integráció terén

Kiegészítő értékelés a pénzügyi fejlettségről

pénzügyi fejlettségi fokát mérik. A mutatók első csoportját az EKB „Financial integration in Europe” (Pénzügyi integráció Európában)<sup>1</sup> című, 2008. évi jelentésében tette közzé.

A pénzügyi fejlődés területén folyamatos kutatások zajlanak, amiből az következik, hogy a pénzügyi rendszernek nem minden aspektusát lehet megragadni teljesen számszerű mutatók segítségével. Például, míg az elfogadott törvényeket és szabályokat könnyebb mérni, az informális szabályok és gyakorlat ugyanolyan fontos lehet. Folyamatosan információkhoz lehet jutni továbbá a vállalati, piaci alapú tranzakciókról, a lakossági, kapcsolati alapúakról viszont nem.

Ezen nehézségek ellenére a rendelkezésre álló mutatókból az derül ki, hogy piacok és országok viszonylatában az euroövezet igen heterogén. A főbb különbségek a jogi hatékonyságban, az értékpapírosítás típusában és mértékében, a részvénytőkepiaci aktivitás szintjében, valamint az egy főre jutó készpénzkimélő tranzakciók számában mutatkoznak.

A referenciaországok csoportjával összehasonlítva az euroövezet pénzügyi rendszere összességében hasonló szinten van, kivéve talán az Egyesült Királyságot és az Egyesült Államokat, amelyek valamennyi mutató tekintetében jó eredményt mutatnak. Az eredményekből az derül ki, hogy van még tere az euroövezeti pénzügyi szektor strukturális reformjának, továbbá, hogy a piaci integráció mellett hasznos figyelembe venni a pénzügyi fejlődést is.

<sup>1</sup> Lásd a „Financial development: concepts and measures” (A pénzügyi fejlődés fogalma és mérése) című cikket a 2008. évi jelentésben, amely korábbi EKB-kiadványok eredményeire épít, nevezetesen P. Hartmann–F. Heider–E. Papaioannou–M. Lo Duca: „The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe” (A pénzügyi piacok és az innováció szerepe Európa termelékenységében és növekedésében) című, 72. számú *EKB-műhelytanulmányra* (2007. szeptember), valamint az „Assessing the performance of financial systems” (A pénzügyi rendszerek teljesítményének értékelése) című cikkre, amely az EKB 2005. októberi Havi jelentésében olvasható.

## PÉNZPIACOK

Az euroövezeti pénzpiacra, amely egyszerre mind a monetáris politikához legközelebb álló piaci szegmens, „majdnem tökéletes” integráció valósult meg szinte közvetlenül az euro bevezetése után. Az övezetbeli országok EONIA-hitelkamatainak futamidők közötti szórása nulla közeli értékre zuhant az euro bevezetése után, és azóta is stabil maradt (lásd az 1. ábrát).

Az euroövezeti pénzpiacok magas fokú integrációja alól jelentős kivétel a rövid lejáratú, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok (kereskedelmi váltók, letéti jegyek) szegmense, amely továbbra is jóval szétaprosztottabb.

2007 második felében a globális pénzügyi piaci zavarhoz kötődően likviditási problémák jelentkeztek a rövid lejáratú pénzpiacokon, ami kihatott az igen rövid lejáratú pénzpiaci kamatlábak, nevezetesen az egy napos (O/N) kamatok volatilitására. Ennek egyik lehetséges magyarázata a bankok hitelkockázatai közötti nagyobb eltérésben, nem pedig a piac nagyobb fragmentáltságában, illetve az integráció alacsonyabb fokában keresendő.

## KÖTVÉNY- ÉS RÉSZVÉNYPIACOK

Az euro bevezetését megelőzően számos tényező gátolta a határon átnyúló pénzügyi tevékenységet. Ezek közül kiemelendő az árfolyamkockázat, az inflációs és kamatlábkülönbségek az egyes országok között, a különböző devizákból adódó jelentős tranzakciós költségek, valamint a befektetőket és közvetítőket sújtó devizakorlátozások. Az euro bevezetése elhárította ezeket az akadályokat, és lendületet adott az értékpapír-piaci integrációnak, bár piaci szegmestől függően eltérő mértékben.

**A pénzügyi piacok csaknem teljes mértékben integráltak...**

**...kivéve a rövid lejáratú, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok szegmensét**

**Az integráció egyértelmű jelei...**

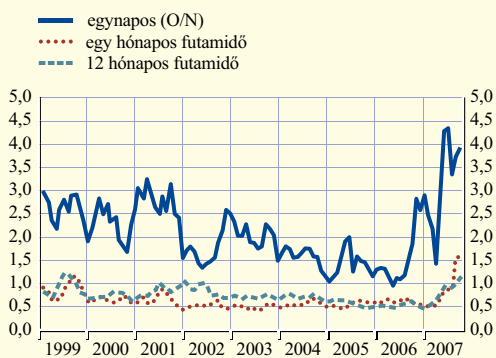
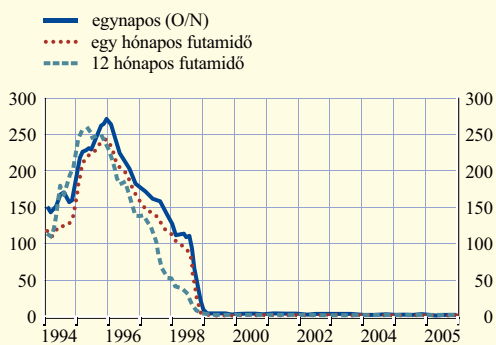
...különösen az államkötvények piacán

A vállalati kötvények piacán is előrelépés történt...

...és a részvénypiacokon is, igaz kisebb mértékben

I. ábra: Az átlagos fedezet nélküli bankközi hitelkamatlábak országok közötti szórása az euroövezet országáiban

(61 napos mozgóátlag; bázispont)



Források: az EBF és az EKB számításai.

A pénzügyi integráció leggyorsabb ütemben az állampapírpiacon fejlődött, ahol a hozamok közelítettek egymáshoz, alakulásukat egyre inkább közös tényezők befolyásolják, bár egyes lokális tényezők (likviditáskülönbségek, a különböző kötvénypiacokhoz kötött származékos eszközök fejlett piacainak elérhetősége) továbbra is szerepet játszanak. A fennmaradó különbségek a hitelkockázat (érzékelt) különbségeit is tükrözhetik, ezt azonban nem szabad az integráció hiányának jeleként kezelni.<sup>5</sup>

A monetáris unió létrejötte a vállalati kötvények piacának egységesítése területén is előrelépést hozott, hiszen a korábban devizanemek szerint szegmentált piacok egyetlen, sokszínű európai piacra olvadtak össze. Az országspecifikus tényezők ennek megfelelően veszítettek jelentőségükből a vállalati kötvények árfolyamainak és árfolyamkülönbözeteinek meghatározásában.

A határon túli kötvényállomány aránya szintén megerősíti, hogy mind az állampapírok, mind a vállalati kötvények piaca igen magas fokon integrált. A hosszú lejáratú, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok határon túli állománya jelentősen bővült az elmúlt tíz évben. A monetáris pénzügyi intézmények (MPI)<sup>6</sup> esetében az 1999-es 15%-ról 2007-ben közel 40%-ra emelkedett (lásd a 2. ábrát). Ehhez

járul, hogy a nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állománya igen alacsony szintről markánsan megnövekedett, amiből arra lehet következtetni, hogy a befektetők egyre inkább diverzifikálják portfólióikat az euroövezetben.

A részvénypiaci integráció ugyan kevésbé előrehaladott, ám már érzékelhetők a fejlődés jelei. Az 1990-es évek eleje óta a folyamat gyorsabban halad az euroövezetben, mint a világ más részein, bár a részvényhozamokban tapasztalható eltérések még mindig jórészt a helyi sokkokkal magyarázhatók (lásd a 3. ábrát). 1997 és 2005 között az euroövezeti befektetők megduplázták az euroövezeti országokban kibocsátott részvényeik állományát (euroövezeti részvényekből álló teljes portfóliójuk 29%-ára), míg a nem euroövezeti befektetők euroövezeti részvény-állománya jóval alacsonyabb szinten maradt, és csak kissé növekedett.

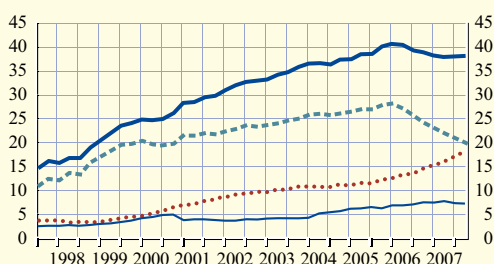
5 A német referenciahozamhoz viszonyított euroövezeti államkötvényhozam-különbségek 2007 júliusa óta tapasztalt jelentős növekedését a jelek szerint jórészt a pénzügyi piaci zavarral összefüggő likviditási aggodalmak, nem pedig a hitelkockázatok eltérései táplálták.

6 A monetáris pénzügyi intézmények az euroövezet pénzkibocsátó szektorát alkotó pénzügyi intézmények. Közéjük tartozik az eurorendszer, az euroövezeti rezidens hitelintézetek és minden olyan euroövezeti rezidens pénzügyi intézmény, amely MPI-nek nem minősülő szervezetektől betéteket, illetve betéthelyettesítőket gyűjt, továbbá saját számlájára (legalábbis gazdasági értelemben) hiteleket nyújt, illetve értékpapírokat fektet be. Ezen utolsó csoportba elsősorban a pénzpiaci alapok tartoznak.

2. ábra: Az MPI-k határon túli, euroövezeti és uniós nem MPI-k által kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokból való részesedése: állományok a kibocsátó székhelye szerint

(teljes állományból való részesedés az eurorendszert nem számítva; százalék)

- egyéb euroövezeti állampapírok és vállalati kötvények
- ... egyéb euroövezeti vállalati kötvények
- - - egyéb euroövezeti állampapírok
- az EU többi részének állampapír- és vállalati kötvény-állománya

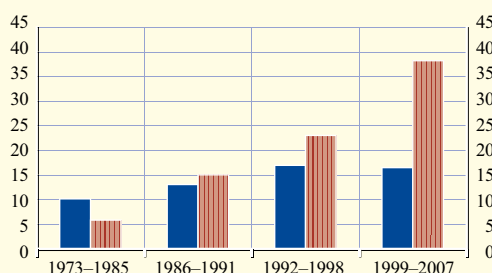


Forrás: EKB.

3. ábra: A variancia aránya a helyi részvényhozamokban, amely euroövezeti és amerikai sokkokkal magyarázható

(százalék)

- USA-beli sokkok
- EU-beli sokkok



Források: a Thomson Financial Datastream és az EKB számításai.

## BANKPIACOK

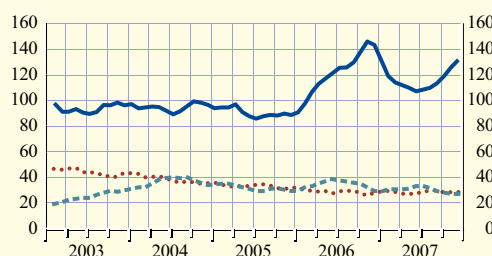
Miközben az euroövezeti bankok vállalati és tőkepiaci tevékenysége az egységesülés egyértelmű jeleit mutatja, a lakossági banki szegmens továbbra is szétaprózottabb. Így változatlanul viszonylag magas a banki kamatok euroövezeti országok közötti szórása, ezen belül elsősorban a fogyasztási hiteleké (lásd a 4. ábrát).

A banki kamatkülönbségek több tényezőtől is adódhatnak: az egyes országok gazdasági különbségeiből (pl. hitel- és kamatkockázat, a vállalatok mérete, ágazati struktúra, a tőkepiac fejlettsége), intézményi tényezőkből (pl. adózás, szabályozás, felügyelet, fogyasztóvédelem) és a pénzügyi struktúrákból (pl. a banki/tőkepiaci finanszírozás aránya, versenyképesség).<sup>7</sup> A jelentős különbségek ellenére mutatkoznak jelei a fokozatos konvergenciának.

4. ábra: Az MPI-k lakossági hitelkamatainak országok közötti szórása

(bázispont)

- fogyasztási hitel: 1–5 éves
- ... lakáshitel: változó kamat és max. egyéves fix induló kamat
- - - lakáshitel: 5–10 éves fix induló kamat



Forrás: EKB.

Összességében előrelépés, ám a lakossági szegmens integrációja lemaradásban van

<sup>7</sup> Lásd az EKB „Differences in MFI interest rates across euro area countries” („MPI-kamatkülönbségek az euroövezet országaiban”) című, 2006. szeptemberében kiadott jelentését.

## 6.3 A PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ MOZGATÓRUGÓI ÉS AKADÁLYAI

### 6.3.1 PÉNZPIACOK

#### A PIACI INFRASTRUKTÚRA INTEGRÁCIÓJA MINT A HALADÁS ESZKÖZE

A pénzügyi integráció elérésének és fenntartásának egyik kulcstényezője az euroövezet nagy értékű fizetési tranzakciókat feldolgozó rendszereinek nagyfokú egységesítése, amelynek révén övezeti szinten biztonságosan és hatékonyan lehet kezelni a bankközi fizetési tranzakciókat.

Az eurobevezetést megelőzően az összes leendő euroövezeti tagnak saját nemzeti valutája, monetáris politikája, pénzügyi piaca, valamint fizetési és elszámolási infrastruktúrája volt. Bár ezek hosszú évtizedeken keresztül nagy szolgálatot tettek, az euroövezet szempontjából elégtelennek bizonyultak. A szétaprózottság és a közös infrastruktúra hiánya akadályozta az országhatáron túli tevékenységet. Egyértelmű volt, hogy egy ilyen fragmentált infrastruktúra nem lesz képes kielégítően támogatni sem az EKB monetáris politikáját, sem az europénzügyi piacot. Ezért az illetékesek úgy döntöttek, hogy új rendszereket hoznak létre az eurofizetések központi banki pénzügyben történő elszámolására, valamint az euroövezet hitelműveletei során a fedezetek határon túli biztosítására. A két rendszer a TARGET<sup>8</sup>, illetve a központi bankok levelezőbanki modellje (Correspondent Central Banking Model – CCBM) nevet kapta.

A központi bank a „bankok bankja”. Amikor a bankok nagy összegű pénzforgalmi műveleteket hajtanak végre egymás között, szívesebben számolják el őket a központi bank könyveiben, hogy elkerüljék a bankközi hitelkockázatnak való kitettséget. A valós idejű bruttó elszámolási rendszerekben a fizetéseket központi banki pénzügyben fogadják, napközbeni véglegesség vonatkozik rájuk, és azonnal újrafelhasználhatók. A TARGET 1999. januári indulásával az eurorendszer egy ilyen szolgáltatást hozott létre az euro viszonylatában.

Üzembe helyezése óta a rendszer az eurofizetések feldolgozásának etalonjává vált a sebesség, a megbízhatóság, az üzemidő és a szolgáltatási szint tekintetében. Az eurorendszert érintő műveletekhez közvetlenül kapcsolódó fizetéseket a TARGET-en keresztül számolják el. Ily módon valamely monetáris politikai művelet elszámolása érinti az adott tranzakcióban részt vevő partnerek számláit. Mivel nem minden hitelintézet kapcsolódik be az eurorendszer műveleteibe, ezek likviditási hatása a pénzügyi piac közvetítésével később újra szétterül a bankrendszerben. A pénzügyi tranzakciók olyan pénzforgalmi tranzakciókat eredményeznek, amelyeket szintén jórészt a TARGET-en keresztül számolnak el. A rendszer nyitottsága révén valamennyi hitelintézet közvetlenül igénybe veheti a közös jegybankpénzes elszámolási rendszereket anélkül, hogy versenytársakhoz kellene fordulnia. Az euroövezetbeli partnerek tehát közvetlenül egymás között utalhatnak át központi banki eszközöket azonnali, napközbeni véglegességgel. A szolgáltatás egyes euroövezeten kívüli EU-tagállamokban is elérhető, mégpedig azokban, amelyek központi bankjai önkéntes alapon bekapcsolódtak a rendszerbe.

Mivel a TARGET a nagy összegű és időkritikus bankközi pénzforgalom infrastrukturális gerincét képezi, ezenkívül meg kíván felelni az ügyfelek és általában a pénzügyi piacok igényeinek, hosszú nyitvatartási idővel üzemel minden nap, kivéve szombaton, vasárnap és az év hat másik napján. Az üzemelési napok gyakorlatilag megegyeznek euro pénzügyi piacok és az eurós devizatranzakciók elszámolási napjával.

<sup>8</sup> Transzeurópai automatizált valós idejű bruttó elszámolás (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer – TARGET).

Az eurorendszer TARGET- és CCBM-szolgáltatása támogatja az eurót és a pénzügyi piacot

A TARGET biztonságos és hatékony teljesítést tesz lehetővé...

...továbbá segíti a monetáris politika megvalósítását

A TARGET-et eredetileg a minimális harmonizáció és a decentralizált architektúra elvére alapozva tervezték, amely a létező országos rendszereket kapcsolta volna össze. A pénzügyi intézmények részéről azonban egyre nagyobb igény lépett fel a fejlettebb, harmonizált szolgáltatások iránt; erre reagálva az eurorendszer 2002 októberében egy magasabb szintű alkalmazás fejlesztésébe kezdett, amely lehetővé tette a „rendszerek rendszere” megközelítéstől az egységes közös platform felé való elmozdulást. A TARGET második generációs változata, a TARGET2 2007. november 19-én kezdte meg működését, és 2008. május 19-én teljes egészében átvette a TARGET feladatait.

Az új rendszer várhatóan tovább mélyíti a nagy összegű pénzforgalom integrációját azáltal, hogy a partnereknek a következőket biztosítja: harmonizált szolgáltatási szint; egységes tarifarendszer mind a bel-földi, mind az államhatáron átnyúló ügyletek tekintetében; és harmonizált készpénzes, központi banki pénzben végrehajtott elszámolási szolgáltatások a legtöbb euróban működő fizetési és értékpapír-átutalási rendszer végleges kiegyenlítéséhez. Az új rendszer azt is lehetővé teszi a bankok számára, hogy tovább optimalizálják pénzforgalmukat és likviditásmenedzsmentjüket. Míg korábban az egyszerre több országban működő felhasználóknak számos műszaki kommunikációs felületet fenn kellett tartaniuk az előző rendszerrel, addig most egyetlen központi helyről figyelemmel tudják kísérni különböző országokban működő fiókjaik számláit. Emellett pénzforgalmi ügyleteik centralizálására is lehetőség nyílik, aminek köszönhetően a rendszer további előnyöket biztosít számukra a méretgazdaságosságból, a valószínűleg nagyobb sebességhez és a jobb minőséghez köthető hatékonyságnövekedésből, valamint a gyorsan fejlődő pénzforgalmi piachoz való jobb alkalmazkodó képességéből adódóan.

Az euroövezet pénzügyi piacainak 1999. januári gyors integrációját nagyban előmozdították a TARGET elszámolási szolgáltatásai és a rendszer zavartalan üzemelése. Megjegyzendő továbbá, hogy míg 1999-ben 21 nagy összegű eurós fizetési rendszer létezett, addig 2008-ban már csak három. A rendszer létrehozása, zökkenőmentes működése és folyamatos fejlesztése ékesen példázza az eurorendszer szolgáltatásainak a piaci infrastruktúrák, és rajtuk keresztül a hozzájuk kapcsolódó pénzügyi piaci szegmensek integrációjának előmozdításában játszott sikeres szerepét. A jelenleg működő rendszerek között a TARGET2 rendelkezik a legnagyobb piaci részesedéssel mind a fizetési tranzakciók értékét, mind volumenét tekintve.<sup>9</sup> Jelenleg nagyjából 2400 milliárd eurós napi forgalmat bonyolít le, vagyis három és fél munkanapi forgalma meg egyezik az euroövezet teljes éves GDP-jével. Legnagyobb napi forgalma eddig 3387 milliárd euro volt.

A CCBM az eurorendszer másik olyan fontos szolgáltatása, amely segíti a pénzügyi integrációt. A modellt a fedezetek határon túli átutalására találták ki az euroövezet vonatkozásában. Az alapokmány értelmében az eurorendszer valamennyi hitelműveletéhez megfelelő fedezetnek kell rendelkezésre állnia. Az eurorendszer működési keretrendszere továbbá azt is kiköti, hogy az eurorendszer hitelműveletei szempontjából elfogadhatónak minősülő eszközöket az eurorendszer összes partnere igénybe veheti fedezetként, függetlenül a partner vagy az eszköz tartózkodási helyétől.

Az euro bevezetésekor az európai értékpapír-piaci infrastruktúrák igen szegmentáltak voltak, elsősorban az értékpapír-elszámolási rendszerek kapcsolati hálózata volt hiányos. Lévén, hogy nem létezett megfelelő piaci szabályozás a fedezetek határon átvitelő mobilizálására, az eurorendszer 1999-ben átmeneti megoldásként bevezette a CCBM-et abból a megfontolásból kiindulva, hogy a piac idővel majd talál megoldást. Ebben a rendszerben a partnerek „hazai” központi bankjuktól kapják a hitelt, amelyhez a fedezetet az eurorendszer egy másik központi bankjának („levelező központi bank”) utalják át. Az eurorendszer hitelműveletei során idővel ez a szolgáltatás vált a határon átnyúló fedezethasználat fő csatornájává.

<sup>9</sup> Az összes euróban működő, nagy összegű fizetési rendszer forgalmának érték tekintetében 89%-át, volumen tekintetében 60%-át a TARGET2 adja. A rendszer napi átlagban több mint 360 000 tranzakciót dolgoz fel, egyszersmind a világ egyik legnagyobb nagy összegű fizetési rendszere az USA-beli Fedwire és a devizatranzakciók teljesítési nemzetközi rendszere, a Folyamatosan Kapcsolt Teljesítési Rendszer (Continuous Linked Settlement – CLS) mellett.

**Befejeződött az átállás az egységes platformra**

**A TARGET2 révén még egységesebbek és még hatékonyabbak lesznek a nagy összegű fizetési tranzakciók**

**A napi forgalom 2400 milliárd euro**

**A CCBM elősegítette a fedezetek határon átnyúló átutalását...**

...támogatva a fedezetek mind gyakoribb határon túli igénybevételét

A CCBM szolgáltatás rendkívüli mértékben hozzájárult az eurorendszer fedezeti keretrendszerének működéséhez, és nagyban támogatta a határon átnyúló fedezethasználat elterjedését. Az eurorendszer partnerei ténylegesen diverzifikálták fedezeti portfóliójukat, mégpedig úgy, hogy fedezeteiket egyre nagyobb hányadban más euroövezeti országból származó eszközökbe fektették. A több országban tevékenykedő bankcsoportok egyre szívesebben centralizálják csoport szinten likviditás- és fedezetmenedzsmentjüket. A rendszeren átfutott fedezetek értéke az 1999-es 162,7 milliárd euróról 2007 decemberére 557,9 milliárd euróra emelkedett, utóbbi az eurorendszernek akkor átutalt összes fedezet értékének 39,6%-át tette ki (lásd az 5. ábrát). 2006-ban a fedezetek határon átnyúló igénybevétele az eurorendszernek eljuttatott összes fedezet

50,2%-át tette ki, vagyis első ízben haladta meg az országhatáron belüli felhasználás mértékét. 2007-ben relatív értéken a határon átnyúló fedezettranszferek 81,5%-a a CCBM-en keresztül érte el célját, míg a kapcsolatokon keresztül eljuttatott fedezetek aránya 18,5%-ot tett ki.

Jelenleg erőfeszítések történnek az eurorendszer e szolgáltatásának további javítására egységes műszaki platform létrehozásán keresztül (CCBM2), amelynek célja ugyanazt a szolgáltatást biztosítani mind az országhatáron belüli, mind az azon kívüli fedezeti tranzakciókhoz. A platform először is magasabb színvonalú fedezetkezelési rendszert biztosít az eurorendszer számára, ugyanakkor komoly lehetőséget nyit meg az eurorendszer partnerei előtt a back office egyszerűsítésére és olcsóbbá tételére, valamint a fedezet- és likviditásmenedzsment optimalizálására. További előnye a TARGET2-vel és a TARGET2-Értékpapírral való átfedés (lásd alább a kötvény- és a részvénypiacokkal foglalkozó pontot). Az eurorendszer, hogy a partnerek igényeit maximálisan figyelembe vegye, új rendszer kifejlesztésén dolgozik a piaci szereplőkkel szoros együttműködésben.

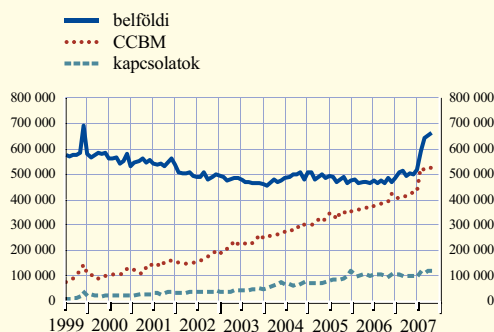
## LEPÉSEK A RÖVID LEJÁRATÚ ÉRTÉKPAPÍRPIAC SZÉTAPRÓZOTTÁGÁNAK FELSZÁMOLÁSÁRA

Korábban kifejtettük, hogy a rövid lejáratú, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok euroövezeti piacra továbbra is meglehetősen szétaprózott. Az eltérő piaci szabványok nagyban akadályozták a páneurópai piac kialakulását. Ebben a helyzetben indult el 2001-ben az Euribor ACI<sup>10</sup> rövid lejáratú európai értékpapír (Short Term European Paper – STEP) nevű kezdeményezése, amelynek célja (i) olyan közös piaci szabványok és gyakorlat meghatározása, amely alkalmas a piaci integráció előmozdítására; és (ii) annak elősegítése, hogy piaci szereplők önkéntes alapon betartsák ezeket a szabványokat. Utóbbit oly módon próbálja elérni, hogy közös tanúsítványt ad ki a keretrendszerrel összhangban végrehajtott kibocsátási programokhoz.

2006 júniusában az Euribor ACI és az Euribor Európai Bankszövetség<sup>11</sup> aláírta a STEP piaci konvenciót, amely a STEP-tanúsítványnak a kibocsátott, rövid lejáratú, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokhoz való odaítélésének és visszavonásának kritériumait és eljárásait tartalmazza. Az új piacot hamar elfogadták. 2007 szeptemberében például az euróban denominált, STEP-tanúsítvánnyal ellátott értékpapírok már hoz-

5. ábra: A partnerek által az eurorendszer hitelműveleteihez átutalt fedezet értéke

(milliárd EUR)



Forrás: EKB.

Zajlik a fedezetelszámolási szolgáltatások továbbfejlesztése

A STEP kezdeményezés célja közös piaci szabványok kidolgozása...

...amely 2006 júniusában útjára is indult



závetőleg 30%-át tették ki a világ euróban denominált, nem kormányzati szektor által kibocsátott, rövid lejáratú értékpapír-állományának. 2006 júliusában, tehát egy hónappal a piaci konvenció aláírása után, a programok volumene 60 milliárd eurót tett ki, 2007 decemberére azonban már elérte a 320 milliárd eurót.

Noha a STEP piaci kezdeményezés volt a rövid lejáratú, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok szegmense integrációjának előmozdítására, az eurorendszer kulcsszerepet játszott sikerében. Az EKB a projekt indulásakor nyújtott szakmai segítségen kívül a fejlesztésbe és a megvalósításba is bekapcsolódott. Az előkészítő szakaszban ő kapta az érintett piaci szereplők koordinációjának feladatát, részt vett a piaci konvenció kidolgozásában, jogi tanácsot adott, valamint a piac és a lakosság tájékoztatásából is kivette részét. Az új piac hivatalos megnyitása óta kilenc eurorendszerbeli NKB-val együtt műszaki segítséget nyújtott a STEP Titkárságának. Rendszeres statisztikákat készített a STEP-piaci hozamokról és volumenekről, majd honlapján közzétette őket. A folyamatosan fejlesztett statisztikák alapvető fontosságúak a piac átláthatóságának javításában. Mindez fontos szerepet játszik majd a rövid lejáratú értékpapírok európai piaca további integrációjának előmozdításában az elkövetkező években.

### 6.3.2 KÖTVÉNY- ÉS RÉSZVÉNYPIACOK

#### ELŐRELÉPÉS AZ EU PÉNZÜGYI SZABÁLYOZÁSI ÉS FELÜGYELETI KERETRENDSZERÉNEK VONATKOZÁSÁBAN

Az euroövezet kötvény- és részvénytőzsi integrációjának előrehaladása jól példázza, hogy az állami szféra miként képes leküzdeni a határon átnyúló pénzügyi tevékenység útjában álló elvi-stratégiai akadályokat. Az euro bevezetésével világossá vált, hogy a közös valutának a pénzügyi integráció előmozdításához kötődő előnyeit csak akkor lehet maradéktalanul kiaknázni, ha továbbfejlesztett uniós keretrendszer is csatlakozik hozzá, amely felszámolja a határon átnyúló tevékenység útjában álló akadályokat, és megőrzi az egységes piac stabilitását. E témában két fontos kezdeményezés történt az elmúlt években: a pénzügyi szolgáltatások cselekvési terve (Financial Services Action Plan – FSAP) és a pénzügyi szabályozás és felügyelet ügynevezett Lámfalussy-keretrendszerének létrehozása.

Az elsőt 1999-ben indították útra, lényege az EU pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó jogszabályainak átfogó módosítása volt. Az FSAP 42 lényeges jogi kezdeményezést foglalt magában az Európai Bizottság javaslatára. A változtatás célja a jelenlegi uniós szabályok piaci folyamatokhoz igazodó aktualizálása, továbbá az uniós szabályozási harmonizáció szintjének kiterjesztése az egységes piaccal mint célkitűzéssel összhangban. Noha az FSAP célközönsége a teljes pénzügyi szektor volt, a legtöbb kezdeményezés az értékpapírpiacokat érintette. Ide kapcsolódó nagyobb horderejű intézkedések a pénzügyi eszközök piacáról szóló irányelv (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID), az átláthatóságról szóló irányelv, a piaci visszaélésekről szóló irányelv és a kibocsátási tájékoztatókról szóló irányelv.<sup>12</sup>

A Bizottság az FSAP eredményeire építve 2005 decemberében fehér könyvet fogadott el az EU 2005 és 2010 közötti pénzügyi szolgáltatási politikájáról. A dokumentum kijelenti, hogy az elkövetkező években az uniós pénzügyi szolgáltatási politikájának súlypontja – különösen az értékpapírpiacokon – az FSAP intézkedéseinek eredményes és következetes megvalósítása, továbbá az EU hatályos jogszabályainak megszilárdítása és egyszerűsítése. További elvi-stratégiai kezdeményezések csupán néhány, gondosan megválasztott területen (elszámolás és teljesítés, lakossági pénzügyi szolgáltatások) valószínűsíthetők.

A pénzügyi szabályozás és felügyelet Lámfalussy Sándor nevével fémjelzett keretrendszerét 2001-ben vezették be az értékpapírok területén. A keretrendszer jelentősen felgyorsította és rugalmasabbá tette az EU szabá-

12 A 2004. novemberi *Havi jelentésben* megjelent „Developments in the EU framework for financial regulation, supervision and stability” („Fejlesztések az EU pénzügyi szabályozási, felügyeleti és stabilitási keretrendszerével kapcsolatban”) című cikk áttekinti az FSAP-vel kapcsolatos legfontosabb intézkedéseket.

Az eurorendszer katalizátorszerepe nélkülözhetetlen a STEP sikerében

A fejlődést segíti a közszféra eredményes szerepvállalása...

...beleértve a pénzügyi szolgáltatások cselekvési tervét...

...az utómunkálatok 2005–10-es stratégiáját...

...és a Lámfalussy-keretrendszer bevezetését

lyozási folyamatát, egyszersmind elősegítette az EU-szabályok tagállami szintű implementálását, különös tekintettel az FSAP keretében elfogadott értékpapíripiacokról szóló irányelvekre. A Lámfalussy-keretrendszer innovatív, négyzetes megközelítést alkalmaz a pénzügyi jogszabályokra: a jogszabály alapelveit továbbra is a megszokott jogszabály-alkotási rend szerint fektetik le, a döntéshozatal az Európai Parlamentben és a Tanácsban történik (1. szint). Viszont a jogszabály azon technikai részleteiről, amelyeknek összhangban kell maradniuk a piaci és a szabályozási folyamatokkal, a Bizottság egyszerűsített és gyorsított eljárás (2. szint) keretében is rendelkezhet az illetékes tagállami és európai hatóságok alkotta ágazati szabályozási bizottságok bevonásával. A 3. szinten az országos felügyeleti ágazati bizottságai igyekeznek biztosítani az 1. és a 2. szintű intézkedések következetes és időbeni megvalósítását tagállami szinten. Végül a 4. szint az uniós törvények betartásának megerősítésére hozott intézkedésekhez kapcsolódik, amit a tagállamok, ezek szabályozói szervei és a magánszféra közötti megerősített együttműködés támogat.<sup>13</sup>

A keretrendszer 2003 óta a bank- és a biztosítási szektorban is megvalósult. Működését a gyakorlatban gondosan nyomon követték, már számos ponton javították, illetve javítják. Az intézkedések fő célja a keretrendszer előnyeinek maradéktalan kiaknázása a felügyeleti munka közelítésének és az együttműködésnek az elősegítése szempontjából az uniós szabályok megvalósítása során.

Az EKB és az eurorendszer aktív szerepet vállalt mind az FSAP, mind a Lámfalussy-keretrendszer létrehozásában, gyakorlati megvalósításában, valamint a hozzájuk kapcsolódó utólagos kezdeményezésekben, amelyekről a 7. fejezetben esik szó.

## TOVÁBB KELL FOKOZNI AZ ÉRTÉKPAPÍRPIACI INFRASTRUKTÚRÁK INTEGRÁCIÓJÁT

A kötvény- és részvénypiacok integrációja a mögöttük álló infrastruktúra integrációjára támaszkodik, különösen az értékpapír-elszámolási rendszerek és a központi szerződő felek háttér-infrastruktúrájára. Az értékpapír-infrastruktúrák egységesülése azonban nem tartott lépést a nagy összegű pénzforgalom infrastruktúrájával. Ez elsősorban azzal magyarázható, hogy az értékpapíroknak sokkal nagyobb a belső komplexitása, ami országonként eltérő piaci gyakorlatot, valamint jogi, szabályozási és fiskális berendezkedést eredményezett. Mióta a TARGET 1999-ben megkezdte működését, az országhatáron túli pénzforgalom a teljes volumen 20-25%-át, és a teljes érték 35%-át tette ki. Ezzel szemben, jóllehet az értékpapír-elszámolási rendszerek nagy erőfeszítéseket tettek egymás közötti kapcsolatok létesítésére, ezeket alig vették igénybe (a teljes volumen/érték kevesebb mint 1%-ának megfelelő mértékben).

Ha a kötvények kereskedést követő infrastruktúrája szétaprózott, a részvényeké még szétaprózottabb. A kötvények határon átnyúló elszámolása jórészt két nemzetközi központi értéktárra koncentrálódik, míg a részvények országhatáron átnyúló elszámolásának helye túlnyomórészt még mindig az egyes országok központi értéktára.

A nagyfokú fragmentáltság komoly kereskedés utáni költségként jelentkezik az unión belüli határon átnyúló értékpapír-tranzakciókban, csökkenti a méretgazdaságosság nyújtotta lehetőségeket és akadályozza az egyenlő játékszabályok kialakulását európai szinten. Bár Európa és az Egyesült Államok gazdaságának mérete hasonló, előbbi elmarad utóbbtól mind az értékpapír-tranzakciók volumene, mind költsége tekintetében. A költségkülönbség a határon átnyúló elszámolásban a legszembetűnőbb.

Számos lényeges, egymást kiegészítő állami és magánkezdeményezés történt a helyzet orvoslására. Először is, sikerült azonosítani az integráció eltérő piaci gyakorlatból, továbbá jogi, szabályozási és fiskális feltételekből eredő akadályait, és már megindultak az erőfeszítések ezek felszámolására. Másodszor, az

<sup>13</sup> Lásd az említett cikket, amelyben a Lámfalussy-keretrendszerrel is részletesebb leírás található.

Az eurorendszer tanácsadói szerepén keresztül kapcsolódott be a folyamatba

Az értékpapír-piaci infrastruktúra korlátozott integráltsága...

...magas tranzakciós díjakat eredményez

Számos kezdeményezés a helyzet javítására

integráció és a verseny fokozására ágazati érdekelt csoportok 2006 novemberében aláírták az „Elszámolás és teljesítés etikai kódexe” című dokumentumot, amelynek gyakorlatba való átültetését gondosan figyelemmel kísérik. Harmadszor, az országos értékpapír-elszámolási és -teljesítési rendszerek legmagasabb biztonsági és hatékonysági szabványok felé való közelítésére a KBER és az Európai Értékpapír-szabályozók Bizottsága (Committee of European Securities Regulators) közös ajánlásokat fogalmaz meg az EU kereskedés utáni infrastruktúrájának biztonságosabbá és ésszerűbbé tételére.

A jelenlegi stratégiából – amely az egységes piac megvalósítását szolgáló integrált értékpapír-infrastruktúrára összpontosít – hiányzik a közös, semleges elszámolási platform létrehozása, amelynek célja a rendszerek közötti hatékony együttműködési képesség (interoperabilitás) és a verseny előmozdítása a szolgáltatók között. Az eurorendszer – kihasználva azon képességét, hogy központi banki szolgáltatásokon keresztül elő tudja segíteni a pénzügyi integrációt – a közelmúltban azt javasolta, hogy a TARGET2-Értékpapír (T2É) nevű kezdeményezés töltse be ezt az űrt.

A kezdeményezés arra alapul, hogy a központi értéktárak és a központi bankok szolgáltatásai szorosan összefonódnak az értékpapírok terén. Az értékpapírokkal való kereskedés jellemzően az értékpapír átadásával (értékpapíros szakasz) és pénzáttalalással (készpénzes szakasz) jár. Amennyiben a készpénzes szakaszt központi banki elszámolóintézményben számolják el, központi banki pénzben végrehajtott elszámolásról beszélünk. A hitelkockázat elkerülésére, az egyik szakasz teljesülése a másik teljesülésének feltétele (szakkifejezéssel „szállítás fizetés ellenében”). Viszont annak ellenére, hogy ez a szolgáltatás rendkívül hatékonyan működik az egyes országokban, Európában határon átnyúló ügyletek viszonylatában egyelőre alig elérhető.

Az értékpapírszámla és a központi banki pénzszámla ugyanazon elszámolási platformon való vezetése a ma ismert leghatékonyabb módja az értékpapírügyletek két (értékpapíros és készpénzes) szakasza elszámolásának. A TARGET2 üzembe helyezésével az eurorendszer immár egységes platformon, központi banki pénzben számol el fizetési tranzakciókat (készpénzes szakasz). Az értékpapírok azonban még mindig több platformon (központi értéktárak) találhatóak. A központi banki pénzszámlák több értékpapírplatformra való kiserződöttese gyakorlatilag kiiktatta volna az egységes fizetési platform nyújtotta előnyöket.

Éppen ezért a T2É kezdeményezés keretében az eurorendszer azt javasolja, hogy az értékpapírplatformok értékpapírszámláikat egy semleges, egységes platformnak (fizetések egységes platformja) szerződtesék ki, amelyet az eurorendszer üzemeltetne. Valamennyi értékpapírplatformnak lehetősége lesz a T2É-be integrálni elszámolását, aminek célja teljes körben integrálni minden elszámolási tevékenységet, és ezáltal a határon átnyúló elszámolást ugyanolyan olcsóvá és hatékonyá tenni, mint a belföldit.

A T2É mind a méretgazdaságosság, mind a verseny szempontjából előnyös lenne. A méretgazdaságossági előnyöket az értékpapírok és a jegybankpénzes elszámolás egységes platformja biztosítaná. Ez nem csak alacsonyabb tarifákat eredményezne, különösen a határon átnyúló elszámolás tekintetében, hanem lehetővé tenné a piaci szereplők számára likviditásuk és fedezeteik összevonását (pooling), csökkentve így alternatívaköltségüket. Ami pedig a versenyt illeti, az értékpapírplatformok a teljesítés kivételével továbbra is kínálnák szolgáltatásaikat. A közös elszámolási modul segítségével a piaci szereplők és a befektetők könnyebben eldönthetnék, hol kívánnak egy adott értékpapírt tartani. A T2É arra fogja ösztönözni az értékpapírplatformokat, hogy ajánlják fel partnereiknek értékpapír-állományuk centralizálásának lehetőségét egyetlen helyre. Mindez megkönnyítené a szolgáltató kiválasztását a költségek és a szolgáltatási szint, nem pedig az értékpapír fizikai elhelyezkedése alapján. A megnövekedett verseny várhatóan alacsonyabb tarifákat eredményez.

A kezdeményezés kibontakozása során az eurorendszer ügyel arra, hogy valamennyi érdekelt részt vegyen a folyamatban és kifejthesse véleményét. A projekt eddig megfogalmazott célkitűzései hosszú hónapok intenzív együttműködésének eredményei értéktári, banki és jegybanki szakértők szái között. Az ágazat

**Az eurorendszer elszámolási platformja (T2É) mint kiegészítő erőfeszítés**

**A T2É révén ugyanolyan olcsóvá és hatékonyá válik a határon átnyúló teljesítés, mint a belföldi...**

**...hatékonyabbá válik a likviditás és a fedezetek felhasználása...**

**...és élénkül a verseny**

**A projekt sorsáról végső döntés 2008 közepén**

a nemzetközi bankok szabályozási és felügyeleti keretrendszerének javítása

Számos uniós intézkedés az elvi-stratégiai akadályok lebontására...

...amit az eurorendszer is támogat

nagya értékeli ezt a fajta megközelítést, amely a projekt következő szakaszát is jellemzi majd. A Kormányzótanács várhatóan 2008 nyarán dönti el, hogy elindítja-e a projekt következő szakaszát. A T2É a tervek szerint 2013-ban kezdi meg működését.

### 6.3.3 BANKPIACOK

#### A NEMZETKÖZI BANKI TEVÉKENYSÉG PIACVEZÉRELT FOLYAMAT

A határon átnyúló tevékenységet folytató bankcsoportok kulcsszerepet játszanak az integrációs folyamatban, mivel élénkítik a versenyt és – lévén, hogy tevékenységük több jogrendszeren átível – terjesztik a pénzügyi termékek és szolgáltatások innovációját. A nemzetközi banki tevékenység elvi-stratégiai akadályainak felszámolása éppen ezért fontos kérdéssé vált az elmúlt években. A figyelem középpontjában a határon átnyúló egyesületek és felvásárlások akadályainak kiiktatása, valamint a nemzetközi bankcsoportok hatékony működésének folyamatos támogatása áll.

Számos kezdeményezés indult a nemzetközi bankok uniós keretrendszerének tökéletesítésére a banki szabályozás és a felügyelet, a piaci magatartás felügyelete, az adózás és a vállalati jog terén.<sup>14</sup> Az egyik fontos témakör a nemzetközi bankcsoportok felügyeletének összehangolása és a nemzeti előírások közeletítésének támogatása volt. Ebben a tekintetben mérföldkőnek számított a tőkekövetelményről szóló irányelv (Capital Requirements Directive – CRD)<sup>15</sup> keretében 2006-ban elfogadott, a székhely és a befogadó ország közötti interakciót szabályozó keretrendszer megerősítése, valamint a Lámfalussy-keretrendszer imént vázolt, bankszektorra való kiterjesztése. Eközben már megindultak a kezdeményezések az EU felügyeleti rendjének további megerősítésére (lásd a 7. fejezetet).

A Bizottság pénzügyi szolgáltatásokkal kapcsolatos, 2005 és 2010 közötti stratégiája emellett számos átgondolt, célzott intézkedéssel kívánja elősegíteni a határon túli lakossági banki tevékenységet, például a jelzáloghitelezés és az ügyfélmobilitás témakörében – ez utóbbi a bankszámlákkal és a hiteladatok külföldi hozzáférhetőségével függ össze.

Az EKB és az eurorendszer mellett, hogy bekapcsolódik a nemzetközi bankok uniós keretrendszerének megerősítését célzó munkába, információkat gyűjt az EU-n belül jelentős nemzetközi tevékenységet folytató bankcsoportokról. A Bankfelügyeleti Bizottság 2002 óta kétévente felmérést készít a bankcsoportok ezen köréről. Az eddigi három felmérés tanúsága szerint az elmúlt években fokozódott a nemzetközi tevékenység, jórészt határon átnyúló egyesületek és felvásárlások eredményeként. Míg a felmérésbe bevont bankcsoportok köre alig nőtt – 2001 és 2006 között 41-ről 46-ra –, a minta összesített vagyonelemei ugyanezen időszak alatt 54%-kal bővültek, az EU konszolidált bankvagyonában való részesedésük pedig 68%-ra emelkedett. Elmondható tehát, hogy a jelentős nemzetközi tevékenységet folytató bankok az EU összes bankeszközeinek tekintélyes – és egyre növekvő – hányadát birtokolják.<sup>16</sup>

14 Az EKB „Financial integration in Europe” („Pénzügyi integráció Európában”) című kiadványának 2007-es számában található a „Strengthening the EU framework for cross-border banks” („A nemzetközi bankok uniós keretrendszerének megerősítése”) című cikk, amely áttekinti a vonatkozó elvi-stratégiai kezdeményezéseket.

15 A CRD átfogóbb és kockázatérékenyebb banki tőkeemfelelési követelmények szerint valósította meg uniós szinten a mérföldkőnek számító Bazel-II nemzetközi egyezményt. Többek között számos további elemet bevezetett, figyelembe véve az EU sajátosságait. Külön említést érdemel, hogy a CRD-ben – tekintettel az uniós pénzügyi integráció előrehaladott voltára, és ennek megfelelően a hatóságok közötti szoros rendszerszerű kapcsolatokra és nagyfokú kölcsönös függésre – szigorúbb követelmények szabályozzák a hazai és a befogadó felügyeletek közötti együttműködést.

16 A 2001-es és 2003-as feltérképezés érvényességi köréről és eredményeiről további részletek az EKB uniós banki struktúrákat vizsgáló 2005-ös jelentésének „International activities of large banking groups” (A nagy bankcsoportok nemzetközi tevékenysége) című cikkében találhatók. A 2006-os jelentés a 2005-ös feltérképezés legfőbb eredményeit ismerteti. A 2005-ös eredmények értékelése a „Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution” („A Lámfalussy-keretrendszer felülvizsgálata – Az eurorendszer helyzetértékelése”) című kiadványban is megtalálható az EKB honlapján, a <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf> internetes címen.

## ÚTON A KIS ÖSSZEGŰ FIZETÉSI FORGALOM INTEGRÁLT EUROÖVEZETI INFRASTRUKTÚRÁJA FELÉ

Az országhatáron átnyúló banki tevékenységet hátráltatja a kis összegű fizetések infrastruktúrájának viszonylag nagyfokú szétaprózottsága. Minden országnak saját fizetési instrumentumai vannak, az átutalással, beszedéssel és kártyával végrehajtott fizetéseket külön pénzforgalmi szabványok szerint végzik. Az eurorendszer fokozottan érdekelt abban, hogy létrejöjjön a kis összegű fizetések integrált piaca, amelyen közös euroövezeti fizetési instrumentumokat használnának, ez ugyanis logikus következménye az euro bevezetésének.

Az elmúlt tíz év során az eurorendszer egyfajta katalizátorszerepet töltött be a reformok tekintetében, több jelentést készített a szétaprózottság okairól és a lehetséges kiutakról, továbbá megfogalmazta az elérendő célokat. Még 1999-ben rávilágított, hogy különösen a határon átnyúló átutalások ára lényegesen magasabb, átutalási idejük pedig jóval hosszabb, mint a belföldieké.<sup>17</sup> Ezek a hatékonysági problémák részben a levelezőbanki tevékenység túlsúlyának és a megfelelő euroövezeti bankközi infrastruktúrák hiányának tudhatók be. 2000-ben az eurorendszer rámutatott<sup>18</sup>, hogy a bankszektorban tapasztalt némi előrelépés ellenére nem csökkentek a határon átnyúló tranzakciók fogyasztói árai. További iránymutatás gyanánt az EKB konkrét menetrendet tett közzé az euroátutalások modern, kis összegű pénzforgalmi infrastruktúrájának kifejlesztésére.<sup>19</sup>

2001 decemberében az Európai Parlament és a Tanács rendeletet alkotott, amely többek között azonos fogyasztói árakat írt elő a külföldi és a belföldi euro-pénzforgalom tekintetében. Noha a dokumentum némi javulást eredményezett a fogyasztó szempontjából, a bankszektor előtt még mindig jókora út állt a pán-európai szolgáltatási infrastruktúra kiépítésében. 2002 elején a bankszektor megalapította az Európai Pénzforgalmi Tanácsot (European Payments Council), amely stratégiát dolgozott ki az Egységes Euro-pénzforgalmi Övezet (Single Euro Payments Area – SEPA) létrehozására.<sup>20</sup>

2002 óta az eurorendszer határozottan támogatja a bankszektor, emellett kijelölte egy olyan modern pénzforgalmi infrastruktúra kialakításának irányát és menetrendjét, amely képes reagálni az euroövezeti ügyfelek igényeire.<sup>21</sup> Az európai bankszektor komoly erőfeszítéseket tett a kis összegű, határon átnyúló fizetések hatékonyságának javítására. Az erőfeszítéseknek három fő célja volt: az átutalások, a beszedés és a kártyás fizetés tekintetében egyetlen szabályrendszer megalkotása, amely az euro-pénzforgalmi piac valamennyi szereplőjére érvényes; Európa teljes területén egyenlő hozzáférés a szolgáltatók és a felhasználók számára; és egyenlő bánásmód az összes piaci szereplővel szemben. Mindez összességében egyértelműen növelte a szabályok és a feltételek átláthatóságát.

A pénzügyi szolgáltatásokról szóló, 2007 végén elfogadott irányelv alkotja a SEPA-s fizetések jogi keretrendszerét. A jogszabályt 2009. november 1-ig valamennyi EU-tagállamnak át kell ültetnie a gyakorlatba. Az irányelv célja nagyobb versenyt kialakítani a pénzforgalmi piacokon a piaci belépés akadályainak elhárításán keresztül. A dokumentum továbbá egyszerűsített és teljes mértékben harmonizált jogi keretrendszert hoz létre az információs követelmények, valamint a pénzforgalmi szolgáltatások biztosításához, illetve igénybevételéhez kapcsolódó jogok és köteleességek tekintetében.

17 Lásd az EKB 1999. szeptember 13-i kiadványát „Improving cross-border retail payment services – the Eurosystem’s view” („A határon átnyúló kis összegű pénzforgalmi szolgáltatások javítása – Az eurorendszer álláspontja”) címmel.

18 Lásd az EKB 2000. szeptember 14-i kiadványát „Improving cross-border retail payment services – Progress report” („A határon átnyúló pénzforgalmi szolgáltatások javítása – Fázisjelentés”) címmel.

19 Lásd az EKB 2001. novemberi kiadványát „Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro” („Úton az euroátutalások integrált infrastruktúrája felé”) címmel.

20 Lásd az Európai Pénzforgalmi Tanács „Euroland: Our Single Payment Area!” („Euroföld: a mi egységes pénzforgalmi övezetünk!”) című kék könyvét (2002. május).

21 Az eurorendszer számos fázisjelentést közzétett, amelyekben a bankszektorok kívánt iránymutatást adni: „Towards a Single Euro Payments Area – progress report” („Úton az Egységes Euro-pénzforgalmi Övezet felé – Fázisjelentés”) (2003 június 26.); „Towards a Single Euro Payments Area – third progress report” („Úton az Egységes Euro-pénzforgalmi Övezet felé – 3. fázisjelentés”) (2004. december 2.); „Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and deadlines” (fourth progress report) (Úton az Egységes Euro-pénzforgalmi Övezet felé – Célok és határidők (4. fázisjelentés)) (2006. február 17.); „Single Euro Payments Area (SEPA) – From concept to reality” (fifth progress report) („Egységes Euro-pénzforgalmi Övezet [SEPA] – Az ötlettől a megvalósításig [5. fázisjelentés]”) (2007. július 20.). A SEPA pénzügyi integrációs hatásával kapcsolatban további információk az EKB 2007-es „Financial integration in Europe” („Pénzügyi integráció Európában”) című kiadványában található.

**A kis összegű fizetések piaca továbbra is szétaprózódott**

**Az eurorendszer katalizátorszerepet játszik a reformban**

**Ágazati megállapodás a SEPA létrehozásáról**

**Célok és jogi keret meghatározása**

**A SEPA 2008 januárjában kezdte meg működését**

2008. január 28-án működésbe lépett a SEPA, és vele együtt bevezették az Európán belüli eurofizetések közös átutalási szisztémáját. Az azóta kibocsátott SEPA-kártyákat az övezet teljes területén igénybe lehet venni. A SEPA-átutalás (SEPA Direct Debit) 2009-ben indul útjára. Elmondható tehát, hogy tíz évvel az euro bevezetése után, végre folyamatban van a kis összegű fizetési forgalom infrastruktúrájának kialakítása. Az országos fizetési instrumentumokat a következő években fokozatosan kiiktatják, innovatívabb megoldásokkal váltják fel őket. Az elkövetkező években a SEPA várhatóan további integrációt és hatékonyságjavulást hoz a lakossági banki piacon.

#### **6.4 A MÚLT TANULSÁGAI ÉS A JÖVŐ**

**A pénzügyi integráció segíti az eurorendszert céljainak elérésében**

Az elmúlt tíz évben az euroövezet jelentős lépéseket tett a pénzügyi integráció felé. Az egységesebb pénzügyi piacon az eurorendszer eredményesen tudja teljesíteni küldetését és elérni célkitűzéseit, vagyis hozzá tud járulni az árstabilitás, a pénzügyi stabilitás, a fizetési rendszerek zavartalan működése, valamint a gazdasági növekedés fenntartásához. Már az euro bevezetése is nagy lendületet adott a pénzügyi integrációnak, de az elmúlt évtizedben maga az eurorendszer is komolyan kivette a részét az integrációs erőfeszítésekből, és tette mindezt négyféle módon.

**Az eurorendszer tevékenysége előmozdította az integrációs folyamatot**

Először is, az EKB kidolgozta az euroövezeti pénzügyi integráció értékelésének és nyomon követésének elvi kereteit, és éves jelentésben tekinti át a pénzügyi integráció helyzetét Európában. A bank ily módon szilárd empirikus alapot biztosít a pénzügyi integrációt elősegítő célzott intézkedésekhez, hozzájárul a hozzájuk kapcsolódó elvi-stratégiai eszmecserehez, továbbá felvilágosítja a lakosságot a pénzügyi integrációról és az eurorendszer benne játszott szerepéről.

Másodszor, az eurorendszer nem egy fontos területen sikeresen közreműködik a pénzügyi integráció célzó piaci kezdeményezésekben: elősegítette többek között a rövid lejáratú, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok és a lakossági bankpiac szorosabb integrációját (előbbit a STEP-projekten keresztül).

Harmadszor, az eurorendszer hozzájárult olyan uniós intézkedések kidolgozásához, amelyek a pénzügyi integráció elvi-stratégiai akadályainak leépítését szolgálták. Ezen intézkedések célja volt például átfogóbb és egységesebb uniós jogszabályi, szabályozási és felügyeleti keretrendszer kialakításán keresztül az értékpapír- és a bankpiaci integráció előmozdítása a pénzügyi szolgáltatások és az értékpapír-elszámolás és -teljesítés területén.

Negyedszer, az eurorendszer eredményesen alkalmazta a központi banki szolgáltatásokat – amelyek elsődleges célja központi banki feladatai ellátásának támogatása – a pénzügyi integráció előmozdításának eszközeként is. E tevékenységének legfontosabb példája a nagy összegű fizetések piaci infrastruktúrájának egységesítése (TARGET, TARGET2), valamint a határon túli fedezetátutalás közös rendszerének (CCBM) kidolgozása, melyek mindegyike kulcsszerepet játszott a pénzpiacok csaknem tökéletes integrációjának elérésében és fenntartásában.

**Jövőbeli prioritások**

Az eurorendszer a jövőben is alkalmazni fogja ezeket az eszközöket, különösen azokon a területeken, amelyek pénzügyi integrációja még mindig elmaradt, így a vállalati kötvények, a részvények és a lakossági banki szolgáltatások piacán. E területeken a prioritások a következők: (i) tanácsadás a pénzügyi szolgáltatások uniós keretrendszerének lehetséges további javításával, nevezetesen a pénzügyi felügyelettel, a lakossági banki tevékenységgel és az értékpapírok határon átnyúló elszámolásával és teljesítésével összefüggésben; (ii) az eurorendszer értékpapír-elszámolási szolgáltatásának (TARGET2-Értékpapír) tervezett létrehozása; és (iii) a SEPA teljes körű megvalósításának támogatása. Végül, az EKB folytatja a pénzügyi integráció elvi kereteinek kidolgozását, valamint idővel alkalmazni kívánja a pénzügyi fejlődés értékelésében is.



## 7 PÉNZÜGYI STABILITÁS ÉS FELÜGYELET

*A pénzügyi stabilitás elősegítése – több okból – az eurorendszer egyik alapfeladata. Pénzkibocsátásért felelős intézményekként a központi bankoknak figyelemmel kell kísérniük a monetáris politikai partnereik, a pénzintézetek működésének minőségét. Egy további ok, hogy stabil pénzügyi rendszer szükséges a monetáris politika sikeres transzmissziójához. Ezenkívül a központi bankok legfőbb felelősként a pénzügyi tranzakciók kiegyenlítéséhez biztonságos közeget biztosítanak. Végül pedig a pénzügyi stabilitás a gazdaság teljesítményére is ösztönzőleg hat. Az elmúlt évtizedek során a gazdasági növekedés és a pénzügyi stabilitás közötti kapcsolat egyre fontosabb lett, ha figyelembe vesszük a pénzügyi szektor reálgazdasághoz viszonyított jelentős növekedését. Különösen a pénzügyi közvetítői folyamat súlyos zavarainak lehetnek makrogazdasági káros következményei.<sup>1</sup>*

*Az elmúlt tíz év során az eurorendszer fontos szerepet játszott az euroövezetbeli pénzügyi stabilitás megőrzésében, elsődleges feladata, azaz az árstabilitás fenntartása révén. Az EKB monetáris politikai stratégiájának középtávú iránya biztosította, hogy az árstabilitás a gazdasági folyamatokban és a pénzügyi piacokon szükségtelenül előidézett volatilitás nélkül valósulhatott meg. Ezenkívül az eurorendszer két fontos momentum révén segítette elő a pénzügyi stabilitást: először is, az eurorendszer számos, az euroövezetbeli pénzügyi rendszer stabilitását elősegítő feladatot hajtott végre. Másodszor, az eurorendszer támogatást nyújtott az illetékes nemzeti és európai uniós hatóságoknak a pénzügyi stabilitással kapcsolatos feladataik végrehajtásához. Közvetlen feladatokat vállalt továbbá a piaci infrastruktúrák, nevezetesen a fizetési rendszerek felügyelete terén, ezzel is erősítve a pénzügyi rendszer stabilitását.*

*E fejezet az eurorendszer e területeken elért legfőbb eredményeinek áttekintő bemutatását adja. A 7.1. pont az egyes tevékenységek közös kontextusát mutatja be és a pénzügyi stabilitás fogalmát és az eurorendszer szerepét ismerteti röviden. A 7.2. pont az eurorendszer pénzügyi stabilitásban játszott szerepét értékeli, a 7.3. pont pedig ellenőrző szerepét tekinti át.*

### 7.1 PÉNZÜGYI STABILITÁS ÉS AZ EURORENDSZER SZEREPE

A pénzügyi stabilitásnak nincs általánosan elfogadott meghatározása. Az egyértelmű válsághelyzet kivételével különösen nehéz elfogadható pontossággal meghatározni, mikor beszélhetünk pénzügyi stabilitásról. Az EKB meghatározása szerint a pénzügyi stabilitás az az állapot, amikor a pénzügyi rendszer, amelynek részei a pénzügyi közvetítők, a piacok és a piaci infrastruktúrák, kibírja a sokkhatásokat és a kiutat talál a pénzügyi egyensúlytalanságból.<sup>2</sup>

A pénzügyi stabilitás megteremtése és megőrzése a legfőbb feladata a piaci szereplőknek, akikkel szemben elvárásként fogalmazódik meg kockázataik értékelése és hatékony kezelése, továbbá, hogy viseljék ügyeleteik következményeit. A piaci szereplők azonban nem veszik figyelembe a tevékenységükből fakadó, rendszerszintű lehetséges kockázatokat. Éppen ezért működik esetleges pénzügyi válságokat megakadályozni és kezelni képes nyilvános keretrendszer, amelynek célja megakadályozni, hogy a pénzügyi problémák a pénzügyi és a gazdasági rendszer általános stabilitását fenyegezzék, továbbá a lehető legalacsonyabb szintre csökkenteni a piaci mechanizmusok torzulásait. E keretrendszer része a pénzügyi stabilitás rendszeres nyomon követése és értékelése, a pénzügyi szabályozás és felügyelet, a piaci infrastruktúrák felügyelete és a kríziskezelésben alkalmazható sok lehetséges intézkedési lehetőség.

**A pénzügyi stabilitás összetett fogalom...,**

**...amely elsődlegesen a versenyszektor felelősségi körébe tartozik.**

1 Padoa-Schioppa, Tommaso (2002): „Központi bankok és pénzügyi stabilitás: a kettő közötti földrész felfedezése”. Az irányelvi munkacsoport 2002. október 24-én és 25-én „Az európai fizetési rendszer átalakítása” címmel tartott Második Jegybanki Konferencián elhangzott bevezető előadása.

2 Lásd „A pénzügyi stabilitás értékelése: fogalmi határok és kihívások” című cikket a 2005 júniusában megjelent Pénzügyi stabilitási jelentésben.

## Az eurorendszer szerepe

Az eurorendszer ezeken a területeken két fő funkciót lát el: először is, bizonyos, euroövezeti szintű pénzügyi stabilitási feladatokat lát el, például nyomon követi és értékeli az euroövezetbeli pénzügyi stabilitást, és piaci műveleteket hajt végre, amelyek célja az általános pénzügyi sokkok kezelése és az euroövezetbeli pénzpiac feszültségeinek csökkentése. Másodszor, az eurorendszer segítséget nyújt az illetékes nemzeti és európai uniós hatóságoknak pénzügyi stabilitási politikái meghatározásában a pénzügyi stabilitás nyomon követésére és értékelésére, a pénzügyi szabályozásra és felügyeletre és a kríziskezelésre vonatkozóan. Ezenkívül az eurorendszer, a fizetési rendszerek zavartalan működésének tevéleges elősegítését jelentő alapvető feladata részeként, felügyeli a piaci infrastruktúrát. A következő alfejezetek részletesen értékelik az eurorendszernek a pénzügyi stabilitásban és a piaci infrastruktúrák ellenőrzésében betöltött szerepét.

## 7.2 A PÉNZÜGYI STABILITÁSBAN BETÖLTÖTT SZEREP

### INTÉZMÉNYI HÁTTÉR

Mivel a pénzügyi stabilitás nemzeti kompetencia,...

A Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) megteremtésével az euroövezetbeli monetáris politika és pénzügyi stabilitás különféle intézményi keretei alakultak ki. Míg az előző feladat nemzeti szintről szupranacionális szintre delegálódott (lásd a 2. fejezetet), a pénzügyi stabilitás megőrzésének feladata nemzeti szintű feladat maradt. Ezenkívül, ellentétben az eurorendszerben résztvevő több ország gyakorlatával, amely szerint a központi bankok feladata a prudenciális felügyelet<sup>3</sup>, vagy abban igen mélyrehatóan részt vesznek, a GMU-ban a központi banki és a felügyeleti funkciók elkülönülnek, mivel sem az EKB-nak, sem az eurorendszernek nincsenek közvetlen felügyeleti jogosítványai.

...egyre fontosabb lesz a határokon átvívelő együttműködés.

Ez az egyedi intézményi keretrendszer, amely, jellegeből fakadóan, összetettebb, mint a monetáris politika kontextusa, szoros együttműködést igényel (i) az eurorendszeren belül az EKB és a nemzeti központi bankok (NKB) között az övezetbeli, a pénzügyi stabilitást veszélyeztető lehetséges kockázatok nyomon követése és kezelése, és (ii) az eurorendszer és a nemzeti felügyeletek között a központi banki és a felügyeleti funkciók pontos koordinációja érdekében a pénzügyi stabilitás megőrzése során.

A Szerződésben rögzített együttműködési mechanizmusok...

Az Európai Uniót létrehozó szerződés (a Maastrichti Szerződés) e tekintetben egyedi együttműködési mechanizmusokról rendelkezik. Először is, az eurorendszernek „hozzá (kell) járulnia az illetékes hatóságoknak a hitelintézetek prudenciális felügyeletéhez és a pénzügyi rendszer stabilitásához kapcsolódó politikái zavartalan gyakorlásához.”<sup>4</sup> Másodszor, az EKB-nak véleményeznie kell minden, a kompetenciakörébe tartozó közösségi törvényjavaslatot és nemzeti hatósági jogszabálytervezetet. Az EKB is tanácsadói és véleményező funkciókat lát el a Tanács, a Bizottság és az illetékes nemzeti hatóságok vonatkozásában a hitelintézetek prudenciális felügyeletéhez és a pénzügyi rendszer stabilitásához kapcsolódó közösségi jogalkotás terjedelmével és végrehajtásával kapcsolatban.<sup>5</sup> Záró momentumként a Szerződés előrevetíti annak lehetőségét, hogy az egyedi felügyeleti feladatok – egyszerűsített eljárást követően, amely nem teszi szükségessé a Szerződés módosítását<sup>6</sup> – átkerül az EKB-hoz. Ez a rendelkezés, amelynek

3 Az EU-tagországok felügyeleti rendszerei között jelentős különbségeket találunk mind a központi bank részvétele, mind a felügyeleti feladatoknak a pénzügyi szektoron belüli megosztását illetően. Míg bizonyos országokban a felügyeleti feladatokat szektoronként osztják fel, más országokban a bank-, értékpapír- és biztosítási szektor pénzügyi felügyeletét egyetlen hatóság végzi. Az EU-tagországok rendszereinek közelmúltbeli (2006-os) felülvizsgálata megtalálható az EKB „Az EU-tagországok és a csatlakozó országok felügyeleti struktúráinak legújabb változásai” című kiadványában az EKB honlapján: ([http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report\\_on\\_supervisory\\_structuresen.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structuresen.pdf)).

4 Az Európai Uniót létrehozó Szerződés 105(5) cikke.

5 A KBER alapszabályának 25.1. cikke.

6 Az Európai Uniót létrehozó Szerződés 105(6) és a KBER alapszabályának 25.2. cikke.



alkalmazására még nem került sor, opcionális lehetőség lenne arra az esetre, ha az intézményi együttműködési mechanizmusok nem biztosítanák a hatóságok közötti zavartalan és sikeres együttműködést.

Az eurorendszer a pénzügyi stabilitás területére vonatkozó megbízatásának az EKB Kormányzótanácsa által 1998-ban létrehozott Bankfelügyeleti Bizottság (BB) segítségével tesz eleget. A BB az EKB és az eurorendszer NKB-inak vezető képviselőiből és azon eurorendszerbeli országok nemzeti bankfelügyeleti hatóságainak képviselőiből áll, ahol az NKB megbízatása nem terjed ki a bankok felügyeletére. A felsoroltakon kívül azon EU-tagországok központi banki és felügyeleti hatósági képviselői is tagjai a BB-nek, amelyek még nem vezették be az egységes valutát. A széles spektrumú tagság jelzi, hogy a pénzügyi stabilitás és felügyelet nemzeti szintű feladatának végrehajtására a harmonizált szabályozói kerettel és az Európai Unió egységes piacával összhangban kerül sor.<sup>7</sup>

## PIACI KÖRNYEZET

Az EKB és az eurorendszer szerepe és feladatai a határon átvitelő pénzügyi integráció általános fejlődésével (ismertetése a 6. fejezetben) és egy egyre dinamikusabb és összetettebb pénzügyi rendszerrel jellemezhető környezetben ment végbe.

A pénzügyi integráció bővíti a kockázatok megosztásának és diverzifikációjának lehetőségeit, nagyobb likviditást teremt a pénzügyi piacokon és növeli mélységüket, ami fokozza a pénzügyi rendszer egészséges rugalmasságát. Ezzel ugyanakkor az eredetükben vagy jellegükben határokon átvitelő bizonytalanságok iránt is fogékonyabbá teszi a rendszert. Ezért folyamatos kell erősíteni a központi bankok és felügyeleti hatóságok közötti, határokon átvitelő információcserét és együttműködést, különösen a nagy multinacionális európai únós bankcsoportok egyre növekvő száma miatt.

A pénzügyi integráció mélyülésével párhuzamosan végbemenő pénzügyi innováció gyors üteme eltünteti a pénzügyi közvetítők, piacok és piaci infrastruktúrák és a különféle pénzügyi piaci szegmensek között húzódó határokat. Fontos fejleménynek tekinthetjük ebben az összefüggésben a tőkepiacok erőteljesebb részvételét (például a bankhitelek értékpapírosítása, a hitelkockázat-áttételi eszközök és komplex struktúrált pénzügyi termékek révén), a pénzügyi konglomerátumok mind fontosabb szerepét, a kereskedelmi bankok egyre növekvő szerepét az infrastrukturális szolgáltatások biztosításában és a nem szabályozott gazdasági szervezetek fokozódó részvételét a pénzügyi piacokon és infrastruktúrákban.

Mindezek következtében folyamatosan kell fejleszteni és korszerűsíteni a pénzügyi rendszer lehetséges kockázatainak nyomon követését, elemzését és a rájuk adott válaszlépéseket, figyelembe véve a pénzügyi rendszer összetevői és változásai közötti különféle összefüggéseket. Ez a feladat egyre nehezebb.

## AZ EUORENDSZER FŐBB EREDMÉNYEI

### A PÉNZÜGYI STABILITÁS NYOMON KÖVETÉSE ÉS ÉRTÉKELÉSE

Az EKB a pénzügyi stabilitás megőrzésének egy fontos előtekintő vetületével számol: a pénzügyi kockázatok és sérülékenységek lehetséges forrásait – például a pénzügyi források allokálásának hatékonyságait és pénzügyi kockázatok helytelen árazását vagy kezelését – amennyire lehet, azonosítani kell,

...működéséhez a Bankfelügyeleti Bizottság nyújt támogatást.

A pénzügyi integrációhoz szorosabb határokon átvitelő együttműködés szükséges

A dinamikus és összetett pénzügyi rendszer...

...nehezebbé teszi a pénzügyi stabilitás megőrzését.

A pénzügyi stabilitás előtekintő perspektívája

<sup>7</sup> További információ található a BB-ről Papademos, Lucas (2007): „A KBER Bankfelügyeleti Bizottsága és részvétele az EU pénzügyi stabilitásának megőrzésében”, In: Kreditvesen, 8. kötet, pp. 28–31.

mielőtt fenntarthatatlan és káros egyensúlytalanságok kialakulásához vezetnének a pénzügyi rendszerben. Ugyanakkor hasznos lehet, ha felmérjük a pénzügyi sebezhetőség nagyságát és a pénzügyi rendszer általános stabilitására gyakorolt lehetséges hatásait. Ez különösen a verseny- és a közzsférának nyújthat segítséget, hogy a pénzügyi stabilitást nagyobb valószínűséggel kikezdő kockázatokra összpontosítsák működésüket.

Ezért az eurorendszer rendszeresen nyomon követi és értékeli a pénzügyi rendszer kockázatainak és sebezhetőségeinek lehetséges forrásait annak érdekében, hogy már korai szakaszukban ismerje fel a kialakulóban lévő egyensúlytalanságokat, és alapot biztosítson a célzott korrekciós lépéseknek, például a fokozott pénzügyi és a piacfelügyeletnek.

**A pénzügyi rendszer minden elemét figyelembe veszi.**

Ebben az összefüggésben az eurorendszer fokozott figyelemmel követi a bankszektor egészséges rugalmasságát, amely döntő szerepet játszik a monetáris politika vitelében és transzmissziójában, a fizetési rendszerekben és a forrásoknak a megtakarítóktól a befektetőkhez történő irányításában. Ugyanakkor ez az elemzés átfogóbb értékeléssel egészül ki, amely a pénzügyi rendszer többi elemét, például a piacokat, nem banki közvetítőket és infrastruktúrákat, is figyelembe veszi, tekintettel ezeknek az összetevőknek a rendszerben játszott egyre fontosabb szerepükre és a bankokkal fennálló szoros kapcsolatukra. Ezenfelül az eurorendszer nagy hangsúlyt fektet a felügyeleti hatóságokkal történő együttműködésre a pénzügyi stabilitás nyomon követésében a makro- és mikroprudenciális mélytapasztalatok összekapcsolása érdekében. A BB szerepe, hogy fórumot teremtsen a központi banki és felügyeleti tapasztalatnak, e tekintetben kulcsfontosságú.

**A makro- és mikroprudenciális mélytapasztalatok összekapcsolása**

**Az eurorendszer tevékenysége három pilléren nyugszik:**

Az eurorendszer tevékenysége a pénzügyi stabilitás nyomon követését és értékelését illetően három pilléren nyugszik.

Először is, az EKB 2000-ben egy, az euroövezetbeli pénzügyi rendszer egésze lehetséges kockázatait és sérülékenységét mérő, átfogó keretrendszer kialakítását kezdte el. Ennek az értékelésnek az a célja, hogy meghatározza az euroövezetbeli intézmények, piacok és infrastruktúrák önálló és együttes erejét, kiszűrje azoknak a kockázatoknak és sérülékenységeknek a legfontosabb forrását, amelyek a pénzügyi rendszer jövőbeli stabilitását veszélyeztethetik és meghatározza, mennyire tudná kezelni a rendszer a kockázatokot, ha kialakulnának. 2004 decembere óta a rendszerszintű értékelés eredményeinek ismertetése a BB közreműködésével összeállított, a „Pénzügyi stabilitási jelentés” (PSJ) című, félévenként megjelenő kiadványban történik. Mint a világ más térségei központi bankjainak hasonló jellegű kiadványai, a Pénzügyi stabilitási jelentés is fel kívánja hívni a pénzügyi szektor és a nyilvánosság figyelmét az euroövezetbeli pénzügyi rendszer stabilitása szempontjából lényeges fejleményekre. Ezenkívül a pénzügyi stabilitást potenciálisan befolyásoló kockázatok és sérülékenységek áttekintő bemutatásával a jelentés fontos szerepet kíván betölteni a pénzügyi feszültségek enyhítésben és főként megelőzésükben.

**...az EU bankszektorának éves gyakorisággal végzett makroprudenciális és szerkezeti elemzése**

Másodszor, 1999 óta a BB az EU bankszektoráról rendszeres makroprudenciális elemzéseket készít, amelyek eredményei 2003 óta „Az Európai Unió bankszektorának stabilitása” című éves jelentésben jelennek meg. Ezenkívül a BB rendszeresen áttekinti az Európai Unió bankszektorában végbement, a központi bankok és a felügyeleti hatóságok szempontjából fontos szerkezeti változásokat. Az először 2002-ben megjelent, „Az Európai Unió bankstruktúrái” című éves jelentés ennek a munkának az eredménye. A BB makroprudenciális és szerkezeti elemzéseinek alapja az Európai Unió központi bankjai és felügyeleti hatóságai összesített statisztikai információinak kombinációja, amelyet kiegészítenek a BB-tagok minőségi és, amennyire lehet, előretekintő információi.

Harmadszor, az EKB, az eurorendszer és az Európai Unió többi központi bankja ugyancsak intenzíven vesz részt azon más intézmények és testületek munkájában, amelyek Európában és a világ más részein követik figyelemmel a pénzügyi stabilitást. EU szinten ez különösen a Gazdasági és Pénzügyi Bizottságnak (GPB) nyújtott segítséghez kapcsolódik, amely 2003 óta tekinti át a pénzügyi stabilitás kérdéseit, féléves gyakorisággal, pénzügyistabilitás-táblázatában, és feladatai közé tartozik az ECOFIN Tanács e kérdésekről szóló tanácskozásainak előkészítése.<sup>8</sup> Globális szinten az EKB és az eurorendszer NKB-jai, ezúttal is más európai uniós központi bankokkal együttműködve, aktív részt vállalnak a Nemzetközi Valutaalap, a Pénzügyi Stabilitási Fórum, a Globális Pénzügyi Rendszer Bizottsága és a Nemzetközi Fizetések Bankja monitoringtevékenységében.

E lényeges vívmányok ellenére, az eurorendszer monitoringhoz és a pénzügyi stabilitás értékeléséhez kialakított kerete további tökéletesítésre szorul. Egy e tekintetben fontos kihívás – mind az eurorendszernek, mind a világ más országaiban működő központi bankoknak és felügyeleti hatóságoknak – a pénzügyi stabilitást fenyegető kockázatok kiszűrésére és e kockázatok kialakulása lehetséges következményeinek mérésére alkalmazott fejlett kvantitatív módszerek kialakulásához kapcsolódik. Nehéz feladatról van szó, mivel a pénzügyi stabilitás céljának számszerűsítése nem egyszerű, és egy megfelelő mutatókból, modellekből és módszerekből álló megfelelő vizsgálati keretrendszer, jellegéből adódóan, rendkívül összetett. Ezenkívül a pénzügyi rendszer és a pénzügyi innováció folyamatos és gyors fejlődése további kihívásokat jelent a megfelelő elemzői-vizsgálati keretrendszer kialakításának. Különösen bizonyos új pénzügyi instrumentumok bonyolultsága, a kockázatok szektorokon átívelő újrafelosztása és az egyre szaporodó nem banki pénzügyi intézmények ügyleteinek nem tisztán átlátható jellege miatt nehezebb a pénzügyi rendszer modellezése és a kockázatok monitoringja és értékelése.<sup>9</sup> Noha az értékeléssel kapcsolatos kihívások félelmetesek, nem szabad elfeledkezni az utóbbi években elért jelentős haladásról.

A félévente megjelenő PSJ egyre mélyrehatóbb elemzéseket közöl, különösen a pénzügyi piacok és intézmények elemzését illetően. A példák közé sorolhatjuk a nagy és komplex bankcsoportok vállalat-szektor-kockázati kitettségét mérő módszereket, a bankokat, fedezeti alapokat és biztosítótársaságokat fenyegető egyéb kockázatok különféle mutatóinak fejlődését, továbbá a lehetséges pénzügyi egyensúlytalanságokat bemutatni kívánó pénzügyi piaci tevékenységek mutatóit. E törekvés egy további fontos eleme az euroövezetbeli pénzügyi rendszer stressztesztje módszertanának kidolgozása. E teszt fő célja szélsőséges események vagy jelentős sokkok pénzügyi rendszerre gyakorolt lehetséges hatásának mérése a gazdasági költségek aspektusából. Végző soron pedig a stresszteszt keretrendszer segítséget nyújt a kockázatok számszerűsítéséhez és fontossági sorrendjük felállításához, továbbá lehetővé teszi a pénzügyi stabilitás koncentráltabb monitoringját és mérését. Ha alkalmazása teljes körű lesz, a makrostresszteszt segítségével az eurorendszer javíthatja pénzügyi stabilitási monitoringtevékenysége belső egységességét s, ezzel, előrettekintő dimenzióját. Az elmúlt néhány év során az EKB szorosan együttműködött a BB-vel olyan modellek meghatározásában, amelyek a stresszteszt főként határokon átívelő dimenzióját erősítik, azt az aspektust, amely az euroövezet egyre nagyobb fokú pénzügyi integráltsága és a pénzintézetek egyre fontosabbá váló határokon átívelő tevékenysége miatt egyre nagyobb jelentőségre tesz szert.<sup>10</sup>

...részvétel az EU és globális szintű pénzügyi stabilitás monitoringjában

A pénzügyi stabilitás értékelése kvantitatív kihívásainak ...

...az eurorendszer módszereinek folyamatos tökéletesítésével lehet megfelelni.

8 Míg az GPB-t az EU pénzügyminisztériumai, nemzeti központi bankjai, az EKB és a Bizottság képviselői alkotják, pénzügyistabilitás-táblázati formátumában, kibővített formában részt vesznek benne a BB és az EU felügyeleti bizottságainak elnökei is; az utóbbiakat a Lámfalussy-módszernek megfelelően hozták létre (lásd a következő, a pénzügyi szabályozásról és felülvizsgálatról szóló részt).

9 Lásd „A pénzügyi stabilitás mérésének nehézségei” című cikket az EKB Pénzügyi Stabilitási jelentés 2005. decemberi számában.

10 Lásd Fell, John (2007): „Az EU egészére kiterjesztett makro-stresszteszt kihívásai” című előadást, amely az EKB stresszteszről és a pénzügyiváltság-szimulációs gyakorlatokról 2007. július 12-én és 13-án rendezett konferenciáján hangzott el. Megtálalható az EKB honlapján: <http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/sfi/Fell.pdf>.

**Az információk elérhetőségének és minőségének javítása**

Egy következő fontos kihívás a pénzügyi stabilitás monitoringját és mérését segítő, megfelelő információinfrastruktúra kialakítása, s különösen a BB és a Statisztikai Bizottság közötti információcsere, többek között az EU bankrendszerének egészére vonatkozó konszolidált banki adatok éves összegyűjtése tevékenységének, erősítése. Az adatok minősége és korlátozott elérhetősége nagymértékben akadályozza a pénzügyi stabilitás értékelése kvantitatív kereteinek továbbfejlesztését. Nagyon fontos tehát bővíteni az elérhető jó minőségű adatok körét.

## **PÉNZÜGYI SZABÁLYOZÁS ÉS FELÜGYELET**

**A cél a pénzügyi intézetek teljes körű biztonságának és stabil működésének biztosítása**

Abból a feltevésből kiindulva, hogy a versenyszektor fellépése esetleg nem tudja megakadályozni a pénzügyi egyensúlytalanságok kialakulását, az EU szabályozói és felügyeleti keretének célja a pénzügyi intézetek általános biztonsága és stabil működése. A tőkepufferekre, a kockázatkezelés legjobb gyakorlatára és az információközlésre vonatkozó prudenciális követelmények fontos eszközök ezen a területen.

**Az EKB/eurorendszer tanácsadói szerepe és inputja...**

Az eurorendszer tevékeny részt vállal ebben a munkában, mivel a pénzügyi rendszerről készített makroprudenciális és szerkezeti elemzése és a felügyelet mikropprudenciális értékelése kölcsönösen erősítik egymást. Ennek megfelelően, az EKB és az eurorendszer tanáccsal szolgál és hozzájárul az EU szabályozói és felügyeleti keretének kialakításához. Az EKB ugyancsak tanácsadói szerepet játszik a nemzeti szintű pénzügyi szabályozás és felügyelet tervezett jogszabályváltozásai kapcsán.

**...a pénzügyi szolgáltatások EU-s szabályozói keretével**

Az utóbbi években az EKB és az eurorendszer jelentősen hozzájárult a pénzügyi szolgáltatások EU-s szabályozói keretének erősítéséhez. Egy ilyen hozzájárulás az 1999. évi Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterv (PSzA), amely a pénzügyi szolgáltatások modernebb és átfogóbb európai uniós keretét alkotta meg (lásd a 6. fejezetet). Az EKB inputja a PSzA kialakítására vonatkozott, a Bizottság különféle jogalkotási javaslatairól adott formális véleményezés és a szakértői bizottságokban való részvétel formájában. A munka utánkövetéseként az eurorendszer a 2005. decemberben kiadott bizottsági Fehér Könyvben<sup>11</sup> nyilvánosságra hozott, a 2005–2010-re érvényes, a pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó EU-s stratégia kialakításához járult hozzá. Az EKB és az eurorendszer szakértelmükkel továbbra is segítik a Fehér Könyv implementálásának folyamatát.<sup>12</sup>

**...és a pénzügyi szabályozás és felügyelet EU-s környezetével kapcsolatban**

Az eurorendszer aktívan részt vett a pénzügyi szabályozás és felügyelet európai uniós intézményi környezetének folyamatos alakításában is. Különösen erőteljes támogatást nyújtott a pénzügyi szabályozás és felügyelet „Lámfalussy-keretrendszerének”-ének, amelynek célja az EU jogalkotói döntéshozatali folyamatának hatékonyabbá és rugalmasabbá tétele és egységesebb szabályozói és felügyeleti keretrendszer kialakítása a tagállamok között (lásd a 6. fejezetet). Az EKB aktív szerepet játszik a Lámfalussy-keretrendszer működésében a banki és értékpapír-szektor 2. szintű bizottságának megfigyelőjeként és a bankszektor 3. szintű bizottságának tagjaként. Végül pedig az eurorendszer részt vett a Lámfalussy-keretrendszer működésének folyamatos monitoringjában.<sup>13</sup>

11 Lásd „Az Európai Bizottság Zöld Könyve a pénzügyi szolgáltatások irányelveiről (2005–2010)” című kiadványban. Az eurorendszer részvétele a Bizottság 2005. augusztus 1-jei nyilvános vitájában; megtalálható az EKB honlapján: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecgreenpaperfinancialservicespolicy2005en.pdf>

12 Például az eurorendszer reagált a Bizottság tárgyalásaira a befektetési alapokra és jelzáloghitelre vonatkozó, esetleg szükségessé váló intézkedésről.

13 Fontos eleme ennek a részvételnek a Lámfalussy-keretrendszernek a Bizottság által 2005-ben, az értékpapír-piaci jogalkotás aspektusából elvégzett felülvizsgálatához kapcsolódik; lásd „A Lámfalussy-keretrendszer értékpapír-piaci jogalkotási vonatkozású felülvizsgálata” című dokumentumot. Részvétel a Bizottság 2005. február 7-i nyilvános vitájában; megtalálható az EKB honlapján: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-reviewen.pdf>. Az eurorendszer is részt vett a Pénzügyi Szolgáltatások Bizottság Pénzügyi felügyeleti jelentés című, 2006 februárjában véglegesített és az ECOFIN részéről 2006 májusában jóváhagyott dokumentumának elkészítésében. Nemrégiben pedig a Lámfalussy-keretrendszernek pénzügyi szektort érintő első teljes felülvizsgálatában vett részt. Lásd a 2007. november 30-án megjelent, „Az eurorendszer részvétele a Lámfalussy-keretrendszer felülvizsgálatában” című kiadványt az EKB honlapján: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>.

A Lámfalussy-módszer első teljes, pénzügyi szektor szintű felülvizsgálatát az ECOFIN végezte el 2007 decemberében. Az eurorendszer és különféle EU-s bizottságok és fórumok és vettek részt ebben az értékelésben. A felülvizsgálat hangsúlyozta, hogy a Lámfalussy-keretrendszer jelentős haladást generált az EU jogalkotási folyamatának hatékonysága és átláthatósága tekintetében és egy egységesebb szabályozó és felügyeleti keretrendszer kialakításában. A felügyeleti következtetéseket azonban kongruensebbé kell tenni a tagállamokban. Ezért a Lámfalussy-módszert működését erősíteni kell a következők révén: (i) a nemzeti felügyeleti szervek európai mandátumot kapnak; (ii) a tagállamok választási és diszkrecionális lehetőségeinek csökkentése az európai uniós szabályokat illetően, erőteljesebb felzárkózás a pénzügyi jelentéstételi előírások tekintetében; a 3. szintű Lámfalussy-bizottságok felügyeleti konvergenciában és együttműködésben játszott szerepének erősítése, továbbá a felügyeleti kollégiumok szerepének fokozása a határon átívelő csoportok felügyeletében.<sup>14</sup> Az ECOFIN dönt majd e prioritások megvalósításának gyakorlati lépéseiről 2008 júniusában tartandó ülésén.

## PÉNZÜGYIVÁLSÁG-KEZELÉS

A határokon átívelő pénzügyi válságok megelőzésében elért jelentős haladás ellenére nem zárható ki pénzügyi bizonytalanságok kialakulása azoknak a határokon átívelő pénzügyi stabilitásra gyakorolt lehetséges következményeivel együtt. A versenyszektor megoldása a pénzügyi nehézségekre ugyancsak fontos eszköz. Ha a versenyszektor fellépése nem tudja megfékezni a válságot, kiegészítő, állami intézkedések megtételét ugyancsak fontolóra lehet venni. Ez a lehetséges részvétel azonban az állami szektor belátására van bízva és a „konstruktív kétértelműség” elvén alapul a morális kockázat kivédése érdekében.

A válságkezelési feladatok felosztása az eurorendszer, a nemzeti központi bankok, a felügyeleti hatóságok és a pénzügyminisztériumok között attól függ, likviditási vagy bonitási válságról van-e szó.

Általános likviditási válság során az EKB saját likviditási műveleteivel (lásd a 3. fejezetet) járulhat hozzá a pénzpiac rendezett működéséhez az eurorendszer szintjén elfogadott működési eljárások alapján. Ezenkívül a NKB-k is – átmeneti jelleggel és megfelelő biztosíték ellenében – vészhelyzeti likviditási segítséget (VLS) nyújthatnak az illikvid, de fizetőképes hitelintézeteknek. A VLS az illetékes NKB diszkrecionális döntésének és az Európai Uniót létrehozó Szerződésnek a monetáris finanszírozás tilalmára vonatkozó feltételei függvénye, és csak kivételes körülmények között adható. Az NBK-k ezt a segítséget megalapozottnak tekinthetik, különösen akkor, ha más pénzintézetek vagy piaci infrastruktúrák közvetítette fertőzés eredményeként kialakult, valószínűleg rendszerszintű hatásokat akadályoz meg vagy enyhít. 1999-ben az eurorendszer az információ megosztásának egyedi formájáról állapodott meg arra az esetre, amikor egy eurorendszerbeli NKB VLS-t nyújt. Ezeknek az eljárásoknak az a célja, hogy a kapcsolódó költségeket és kockázatokat viselő NKB ilyen jellegű beavatkozásának hatása a megfelelő egységes monetáris politikai álláspont megőrzésével összhangban kezelhető.

Fizetőképességi válság esetén a kockázatkezelés és problémamegoldás a pénzügyminisztériumok elsődleges feladata, amelyek döntenek egy esetleges pénzügyi támogatásról, továbbá a felügyeleti bizottságoké, amelyek esetleg rendkívüli felügyeleti lépéseket tesznek a bajba jutott intézmény konszolidálására vagy a felszámolás mellett döntenek.

Legyen szó likviditási vagy fizetőképességi válságról, az eurorendszer a válságkezelésben a pénzügyi stabilitás monitoringja közben megszerzett vizsgálati tapasztalatát és tudását felhasználva vehet részt,

**A versenyszektor az első védvonal**

**Az eurorendszer szerepe...**

**...a likviditási...**

**...és a fizetőképességi válságok alatt**

<sup>14</sup> Ezeket a prioritásokat az eurorendszernek a Lámfalussy-felülvizsgálathoz korábban említett hozzájárulása is kiemeli. További információk az EKB *Havi jelentés* 2008. áprilisi számában, „Az EU pénzügyi stabilitásra kidolgozott intézkedések alakulásai” című cikkben.

### A hatóságok hatékony együttműködése kulcsfontosságú

továbbá, azzal, hogy felméri, milyen csatornákon lehet kommunikálni a pénzügyi rendszeren kialakult zavarokat és azok lehetséges következményeit a rendszer stabilitására. Ezenkívül, ha a likviditási vagy fizetőképességi válság a piaci infrastruktúrákat is érinti, az eurorendszer lépéseket tehet, hogy biztosítsa az infrastruktúrák zökkenőmentes működését.

Ha a pénzügyi válság során rendkívül pontos és jól célzott fellépés szükséges, az illetékes hatóságok – központi bankok, felügyeleti hatóságok és pénzügyminisztériumok – közötti gördülékeny és hatékony együttműködés kulcsfontosságú. Ez jelentős kihívást jelent EU-s összefüggésben, tekintettel az érintett hatóságok nagy számára. Ezenkívül, bár a feladatok pontos meghatározása és az információk megosztását és az együttműködést erősítő struktúra követelmény, általános tervet nem lehet készíteni a válságkezelésre, mivel minden válság egyedi. A rugalmasság és a saját hatáskörben történő döntés ugyancsak alapvető fontosságú a morális kockázatok elleni védekezésben.

### Az EU válságkezelése megerősödött...

Az elmúlt egy évtized során sok intézkedés történt a kríziskezelés EU-s kereteinek megerősítésére. Az eurorendszer aktívan járult hozzá három fontos cselekvési ponthoz, az alábbiakhoz kapcsolódva: (i) a válságkezelés jogalkotási keretrendszerének pontosítása, azaz a 2006. évi tőkeemfelelési irányelv és a 2002. évi, a pénzügyi konglomerátumokról szóló irányelv; (ii) a hatóságok EU-szintű megállapodási jegyzőkönyv formájában történő önkéntes együttműködésének kialakítása és folyamatos erősítése; és (iii) EU- és eurorendszer-szintű válságszimulációs gyakorlatok a meglévő jogi és informális intézkedések megerősítése és a válságkezelésre való felkészültség általános színvonalának emelése.<sup>15</sup>

A válságkezeléssel kapcsolatos EU-intézkedések további erősítésének fontos lépése volt 2007 októberében az ECOFIN útitervének közzététele az EU pénzügyi stabilitási megállapodásaira vonatkozóan.<sup>16</sup> Az útiterv lényeges elemei (i) a határokon átvívelő válságkezelés közös elveinek és a BB és az Európai Bankfelügyelet Bizottsága (EBB) által a pénzügyi válságok értékelésére kidolgozott közös elemzési keretrendszer jóváhagyása; hivatalosan ez egy új emlékeztető megállapodás aláírását jelentette az EU-tagországok pénzügyminiszterei, központi bankjainak elnökei és bankfelügyeleteinek elöljárói részéről 2008 áprilisában; (ii) e keretrendszer további megerősítése az érintett hatóságok határon átvívelő intézményei közötti konkrét együttműködési megállapodások révén; a Bizottság felkérése, hogy – szoros együttműködésben a tagállamokkal – mérje fel, hol lehet még pontosítani az anyaországok és a fogadó országok között fennálló, válságkezelésre vonatkozó megállapodásokat a tőkeemfelelési irányelven belül, továbbá nyújtson be javaslatokat e tekintetben 2008 végéig; és (iv) a Bizottság felkérése, mérje fel, hol lehet még erősíteni a szabályozói kereteket a bankcsoportok közötti eszközátadásokat, az EU felszámolásról szóló irányelvet, továbbá betétbiztosítási rendszerek és az állam válsághelyzetekben nyújtott segítségét illetően.

## TANULSÁGOK ELŐRETEKINTÉS

### Az eurorendszer fő vívmányai

Az eltelt évtized során számos intézkedésre került sor az euroövezetbeli és az Európai Unió belüli pénzügyi stabilitást célzó megállapodások megerősítésére. Az eurorendszer e tekintetben fontos szerepet játszott. Először is, különféle euroövezeti szintű intézkedéseket tett az euroövezetbeli pénzügyi rendszer stabilitásának erősítésére és megőrzésére, főképp a pénzügyi stabilitás nyomon követéséhez és értékelé-

15 „Az EU pénzügyválság-kezelésre kidolgozott intézkedései” című cikk az EKB 2007. februári *Havi jelentése* áttekintést ad a munka három vonatáról.

16 Az útiterv a Gazdasági és Pénzügyi Bizottságnak az EU pénzügyi stabilitási intézkedéseinek dolgozó ad hoc bizottságának ajánlásaira épült. A pénzügyminisztériumok, központi bankok, felügyeleti hatóságok, az EKB és a Bizottság magas rangú képviselőiből álló munkacsoportot 2006 szeptemberében hozták létre, hogy áttekintse az EU határokon átvívelő pénzügyi válságok megoldásához szükséges jelenlegi intézkedések erősítése, figyelembe véve a 2006 áprilisában elvégzett, az egész EU-ra kiterjedő válságszimulációs gyakorlat eredményét. Részletes információkért az ECOFIN útitervével és az ezt utánkövető intézkedésekkel kapcsolatban lásd az EKB 2008. áprilisi *Havi jelentésében* „A pénzügyi stabilitáshoz szükséges EU-s intézkedések fejlődése” című cikket.

I. táblázat: Az eurorendszer legfontosabb hozzájárulásai a pénzügyi stabilitás területén

Terület	Szint	Az eurorendszer fő tevékenységei
<b>A pénzügyi stabilitás figyelemmel kísérése és értékelése</b>		
Az euroövezet pénzügyi rendszerének értékelése	Euroövezet	Az EKB félévenkénti „Pénzügyi stabilitási jelentése” („Financial Stability Review”)
Az EU bankszektorának makroprudenciális elemzése	EU	Az EKB éves jelentése „Az EU bankszektorának stabilitása” („EU banking sector stability”) címmel
Az EU bankszektorának strukturális elemzése	EU	Az EKB éves jelentése „Az EU bankszerkezete” („EU banking structures”) címmel
Az EU pénzügyi stabilitásának ellenőrzése	EU	Hozzájárulás az EFC-FST és az ECOFIN tanácskozásaihoz
Makrostressz-tesztelés	EU/euroövezet	Hozzájárulás az övezeti makrostressz-tesztelés fejlesztéséhez
<b>Pénzügyi szabályozás és felügyelet</b>		
Pénzügyi szolgáltatások átfogó EU-stratégiája	EU	Hozzájárulás a politikák nyilvános vitájához (pl. az EU 2005–2010-es pénzügyi szolgáltatási stratégiáját illetően)
Meghatározott törvényhozási kezdeményezések	EU	Hivatalos EKB-vélemények és technikai input (a Lámfalussy-féle 2. szintű bizottságokon keresztül, az értékpapír- és bankszektorokban)
Az EU előírásainak következetes végrehajtása	EU	Hozzájárulás a közös felügyeleti normák és gyakorlatok kifejlesztéséhez a bankszektorban (a Lámfalussy-féle 3. szintű bizottságon, a CEBS-en [Európai Bankfelügyelők Bizottsága] keresztül)
Az EU felügyeleti rendszerének erősítése	EU	Hozzájárulás a politika nyilvános vitájához (pl. a Lámfalussy-féle keretrendszer 2007. évi felülvizsgálata)
<b>Pénzügyi szabályozás és felügyelet</b>		
Pénzügyi válságok kezelése	EU	Hivatalos EKB-vélemények és technikai input (a Lámfalussy-féle „2. szintű” bizottságokon keresztül)
Rendkívüli likviditási segítségnyújtás (ELA)	Euroövezet	Az eurorendszer értékeli, hogy az NKB-k által vállalandó megfelelő ELA-műveletek összhangban vannak-e az uralkodó monetáris politikai irányvonallal
Pénzügyi válság rendszerszempon্তু értékelése	EU	BSC-CEBS közös analitikai keretrendszer
Az EU központi bankjai, pénzügyminisztériumi és felügyeleti hatóságai közötti együttműködés	EU	Hozzájárulás a 2003-ban, 2005-ben és 2008-ban kötött egyetértési megállapodások fejlesztéséhez Aktív részvétel az EU pénzügyi stabilitási megállapodásait erősítő átfogó stratégia fejlesztésében (pl. az ECOFIN 2007. évi ütitervét illetően) Részvétel az EU válságszimulációs gyakorlatainak megtervezésében és lefolytatásában
Az eurorendszer pénzügyi válságokra való felkészültsége	Euroövezet	Az eurorendszer pénzügyi válságokat szimuláló gyakorlatai

séhez, továbbá az általános pénzügyi sokkok kezelését és az euroövezetbeli pénzpiaci feszültségek csökkentését célzó piaci műveletekhez kapcsolódóan. Másodsor, az eurorendszer segítséget nyújtott a nemzeti és az európai uniós hatóságoknak a pénzügyi stabilitás nyomon követéséhez és értékeléséhez, a pénzügyi szabályozáshoz és felügyelethez és a válságkezeléshez kapcsolódóan. A lényeges vívmányok dacára a pénzügyi stabilitás európai uniós keretrendszere még kialakulófélben van, és további intézkedések szükségesek, hogy lépést lehessen tartani a pénzügyi integráció és innováció terén elért haladással.

Először is, a pénzügyi stabilitás nyomon követését és értékelését illetően, fontos, hogy tökéletesítsük az összetett és gyorsan változó pénzügyi rendszerről kialakult ismereteinket, és aktívan járuljunk hozzá a fejlettebb kvantitatív módszerek kifejlesztéséhez. Ezek része lesz a gazdasági és pénzügyi ágazatok közötti kapcsolatok átfogóbb elemzését célzó intézkedések kialakítása és a makrostresszteszt továbbfejlesztése.

Másodsor, az eurorendszernek továbbra is rendkívül fontos szerepet kell kapnia a pénzügyi szabályozásra és felügyeletre vonatkozó európai uniós intézkedések továbbfejlesztéséhez nyújtott magas szintű tanácsadói tevékenységben. A Lámfalussy-keretrendszer hatékony és hatásos működésének biztosítása kulcs-

A jövő négy új kihívása

fontosságú kérdés lesz mind a PSZA esetében működő fejlettebb EU-s szabályozói keretrendszer teljes potenciáljának kiaknázása tekintetében, mind pedig abból a szempontból, hogy biztosítani lehessen, az EU felügyeleti intézkedései lépést tartanak a határokon átívelően jelentős aktivitást kifejtő, az egységes piacon egyre prominensebben jelen lévő pénzügyi csoportok tevékenységével és a részükről igényként megfogalmazott, hatékony és egységes felügyeleti interfésszel.

Harmadszor, az EU válságkezelésre kidolgozott intézkedéseinek erősítését folytatni kell. A 2008-ban az EU-tagországok pénzügyminiszterei, központi bankjainak elnökei és bankfelügyeleteinek előljárói részéről aláírt megállapodási jegyzőkönyv fontos vívmány volt ebben a vonatkozásban. Törekedni kell, hogy ennek a megállapodásnak a megvalósítására és tesztjére sor kerüljön, hogy a lehető legjobban működjék. A maga részéről az eurorendszer folytatja a tesztelést és, ha szükséges, tökéletesíti saját pénzügyi válságintézkedéseit.

Végezetül, az eurorendszernek hozzá kell járulnia az európai uniós központi bankok és a felügyeleti hatóságok közötti együttműködés tovább erősítéséhez, különösen a határokon átívelő, fontosabb pénzügyi csoportok vonatkozásában. Az e csoportok tevékenységében és kockázati profiljában bekövetkező fontos fejleményekre vonatkozó információk folyamatos és erőteljesebb megosztása szükséges a stresszhelyzetek kezelésére szempontjából.

### 7.3 A PIACI INFRASTRUKTÚRÁK FELÜGYELETE

A piaci infrastruktúrák segítik a pénz, az értékpapírok és más pénzügyi instrumentumok áramlását a gazdasági szereplők között, ezért fontos építőkövei a pénzügyi rendszer egészének. A piaci infrastruktúrák átfogják a különféle fizetési, értékpapír-kereskedési, klíring- és elszámolási rendszereket, intézkedéseket, intézményeket és a rájuk alkalmazandó szabályokat és eljárásokat, továbbá az általuk feldolgozott fizetőeszközöket. Kiterjedt szerepük és hálózatos jellegük miatt, a fizetési és értékpapír-struktúrákat gyakran nevezik a pénzügyi rendszer „érrendszerének”. A piaci infrastruktúrákkal érintett főbb érintettek közé tartoznak a rendszeroperátorok, aktorok (pénzügyintézetek), szolgáltatók, központi bankok, szabályozó testületek és, végeredményben, a – fizetési és elszámolási szolgáltatások végfelhasználóiként – minden gazdasági szereplő.

Egy összetettebb pénzügyi piaci infrastruktúrával és az általuk kezelt, értékben és volumenben egyaránt gyorsan növekvő pénzügyi tranzakciókkal párhuzamosan, ezen infrastruktúrák akadálytalan működésének a pénzügyi stabilitás fenntartásában betöltött szerepét a központi bankok régóta elismerik. Nyilvánvaló tény, hogy a rendszergazdák és -operátorok elsődleges feladata a piaci infrastruktúrák megbízható működésének és biztonságos és hatékony fizetési és elszámolási rendszerek biztosítása. Azonban monetáris politikai és pénzügyi stabilitási feladatait tekintve, a fizetési rendszerek résztvevőinek biztosított elszámolási számlák vezetése és abban való érdekeltsége, hogy megőrizze a köz bizalmát az alkalmazott fizetőeszközök iránt, az eurorendszer, mint a központi bankok általában, egyik saját alapfunkciójaként, kifejlesztette a piaci infrastruktúra felügyeletét. A felügyelet legfőbb elvi célja a pénzügyi piaci infrastruktúrák zavartalan működésének tevékeny elősegítése; célja az ezen infrastruktúrákban keletkezett zavaroknak a pénzügyi rendszerre és a gazdaság egészére történő áttérjedésének megakadályozása. A legfőbb felügyeleti tevékenységek része a felügyeleti standardok kialakítása, továbbá a piaci infrastruktúrák teljesítményének folyamatos nyomon követése és meghatározott módszertan alapján kialakított standardoknak való megfelelésük folyamatos értékelése-mérése.



## AZ EKB ÉS AZ EUORENSZER SZEREPE

A Szerződés és az Alapokmány a felügyeletet az eurorendszer egyik alapvető feladatákként ismeri el. A Szerződés 105 (2) és az Alapokmány 3. cikke értelmében: „A KBER alapfeladatai [...] a fizetési rendszerek zavartalan működésének tevékeny elősegítése.” Ezenkívül, az Alapszabály 22. cikke értelmében, „Az EKB és a nemzeti központi bankok megfelelő eszközöket bocsáthatnak rendelkezésre, az EKB pedig rendeleteket alkothat annak érdekében, hogy biztosítsák a Közösségen belüli és a más államokkal fenn tartott elszámolási és fizetési rendszerek hatékony és megbízható működését.”

Az eurorendszer felügyeleti szerepe az euróban történő tranzakciókat feldolgozó fizetési és elszámolási rendszereket érinti – mind a nagy összegű fizetéseket lebonyolító, mind a lakossági fizetési rendszereket.

Az egyenlő feltételek biztosítása érdekében ugyanazok a követelmények vonatkoznak az eurorendszer (például a TARGET 2) rendszereire, mint a magánműködtetésűekre. A pénzügyi stabilitással összefüggő jelentőségével összhangban, a felügyeleti funkció eredetileg nagy összegű, euróban történő fizetéseket lebonyolító rendszerekre összpontosított. Ugyanakkor a felügyelet fokozatosan kiterjed a lakossági fizetési rendszerekre, a fizetőeszközökre és harmadik fél szolgáltatókra is.

## FIZETÉSI RENDSZEREK, FIZETŐESZKÖZÖK ÉS FIZETÉSIINFRASTRUKTÚRA-SZOLGÁLTATÓK

A közös felügyeleti keretrendszerrel összhangban az NKB-k feladata az EKB felügyeleti politikájának megvalósítása a joghatóságukban bejegyzett (jogi személyiségű) fizetési rendszerek vonatkozásában. Ezenkívül a Kormányzótanács dönthet úgy, hogy az EKB-t egyedi rendszerekre vonatkozó felügyeleti feladatokkal bízta meg.

Ebben az összefüggésben az EKB feladata az EKB fizetési mechanizmusának mint az EKB működtetésében álló TARGET-elemnek a felügyelete.<sup>17</sup> A TARGET-et 2007 és 2008 folyamán új platformként fokozatosan felváltó TARGET2 integrált struktúrája miatt módosítani kellett a felügyeleti keretrendszer szerkezetét is. A Fizetési és Elszámolási Rendszer Bizottsága segítségével a Kormányzótanács a rendszer legfőbb felügyeleti intézménye. A TARGET2-re vonatkozó minden felügyeleti tevékenységet az EKB felügyeleti funkciója irányít az euroövezetbeli nemzeti központi bankok aktív részvételével.

Ezenkívül az EKB az Euro Bankszövetség klíringtársasága (EBSz Klíring) működtetésében álló három rendszer felügyeletét is ellátja: a nagy összegű fizetésekhöz alkalmazott EURO1-et, az egyedi kis összegű fizetésekhöz alkalmazott STEP2-et és egy új platformt, amely a határokon átfelölő lakosság köteget feldolgozását végzi.

Az euroövezeten kívül is találhatók euróban denominált ügyletek feldolgozását végző fizetési rendszerek (az ún. offshore-rendszerek). A legfontosabb közöttük a CLS-rendszer, amelyben az EKB – az együttműködő felügyelet szabályait alkalmazva<sup>18</sup>, a Federal Reserve Systemmel mint legfőbb felügyeleti rendszerrel együttműködve – az euróban történő elszámolások tekintetében felügyeleti szerepet tölt be.

Az eurorendszer közös felügyeleti keretrendszere szerint a lakossági fizetési rendszerek felügyelete túlnyomórészt NKB-szinten történik. Azonban harmonizált módszer alkalmazása érdekében, az eurorendszer

**A felügyelet mint központi banki alapfunkció: szerep és hatály**

**Az EKB mint vezető felügyeleti szervezet**

**Együttműködő felügyelet a CLS-nek**

**Lakossági fizetési rendszerek és eszközök**

<sup>17</sup> Összhangban az euroövezeti szinten elfogadott elvekkel, az összeférhetlenséget elkerülendő, az EKB külön szervezeti struktúrákat alakított ki a működési és a felügyeleti funkcióra.

<sup>18</sup> Megtalálható az 1990. évi „Bizottsági jelentés a 10 legfejlettebb ország központi bankjának bankközi nettósítási rendszereiről” című kiadványban (az ún. Lámfalussy-jelentésben) és a „Fizetési és elszámolási rendszerek központi banki felügyelete” című KSZF-jelentésben (2005. május)

#### Kockázati alapú felügyeleti keretrendszer a SWIFT-hez

saját elvi állásfoglalást határozott meg a lakossági fizetési rendszerek felügyeletével kapcsolatban és 2005-ben elvégezte ezeknek a rendszereknek a részletes felülvizsgálati értékelését.

Ami a fizetőeszközök felügyeletét illeti, az eurorendszer 2007-ben euróban végrehajtott fizetések feldolgozását végző kártyafizetési rendszerek felügyeleti keretrendszerét alakította ki. Piaci szereplőkkel történő egyeztetést követően a keretrendszert 2008 januárjában mutatták be.

A pénzügyi piacok infrastruktúrájának működését számos harmadik fél szolgáltató is támogatja. Közöttük találjuk a SWIFT-et, a pénzügyi ágazat biztonságos pénzügyiüzenet-küldő globális szolgáltatóját, amely messze a legfontosabb szereplő, noha maga nem fizetési rendszer, és a felügyeleti szervek részéről különleges figyelmet igényel. A 10 legfejlettebb ország központi bankjai közötti megállapodásával összhangban, a SWIFT együttműködő felügyelet hatálya alá esik 1997 óta. A felügyelet vezetését a belga nemzeti bank, a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique látja el. A SWIFT-re vonatkozó együttműködő felügyeleti keretrendszer összefüggésében az EKB segítséget nyújtott a SWIFT értékelésére alkalmas, magas szintű felügyeleti követelményrendszer kidolgozásában. A kezdeményezés véglegesítésére 2007 júniusában került sor, majd megtörtént beépítése a SWIFT esetében alkalmazott, kockázati alapú felügyeleti keretrendszerbe.

#### ÉRTÉKPAPÍRKLÍRNG- ÉS ELSZÁMOLÁSI RENDSZEREK

#### Erős érdekelttség az értékpapír-elszámolásában

Az értékpapír-elszámolási rendszerek (ÉR) és a központi szerződő fél (KSzF) klíringrendszerek szoros kapcsolatban állnak a fizetési rendszerekkel<sup>19</sup>, így biztonságos működésük egyértelmű következményekkel jár a pénzügyi stabilitást illetően. Az ÉR-ek kapcsolódnak a monetáris politikához is az eurorendszerbeli hitelműveletekben elfogadható biztosítékok elszámolásában betöltött szerepük révén. Ennek érdekében, noha nincs még az ÉR-ekre alkalmazott közös felügyeleti keretrendszer, a központi bankok erősen érdekeltek az euroövezetbeli ÉR-ek zavartalan működésében.

#### Felhasználói szemszögből történő megítélés

1998-ban az eurorendszer két követelményt fogadott el az ÉR-ek alkalmasságának a felhasználó szemszögből történő megítéléséhez az eurorendszer hitelműveleteiben nyújtott elszámolási szolgáltatásokra vonatkozóan (az ún. „felhasználói elvárások”). Az ÉR-ek és kapcsolataik rendszeres értékelése a felhasználói elvárásoknak történő megfelelést illetően a hitelműveletek azonos szintű biztonságát biztosítja az euroövezetben. A pozitív értékelési eredmények előfeltételei, hogy az ÉR-ek és kapcsolataik alkalmasak legyenek az eurorendszerbeli hitelműveletek biztosítéki oldalán való alkalmazásra.

#### EGYÜTTMŰKÖDÉS MÁS HATÓSÁGOKKAL

#### Az együttműködés keretrendszere

Felügyeleti céljai megvalósítása során az eurorendszer kapcsolatokat épített ki és tart fenn a piaci infrastruktúrával összefüggő kérdésekért felelős más hatóságokkal.

Ennek érdekében az EU központi banki felügyeleti szervei és a bankfelügyeletek közötti együttműködési keretrendszer meghatározására került sor emlékeztető megállapodások formájában, amelyek az együttműködés és az információcsere kérdését érintik három helyzetben: (i) fizetési rendszer létrehozása és a rendszerhez való hozzáférés iránti kérelem; (ii) folyamatos tevékenységek és (iii) válsághelyzetek.

<sup>19</sup> Az értékpapíriügyletek elszámolása a pénz- és az értékpapírlábat érinti. Az értékpapíriügylet pénzlábjának elszámolása rendszerint a központi banki VIBER-ben zajlik, párhuzamosan az értékpapírlábj bizományosi elszámolásával szállítás fizetés ellenében fizetési módszer alapján.

Ezenkívül értékpapírkiríling- és elszámolási rendszerekre vonatkozó keretrendszer jött létre a KBER és az Európai Értékpapír-szabályozó Bizottság (EÉB) között 2001-ben. KBER–EÉB munkacsoport kezdte el a munkát az ÉR-ekre és KSzF-ekre vonatkozó ún. CPSS–IOSCO ajánlások EU-környezethez való adaptálását.<sup>20</sup> Bár a KBER–EÉB jelentős haladást ért el ezen a területen, vannak még megoldásra váró kérdések az EU-beli ÉR-ekre és KSzF-ekre vonatkozó felügyeleti követelmények kialakításának befejezésével kapcsolatban.

## AZ IRÁNYELVEK ALAKULÁSA ÉS FŐBB TEVÉKENYSÉGEK

Az eurorendszer felügyeleti irányelvei és céljai számos, a nyilvánosság számára hozzáférhető dokumentumban, magas szintű elvárásban és a konkrét ügyekre vonatkozó elvi állásfoglalásokban hozzáférhetők, amelyeket a Kormányzótanács jóváhagyott. A felügyeleti funkció rendszeresen értékeli, hogy megfelelnek-e a piaci infrastruktúrák az alkalmazandó standardoknak. Az irányelvi változások és az e területen az elmúlt évtized során végzett tevékenység legfőbb állomásait a 2. táblázat ismerteti időrendi sorrendben.

20 CPSS a G10-ek (a 10 legfejlettebb ország) Fizetési és Elszámolási Rendszereinek Bizottságát jelenti. Az IOSCO az Értékpapír-bizottságok Nemzetközi Szervezetét jelenti. Az ÉR-ekre és a KSzF-ekre vonatkozó ajánlások megtekinthetők a BIS honlapján.

### 2. táblázat: Az EKB/eurorendszer felügyelői funkciójának legfontosabb vívmányai

#### A politikák alakulása

Az EMI égisze alatt lefolytatott elemzésre támaszkodva 1998 augusztusában az EKB kiadta az elektronikus pénzről szóló jelentést („Report on electronic money”). A jelentés annak okaival foglalkozik, miért kell szabályozni az elektronikus pénz kibocsátását, és az elektronikus pénz kibocsátói számára megállapítja a minimális követelményeket, valamint a kívánatos célokat.

1998 novemberében az eurorendszer felvázolta az euroövezeten kívülről jövő, euróban denominált tranzakciók számára szolgáltatásokat nyújtó fizetési, valamint értékpapírkiríling- és -elszámolási infrastruktúrák fejlesztésére vonatkozó irányelveit.

2000. júniusi nyilatkozatában az EKB Kormányzótanácsa tisztázta az eurorendszernek a fizetési rendszerek felügyelésében betöltött szerepét, valamint elmagyarázta céljait és elveit.<sup>1</sup>

2001 februárjában az EKB Kormányzótanácsa elfogadta a rendszerkockázati szempontból fontos fizetési rendszerek alapelveit<sup>2</sup> (alapelvek), amelyek az eurorendszer által a fizetési rendszerek közös felügyelői politikájában alkalmazott minimumkövetelményeket jelentik. Ezek az elvek útmutatást nyújtanak az adott fizetési rendszerek kialakítására és működtetésére azzal, hogy általános követelményeket határoznak meg ezen infrastruktúrák legfontosabb jellemzőire vonatkozóan, ideértve a szilárd jogi alapot, a pénzügyi kockázatok megfelelő kezelését, a biztonságot és a működési megbízhatóságot, a hatékonyságot és a szabályozási intézkedéseket. Az alapelvek a rendszerkockázati szempontból fontos fizetési rendszerek<sup>3</sup> valamennyi típusára vonatkoznak.

2001 szeptemberében az EKB kiadta „Az eurorendszer irányelve a konszolidációról a központi partnerelszámolásban” („The Eurosystem’s policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing”) című dokumentumot, amelyben bemutatta politikai irányvonalát a központi partnerelszámolásban zajló konszolidációs folyamat lehetséges vonzataival kapcsolatban.

2003 májusában kiadták „Az elektronikus pénzrendszerek biztonsági céljai” („Electronic money system security objectives” [EMSSO]) című jelentést. Ez bemutatja az eurorendszernek az e-pénz rendszerek műszaki biztonságával kapcsolatos elvárásait. A jelentés tartalmazza az e-pénz rendszerek általános leírását, egy átfogó kockázat/veszélyelemzést és azon biztonsági célok listáját, amelyeket az e-pénz rendszereknek el kell érniük e kockázatok/veszélyek elhárítása érdekében.

2003 júniusában elfogadtak egy felügyelői keretrendszert az euróban működő lakossági fizetési rendszerekre vonatkozóan. E keretrendszer szándéka annak biztosítása, hogy a lakossági fizetési rendszerek ne válhassanak rendszerkockázatok vagy helytelen gazdasági működés vektoráivá az euroövezetben. A keretrendszer kritériumokat tartalmazott a lakossági fizetési rendszerek rendszerkockázati fontosság szempontjából történő besorolásához.

- 1) Az EKB honlapján megjelent „Az eurorendszer szerepe a fizetési rendszerek felügyelésének területén” („Role of the Eurosystem in the field of payment systems oversight”).
- 2) A BIS honlapján megjelent a CPSS (Fizetési és Teljesítési Rendszerek Bizottsága) jelentése: „A rendszerkockázati szempontból fontos fizetési rendszerek alapelvei” („Core Principles for Systemically Important Payment Systems”).
- 3) Egy fizetési rendszer akkor számít rendszerkockázati szempontból fontosnak, ha az adott rendszerben bekövetkező zavarok a szélesebb értelemben vett rendszerben további zavarokat váltanak ki vagy továbbítanak. Az eurorendszer azon az állásponton van, hogy minden euróban működő nagy értékű fizetési rendszer fontosnak számít rendszerkockázati szempontból.

Az irányelvek  
és tevékenységek  
átláthatósága

## 2. táblázat: Az EKB/eurorendszer felvigyázói funkciójának legfontosabb vívmányai (folyt.)

„Az üzletmenet folytonosságával kapcsolatos felvigyázói elvárások a rendszerkockázati szempontból fontos fizetési rendszerekre” („Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems” [BCOE for SIPS]) című jelentést 2006 májusában adták ki. Válaszul az utóbbi években felmerült új típusú veszélyekre, a jelentés alapvető célja az volt, hogy létrehozzon egy harmonizált felvigyázói keretrendszert az euroövezetbeli üzletmenet folytonossága érdekében. E jelentés útmutatást nyújt a rendszerkockázati szempontból fontos fizetési rendszerek (SIPS) működtetői számára, hogy elegendő és konzisztens rugalmassági szinteket érjenek el, az üzletmenet-folytonossági stratégiára, tervezésre és tesztelésre, valamint a válságkezelésre összpontosítva.

2007 júliusában az EKB kiadta „Az Eurorendszer irányelveit az euróban denominált fizetési tranzakciókat elszámoló infrastruktúrák helyéről és működéséről” („Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions”). Ezek az elvek vonatkoznak bármely eurotranzakciókat elszámoló létező vagy leendő fizetési infrastruktúrára, amely az euroövezeten kívül található. Ugyancsak meghatározzák az eurorendszer pozícióját ezen a területen; az eurorendszer célja, hogy a valutája feletti végső ellenőrzést minden körülmények között megtartsa.

2008 januárjában az EKB Kormányzótanácsa elfogadta „A kártyás fizetési rendszerek felvigyázói keretrendszere – szabványok” („Oversight framework for card payment schemes – Standards”) című jelentést, amely lefekteti az euroövezetben működő kártyás fizetési rendszerekre vonatkozó közös felvigyázói szabványokat. Ezek a szabványok a kártyás fizetési rendszerek biztonságának és hatékonyságának biztosítására összpontosítanak.

### A kulcsfontosságú fizetési infrastruktúrák értékelése

2001-ben az EKB kérésére, pénzügyiszektor-értékelési programja (FSAP) keretében az IMF jelentéseket készített az euroövezet számára a szabványok és kódok betartásáról (ROSCs). A fizetési rendszerek területén az értékelés a TARGET-re és az EURO1 rendszerre terjedt ki.<sup>4</sup>

A folyamatosan kapcsolt kiegyenlítési rendszer (CLS) 2002. évi indulását megelőzően az EKB a CLS-elszámolásban elfogadott más valuták központi bankjaival együtt elvégezte a rendszer közös kockázatbecslését. A becslés pozitív eredményére való tekintettel az EKB jóváhagyta az euro felvételét a CLS-be.

2003 folyamán 19 nagy eurofizetési rendszert, köztük a TARGET valamennyi komponensét értékelték az alapelvek szempontjából. Az értékelés eredményeit 2004-ben tették közzé az EKB honlapján.<sup>5</sup>

2005 elején a TARGET felvigyázói elvégezték a SORBNET-EURO, a Narodowy Bank Polski euro VIBER-ének felvigyázói értékelését, mivel az a TARGET-hez kívánt kapcsolódni a Banca d'Italia által működtetett BIREL rendszeren keresztül.

2005 augusztusában az EKB honlapján ismertették 15 lakossági eurofizetési rendszer részletes, a vonatkozó alapelvek szerint elvégzett felvigyázói értékelésének eredményét.

2006-ban egy mélyreható felvigyázói értékelést készítettek az Eesti Pank euro VIBER-ének a BIREL rendszeren keresztül a TARGET-hez kapcsolásának hatásáról.

2007. novemberi megvalósulása előtt a TARGET2 átfogó felvigyázói értékelésen esett át az alapelvek figyelembevételével. A TARGET2-ről szóló részletes értékelési jelentés végleges változatát a tervek szerint 2009-ben teszik közzé.

### Egyéb főbb tevékenységek

Az NKB-kal együttműködve rendszeresen elkészítették, és az EKB („kék könyvként” ismert) „Fizetési rendszerek az Európai Unióban” („Payment systems in the European Union”) című kiadványában közzétették az EU országokban működő különböző fizetési és értékpapír-elszámolási rendszerek átfogó leírását, a kék könyv függelékével együtt, amely a rendszerek részletes statisztikai adatait tartalmazza. A kék könyv utolsó (negyedik) kiadása 2007-ben jelent meg.

A felvigyázói funkció szoros figyelemmel kísérte és kíséri a levelező banki üzletben zajló folyamatokat. Rendszeres felmérések készülnek (legutóbb 2005-ben) mintaként kiválasztott bankok körében, hogy rendszerkockázati szempontból értékeljék a fizetési megállapodások e területének jellemzőit. A bankok által szolgáltatott adatok bizalmas természete miatt a felmérések eredményeihez csak a résztvevők férhetnek hozzá.

2007-ben megújították a korábbi értékelési módszert, és egy közös módszert fejlesztettek ki a rendszerkockázati szempontból és különösen fontos eurofizetési rendszerek felvigyázására. Az év második felében tartott nyilvános konzultációt követően az új módszer végleges változatát 2007 novemberében tették közzé az EKB honlapján.

4) 2001 októberében publikálták az IMF honlapján.

5) Lásd „A nagy értékű euro fizetési rendszerek értékelése az alapelvek szempontjából” („Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles”) című jelentést.

## TANULSÁGOK ÉS ELŐRETEKINTÉS

A központi bankok felügyeleti funkciója dinamikus környezetben működik. Az európai és a globális pénzügyi piacokon, a jogi környezetben és magukban az egyes piaci struktúrákban és egymás közötti kapcsolataikban bekövetkezett változásoknak tükröződniük kell a központi bankok felügyeleti politikáiban és tevékenységében. Az elmúlt tíz év bebizonyította, hogy az eurorendszer központi bankjaival és a KBER-rel együttműködve, továbbá nemzetközi szinten is megvalósuló együttműködéssel, az EKB felügyeleti funkciója meg tudott birkózni ezekkel a kihívásokkal. A felügyeleti politikák (irányelvek) és elvárások hozzájárultak a fizetési és elszámolási rendszerek egészséges stabilitásához és hatékonyságához. A felügyelet és a rendszerek működtetői és szereplői közötti szoros kölcsönhatás jelentős szerepet játszott abban, hogy a piac elfogadja az eurorendszer felügyeleti irányelveit és elvárásait, továbbá hogy azokat a felügyeleti szervek zökkenőmentesen valósíthassák meg.

A jövőbeli fejlemények összefüggésében és az európai infrastruktúrák folyamatos felügyelete mellett, az EKB és az eurorendszer felügyeleti szervezetei, többek között, a következőket prognosztizálják: hangsúlyt kap (i) a felügyeleti célok és tevékenységek átláthatóságának további erősítése az eurorendszer 2000. júniusi nyilvános elvi állásfoglalásának aktualizálásával és rendszeres felügyeleti jelentés közzétételével; (ii) folytatódó hozzájárulás a KBER–EÉB munkacsoport munkájához; (iii) részvétel a CLS és a SWIFT együttműködő felügyelet tagjainak tanácskozáiban; (iv) közös munka az EU többi központi bankjaival az üzletfolytonosság területén és (v) kockázatalapú felügyeleti keretrendszer kialakítása. Figyelembe véve a pénzügyi piacok és piaci infrastruktúrák folyamatos integrációját, különösen az euroövezetben, de globálisan is, az EKB továbbra is nagy jelentőséget tulajdonít az eurorendszerbeli és EKB-s felügyeletnek, továbbá a felügyelet és más állami hatóságok, például bankfelügyelet és értékpapír-szabályozó hatóságok közötti együttműködésnek.

**A felügyelet dinamikus környezetben működik**

**A jövő prioritásai**

## AZ EUROÖVEZET FŐ JELLEMZŐI\*

				
Lakosság (millió)	319	495	302	128
GDP (PPP, billió euro)	8,9	12,6	12,0	3,7
Egy főre jutó GDP (PPP, ezer euro)	27,8	25,4	39,6	29,0
A világ GDP-jéből való részesedés (PPP, %)	16,1	22,7	21,3	6,6
Export (árúk, szolgáltatások, a GDP százalékában)**	22,6	14,2	11,8	18,4
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (a GDP százalékában)	21,7	21,2	18,7	23,3
Bruttó megtakarítás (a GDP százalékában)	22,5	20,8	13,4	29,6

\*2007. \*\* Az euroövezeti számadatban nincs benne Ciprus és Málta.  
 Források: az EU és az euroövezet esetében: EKB, Eurostat, országos adatok, az IMF és az EKB számításai; az USA és Japán esetében: nemzeti források, IMF.



## 8 STATISZTIKA

*A jó minőségű statisztikai adatok az EKB szakpolitikai elemzéseinek, kutatásainak és döntéshozatalának alapelemei. A bank nem tudná megfelelően ellátni az előző fejezetekben felsorolt funkcióit, ha nem állnának rendelkezésére időszerű, megbízható és koherens statisztikák, amelyek emellett a pénzügyi piaci elemzőknek, a tudományos élet képviselőinek és a nagyközönségnek is jó szolgálatot tesznek. Ezenkívül az EKB biztosította statisztikai adatok segítségével a Kormányzótanács döntéseit is könnyebben meg lehet érteni, de a lakosságot is támogatják a helyes befektetési és hitelnyújtási döntések kialakításában.*

*Az EKB-nak szüksége van egy sor jó minőségű monetáris, pénzügyi és gazdasági statisztikára (például az áralakulás pontos aggregált mutatója) ahhoz, hogy ellássa elsődrendű feladatát, az árstabilitás megőrzését az euroövezetben. A helyes értékelés és monetáris politika kialakításának előfeltétele, hogy pontos képet kapjon az aktuális gazdasági helyzetről és az euroövezeti gazdaság szerkezetéről. Kezdetben az euroövezet egészéről csak igen kevés adat állt rendelkezésre. Az elmúlt tíz évben ezért jelentős előrelépést tettek az újfajta statisztikák kidolgozásában, illetve már meglévők továbbfejlesztésében (az alapfogalmak, a gyakoriság és a megkívánt közlési idő összehangolásával).*

*Az európai statisztikai tevékenység sokat nyert az EKB és az Eurostat együttműködéséből. Az EKB feladata a monetáris és pénzügyi statisztika, míg az Eurostat az általános gazdasági adatokért felel. Az utóbbi kategóriába tartozik a fogyasztói árak harmonizált indexe (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP), amely az EKB árstabilitási referenciarátájának mutatója. Az euroövezeten kívüli statisztikákkal (fizetési mérleg, nemzetközi befektetési pozíció) és az euroövezeti számlákkal kapcsolatos feladatokat a bank az Eurostattal közösen látja el.<sup>1</sup>*

*Az európai statisztikai adatgyűjtés, amely mind a KBER, mind az Eurostat és a nemzeti statisztikai intézetek adatszolgáltatását magában foglalja, az elmúlt évtizedben mind a rendelkezésre állás, mind a minőség szempontjából jelentősen javult. Az EKB biztosította sokféle statisztikai adatot egységes rendszerbe foglalták, amelynek segítségével következetesen át lehet tekinteni a gazdasági szereplők különböző kategóriáihoz (háztartások, nem pénzügyi vállalatok, pénzügyi vállalatok, kormányzat) sorolt ügyletek és pozíciók összefüggéseit. Ezek az úgynevezett euroövezeti számlák negyedévente adnak általános áttekintést az euroövezet gazdasági és pénzügyi folyamatairól.*

*A 8.1 pontban bemutatjuk, hogyan dolgozza ki az EKB az euroövezetről azokat a megbízható és időszerű monetáris, pénzügyi és külső statisztikákat, amelyek a bank elemzési, kutatási és kommunikációs tevékenységéhez, valamint döntéshozatalához szükségesek. A 8.2 pont az Eurostat által összeállított gazdasági statisztikákat mutatja be, a 8.3 pont pedig az összeállítás során alkalmazott minőségi követelményeket ismerteti. Végül a 8.4 pontban az elkövetkező időszakra vonatkozó tervekről szólnunk.*

### 8.1 AZ EKB STATISZTIKAI TEVÉKENYSÉGE

Az 1990-es évek közepén az euroövezeti statisztikai adatok összeállítása igen nagy feladatot jelentett, mivel az akkoriban rendelkezésre álló adatokban jelentős hiányosságok voltak, minőségük korántsem volt kielégítő.<sup>2</sup> Emellett a statisztikai adatok alapját képező alapfogalmak, meghatározások és osztályozások szabványosítása terén is volt mit bepótolni.

<sup>1</sup> Az európai szintű statisztikai tevékenység pontos munkamegosztásának bővebb ismertetése a „Memorandum of Understanding on economic and financial statistics between the Directorate General Statistics of the ECB (DG Statistics) and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat)” (Egyetértési megállapodás gazdasági és pénzügyi statisztikákról az EKB Statisztikai Főigazgatósága és az európai Közösségek Statisztikai Hivatala [Eurostat] között) című dokumentumban található. ([http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_mou\\_with\\_eurostat1.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_mou_with_eurostat1.pdf))

<sup>2</sup> Az euroövezeti statisztikai fejlesztésekről bővebben lásd: Peter Bull: „The development of statistics for Economic and Monetary Union” („A Gazdasági és Monetáris Unió statisztikai adatainak fejlesztése”), 2004. (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/developmentstatisticsemu200406en.pdf>).

**Az elmúlt tíz évben jelentős eredményeket ért el az euroövezeti statisztikai adatgyűjtésben**

**Az EKB szorosan együttműködik az Eurostattal**

**Kezdetben sok volt a hiányosság, és nem volt megfelelő a szabványosítás**

Az EKB 1999-ben még csak a legszükségesebb adatokat tudta beszerezni az euroövezetről: a monetáris pénzügyi intézmények (MPI) összehangolt mérlegeit, amelyekből a monetáris aggregátumokat és a pénztömeg ellenpárjait (ideértendők az MPI-hitelek) számolták, néhány nem harmonizált lakossági kamatot, kereskedelmi bankoktól származó néhány pénzügyi piaci információt, valamint a legfontosabb fizetésimérleg-adatokat, de a partnerországok szerinti földrajzi bontás még nem állt rendelkezésre. Ezenkívül csak az államháztartási statisztikák, valamint korlátozott számú megtakarítási, beruházási és finanszírozási információ állt rendelkezésre éves szinten a csak röviddel azelőtt létrehozott euroövezetről. A legtöbb esetben az idősor nagyon rövid időt ölelt fel.

1999 novemberében az euroövezeti kormányzatok, pénzügyi és nem pénzügyi vállalatok értékpapír-kibocsátási statisztikáival bővült a statisztikai adatok köre. 2003 elejétől pedig az MPI mérlegstatisztikák már részletesebb bontásban tartalmazták az instrumentumok, lejáratok és partnerszektorok adatait. Ugyanakkor harmonizált MPI kamattisztikákat is bevezettek, amelyek betéti és hiteladatokat tartalmaztak mind lejárat szerinti, mind rendeltetés szerinti bontásban. A közeljövőben a befektetési alapok statisztikáit is összehangolják, így ezek a jövőben az egész euroövezetet lefedve jobban megfelelnek majd a felhasználói igényeknek. Az EKB átvette az Eurostattól az övezet központi kormányzatai által kibocsátott kötvények napi hozamgörbéinek közzétételét.

Ami a külső statisztikákat illeti, a bank fokozatosan fejleszti az euroövezeti fizetésimérleg-adatokat, azaz részletesebb bontást nyújt, külön kimutatja a tartozik és követel tételeket, és a főbb partnerek szerinti (pl. USA, Egyesült Királyság, euroövezeten kívüli uniós országok, Japán, Kína) földrajzi bontást is közöl. A bank ma már negyedévente publikálja a nemzetközi befektetési pozíció értékét, amely az euroövezet átfogó pénzügyi mérlegének tekinthető, emellett a pozíció változását bontásban is közzéteszi (a fizetésimérleg-tranzakciók mellett, amelyek főként a pénzügyi eszközöknek és forrásoknak az árak és devizaárfolyamok alakulása miatti átértékelési változására utalnak). Ezenkívül az euro nominális és reálfektív árfolyamáról, valamint nemzetközi szerepéről is közöl adatokat, amelyeket a közelmúltban fogyasztóiár-indexekből havonta számolt harmonizált, országos versenyképességi mutatókkal is kiegészítettek.

Az EKB sok olyan statisztikai adatot és mutatót állít össze, amelyeket a pénzügyi piaci folyamatok, az európai pénzügyi integráció és a globális és uniós bankszektor pénzügyi stabilitásának értékelésére, valamint a fizetési tranzakciók, fizetési infrastruktúrák, értékpapír-kereskedelem, elszámolás és teljesítés felmérésére használ fel.

2007 júniusa fontos mérföldkőnek számít ebben a folyamatban, ekkor tette ugyanis közzé az EKB az Eurostattal közösen első ízben az intézményi szektorok szerinti integrált, negyedéves, euroövezeti gazdasági és pénzügyi számlákat.<sup>3</sup> A számlák átfogó és egységes rendszerbe foglalják az övezet pénzügyi és gazdasági folyamatait, valamint az övezet különféle szektorainak (háztartások, vállalatok, államháztartás) egymással és a világ többi részével való kapcsolatait. Az euroövezeti kimutatások az övezet „nemzeti számláinak” tekinthetők. Egyedülálló vívmánynak számít teljes körű egységességük és csaknem teljesen egységes módszertani alapjaik, valamint az, hogy a két intézmény (az EKB és az Eurostat) negyedévente közösen és egyidejűleg állítja őket össze.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Lásd az EKB 2007. novemberi *Havi jelentésének* vonatkozó cikkét.

<sup>4</sup> Az EKB által összeállított és rendelkezésre bocsátott statisztikai adatok teljes körű áttekintése az „ECB statistics: an overview” („Az EKB statisztikai: áttekintés”) című 2008. évi dokumentumban olvasható.



## 8.2 EGYÉB GAZDASÁGI STATISZTIKÁK

Az Eurostat (az országos statisztikai hivatalokkal karöltve) még a Gazdasági és Monetáris Unió kezdete előtt kidolgozta a HICP-t mint harmonizált árindexet, továbbá egyéb statisztikákat is kifejlesztett az árákról, a költségekről, a munkaerőpiacokról és egyéb gazdasági folyamatokról. A nemzeti számlákról korlátozott számban ugyan már álltak rendelkezésre euroövezeti adatok, ezek időbeli közlés szempontjából azonban nem feleltek meg monetáris politikai célokra. Azóta ebből a szempontból jelentősen javultak az Eurostat által szolgáltatott euroövezeti statisztikák, amiben különösen nagy szerepet játszott a GMU-statisztikák akciótervének az ECOFIN Tanács általi elfogadása (2000), valamint a fő európai gazdasági mutatók (Principal European Economic Indicators – PEEIs) havi és negyedéves listájának összeállítása (2002). Fontos eredmény például a HICP és a negyedéves GDP-volumenváltozás időben közölt előzetes becslése, amely beépül a monetáris politikába és a közgazdasági elemzésekbe. Jelentősen bővült továbbá a kormányzati pénzügyi statisztikák köre mind éves, mind negyedéves viszonylatban. Valamennyi területen tovább javultak a módszertani szabványok.

A statisztikai területen ugyanakkor további fejlesztésekre van szükség (új statisztikák, a meglévők gyakorisága, illetve minősége terén).<sup>5</sup> Ezek elsősorban a szolgáltatások, a munkaerőpiacok (a munkaerő-piaci statisztikáknak a nemzeti számlákba való beépítése a növekedés és termelékenység elemzéséhez) és az ingatlanpiacok területét érintik. Egyéb statisztikák vonatkozásában további, a közlési időt és a minőséget érintő javításokra van szükség. Idetartozhat az európai statisztikai hivatalok statisztikai folyamatainak szorosabb összehangolása és a koordinált nemzeti adatközlés, válaszul a közlési idővel és a felülvizsgálati politikák összehangolásával kapcsolatban született európai célkitűzésekre. Végül rendkívül fontos a statisztikák megfelelő kommunikációja, különösen a HICP-é (lásd az 1. keretes írást).

5 Lásd az „EFC Status Report on Information Requirements in EMU” („Az EFC helyzetjelentése a GMU-t érintő információs követelményekről”) című 2007. októberi dokumentumot (<http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/statusreport2007.pdf>).

### I. keretes írás

#### A FOGYASZTÓI ÁRAK HARMONIZÁLT INDEXÉNEK SZEREPE

Mivel az EKB elsődleges feladata az árstabilitás fenntartása, jó minőségű statisztikákra van szüksége az árak alakulásáról. Ezért nagy hangsúlyt fektet az euroövezeti fogyasztói árak harmonizált indexére (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP), amelyet az Eurostat állít össze havi rendszerességgel. A HICP alapján értékelik azt is, hogy az euroövezeten kívüli EU-tagállamok készen állnak-e az euro bevezetésére. A fogyasztói árak harmonizált indexét ugyanis valamennyi EU-tagállam viszonylatában elkészítik.

Az index az árak változását ragadja meg a háztartások árukhoz és szolgáltatásokhoz kötődő fogyasztási kiadásait figyelembe véve. Jó mércéje a fogyasztói árak inflációjának, a legmértékadóbb nemzetközi szabványokkal összhangban állítják össze. Az euroövezeti HICP-t több mint 1,7 millió ármegegfigyelés alapján havonta állítják össze. Az árukat és szolgáltatásokat érintő megfigyelések 200 000 kereskedelmi egységben, mintegy 1500 helységben zajlanak szerte az euroövezetben.

Minden egyes termékről különböző kereskedelmi egységekből és régiókból gyűjtik az adatokat. A könyvek alindexében például különböző műfajok szerepelnek (széppróza, nem széppróza, kézikönyv stb.) könyvesboltok, szupermarketek és internetes elárúsítóhelyek szerint. Az indexben szereplő termékcsoportokat az alapján súlyozzák, hogy egymáshoz viszonyítva mekkora részt foglalnak

**Jelentős előrelépés a gazdasági statisztikában, ám fennmaradó kihívások**

**További javulás a szükséges közlési idő és minőség terén**

**A magas színvonalú HICP az árstabilitás mutatója**

**A HICP havi 1,7 millió megfigyelésre alapul**

Igény a további harmonizációra

el a háztartások teljes fogyasztási kiadásaiból. A súlyokat folyamatosan aktualizálják, hogy nyomon tudják követni a vásárlási szokások változását, és hogy az index továbbra is a valóságot tükrözze. Az erőfeszítések jó része bonyolult kérdések (a biztosítási, egészségügyi és oktatási szolgáltatások ára, valamint az új, illetve jelentősen megváltozott termékek indexbe iktatása) egységes kezelésére irányult.

Fejlődésre mindig van lehetőség. Ebben a tekintetben az egyik prioritás a termékminőség megváltozásának egyöntetűbb kezelése. Ha például egy gépkocsigyártó új biztonsági eszközökkel (pl. légzsák) szerel fel egy új modellt, és ezzel párhuzamosan az árát is felemeli, a tiszta árváltozás pontos méréséhez meg kell becsülni, hogy a kocsik árának emelkedése mennyiben tükrözi a légzsák általi minőségjavulást. Kezdeményezések indultak a minőségváltozás módszertanának továbbfejlesztésére és harmonizálására a tagállamok között. A második prioritás a saját tulajdonú lakások kezelése. Míg a bérleti díjak bérlőket érintő megváltozása része a HICP-nek, a háztartások saját lakáshoz kötődő kiadásainak nagy része viszont nem. Mivel a lakást birtokló és lakást bérlő háztartások aránya lényegesen eltér az egyes euroövezeti tagországok között, a saját tulajdonú lakások indexbe vonása amellett, hogy övezeti szinten összehasonlíthatóbbá tenné a HICP-t, egyben lefedettségét is növelné.

### 8.3 A JÓ MINŐSÉGŰ STATISZTIKÁK KERETRENDSZERE

A statisztikáknak számos felhasználójuk és rendeltetési céljuk van

A jó minőségű statisztika központi helyet foglal el az EKB elvi-stratégiai elemzéseiben, döntéseiben és kommunikációjában. Az Európai Unió különleges hangsúlyt fektet a statisztikák minőségére, megbízhatóságára és elfogulatlanságára, mivel a tagállamok hatóságai is ezekre támaszkodnak. A Stabilitási és növekedési paktum figyelemmel kísérése, az euroövezet bővítését érintő döntések, valamint a tagállamok uniós költségvetéshez és regionális politikához való hozzájárulása az ezeket megalapozó statisztikai adatok magas színvonalától függ.

A minőség és a szervezetirányítás a statisztikai terület súlyponti kérdései

Az EKB statisztikai széles körben elfogadott nemzetközi és európai statisztikai szabványok szerint készülnek. A bank emellett aktív szerepet vállal a szabványok továbbfejlesztésében (pl. nemzeti számlák rendszere, nemzeti számlák európai rendszere, fizetésimérleg-kézikönyv), és általánosabb értelemben szorosan együttműködik az illetékes nemzetközi szervezetekkel (Európai Bizottság, IMF, BIS, OECD, ENSZ) a gazdasági és pénzügyi statisztikai szabványok, fogalommeghatározások világszintű harmonizálásában.

2007-ben látott napvilágot a „Nyilvános kötelezettségvállalás a KBER statisztikai feladatköréről” című dokumentum, amely rámutatott a minőség és a szervezetirányítás fontosságára a statisztikai területen. Hangsúlyozza a legjobb gyakorlat, az etikai normák és az együttműködés szerepét, szem előtt tartva az elfogulatlanság, a tudományos függetlenség, a költséghatékonyság, a statisztikák bizalmas kezelése, az adatközlési teher optimalizálása és a jó adatminőség elvét. A 2008-ban publikált, „ECB Statistics Quality Framework” (Az EKB statisztikai minőségi keretrendszere) című dokumentum részletezi azokat a minőségi alapelveket, amelyeket a banknak a statisztikák előállításánál követnie kell.

A statisztikák felhasználói és készítői közötti rendszeres párbeszéd, a nemzetközi statisztikai szabványok betartása, valamint a jó minőség és a hatékony szervezetirányítás iránti határozott elkötelezettség elengedhetetlen ahhoz, hogy olyan euroövezeti statisztikák készüljenek, amelyek megfelelnek a bank monetáris politikai döntéshozói elvárásainak. A felhasználói igényeket és az előállítási költségeket kiegyensúlyozandó, az új, illetve lényegesen továbbfejlesztett EKB-statisztikák készítéséről minden esetben a többlethaszon és a többletköltség szisztematikus elemzése alapján hoznak döntést.

Noha a statisztikai terület az összes adminisztratív költségnek kevesebb, mint 2%-át emésztí fel, az európai statisztikusok elkötelezettek az adatszolgáltatási teher minimalizálása iránt. Az egyik megoldás az egyszeri adatgyűjtés, és az így szerzett adatok megosztása azon statisztikai hatóságok között, amelyek igényt tartanak rájuk, szigorú bizalmassági normák fenntartása mellett. Mindehhez jogszabály-módosításokra lehet szükség, továbbá hatékony együttműködésre az EKB és a nemzeti központi bankok, az országos statisztikai hivatalok és pénzügyi felügyeletek között. Ugyanakkor el kell ismerni, hogy a jó minőségű statisztikák összeállítása során mindig több mintavételen alapuló felmérést vesznek figyelembe.

Az egyik fontos minőségi szempont az EKB által összeállított és terjesztett statisztikákhoz való hozzáféréssel is összefügg. Ezen a területen jelentős javulás ment végbe az elmúlt tíz év alatt: a *Havi jelentés* statisztikai része jelentősen kibővült; a havi rendszerességgel jelentkező „Statistics Pocketbook” (Statisztikai zsebkönyv) könnyen kezelhető formátumban közöl fontos információkat; az EKB jelenleg évente körülbelül 70 statisztikai témájú sajtóközleményt jelentet meg. A hozzáférhetőség terén a legnagyobb lépést a bank mégis 2006-ban tette meg Statisztikai Adattárházának (Statistical Data Warehouse)<sup>6</sup> létrehozásával, amelyből az adatokat közvetlenül és ingyen lehet letölteni. Jelenleg évente nagyjából 250 000 különböző felhasználó veszi igénybe az adatbázist.

#### 8.4 TANULSÁGOK ÉS ELŐRETEKINTÉS

Az EKB statisztikái az idők során jelentősen javultak a hozzáférhetőség és a közlési idő tekintetében, olyannyira, hogy manapság elérték a legnagyobb valutaövezetek statisztikáinak színvonalát. A fejlődés ellenére azonban számos területen további előrelépésre van szükség. A jelenlegi súlyponti területek (i) gyorsabban közölt, teljes körű és konzisztens euroövezeti gazdasági számlák; (ii) harmonizált statisztikák a biztosítótársaságokról és nyugdíjpénztárakról; (iii) átfogóbb statisztikák az értékpapírosításról; és (iv) a hitelkockázat-áthárítás mérésének javítása.

Az EKB által készített statisztikáknak összességében a jövőben is ki kell elégíteniük a folyamatosan változó felhasználói igényeket, továbbá tükrözniük kell a legfrissebb gazdasági és pénzügyi fejleményeket. Olyan folyamatoknak, mint a globalizáció, a pénzügyi integráció és a pénzügyi innováció, meg kell jelenniük az aggregált statisztikákban.

Mindezek fényében a Kormányzótanács olyan stratégiát hagyott jóvá, amely még eredményesebbé és hatékonyabbá teheti az euroövezeti statisztikák gyűjtését, összeállítását. A stratégiából többek között még intenzívebb együttműködés következik az EKB és a nemzeti központi bankok statisztikai szakterületei, illetve ezek és külső partnereik, vagyis a statisztikai hivatalok, a felügyeletek és a pénzügyi szektor képviselői között. Az ebből származó hatékonysági többletet az EKB-statisztikák fennmaradó hiányosságainak pótlására lehet fordítani.

Egyensúly szükséges a felhasználói igények...

...és az adatközlési teher között

Tovább kell javítani a statisztikák gyűjtését és összeállítását...

...illetve valamennyi érdekeltnek szorosan együtt kell működnie

6 További részletek a <http://sdw.ecb.europa.eu/> internetes címen.

## AZ EUROBANKJEGYEK



## AZ EUROÉRMÉK





## 9 EUROBANKJEGYEK – AZ INTEGRÁCIÓ KÉZZELFOGHATÓ JELKÉPEI

*Az euro hivatalosan 1999-ben született meg mint csereeszköz, valamint pénzügyi és devizapiacokon használatos valuta. A legtöbb ember azonban csak 2002. január 1-jétől találkozott vele, amikor az euro-bankjegyeket és -érméket is bevezették. A hároméves átmeneti időszakban több mint 15 milliárd euro-bankjegyet és 52 milliárd euroérmét állítottak elő induló készletként; ennyi bankjeggyel 15 ezer futball-pályát is le lehetett volna takarni. A gazdasági és monetáris integráció e kézzelfogható jelképe ma már mindenkinek ott lapul a zsebében. De a történet korábban, a tényleges készpénzcseré előtt tíz évvel kezdődött.<sup>1</sup>*

*A fejezet a következő részekből áll: a 9.1 pont röviden áttekinti az eurobankjegyek történetét, a 9.2 pont a készpénzcseré fő lépéseit veszi sorra, a 9.3 pont statisztikai adatokat közöl, a 9.4 pont a valutagazdálkodással, a 9.5 pont pedig a bankjegyek készülőfélben levő második sorozatával foglalkozik.*

### 9.1 AZ EUROBANKJEGYEK RÖVID TÖRTÉNETE

Az Európai Tanács 1995-ben határozta el, hogy a közös európai valutát eurónak fogják hívni. Azt azonban kevesen tudják, hogy az eurobankjegyek gyártására néhány alapvető kérdés tisztázásával már három évvel korábban elkezdődött a felkészülés. 1994-ben az Európai Monetáris Intézet (EMI) Tanácsa úgy döntött, hogy a bankjegysorozatot 1:2:5 osztásban (például €10, €20 és €50) készítik el, és ugyanígy járnak el az érmék tekintetében is (például 1 cent, 2 cent, 5 cent). A rendszer decimális, így megkönnyíti a számolást. Másik előnye, hogy bármilyen összeget is kell fizetni, a legkevesebb bankjegy kell a művelet lebonyolításához. A világ legtöbb valutája ilyen címletsorozatban jelenik meg.

Az eurobankjegyek címleteinek sávját a nemzeti valuták sávjainak figyelembevételével határozták meg. A legnagyobb címlet az 500 eurós lett, mert Belgiumban, Németországban, Olaszországban, Luxemburgban, Hollandiában és Ausztriában korábban olyan bankjegyeket is kibocsátottak, amelyek értéke 200 és 500 euro közé esett. A legalacsonyabb bankjegycímletet 5 euróban határozták meg.

Az 1 és 2 eurós bankjegy bevezetését is többen szorgalmazták, ezért ezt a lehetőséget is végiggondolták. Az EKB alaposan tanulmányozta a kérést, és konzultált a készpénzforgalomban érintettekkel, például az európai banki és kiskereskedelmi szövetségekkel, de végül arra a következtetésre jutott, hogy nincs szükség ilyen kis címletű bankjegyekre. Az olyan kis értékű bankjegyek, mint az 1 és 2 eurós, valójában csak bonyolítanák a készpénzkezelést, és csökkentenék a forgalomban levő bankjegyek általános minőségét, hiszen kisebb vásárlásoknál váltópénzként használnák őket, pedig az érmék praktikusabbak erre a célra. A közvélemény-kutatások ezenkívül azt is kimutatták, hogy az euroövezet lakosságának mindössze egyharmada szeretne ilyen bankjegyeket használni. 2004-ben a Kormányzótanács úgy döntött, hogy mind az első, mind a második eurobankjegy-sorozatban változatlanul hagyja a címletek struktúráját.

1996 elején az EMI az előzetes specifikációk alapján pályázatot hirdetett az eurobankjegyek megtervezésére. Még egy év sem telt el, és decemberben az EMI Tanács kiválasztotta az „Európai korok és stílusok” témát ábrázoló nyertes sorozatot. A döntés előtt egy független marketingszakértőkből, tervezőkből és művészettörténészekből álló zsűri választotta ki a második fordulóra kerülő pályaműveket, amelyeket egy európai reprezentatív közvélemény-kutatásban is teszteltek. Az eurobankjegyek rajzolatának szándékosan nincsenek nemzetekhez köthető jegyei, így valóban európaiak.<sup>2</sup>

1 Lásd „How the euro became our money” („Hogyan lett az euro a mi pénzünk?”), EKB, 2007.

2 Lásd „Euro banknote design exhibition” („Eurobankjegytervek kiállítása”), EKB, 2003.

Három év az eurokészpénz megjelenéséig

A címletek egyszerűsítik a kezelést

A kis értékű bankjegyek túl drágák

**Az azonos bankjegyek használata csökkenti a költségeket, és egyszerűsíti a készpénzgazdálkodást**

A nemzeti elemek, például államfők vagy uralkodók ábrázolásának gondolata felmerült ugyan a döntéshozókban, de végül különféle okok miatt elvetették. Könnyebb és hatékonyabb volt azonos eurobankjegyeket gyártani, és az NKB-knak ilyen bankjegyekkel gazdálkodniuk. Fontos, hogy a bankjegyek az egész euroövezetben szabadon kicserélhetők legyenek. A kicserélhetőség lehetővé teszi, hogy ha valamelyik NKB-nak kevés bankjegye van, egy másik, felesleggel rendelkező NKB feltöltheti a készleteit. Ha a bankjegyek azonosak, senkinek sem támadhat olyan érzete, hogy egy ország a „saját”, azaz a nemzeti jelképeit ábrázoló bankjegyekkel „árasztja el” az övezet valamelyik másik országát. Abban is megállapodtak, hogy a forgalomból kivont bankjegyeket nem szállítják vissza a kibocsátó nemzeti banknak. A nemzeti elemek kizárásának további oka, hogy 2002 óta a bankjegyek gyártása közös rendszerben folyik. Ez elvben azt jelenti, hogy egy-egy címletet csak két, három vagy négy NKB állít elő, így biztosítható a gazdaságos sorozatnagyság. Ez a munkamegosztás sem lenne ilyen hatékony, ha a bankjegyeket nem lehetne szabadon kicserélni.

A bankjegyek sorozatgyártása – több próbanyomás és az eredeti specifikációk módosítása után – 1999 derekán kezdődött. A 15 részt vevő bankjegynyomda a csúcsidezőszakokban másodpercenként 400 bankjegyet állított elő.

## 9.2 AZ EURO-KÉSZPÉNCZSERE<sup>3</sup>

**Az euro-készpénzcseré akadálytalanul és gyorsan lebonyolódott...**

A forgalomban levő, több mint 300 millió ember által használt bankjegyek és érmék gyors lecserélése példa nélkül álló logisztikai művelet volt. A sikeres átálláshoz valamennyi résztvevőnek szorosan össze kellett hangolnia a lépéseit, együtt kellett működni egymással. Ezért az EU intézményeit, a nemzeti hatóságokat, a hitelintézeteket, a biztonsági szállítókat, a kiskereskedőket, a fogyasztói szervezeteket és a készpénzzel működő iparágakat már 1997-től kezdve intenzíven bevonták az előkészületekbe. Az átállással kapcsolatos nemzeti tevékenységek összehangolására és az esetleges zavarok gyors kiküszöbölésére az eurorendszer felállította a Készpénzcseréügyi Koordinációs Bizottságot. 2002 elején 6 milliárd nemzeti bankjegyet és 29 milliárd nemzeti pénzérmét sikerült viszonylag rövid idő alatt 8 milliárd eurobankjegyre és körülbelül 38 milliárd euroérmére lecserélni. Az irdatlan mennyiségek ellenére az euroövezet tagjai megállapodtak, hogy a költségek lefaragása érdekében csak nagyon rövid ideig, legfeljebb két hónapig (de legalább négy hétig) lesznek egyidejűleg forgalomban a régi és az új pénzek. A kétféle valuta párhuzamos, így költséges kezelésének visszaszorítására abban is megállapodtak: mindent elkövetnek azért, hogy 2002. január közepén már a legtöbb készpénzes művelet euróban bonyolódjon. Így is történt, a készpénzes tranzakciók fele már a bevezetés után egy héttel is az új valutában zajlott.

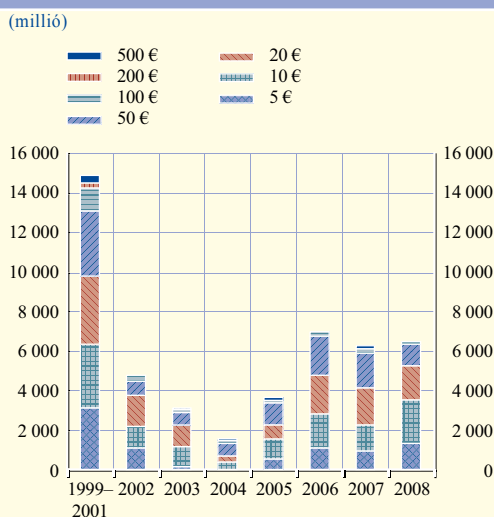
**...hála az eurokészpénz korai kiszállításának és a tájékoztató kampánynak**

A gyors és zavartalan átállás kulcsa az volt, hogy az eurokészpénzt korán, már 2001 szeptemberétől kezdve kiszállították a bankoknak, kiskereskedőknek és egyéb cégeknek: ez szavatolta, hogy az NKB-k és a biztonsági szállítók forrásai egyenletesebben oszoljanak el, így minimalizálják a készpénzellátás szűk keresztmetszeteit. Az eurorendszer ösztönözte is a bankokat, hogy hamar kialakítsák bankjegykészleteiket, és azok egy részét – egy úgynevezett halasztott terhelési modell egyidejű bevezetésével – átadják üzleti partnereiknek. Az intézkedés célja az volt, hogy semlegesítsék a nem kamatozó készpénz tartásának alternatívaköltségeit. A módszer sikeresnek bizonyult: az átálláshoz szükséges bankjegyek volumenének csaknem 80%-át és a pénzérmék 97%-át már 2002. január 1-eje előtt szétosztották.

Az eurorendszer 2002 előtt 80 millió eurós tájékoztató kampányt indított az euroövezeten belül és kívül élők informálására. Nemcsak az eurokészpénzzel, például a bankjegyek rajzolatával és a biztonsági elemeivel kapcsolatos tudnivalókat közölték, hanem az átállás gyakorlati szempontjaival is foglalkoztak. Például arra ösztönözték az embereket, hogy minél kevesebb készpénzt tartsanak nemzeti valutában,

3 Lásd „Evaluation of the 2002 cash changeover” (A 2002-es készpénzcseré értékelése), EKB, 2002.

1. ábra: Bankjegy-előállítási volumenek



Forrás: EKB.

vásárláskor pedig pontosan a kért összegeket fizessék, hogy a kiskereskedőknek ne kelljen nagy tömegű váltópénzt maguknál tartaniuk.

Az euroövezet első tagjaitól eltérően az újonnan belépők – 2007 januárjában Szlovénia, 2008 januárjában pedig Ciprus és Málta – egyidejűleg vezették be az eurót mint készpénzt és mint az elektronikus fizetések eszközt. Így az euro bevezetéséről szóló döntés meghozatala után az érintett NKB-knak nem maradt elég idejük a szükséges eurobankjegy-mennyiség beszerzésére. Ezért lehetővé tették számukra, hogy az eurorendszer készleteiből eurobankjegyet kölcsönözzenek, kikötve, hogy azokat néhány éven belül „vissza kell fizetniük”. Az EKB a különféle NKB-kkal karöltve hasonló kampányt indított, mint az euro 2002-es bevezetése előtt, hogy Szlovénia, Ciprus és Málta lakosságát is megismertessék az eurobankjegyekkel és -érmékkel.

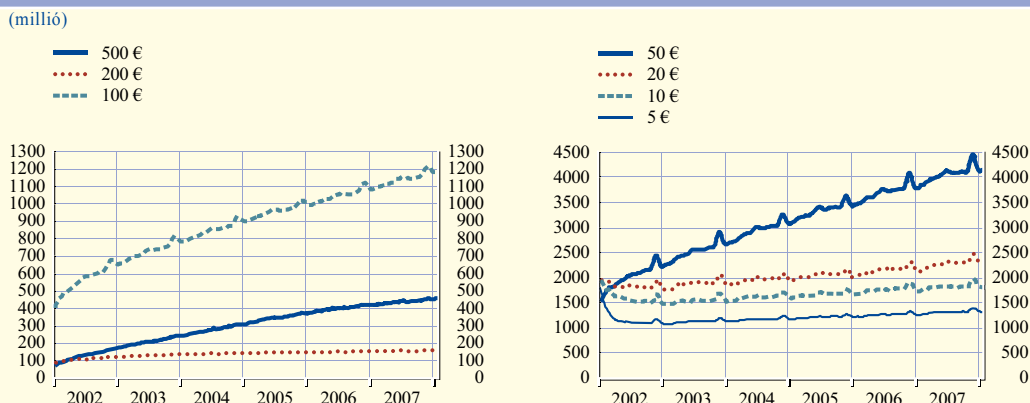
**Az euroövezet új tagországai kezdetben kölcsönveszik a bankjegyeket**

### 9.3 FORGALOMBAN LEVŐ BANKJEGYEK

A készpénzcseré után a forgalomban levő bankjegyek száma gyorsabban nőtt, mint amire a forgalomban levő nemzeti valuták mennyisége alapján számítani lehetett volna. A gyors növekedést elsősorban az okozta, hogy az euroövezeten belül és kívül élők az új helyzethez igazították valutakészleteiket. A bankjegyeket ugyanis nemcsak fizetőeszközként, hanem az értékőrzés eszközeként is használják. Valószínű tehát, hogy az euroövezeti készpénzbirtokosok az új címletek szerint alakították ki eurobankjegy-készleteiket, és kihasználták, hogy most már nagyobb bankjegycímletek állnak a rendelkezésükre. Ez a magatartás különösen olyan környezetben ésszerű, ahol alacsonyak a kamatlábak és az inflációs várakozások. A forgalomban levő valuta értékének gyors növekedése főleg három címletnek, az 50, a 100 és az 500 eurósnak köszönhető. A

**Az eurobankjegyek használata gyorsan terjed**

2. ábra: Forgalomban lévő eurobankjegyek



Forrás: EKB.

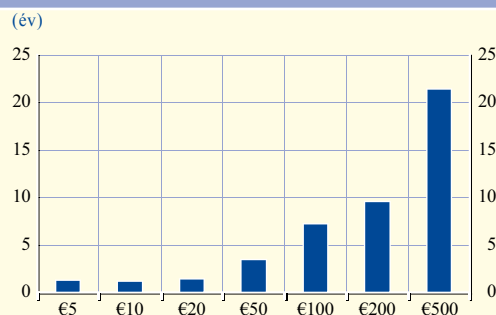
nagy címletű eurobankjegyek növekedési ütemének fokozatos csökkenése ugyanakkor azt is jelezheti, hogy a valuta iránti kereslet változásának folyamata lassan véget ér. 2007 végén mintegy 12 milliárd bankjegy volt forgalomban, együttes értékük megközelítette a 677 milliárd eurót. A forgalomban levő eurobankjegyek értéke meghaladta a forgalomban levő dollárbankjegyekét, az utóbbiak összértéke 2007 végén – 1,4721 dollár/eurós árfolyammal számolva – 540 milliárd euro volt. Tendencia, hogy az euroövezeten kívüli készpénzfelhasználók euróból több bankjegyet tartanak maguknál, mint annak idején a nemzeti valutákból, mert az eurobankjegyek tartása kényelmesebb. Becslések szerint összértéküket tekintve az eurobankjegyek 10–20%-a, de inkább a sáv felső határához közelebbi hányada az euroövezeten kívül van forgalomban.

### 9.4 KÉSZPÉNZGAZDÁLKODÁS

Az összehangolt készpénzgazdálkodás és bankjegyfejlesztés biztosítja, hogy az eurobankjegyeket az euroövezeten belül és kívül egyaránt készségesen elfogadják. Ha egy valuta multinacionális, ez azt jelenti, hogy – elsősorban a turisták, de az utazó üzletemberek is – készpénzként „viszik” az egyik országból a másikba, illetve a lakosság felhalmozza, ezért bizonyos bankjegycímletekből hiányok és többletek is keletkezhetnek. Ezeket az egyensúlyhiányokat az euroövezeten belül az eurorendszer közös készletgazdálkodási rendszere számolja fel, amely viszonyítási szinteket határoz meg az NKB-k logisztikai készletei számára, és engedélyezi, hogy a bankjegytöbblettel rendelkező NKB-k ad hoc transzferekkel siessenek a hiánnyal küszködő NKB-k segítségére. Ez a kiegyensúlyozó rendszer lehetővé teszi, hogy az NKB-k alacsony szinten tartsák logisztikai készleteiket. A Készpénzinformációs Rendszer nevű adatbank segítségével az EKB figyelemmel kíséri a logisztikai készletek szintjét, összehangolja a készletek határon átnyúló felhasználását, és fizet a határon átnyúló transzferekért.

Az eurobankjegyek minősége a napi használat során fokozatosan romlik: miközben kézről kézre járnak, elhasználódnak vagy bepiszkolódnak, így az is előfordulhat, hogy az automaták nem fogadják el őket. Ennek következtében elveszthetik a nagyközönség bizalmát, nem lesznek többé széles körben elfogadott fizetőeszközök. Az eurorendszernek ezért fenn kell tartania a bankjegyek minőségét, azaz gondoskodnia kell róla, hogy csak valódi és jó minőségű bankjegyek legyenek forgalomban. A valóságot és a „forgalomképességet” (minőséget) nagy sebességű bankjegyválogató gépekkel ellenőrzik, amelyek megvizsgálják a különféle biztonsági elemeket és forgalomképességi kritériumokat, és kiszűrik, ha egy bankjegy szennyezett, szakadt vagy más kárt szenvedett. A készpénzciklus országokénti szervezésének függvényében vannak olyan államok, ahol a bankjegyek hosszabb ideig is forgalomban maradnak. Minél tovább forog egy bankjegy, annál inkább elhasználódik, beszenyeződik. A Kormányzótanács ezért 2001-ben úgy döntött, hogy meghatározza a forgalomképesség minimális kritériumait. Ezek szavatolják, hogy az NKB-k csak azokat a bankjegyeket juttatják vissza a forgalomba, amelyek bizonyos minőségi követelményeknek megfelelnek, az összes többit megsemmisítik. Az eurorendszer élénk figyelemmel követi a forgalomban levő bankjegyek minőségét, és évente szűrőpróbaszerű ellenőrzéseket tart. Hosszabb távon arra törekszik, hogy fokozza az eurobankjegyek tartósságát, például ellenállóbb alapanyagból készíti vagy védőbevonattal látja el őket, különösen a kisebb címleteket, amelyek gyakrabban cserélnek gazdát, így gyorsabban kopnak.

3. ábra: Az eurobankjegyek átlagos élettartama



Forrás: EKB.  
1) A 2007. december 31-i állapot szerint.



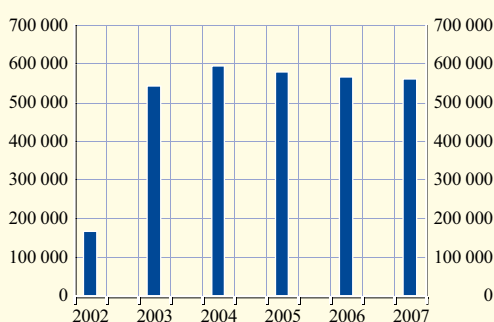
2004-ben a Kormányzótanács elfogadta a „Feltételrendszer a hitelintézetek és a készpénzkezeléssel hivatásszerűen foglalkozó más szervezetek számára a hamisítványok felismerésére és a valódi bankjegyek forgalmképesség szerinti válogatására” című szabálygyűjteményt, amely a bankjegyek „visszaforgatását” vagy újbóli forgalomba hozatalát szabályozza. A dokumentum előírja a bankoknak és a készpénzkezeléssel hivatásszerűen foglalkozó más szervezeteknek, hogy ellenőrizzék a bankjegyek forgalmképességét és valóságát. A rendszer szavatolja, hogy akkor is megfelelő minőségű bankjegyek maradnak forgalomban, ha a bankok úgy döntenek, hogy ismét kibocsátják az ügyfeleiktől kapott bankjegyeket, nem pedig beszovaltatják őket a központi banknak, hogy cserébe újakat kapjanak értük.

A visszaforgatási lehetőségnek köszönhetően a hitelintézetek és a készpénzkezeléssel hivatásszerűen foglalkozó más szervezetek hatékonyabban és gazdaságosabban dolgozhatnak, hiszen kevesebb készpénzt kell a központi bankba szállítaniuk: más szóval, a készpénzciklus rövidebbé válik. A bankjegyek visszaforgatására vonatkozó feltételrendszer szerint a bankjegykiadó automatákon vagy más, ügyfelek által működtetett eszközökön át a forgalomba visszajuttatandó bankjegyeket a központi bank által tesztelt és rendben talált bankjegyekelő gépeknek kell ellenőrizniük. Az ilyesfajta ellenőrzési eljárásához olyan gépekre van szükség, amelyek automatikusan felismerik és különválasztják a hamisítványokat és a forgalomképtelen bankjegyeket. A teszten megfelelt és a bankok által használandó bankjegyekelő gépek jegyzéke az EKB honlapján tekinthető meg.

Mivel az eurobankjegyeket az euroövezeten belül a nemzeti határokon túl is használják, az NKB-k készpénzszolgáltatásainak konvergenciája elősegíti a tisztességes versenyt a készpénzforgalomban érintettek, elsősorban a biztonsági szállítók és a bankok között, és lehetővé teszi számukra, hogy a nemzeti határokon túl működve is teljes mértékben kiaknázzák a közös valutából fakadó előnyöket. Fontos lépést jelentett a konvergencia irányába, hogy meghatározták az NKB-k ingyenes, illetve díjköteles készpénzszolgáltatásait. A legújabb eredmény az, hogy az NKB-k igény esetén a saját joghatóságukon kívül alapított euroövezeti hitelintézeteknek is nyújthatnak készpénzszolgáltatásokat („távoli hozzáférés”), ügyfeleik pedig valamennyi euroövezeti központi bankban letétbe helyezhetik euroérméiket. Az eurorendszer számos további lépést is fontolgat, például a készpénzletételekre és -felvételre vonatkozó, hitelintézetekkel közös elektronikus adatsere bevezetését, valamint az NKB-k és ügyfeleik közös bankjegycsomagolási szabványainak elfogadását.

## 9.5 AZ EUROBANKJEGYEK MÁSODIK SOROZATA

4. ábra: A forgalomból kiszűrt hamis eurobankjegyek teljes száma



Forrás: EKB.

A központi bankok és más monetáris intézmények néhány év után rendszerint korszerűsítik a forgalomban levő bankjegyeiket, hogy mindig egy lépéssel a pénzhamisítók előtt járjanak. Az eurorendszer is megteszi ezt az óvintézkedést, így jelenleg is az eurobankjegyek új sorozatának kialakításán dolgozik. Nem mintha túl sok hamisítvány bukkanna fel: évi átlagban évente 600 ezernél kevesebb forgalomba került hamis bankjegyet koboznak el – ez a mennyiség eltörpül a forgalomban levő 12 milliárd bankjegy mellett –, és ezek többsége is rossz vagy közepes minőségű hamisítvány.

A második sorozat első címletét a tervek szerint 2011. január 1-jén hozzák forgalomba, majd néhány éven belül a többi címlet is megjelenik. A bankje-

...s ugyanezt teszik a hitelintézetek és a készpénzzel foglalkozók is

Az egységes készpénzt használó területen közelíteni kell egymáshoz az NKB-k készpénzszolgáltatásait

A bankjegyek második sorozatát 2011 januárjában bocsátják ki

gyek külső megjelenését továbbfejlesztik, hiszen a jelenlegi sorozat „európai korok és stílusok” témáját korszerű, felhasználóbarát biztonsági elemekkel ötvözik. A második sorozat rajzolata és biztonsági elemei funkcionalitásukat tekintve egyrészt azokon a piackutatásokon alapulnak, amelyekbe a nagyközönséget és a készpénzkezeléssel hivatásszerűen foglalkozókat is bevonták, másrészt azoknak a konzultációknak az eredményeit tükrözik, amelyeket a készpénzciklus fő résztvevőivel folytattak. Az EKB jó időben be fogja jelenteni, hogy mikor szűnik meg a jelenlegi sorozat mint érvényes fizetőeszköz, azaz ettől kezdve nem lehet a most használatos bankjegyeket fizetés céljára használni. Az NKB-k ugyanakkor korlátlan ideig beváltják a „régit” sorozat eurobankjegyeit.

Az euro mára világváluta lett. Az EKB az eurorendszerben levő központi banki partnereivel együtt a jövőben is biztosítja, hogy az eurobankjegyek az euroövezeten belül és kívül egyaránt értékes és megbecsült fizetőeszközök maradjanak.



## 10 ZÁRÓ KÖVETKEZTETÉSEK

Az Európai Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) kialakításával olyan új intézményrendszer és egységes monetáris politikai keretrendszer létesült, amelynek célja az árstabilitás megteremtése. A rendszer középpontjában az EKB áll. Havi jelentésünk e különszáma, amely az EKB fennállásának tizedik évfordulóját ünnepli, áttekintette, hogy milyen munkát végzett, milyen vívmányokkal büszkélkedhetett az EKB és az eurorendszer az elmúlt tíz meghatározó évben. Az árstabilitás mint elsődleges cél teljesítése érdekében az EKB-nak számos feladatot kell teljesítenie és számos tevékenységet kell végeznie: ezek egy része szerepel az Európai Unióról szóló Szerződésben, míg mások az egységes monetáris politika keretrendszerét erősítik.

Az euro megteremtéséhez ki kellett alakítani a GMU megfelelő intézményrendszerét. A központosított monetáris politika és a decentralizált, bár koordinált fiskális és strukturális politika kombinációja nagy általánosságban kielégítően működik. A koordinációs eljárások az euroövezeti országok növekvő kölcsönös függőségét tükrözik. Az európai intézmények és testületek (például az Európai Parlament, az Európai Bizottság, az ECOFIN Tanács, az Eurocsoport és mások) egyre több információt és elemzést cserélnek. Ugyanakkor az is igaz, hogy az euroövezet integrációjának előrehaladásával a nemzeti szinten meghatározott politikáknak nagyobb mértékben figyelembe kell venniük a közösségi követelményeket.

Az euroövezet monetáris politikai keretrendszerének számtalan újszerű vonása van. A GMU új intézményrendszerén belül az egységes monetáris politika folytatásának hatáskörét az EKB-ra ruházták; a bank egyértelmű megbízatást kapott, és szavatolták a politikai befolyástól való függetlenségét is, ami intézményileg éppúgy megnyilvánul, mint személyi, pénzügyi és funkcionális szempontból. A függetlenség ugyanakkor nagyobb fokú átláthatósággal és beszámoltathatósággal jár, beleértve az Európai Parlament felé történő jelentéstételi kötelezettségeket.

Az EKB monetáris politikai stratégiája fontos szerepet szán a monetáris elemzésnek. A meghozott monetáris politikai döntések az EKB Kormányzótanácsának kollektív bölcsességén és ismeretein alapulnak. Ez a kollektív megközelítés az elmúlt tíz évben jól szolgálta az euroövezetet; hála az eurorendszerbeli munkatársak szakértelmének és elkötelezettségének, a keretrendszer az első naptól kezdve zavartalanul működött, az övezet bővítésével is sikeresen megbirkózott. A rendszer különféle elemei mégis folyamatosan fejlődnek, hiszen reagálniuk kell a változó szükségletekre, a piaci erőkre, a technikai és szervezeti fejlődésre, valamint a jogalkotásra.

Amikor az EKB-t és az eurorendszert létrehozták, keveset tudtak arról, hogyan is fog az euroövezet működni, ha befejeződik a tagországok monetáris integrációja. Az euroövezet fennállásának első éveiben követett monetáris politika az újszerű körülmények miatt különösen sok kihívással szembesült. Kezdetől fogva sokat költöttek elemzési eszközökre, kutatásra és a statisztikai adatszolgáltatás bővítésére, hogy továbbfejlesszék az Európai Monetáris Intézet (az EKB elődje) idején elért eredményeket. Az EKB és az euroövezet jelenleg statisztikák, modellek és elemzési eszközök széles körét alkalmazza. A módszereket és adatokat nagyrészt a nagyközönség is megismerheti, hiszen rendszeresen szerepelnek a *Havi jelentés* cikkeiben és az egyéb típusú kiadványokban.

Az euro bevezetése után az eurorendszer eredményei sem voltak kevésbé jelentősek. Az EKB monetáris politikai stratégiáját jól megértették, és hitelesnek tartják. Az elmúlt tíz évben ez a stratégia szilárd alapot nyújtott arra, hogy a bank reagáljon a különféle kihívásokra. A sorozatos külső eredetű sokkok ellenére a HICP-infláció éves átlaga az euro bevezetése óta alig haladta meg a 2%-ot. Az infláció a legtöbb euroövezeti országban jóval alacsonyabb volt, mint a közös valuta

**A GMU új intézményrendszere**

**Az újszerű vonásokkal rendelkező új keretrendszer...**

**...zavartalanul működik, és rugalmasan alakítható**

**A múlt: indulás korlátozott ismeretekkel**

**A jelen: statisztikák, modellek és eszközök gazdag tárháza**

bevezetése előtti évtizedekben. Hasonlóképpen az infláció volatilitása is jelentősen csökkent a korábbi időszakhoz képest.

**A kis infláció és az alacsony kamatlábak elősegítik ...**

A kötvények hozama és a felmérések azt tanúsítják, hogy az EKB-nak sikerült rögzítenie a hosszabb távú inflációs várakozásokat. Ez azt tükrözi, hogy az EKB monetáris politikai stratégiája sikeres, a bank képes hitelesen megteremteni a középtávú árstabilitást. Sok euroövezeti országnak ez komoly előnyt jelent, hiszen a független EKB és eurorendszer megszűlése nélkül erre képtelen lett volna.

**...a pénzügyi integrációt, a munkahelyteremtést...**

Az euro hatásai mindent egybevetve pozitívak. Az árstabilitásból és az alacsony kamatlábakból fakadó előnyök más kedvező gazdasági és pénzügyi fejleményeket is előidéznek, amelyek fokozatosan, de folyamatosan alakulnak ki. A gazdasági és pénzügyi struktúrák kialakulásához természetesen idő kell. Az euroövezeti országok között élénkül a termékek és szolgáltatások kereskedelme, fokozódik a pénzügyi integráció (amely ugyanakkor ösztönzi a pénzügyi szolgáltatások körének bővítését és a korszerűsítést), valamint növekednek a külföldi működőtőke-befektetések és határon átnyúló portfólióbefektetések. Az euroövezet egészében fenntarthatóan folytatódik a munkahelyteremtés. A nagyobb fokú pénzügyi és gazdasági rugalmasság új, komplex nemzetközi környezet kialakulásához vezetett. Az euro nemzetközi dimenziója, illetve tartalékként és tranzakciós valutaként való felhasználása a regionális és globális integráció elmélyülésével párhuzamosan fokozatosan bővül. Az euro az amerikai dollár mögött a második legfontosabb nemzetközi valuta lett, még ha nem is terjedt el annyira a világon.

**...és az euro nemzetközi elterjedését...**

**Az eurorendszer aktívan elősegíti a pénzügyi integrációt...**

Az elmúlt tíz évben az eurorendszer több formában is tevékenyen elősegítette a pénzügyi integrációt, például ismereteket terjesztett, tudatosította az emberekben a folyamat jelentőségét, az EKB által kifejlesztett pénzügyi integrációs mutatók alapján figyelemmel kísérte az e téren elért előrehaladást, és a pénzügyi integrációt támogató piaci kezdeményezések katalizátoraként működött. Mi több, az egész euroövezetben igénybe vehető központi banki szolgáltatásokat is kínál, így közvetlenül is hozzájárul a pénzügyi integrációhoz.

**...és a pénzügyi stabilitást szolgáló rendszert**

Az eurorendszer az elmúlt évtizedben a pénzügyi stabilitáshoz hozzájáruló rendszer erősítésében is igen aktív szerepet játszott. Az egyre integráltabb és gyorsan fejlődő európai pénzügyi piacok miatt ez különösen fontossá vált. Az eurorendszer ezért folyamatosan figyelemmel kíséri és értékeli a pénzügyi rendszer stabilitását, az EKB pedig évente kétszer Pénzügyi stabilitási jelentést (Financial Stability Review) tesz közzé a pénzügyi rendszer egészéről, illetve évente elvégzi az EU bankszektorának makroprudenciális és strukturális értékelését. Az eurorendszer ezenkívül rendszeres tanácsokat ad és hozzájárul a pénzügyi szolgáltatások jogi, szabályozási és felügyeleti kereteinek kialakításához, különösen az EU szintjén. A pénzügyi válság kezelése terén például elősegítette a hatóságok közötti önkéntes együttműködési megállapodások kidolgozását, részt vett az európai uniós és euroövezeti válságszimulációs gyakorlatokban, valamint hozzájárult a pénzügyi válságok értékelését szolgáló elemzési keretrendszer és az ECOFIN 2007-es stratégiai menetrendjének kidolgozásához, amely néhány évre meghatározta az EU válságkezelésének további megerősítését célzó intézkedéseket. Ami a piaci infrastruktúra felügyelést illeti, az eurorendszer sikeresen hozzájárult ahhoz, hogy a pénz, az értékpapírok és az egyéb pénzügyi instrumentumok biztonságosan és hatékonyan áramoljanak a fizetési és elszámolási rendszereken keresztül.

**Sok feladat még hátravan**

Ez a tíz év megmutatta, hogy a GMU alapjai szilárdak, az eurót bevezető országok pedig a gazdasági konvergencia magas szintjére jutottak el. Ugyanakkor számtalan feladat még hátravan. A legtöbb euroövezeti országnak még fejlesztenie kell a rugalmasságát és a sokkokhoz való alkal-

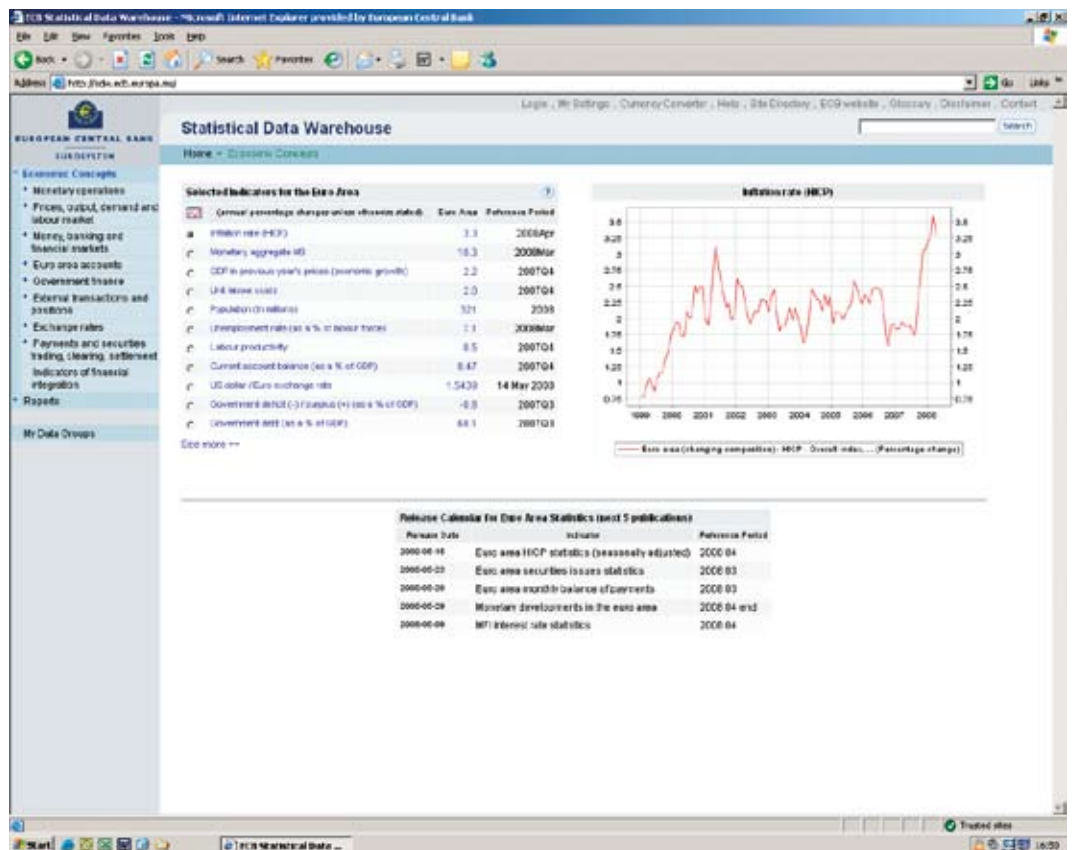
mazkodóképességét. Más szóval folytatniuk kell termék- és munkaerőpiacik strukturális reformját. Ilyen reformra a GMU nélkül sem kerülhetett volna sor. A kormányoknak azt is folyamatosan figyelemmel kell kísérniük, hogyan alakul országuk versenyképessége. A pénzügyi integráció komoly szintre jutott, de több szegmensben (például a határon átnyúló banki szolgáltatásokban) további előrehaladásra van szükség. Az EU pénzügyi stabilitási keretrendszere még nem szilárdult meg teljesen. Állandóan tökéletesíteni kell, hogy lépést tartson a pénzügyi integrációval és innovációval, valamint megfeleljen az EU intézményrendszerének összetettségéből fakadó kihívásokkal.

Az euróból származó előnyök ma is ösztönzőleg hatnak a nemzetgazdaságok alkalmazkodásának és liberalizálásának folyamatára. A reformokat elősegíti, hogy stabilak az árak, megszűntek azok a feszültségek, amelyeket az euro bevezetése előtt időről időre kirobbant árfolyamváltások okoztak, a korábban végrehajtott reformok pedig stabilabbá és rugalmasabbá tették a gazdaságot. Mi több, az a tény, hogy Európa „világa” változik és az euroövezet is mind integráltabbá válik, meghatározza a gazdasági és monetáris unió további fejlődésére vonatkozó perspektívánkat is. A vállalatok egyre inkább tisztában vannak tetteik és döntéseik euroövezeti vonatkozásaival. A háztartások is fokozatosan felismerik, hogy milyen lehetőségeket kínál számukra a kibővített gazdasági és pénzügyi övezet. A közvélemény és politikai képviselői egyre inkább az euroövezet dimenzióiban gondolkodnak, túllépnek a nemzeti horizontokon. Fokozatosan megváltozik az emberek gondolkodásmódja.

A mai eredmények néhány évtizeddel ezelőtt elképzelhetetlenek lettek volna. Valóban van mit ünnepelni a GMU elmúlt tíz évén. A hitelességet azonban soha sem lehet egyszer és mindenkorra megszerezni. Újabb és újabb kihívásokkal kell szembenéznünk, amelyek éberségre és figyelemre intenek. A legfontosabb mégis az, hogy manapság bíznak Európában, bíznak az öreg kontinens erős, egységes valutájában.

Az euroövezeti  
gondolkodásmód felé

# STATISZTIKAI ADATTÁRHÁZ



Az EKB statisztikai adattárháza elérhető a következő címen: <http://sdw.ecb.europa.eu>. A részletesebb használati útmutató ezen eszköz „Help” menüpontjában található.

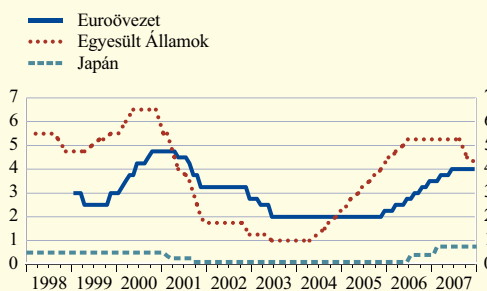
# MELLÉKLET

## AZ EUROÖVEZETI STATISZTIKAI ADATOK 10 ÉVE – MÁS FŐ GAZDASÁGI TÉRSÉGEKÉVEL ÖSSZEHALONLÍTVÁ

### I. Jegybanki kamatok

(tárgyidőszak végi adatok)

	Euro- övezet <sup>1)</sup>	Európai Unió	Egyesült Államok	Japán
1998	-	-	4,75	0,50
1999	3,00	-	5,50	0,50
2000	4,75	-	6,50	0,50
Euroövezeti bővítés				
2001	3,25	-	1,75	0,10
2002	2,75	-	1,25	0,10
2003	2,00	-	1,00	0,10
2004	2,00	-	2,25	0,10
2005	2,25	-	4,25	0,10
2006	3,50	-	5,25	0,40
Euroövezeti bővítés				
2007	4,00	-	4,25	0,75



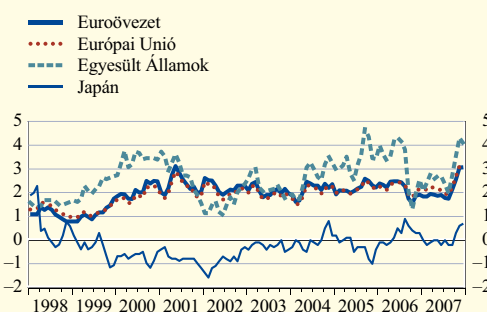
Források: EKB, Federal Reserve System és Bank of Japan.

1) Megjelent a Havi jelentésben (1. fejezet, 1.2. alfejezet) és a Statisztikai zsebkönyvben (8. fejezet, 8.1. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.MRR\\_MBR.LEV](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.MRR_MBR.LEV)).

### 2. Infláció (Harmonizált fogyasztóiár-index [HICP]/Fogyasztóiár-index [CPI])

(éves százalékos változások)

	Euro- övezet <sup>1)</sup>	Európai Unió <sup>2)</sup>	Egyesült Államok <sup>2)</sup>	Japán <sup>3)</sup>
Átlag, 1989–98	2,9	-	3,3	1,5
1998	1,1	1,3	1,6	0,7
1999	1,1	1,2	2,2	-0,3
2000	2,1	1,9	3,4	-0,7
Euroövezeti bővítés				
2001	2,3	2,2	2,8	-0,8
2002	2,2	2,1	1,6	-0,9
2003	2,1	2,0	2,3	-0,2
2004	2,1	2,0	2,7	0,0
2005	2,2	2,2	3,4	-0,3
2006	2,2	2,2	3,2	0,2
Euroövezeti bővítés				
2007	2,1	2,3	2,9	0,1



Források: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics és a Japán Statisztikai Hivatal.

1) HICP. A nemzeti CIP-k alapján becsült visszamenőleges adatok. Megjelent a Havi jelentésben (5. fejezet, 5.1.1. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.INX](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.INX)).

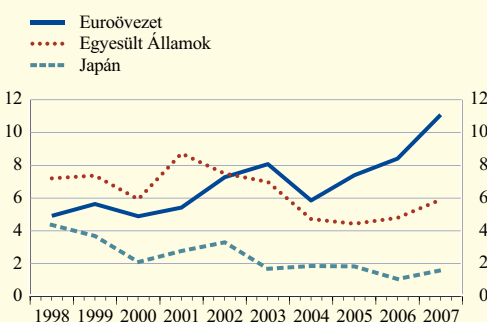
2) HICP. Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (11. fejezet, 11.1. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=122.ICP.M.D0.N.000000.4.INX](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.D0.N.000000.4.INX)).

3) Hazai CPI. Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (1. fejezet, 1.2. alfejezet).

### 3. Szélesebb értelemben vett pénzmennyiség

(éves százalékos változások)

	Euro- övezet <sup>1)</sup>	Európai Unió	Egyesült Államok <sup>2)</sup>	Japán <sup>2)</sup>
Átlag 1989–98	6,3	-	3,7	4,2
1998	4,9	-	7,2	4,4
1999	5,6	-	7,4	3,7
2000	4,9	-	5,9	2,1
Euroövezeti bővítés				
2001	5,4	-	8,7	2,8
2002	7,3	-	7,5	3,3
2003	8,1	-	7,0	1,7
2004	5,8	-	4,7	1,9
2005	7,4	-	4,4	1,8
2006	8,4	-	4,8	1,1
Euroövezeti bővítés				
2007	11,1	-	5,9	1,6



Források: EKB, Federal Reserve System és Bank of Japan.

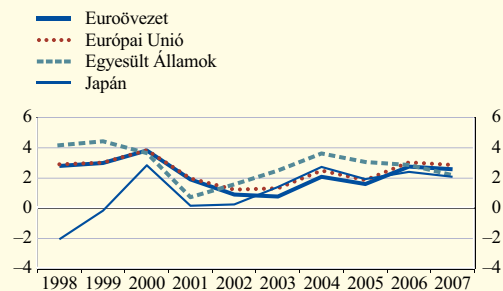
1) Megjelent a Havi jelentésben (2. fejezet, 2.3. alfejezet) és a Statisztikai zsebkönyvben (1. fejezet, 1.2. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=117.BSL.M.U2.Y.V.M30.X.I.U2.2300.Z01.E](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSL.M.U2.Y.V.M30.X.I.U2.2300.Z01.E)).

2) Megjelent a Havi jelentésben (9. fejezet, 9.2. alfejezet) és a Statisztikai zsebkönyvben (1. fejezet, 1.2. alfejezet).

#### 4. GDP<sup>1)</sup>

(éves százalékos volumenváltozások)

	Euro- övezet <sup>2)</sup>	Európai Unió <sup>3)</sup>	Egyesült Államok <sup>4)</sup>	Japán <sup>5)</sup>
Átlag, 1989–98	2,2	2,2	3,0	1,9
1998	2,8	2,9	4,2	-2,0
1999	3,0	3,0	4,4	-0,1
2000	3,8	3,9	3,7	2,9
2001	1,9	2,0	0,8	0,2
2002	0,9	1,2	1,6	0,3
2003	0,8	1,3	2,5	1,4
2004	2,1	2,5	3,6	2,7
2005	1,6	1,9	3,1	1,9
2006	2,8	3,1	2,9	2,4
2007	2,6	2,9	2,2	2,1



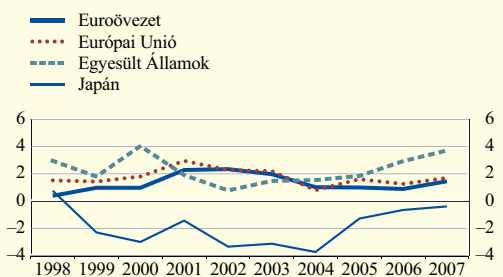
Források: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic and Social Research Institute és EKB-számítások.

- 1) A munkanapok számában mutatkozó eltérésekkel nem kiigazított éves adatok
- 2) Megjelent a Havi jelentésben (5. fejezet, 5.2.1. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.Q.I3.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A)).
- 3) Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (1. fejezet, 1.2. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.Q.V1.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.V1.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A)).
- 4) Megjelent a Havi jelentésben (9. fejezet, 9.2.1. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.US.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.US.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A)).
- 5) Megjelent a Havi jelentésben (9. fejezet, 9.2.1. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.JPN.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.JPN.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A)).

#### 5. Fajlagos munkaerőköltség

(éves százalékos változások)

	Euro- övezet <sup>1)</sup>	Európai Unió <sup>2)</sup>	Egyesült Államok <sup>3)</sup>	Japán <sup>3)</sup>
Átlag, 1989–98	2,4	-	2,2	0,8
1998	0,4	1,5	3,0	0,8
1999	1,0	1,4	1,8	-2,3
2000	1,0	1,8	4,0	-3,0
2001	2,3	3,0	1,9	-1,4
2002	2,3	2,3	0,8	-3,3
2003	2,0	2,2	1,5	-3,1
2004	1,0	0,8	1,5	-3,8
2005	1,0	1,6	1,9	-1,3
2006	0,9	1,3	2,9	-0,6
2007	1,5	1,7	3,7	-0,4



Források: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic and Social Research Institute és EKB-számítások.

- 1) Megjelent a Havi jelentésben (5. fejezet, 5.1.4. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.Q.I3.S.1000.UNLACO.0000.TTTT.D.U.I](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.S.1000.UNLACO.0000.TTTT.D.U.I)).
- 2) Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (11. fejezet, 11.4. alfejezet).
- 3) EKB-számítások.

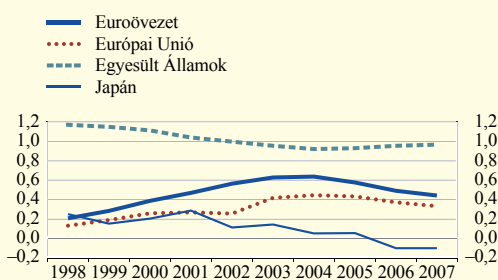


## 6. Népeség

(millió)

	Euro- övezet <sup>1)</sup>	Európai Unió <sup>2)</sup>	Egyesült Államok <sup>3)</sup>	Japán <sup>4)</sup>
Átlag, 1989–98 <sup>5)</sup>	302	479	262	125
1998	305	481	276	126
1999	306	482	279	127
2000	307	483	282	127
2001	308	484	285	127
2002	310	486	288	127
2003	312	488	291	128
2004	314	490	294	128
2005	316	492	296	128
2006	317	494	299	128
2007 <sup>6)</sup>	319	495	302	128

(éves százalékos változások)



Források: Eurostat, Egyesült Államok Népszámlálási Hivatala és a Japán Statisztikai Hivatal.

1) Éves átlag. Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (2. fejezet, 2.1. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adat-tárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.I3.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.I3.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A)).2) Éves átlag. Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (11. fejezet, 11.6. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adat-tárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.V1.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A)).

3) Az adatok az évközépi népességre vonatkoznak. Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (1. fejezet, 1.1. alfejezet).

4) Az adatok az október 1-jei népességszámra vonatkoznak. Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (1. fejezet, 1.1. alfejezet).

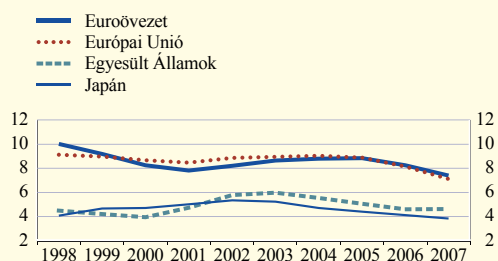
5) 1991 és 1998 között az euroövezet, 1993 és 1998 között az Európai Unió esetén

6) Az euroövezeti, az európai uniós és a japán adatok részben előrejelzések.

## 7. Munkanélküliség

(a munkaerő százalékában)

	Euro- övezet <sup>1)</sup>	Európai Unió <sup>2)</sup>	Egyesült Államok <sup>3)</sup>	Japán <sup>3)</sup>
Átlag, 1989–98	9,4	-	5,9	2,8
1998	10,0	9,1	4,5	4,1
1999	9,2	9,0	4,2	4,7
2000	8,3	8,7	4,0	4,7
2001	7,8	8,5	4,7	5,0
2002	8,2	8,9	5,8	5,4
2003	8,6	8,9	6,0	5,3
2004	8,8	9,0	5,5	4,7
2005	8,9	8,9	5,1	4,4
2006	8,2	8,2	4,6	4,1
2007	7,4	7,1	4,6	3,9



Források: Eurostat, Amerikai Munkaügyi Statisztikai Hivatal és a Japán Statisztikai Hivatal.

1) Megjelent a Havi jelentésben (5. fejezet, 5.3.2. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában

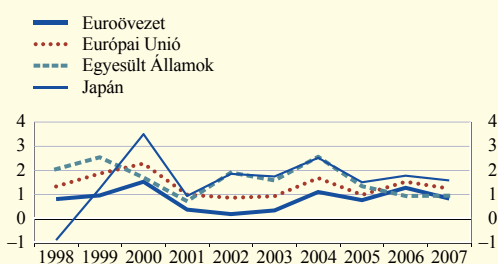
([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=132.STS.M.14.N.UNEH.RTT000.4.000](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.14.N.UNEH.RTT000.4.000)).2) Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (11. fejezet, 11.7. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adat-tárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=132.STS.M.V1.N.UNEH.RTT000.4.000](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.V1.N.UNEH.RTT000.4.000)).

3) Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (1. fejezet, 1.2. alfejezet).

## 8. Munkaerő termelékenysége

(éves százalékos változások)

	Euro- övezet <sup>1)</sup>	Európai Unió <sup>2)</sup>	Egyesült Államok <sup>3)</sup>	Japán <sup>3)</sup>
Átl. nőv., 1989–98	1,7	-	1,5	1,3
1998	0,8	1,3	2,1	-0,9
1999	1,0	1,9	2,5	1,3
2000	1,5	2,3	1,7	3,5
2001	0,4	1,0	0,7	0,9
2002	0,2	0,9	1,9	1,9
2003	0,3	0,9	1,6	1,7
2004	1,1	1,7	2,6	2,5
2005	0,8	1,0	1,3	1,5
2006	1,3	1,5	0,9	1,8
2007	0,8	1,3	1,0	1,6



Források: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic and Social Research Institute és EKB-számítások.

1) A GDP volumenváltozása munkavállalónként. Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (1. fejezet, 1.2. alfejezet).

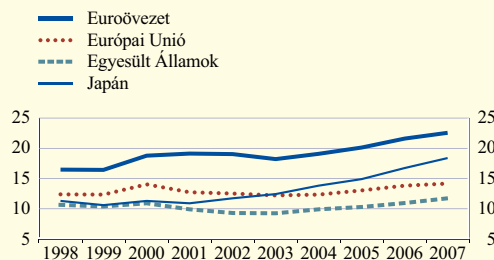
2) A GDP volumenváltozása munkavállalónként. Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (1. fejezet, 1.2. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.V1.S.0000.LABPRO.1000.TTTT.Q.U.I](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.S.0000.LABPRO.1000.TTTT.Q.U.I)).

3) EKB-számítások.

## 9. Áru- és szolgáltatásexport<sup>1)</sup>

(a GDP százalékában)

	Euro- övezet <sup>2)</sup>	Európai Unió <sup>3)</sup>	Egyesült Államok	Japán
1998	16,5	12,4	10,7	11,3
1999	16,4	12,3	10,4	10,6
2000	18,8	14,1	10,9	11,3
2001	19,1	12,8	9,9	10,9
2002	19,1	12,5	9,3	11,7
2003	18,3	12,2	9,3	12,4
2004	19,1	12,3	9,9	13,8
2005	20,1	13,1	10,3	14,9
2006	21,6	13,9	11,0	16,8
2007	22,6	14,2	11,8	18,4



Források: EKB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan és Japán pénzügyminisztériuma.

1) Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (1. fejezet, 1.1. alfejezet).

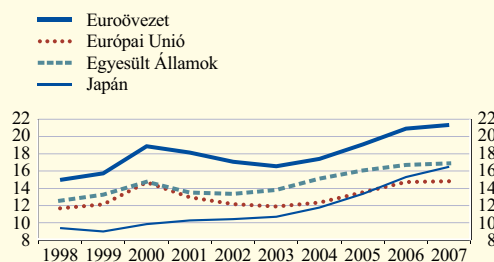
2) Elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.DD.A.I3.BP\\_EXP.PGDP.4F\\_N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_EXP.PGDP.4F_N)).

3) 2000-ig az adatok az EU-15-re, a 2001–2003 időszak során az EU-25-re és 2004-től az EU27-re vonatkoznak.

## 10. Áru- és szolgáltatásimport<sup>1)</sup>

(a GDP százalékában)

	Euro- övezet <sup>2)</sup>	Európai Unió <sup>3)</sup>	Egyesült Államok	Japán
1998	15,0	11,7	12,6	9,4
1999	15,7	12,1	13,3	9,0
2000	18,9	14,7	14,8	9,9
2001	18,2	13,0	13,5	10,3
2002	17,1	12,2	13,4	10,4
2003	16,6	11,9	13,8	10,7
2004	17,4	12,3	15,1	11,8
2005	19,1	13,4	16,1	13,4
2006	20,9	14,7	16,7	15,3
2007	21,4	14,7	16,9	16,5



Források: EKB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan és Japán pénzügyminisztériuma.

1) Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (1. fejezet, 1.1. alfejezet).

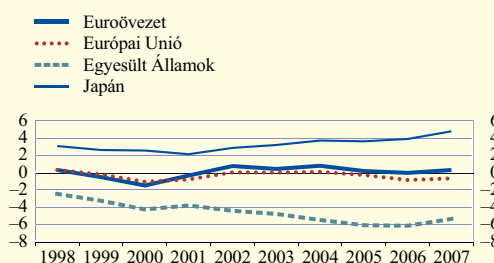
2) Elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=118.DD.A.I3.BPPGDP.4F\\_N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=118.DD.A.I3.BPPGDP.4F_N)).

3) 2000-ig az adatok az EU-15-re, a 2001–2003 időszak során az EU-25-re és 2004-től az EU-27-ekre vonatkoznak.

## 11. Folyó fizetési mérleg<sup>1)</sup>

(a GDP százalékában)

	Euro- övezet <sup>2)</sup>	Európai Unió <sup>3)</sup>	Egyesült Államok	Japán
1998	0,3	0,3	-2,5	3,1
1999	-0,5	-0,2	-3,3	2,6
2000	-1,5	-1,1	-4,3	2,6
2001	-0,3	-0,8	-3,8	2,1
2002	0,8	0,0	-4,4	2,9
2003	0,4	0,0	-4,8	3,2
2004	0,8	0,1	-5,5	3,7
2005	0,2	-0,2	-6,1	3,6
2006	0,0	-0,7	-6,2	3,9
2007	0,3	-0,6	-5,3	4,8



Források: EKB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan és Japán pénzügyminisztériuma.

1) Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (1. fejezet, 1.1. alfejezet).

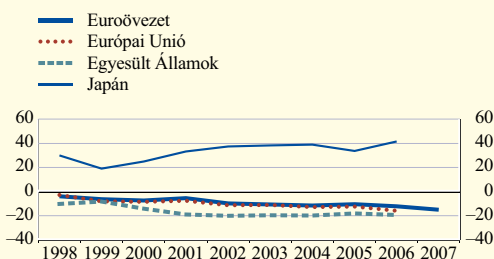
2) Elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.DD.A.I3.BP\\_GS\\_N.PGDP.4F\\_N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_GS_N.PGDP.4F_N)).

3) 2000-ig az adatok az EU-15-re, a 2001–2003 időszak során az EU-25-re és 2004-től az EU-27-re vonatkoznak.

12. Nettó nemzetközi befektetési pozíció<sup>1)</sup>

(a GDP százalékában)

	Euro- övezet <sup>2)</sup>	Európai Unió <sup>2)</sup>	Egyesült Államok <sup>3)</sup>	Japán <sup>4)</sup>
1998	-3,7	-2,8	-10,2	29,9
1999	-6,1	-7,9	-8,3	19,0
2000	-7,3	-8,4	-14,1	24,8
2001	-5,5	-7,6	-19,0	33,2
2002	-9,7	-11,2	-19,9	37,3
2003	-10,5	-11,0	-19,5	38,2
2004	-11,4	-12,8	-19,6	38,7
2005	-10,4	-12,3	-18,0	33,7
2006	-12,1	-15,8	-19,2	41,4
2007	-15,0	-	-	-



Források: EKB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan és Japán pénzügyminisztériuma.

1) Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (1. fejezet, 1.1. alfejezet).

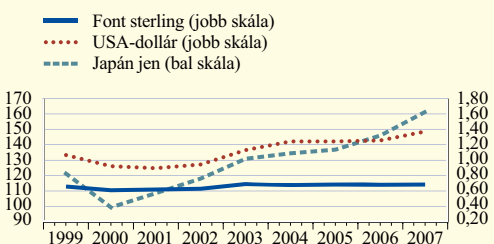
2) Elérhető az EKB Statisztikai adattárházában.

(http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\_KEY=120.DD.A.I3.BP\_IIP\_NT.PGDP.4F\_N).

13. Euroárfolyam<sup>1)</sup>

(nemzeti valuta/euro)

	USA- dollár <sup>2)</sup>	Japán jen <sup>3)</sup>	Font sterling <sup>4)</sup>
Átlag, 1989–98 <sup>5)</sup>	1,1974	143,97	0,73198
1999	1,0658	121,32	0,65874
2000	0,9236	99,47	0,60948
2001	0,8956	108,68	0,62187
2002	0,9456	118,06	0,62883
2003	1,1312	130,97	0,69199
2004	1,2439	134,44	0,67866
2005	1,2441	136,85	0,68380
2006	1,2556	146,02	0,68173
2007	1,3705	161,25	0,68434



Források: EKB.

1) Megjelent a *Havi jelentésben* (8. fejezet, 8.2. alfejezet) és a Statisztikai zsebkönyvben (4. fejezet, 4.10. alfejezet).

2) Elérhető az EKB Statisztikai adattárházában (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\_KEY=120.EXR.A.USD.EUR.SP00.A).

3) Elérhető az EKB Statisztikai adattárházában (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\_KEY=120.EXR.A.JPY.EUR.SP00.A).

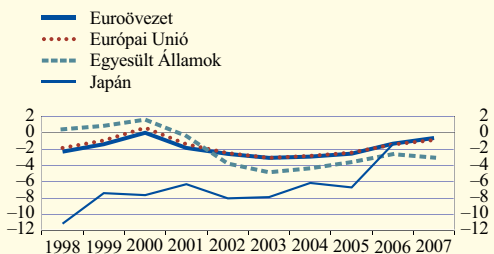
4) Elérhető az EKB Statisztikai adattárházában (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\_KEY=120.EXR.A.GBP.EUR.SP00.A).

5) 1998. decemberig az (Európai Bizottság által összeállított) árfolyamok az ECU-re vonatkoznak.

## 14. Költségvetési hiány (-) / többlet (+)

(a GDP százalékában)

	Euro- övezet <sup>1)</sup>	Európai Unió <sup>2)</sup>	Egyesült Államok <sup>3)</sup>	Japán <sup>4)</sup>
1998	-2,3	-1,9	0,4	-11,2
1999	-1,4	-1,0	0,9	-7,4
2000	0,0	0,6	1,6	-7,6
2001	-1,8	-1,4	-0,4	-6,3
2002	-2,6	-2,5	-3,8	-8,0
2003	-3,1	-3,1	-4,8	-7,9
2004	-2,9	-2,8	-4,4	-6,2
2005	-2,6	-2,5	-3,6	-6,7
2006	-1,3	-1,4	-2,6	-1,4
2007	-0,6	-0,9	-3,0	-



Források: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic and Social Research Institute.

1) Megjelent a *Havi jelentésben* (6. fejezet, 6.1. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).

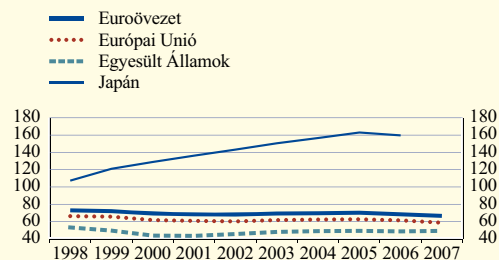
2) Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (11. fejezet, 8. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.SED.E0000.CU.G).

3) Megjelent a *Havi jelentésben* (9. fejezet, 9.2. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).4) Megjelent a *Havi jelentésben* (9. fejezet, 9.2. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).

## 15. Államadósság

(a GDP százalékában)

	Euro- övezet <sup>1)</sup>	Európai Unió <sup>2)</sup>	Egyesült Államok <sup>3)</sup>	Japán <sup>4)</sup>
1998	72,8	66,3	53,0	107,2
1999	72,0	65,7	49,4	120,9
2000	69,3	61,7	43,7	129,0
2001	68,2	60,8	43,2	136,4
2002	68,0	60,2	45,4	143,3
2003	69,2	61,7	48,0	150,5
2004	69,6	62,1	48,9	156,8
2005	70,2	62,6	49,2	163,2
2006	68,5	61,3	48,6	159,5
2007	66,4	58,7	49,2	-



Források: EKB, Európai Bizottság, Federal Reserve System és Bank of Japan.

1) Megjelent a *Havi jelentésben* (6. fejezet, 6.2. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.14.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.14.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G)).

2) Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (11. fejezet, 11.9. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.V1.N.E0X13.MAL.E1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E0X13.MAL.E1300.SA.G)).

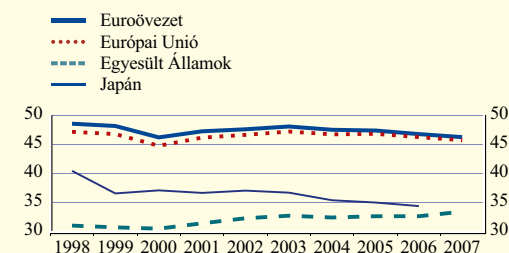
3) Megjelent a *Havi jelentésben* (9. fejezet, 9.2. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.US.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G)).

4) Megjelent a *Havi jelentésben* (9. fejezet, 9.2. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.JP.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G)).

## 16. Kormányzati kiadások

(a GDP százalékában)

	Euro- övezet <sup>1)</sup>	Európai Unió <sup>2)</sup>	Egyesült Államok <sup>3)</sup>	Japán <sup>4)</sup>
1998	48,6	47,2	31,1	40,5
1999	48,2	46,8	30,8	36,6
2000	46,2	44,8	30,6	37,1
2001	47,3	46,2	31,5	36,7
2002	47,6	46,6	32,4	37,1
2003	48,1	47,2	32,8	36,7
2004	47,5	46,7	32,5	35,5
2005	47,4	46,8	32,7	35,1
2006	46,8	46,3	32,7	34,4
2007	46,3	45,8	33,5	-



Források: Eurostat, Európai Bizottság, US Bureau of Economic Analysis és Japanese Economic and Social Research Institute.

1) Megjelent a *Havi jelentésben* (6. fejezet, 6.1. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.14.N.B1300.TOE.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.14.N.B1300.TOE.B0000.CU.G)).

2) Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (11. fejezet, 11.10. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.TOE.E0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.TOE.E0000.CU.G)).

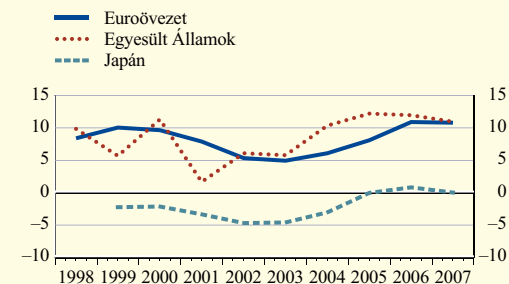
3) Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (1. fejezet, 1.1. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.TOE.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.TOE.B0000.CU.G)).

4) Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (1. fejezet, 1.1. alfejezet), elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.TOE.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.TOE.B0000.CU.G)).

## 17. Bankhitelek: Az MPI-k versenyszektornak nyújtott kölcsönök

(éves százalékos változások)

	Euro- övezet <sup>1)</sup>	Európai Unió	Egyesült Államok	Japán
Átlag, 1989-98	7,1	-	5,6	-
1998	8,4	-	9,8	-
1999	10,0	-	5,7	-2,3
2000	9,6	-	11,3	-2,2
Euroövezeti bővítés				
2001	7,9	-	1,7	-3,4
2002	5,3	-	6,1	-4,7
2003	4,9	-	5,8	-4,6
2004	6,1	-	10,3	-3,0
2005	8,1	-	12,2	0,0
2006	10,9	-	11,9	0,8
Euroövezeti bővítés				
2007	10,8	-	10,9	0,0



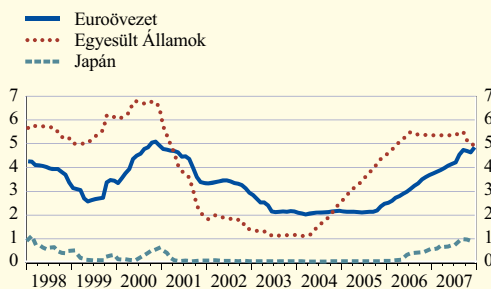
Források: EKB, Federal Reserve System és Bank of Japan.

1) Elérhető az EKB Statisztikai adattárházában ([http://sdw/quickview.do?SERIES\\_KEY=9.BSL.M.U2.N.U.A20.A.I.U2.2200.Z01.E](http://sdw/quickview.do?SERIES_KEY=9.BSL.M.U2.N.U.A20.A.I.U2.2200.Z01.E)).

18. 3 hónapos bankközi betéti kamatok<sup>1)</sup>

(éves százalékok, időszaki átlagok)

	Euro- övezet <sup>2)</sup>	Európai Unió	Egyesült Államok <sup>3)</sup>	Japán <sup>4)</sup>
1998	3,96	-	5,57	0,66
1999	2,96	-	5,41	0,22
2000	4,40	-	6,53	0,28
Euroövezeti bővítés				
2001	4,26	-	3,78	0,15
2002	3,32	-	1,80	0,08
2003	2,33	-	1,22	0,06
2004	2,11	-	1,62	0,05
2005	2,18	-	3,56	0,06
2006	3,08	-	5,19	0,30
Euroövezeti bővítés				
2007	4,28	-	5,30	0,79



Források: Európai Bankszövetség és a Brit Bankárszövetség.

1) Megjelent a Havi jelentésben (4. fejezet, 4.6. alfejezet) és a Statisztikai zsebkönyvben (9. fejezet, 9.5. alfejezet).

2) Elérhető az EKB Statisztikai adattárházában

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.MM.EURIBOR3MD\\_LST](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.MM.EURIBOR3MD_LST).

3) Elérhető az EKB Statisztikai adattárházában

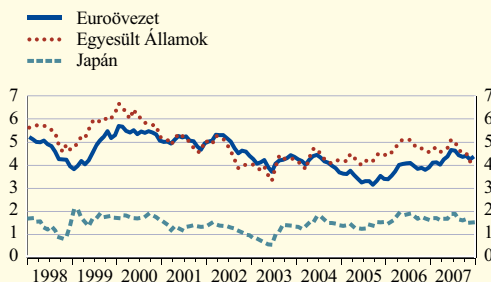
[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.MM.USD3MFSR\\_LST](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.MM.USD3MFSR_LST).

4) Elérhető az EKB Statisztikai adattárházában

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.MM.JPY3MFSR\\_LST](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.MM.JPY3MFSR_LST).19. 10 éves lejáratú államkötvények hozama<sup>1)</sup>

(éves százalékok, időszaki átlagok)

	Euro- övezet <sup>2)</sup>	Európai Unió	Egyesült Államok <sup>3)</sup>	Japán <sup>4)</sup>
Átlag, 1989–98	8,38	-	6,94	4,23
1998	4,71	-	5,33	1,30
1999	4,66	-	5,63	1,76
2000	5,44	-	6,03	1,76
Euroövezeti bővítés				
2001	5,03	-	5,01	1,34
2002	4,92	-	4,60	1,27
2003	4,16	-	4,00	0,99
2004	4,14	-	4,26	1,50
2005	3,44	-	4,28	1,39
2006	3,86	-	4,79	1,74
Euroövezeti bővítés				
2007	4,33	-	4,63	1,68



Források: EKB, Reuters és Thomson Financial Datastream.

1) Megjelent a Statisztikai zsebkönyvben (1. fejezet, 1.2. alfejezet).

2) Elérhető az EKB Statisztikai adattárházában

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.BB.U2\\_10Y.YLD](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD).

3) Elérhető az EKB Statisztikai adattárházában

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.BB.US10YT\\_RR.YLD](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.BB.US10YT_RR.YLD).

4) Elérhető az EKB Statisztikai adattárházában

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.BB.JP10YT\\_RR.YLD](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.BB.JP10YT_RR.YLD).

## ÁLTALÁNOS MEGJEGYZÉSEK

A melléklet bemutatja az elmúlt 10 évben a fő statisztikai mutatók terén bekövetkezett változást, és – ahol lehetséges – az eurobevezetést megelőző tíz évек mutatóinak átlagos értékét is. A táblázatokban szereplő adatok éves százalékos változást mutatnak (éves alapon), ha másképpen nem jeleztük.

Az euroövezetre vonatkozó adatsorok legtöbbje az Euro13-ra vonatkozik (amely magában foglalja Szlovéniát is). Az államháztartási pénzügyekre vonatkozó adatsorok legtöbbje ugyanakkor az Euro15-re vonatkozik (amely magában foglalja Ciprust és Máltát); a kamatok, a monetáris statisztika és a HICP esetében az euroövezetre vonatkozó statisztikai idősorok azon EU-tagállamokat tartalmazzák, amelyek az adott statisztika megléte idején már bevezették az eurót (részletes leírás a *Havi jelentés* „Az euroövezet statisztikai adatai” című részében található). Az euroövezet összetételének változását a táblázatokban vízszintes vonallal jelöltük.



ISSN 1561-0136



9 771561 013006