



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

2007
ÉVES JELENTÉS

2007

2007

2007

ECB EZB EKT EKP

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

EURÓPAI KÖZPONTI BANK

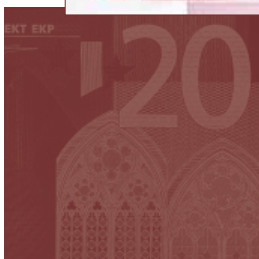
ÉVES JELENTÉS 2007





EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER



ÉVES JELENTÉS 2007

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

© 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

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

Fotók:

*Martin Joppen
Walter Vorjohann*

A jelentésben szereplő adatgyűjtés lezárásának időpontja: 2008. február 29.

ISSN 1830-2963 (elektronikus formában)

TARTALOM

ELŐSZÓ	9	3.3 Bankjegykibocsátás és -gyártás	118
I. FEJEZET		4 STATISZTIKA	121
GAZDASÁGI FOLYAMATOK ÉS MONETÁRIS POLITIKA		4.1 Az euroövezetre vonatkozó új, illetve továbbfejlesztett statisztikák	121
1 MONETÁRIS POLITIKAI DÖNTÉSEK	18	4.2 Egyéb statisztikai fejlesztések	122
2 MONETÁRIS, PÉNZÜGYI ÉS GAZDASÁGI FOLYAMATOK	25	4.3 Felkészülés az euroövezet bővítésére	123
2.1 A nemzetközi makrogazdasági környezet	25	5 KÖZGAZDASÁGI KUTATÁS	124
2.2 Monetáris és pénzügyi folyamatok	29	5.1 Fő kutatási irányok	124
2.3 Az árak és a költségek alakulása	55	5.2 Kiadványok, konferenciák	125
2.4 A kibocsátás, a kereslet és a munkaerőpiac alakulása	66	6 EGYÉB FELADATKÖRÖK ÉS TEVÉKENYSÉGEK	127
2.5 Fiskális folyamatok	72	6.1 A monetáris finanszírozás és a kiváltságos hozzáférés tilalma	127
2.6 Az árfolyam és a fizetési mérleg alakulása	80	6.2 Tanácsadói feladatkör	127
3 GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK AZ EUROÖVEZETEN KÍVÜLI EU-TAGÁLLAMOKBAN	85	6.3 Az Európai Közösség hitelfelvételi és hitelnyújtási műveleteinek adminisztrációja	130
2. FEJEZET		6.4 Az eurorendszer tartalékezelési szolgáltatásai	131
KÖZPONTI BANKI MŰVELETEK ÉS TEVÉKENYSÉGEK		3. FEJEZET	
1 MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK, DEVIZAMŰVELETEK ÉS BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉGEK	98	CIPRUS ÉS MÁLTA BELÉPÉSE AZ EUROÖVEZETBE	
1.1 Monetáris politikai műveletek	98	1 GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK CIPRUSON ÉS MÁLTÁN	134
1.2 Devizaműveletek	106	2 A CIPRUSI KÖZPONTI BANK ÉS A BANK ĆENTRALI TA' MALTA/CENTRAL BANK OF MALTA EURORENDSZERBELI INTEGRÁCIÓJÁNAK JOGI SZEMPONTJAI	139
1.3 Befektetési tevékenységek	106	3 A CIPRUSI KÖZPONTI BANK ÉS A BANK ENTRALI TA' MALTA/CENTRAL BANK OF MALTA EURORENDSZERBELI INTEGRÁCIÓJÁNAK OPERATÍV JOGI SZEMPONTJAI	141
2 FIZETÉSI ÉS ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI RENDSZEREK	109	3.1 Monetáris politikai műveletek	141
2.1 A TARGET-rendszer	109	3.2 Hozzájárulások az EKB tőkéjéhez, tartalékaihoz és devizatartalékokat megtestesítő eszközeihez	142
2.2 TARGET2	111	4 A CIPRUSI ÉS MÁLTAI KÉSZPÉNZ-CSERE	143
2.3 TARGET2-értékpapír	112		
2.4 A fedezetnyújtással kapcsolatos elszámolási eljárások	114		
3 BANKJEGYEK ÉS ÉRMÉK	116		
3.1 A bankjegyek és érmék forgalma, pénzfeldolgozás	116		
3.2 Bankjegyhamisítás és a pénzhamisítás megakadályozása	117		

4. FEJEZET		2 AZ EURÓPAI PARLAMENTTEL FOLYTATOTT MEGBESZÉLÉSEKEN MEGVITATOTT EGYES TÉMÁK	181
PÉNZÜGYI STABILITÁS, PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ			
I PÉNZÜGYI STABILITÁS	148	7. FEJEZET	
1.1 A pénzügyi stabilitás nyomon követése	148	KÜLSŐ KOMMUNIKÁCIÓ	
1.2 Pénzügyi stabilitási intézkedések	150	I KOMMUNIKÁCIÓS POLITIKA	186
2 PÉNZÜGYI ELLENŐRZÉS, PÉNZÜGYI FELÜGYELET	152	2 KOMMUNIKÁCIÓS TEVÉKENYSÉG	187
2.1 Általános kérdések	152	8. FEJEZET	
2.2 Banki tevékenység	153	INTÉZMÉNYI KERET, SZERVEZETI FELÉPÍTÉS, ÉVES BESZÁMOLÓ	
2.3 Értékpapírok	154		
3 PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ	155	I AZ EKB DÖNTÉSHOZÓ SZERVEI ÉS SZERVEZETIRÁNYÍTÁSI RENDSZERE	193
4 A PIACI INFRASTRUKTÚRA FELVIGYÁZÁSA	159	1.1 Az eurorendszer és a Központi Bankok Európai Rendszere	193
4.1 A nagy összegű eurofizetési rendszerek és infrastruktúra felvigyázása	159	1.2 A Kormányzótanács	194
4.2 Kis értékű fizetési forgalom	162	1.3 Az Igazgatóság	196
4.3 Kártyás fizetési konstrukciók	163	1.4 Az Általános Tanács	198
4.4 Értékpapírklíring és -elszámolás	163	1.5 Az eurorendszer/KBER szakbizottságai, a Költségvetési Bizottság, az Emberi Erőforrások Konferenciája és az Eurorendszer Informatikai Operatív Bizottsága	199
5. FEJEZET		1.6 Szervezetirányítási rendszer	200
EURÓPAI ÉS NEMZETKÖZI KAPCSOLATOK		2 SZERVEZETI VÁLTOZÁSOK	203
I EURÓPAI KITEKINTÉS	168	2.1 Emberi erőforrások	203
1.1 Gazdaságpolitikai kérdések	168	2.2 Az EKB új székháza	205
1.2 Intézményi kérdések	169	2.3 Az eurorendszer beszerzési koordinációs hivatala	206
1.3 Az EU tagjelölt országokban zajló folyamatok és a velük fenntartott kapcsolatok	170	3 A KBER TÁRSADALMI DIALÓGUSA	207
2 NEMZETKÖZI KÉRDÉSEK	172	4 AZ EKB ÉVES BESZÁMOLÓJA	208
2.1 A nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszer legfontosabb folyamatai	172	Vezetői jelentés a 2007. december 31-ével záruló évről	209
2.2 Együttműködés az EU-n kívüli országokkal	175	Az EKB mérlege a 2007. december 31-i fordulónapon	212
6. FEJEZET		Az EKB eredménykimutatása a 2007. december 31-ével záródó évről	214
FELÉLŐSSÉG		Az EKB számviteli politikája	215
I FELELŐSSÉGVÁLLALÁS A KÖZVÉLEMÉNY, VALAMINT AZ EURÓPAI PARLAMENT FELÉ	180	A mérleg sorokat leíró, részletező adatok	220
		Az eredménykimutatás sorait leíró, részletező adatok	231
		A független könyvvizsgáló jelentése	237

Kiegészítő melléklet a nyereség/veszteség felosztásáról	238	A) ábra: USA-beli és euroövezeti hosszú lejáratú kötvények hozama 1998-ban és 2007-ben	45
5 AZ EUORENDSZER KONSZOLIDÁLT MÉRLEGE A 2007. DECEMBER 31-ÉVEL VÉGZŐDŐ PÉNZÜGYI ÉVRE	240	B) ábra: USA-beli és euroövezeti részvényárak 1998-ban és 2007-ben	46
FÜGGELÉKEK		4 Az energia bázishatások befolyása a HICP-inflációra 2007-ben	57
AZ EKB ÁLTAL ELFOGADOTT JOGI DOKUMENTUMOK	244	A) ábra: Az éves HICP-infláció változásának elemei 2006 decembere óta	58
AZ EKB ÁLTAL ADOTT VÉLEMÉNYEK	247	B) ábra: Az éves HICP-infláció havi változásának összetétele	58
AZ EUORENDSZER MONETÁRIS POLITIKAI INTÉZKEDÉSEINEK IDŐRENDI ÁTTEKINTÉSE	251	C) ábra: Az éves HICP-infláció változásának összetétele 2006 decembere óta	59
AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK 2007 ÓTA MEGJELENT KIADVÁNYAI	253	5 Élelmiszerár-infláció az euroövezetben	60
FOGALOMTÁR	259	A) ábra: A feldolgozott élelmiszerek árának hozzájárulása az éves HICP-inflációhoz	61
KERETES ÍRÁSOK		B) ábra: Az élelmiszerek és a trópusi italok árának az alakulása	61
1 Az MPI-k nettó külföldi eszközei és azok hatása a monetáris folyamatokra	35	Táblázat: HICP feldolgozott élelmiszerek, a dohány kivételével, az euroövezeti országokban	61
A) ábra: Az MPI-k nettó külföldi eszközei és az M3	35	6 A munkanélküliség csökkenése az euroövezetben az utóbbi években	69
B) ábra: A pénztartó szektor tőkeáramlásainak összetétele és az MPI-k nettó külföldi eszközpozíciója	36	A) ábra: Az euroövezeti munkanélküliségi ráta és a GDP növekedése	70
C) ábra: A portfólióbefektetések összetétele	36	Táblázat: Munkanélküliségi ráta az euroövezetben nem, korcsoport és végzettség szerint	71
D) ábra: A bruttó külföldi követelések és tartozások változásai	37	B) ábra: Reformok intenzitása az euroövezetben és reformtípus szerinti megoszlás, 2000-2006	72
2 A pénzügyi kamatlábak volatilitása 2007-ben	40	7 Az államháztartás által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok és kötvényhozam-szpredek alakulása az euroövezetben	74
A) ábra: Az egynapos kamatláb napi realizált volatilitása	41	A) ábra: A kamatfizetések változásának bontása	75
B) ábra: Hosszú lejáratú betétek kamatlábjának napi realizált volatilitása	41		
C) ábra: A három hónapos pénzügyi kamatlábak realizált volatilitása és implikált volatilitása	42		
3 Hasonlóságok és különbségek a 2007. és 1998. évi pénzügyi turbulencia időszakai között	45		

B) ábra:	Államkötvényhozamok különbségei Németor- szághoz viszonyítva	75	9. A nem euroövezeti EU-tagállamok és az euroövezet fizetési mérlege	89
A) táblázat:	Az euroövezeti államok által kibocsátott, hitelvi- szonyt megtestesítő értékpapírok éves növe- kedési rátája	74	10. Az ERM-II alakulása	90
B) táblázat:	Az euroövezeti kormány- zatok által kibocsátott, hitelviszonyt megteste- sítő értékpapírok fennálló összegének struktúrája	75	11. Az euroövezeten kívüli EU-tagállamok hivatalos monetá- ris politikai stratégiái	93
C) ábra:	Állami hitelnemfizetési swapok	76	12. A TARGET-ban lebonyolított fizetési forgalom	109
8	Amit a 2000-2001-es fiskális politikai tapasztalatból tanulhatunk	79	13. Az eurobankjegyek gyártásának megoszlása 2007-ben	120
A) ábra:	Euroövezeti fiskális folyamatok 1998-2007	79	14. Főbb gazdasági mutatók - Ciprus	134
B) ábra:	Költségvetési egyenleg és ciklikus összetevő	79	15. Főbb gazdasági mutatók - Málta	135
9	Monetáris politikai műveletek a pénz- ügyi piaci volatilitás idején	100		
Ábra:	Napi tartaléktöbblet a tartalékolási időszakban	101		
10	Az euroövezet Ciprussal és Máltával történt kibővítésének statisztikai vonzatai	137		
TÁBLÁZATOK			ÁBRÁK	
1.	Az árak alakulása	56	1. EKB-kamatlábak és pénzügyi kamatlábak	18
2.	A munkaerőköltség mutatói	64	2. Főbb gazdasági folyamatok a fejlett ipari országokban	25
3.	A reál-GDP-növekedés összetétele	67	3. Növekedési hozzájárulás a világ GDP-jéhez	27
4.	A munkaerőpiac alakulása	68	4. Főbb gazdasági folyamatok a nyersanyagpiacokon	28
5.	Fiskális pozíciók az euroövezetben	73	5. M3 és a magánszférának nyújtott hitelek	29
6.	Reál-GDP-növekedés az euroövezeten kívüli EU-tagállamokban és az euroövezetben	85	6. Az M3 fő összetevői	30
7.	HICP-infláció a nem euroövezeti EU-tagállamokban és az euroövezetben	86	7. MPI-kamatlábak rövid lejáratú betétekre és pénzügyi kamatláb	31
8.	Fiskális pozíciók a nem euroövezeti EU-tagállamokban és az euroövezetben	88	8. M3-betétek szektor szerint	32
			9. Az euroövezet rezidenseinek nyújtott hitelek	32
			10. Pénzügyi kamatlábak	39
			11. Három hónapos EUREPO, EURIBOR és egynapos kamatswap	39
			12. Hosszú lejáratú államkötvény hozamai	43
			13. Azonnali és határidős kiegyenlítő inflációs ráták az euroövezetben	44
			14. Főbb tőzsdeindexek	48
			15. Implikált részvénypiaci volatilitás	49
			16. Háztartásoknak nyújtott MPI- hitelek	50
			17. Háztartásoknak és nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek kamatlábai	50

18. A háztartások adóssága és a kamatfizetések	51	39. A magánszférának nyújtott hitelek 2007-ben	92
19. Az euroövezeti nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozási reálköltsége	52	40. EONIA-szpred	98
20. Tőzsdén jegyzett, euroövezeti nem pénzügyi vállalatok nyereségrátái	53	41. Likviditási tényezők az euroövezetben 2007-ben	99
21. A nem pénzügyi vállalatok számára nyújtott külső finanszírozás éves reálnövekedésének részletezése	54	42. Elfogadható hitelbiztosíték eszköztípusonként	104
22. Nem pénzügyi vállalatok finanszírozási rése és annak főbb összetevői	54	43. Fedezet az eurorendszerbeli hitelműveletekben és fennálló hitel a monetáris politikai műveletekben	104
23. Nem pénzügyi vállalatok adóssághányadai	55	44. Fedezetként szolgáltatott eszközök (a hitelköveteléseket is beleértve) összetétele eszköztípusonként	105
24. A HICP-infláció összetétele: főbb alkotórészek	57	45. A forgalomban lévő eurobankjegyek teljes száma 2002 és 2007 között	116
25. A főbb összetevők hozzájárulása a HICP-inflációhoz	57	46. A forgalomban lévő eurobankjegyek összértéke 2002 és 2007 között	116
26. Az ipari termelői árak összetétele	63	47. A forgalomban lévő eurobankjegyek száma 2002 és 2007 között	117
27. Egy munkavállalóra eső jövedelem ágazati bontásban	64	48. A forgalomból kivont hamis eurobankjegyek száma 2002 és 2007 között	118
28. Az euroövezeti lakóingatlanárak alakulása	65	49. A hamis bankjegyek megoszlása címletek szerint	118
29. Euroövezeti fogyasztói kvalitatív inflációs észlelések és várakozások	65		
30. Hozzájárulások a negyedéves reál-GDP-növekedéshez	66		
31. Bizalmi mutatók	68		
32. Munkanélküliség	69		
33. Az euro nominális és reáleffektív árfolyama	81		
34. A folyó fizetési mérleg és összetevői	82		
35. Euroövezeti exportvolumenek kiválasztott kereskedőpartnerek felé	83		
36. Euroövezeti közvetlen és portfólióberuházás	83		
37. Nettó nemzetközi befektetési pozíció	84		
38. Az euro árfolyamának változása az ERM-II-n kívüli EU-valutákhoz viszonyítva	91		

RÖVIDÍTÉSEK JEGYZÉKE

ORSZÁGOK

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

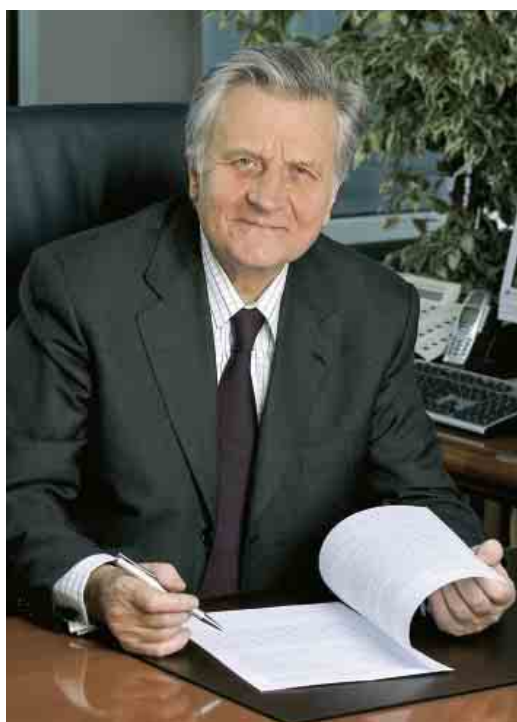
EGYÉB

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

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

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

ELŐSZÓ



Ha visszatekintünk a tavalyi év történéseire, az 1999-ben létrehozott euroövezet harmadik bővítése kimagasló jelentőségű esemény volt. A 2007-ben meghozott döntés végrehajtásaként 2008. január 1-jén Ciprus és Málta lett az EU 14. , illetve 15. olyan tagállama, amely bevezette az eurót, nemzeti központi bankjaik (NKB-ik) pedig csatlakoztak az eurorendszerhez. (2001-ben Görögország, 2007-ben pedig Szlovénia lépett be az euroövezetbe.) Ezzel is szeretném nagy szeretettel üdvözölni a ciprusi és a máltai állampolgárokat az euroövezetben. Ciprus és Málta számára azért vált lehetővé az euro mint saját valuta bevezetése, mert az elmúlt években követett stabilitásorientált makrogazdasági politikájuk megvalósításának köszönhetően jó gazdasági teljesítményt nyújtottak. Az euróra történő készpénzcserre mindkét országban gördülékenyen és hatékonyan zajlott le. Ami a jövőt illeti, az euro bevezetése után mindkét országnak az lesz a fő feladata, hogy a fenntartható konvergencia magas fokának biztosítására megfelelő nemzeti gazdaságpolitikát folytasson.

A 2007-es év másik fontos eseménye az volt, hogy az állam- vagy kormányfők decem-

ber 13-án aláírták az EU új Lisszaboni Szerződését. A szerződést mind a 27 tagállamnak ratifikálnia kell, hogy 2009. január 1-jén életbe léphessen; a ratifikáció folyamatban van. Az EKB üdvözli, hogy az új szerződés az EU céljai között említi az árstabilitást, valamint a valutaként az eurót alkalmazó Gazdasági és Monetáris Uniót (GMU). Az EKB uniós intézménnyé válik, az új szerződés megerősíti az EKB, a KBER és az NKB-k függetlenségét, valamint az EKB jogi személyiségét, szabályozói jogkörét és pénzügyi függetlenségét. Az EKB úgy ítéli meg, hogy az új szerződés megerősíti a GMU jelenlegi rendszerét, és várakozással tekint a ratifikációs folyamat sikeres befejezése elé.

2007-ben az euroövezet éves HICP-inflációja 2,1% volt, szemben az egy évvel korábbi 2,2%-kal. Miközben ez az érték meghaladta az EKB árstabilitásra vonatkozó definícióját, miszerint az infláció „2% alatti, ám ahhoz közeli” értéken kell, hogy álljon, az EKB monetáris politikája továbbra is szilárdan az árstabilitással lényegében konzisztens szinteken tartotta a közép- és hosszú távú inflációs várakozásokat, jóllehet a gazdasági környezetet jelentős, felfelé irányuló árnövekedések jellemezték. Ezek elsősorban a nyersanyagárak, különösen az energiaárak és – kiváltképp a negyedik negyedévben – az élelmiszerárak növekedéséből, valamint belföldi oldalon a közvetett adók emelésének, a bővülő gazdaság kapacitáskorlátainak és a munkaerőpiac szűkülésének hatásaiból fakadtak. A közép- és hosszú távú inflációs várakozások folytatólagos rögzítése 2007-ben is jól tükrözte az EKB abban megnyilvánuló hitelességét, hogy mandátumával összhangban középtávon biztosítja az árstabilitást. Ez ugyanis a jól működő piacok, a fenntartható növekedés és a munkahelyteremtés elengedhetetlen előfeltétele az euroövezetben, a Kormányzótanács számára pedig elsődleges fontosságú.

A középtávú árstabilitás kockázatai 2007-ben mindvégig egyértelműen felfelé irányulóak voltak. A kockázatok közé tartozott az olajárak és a mezőgazdasági árak esetleges további emelke-

dése, valamint a szabályozott árak és közvetett adók előre nem látott emelésének lehetősége. Még lényegesebb kockázatot jelentett az, hogy a vállalatoknak – különösen a lanya verseny jellemezte piaci szegmensekben – esetleg nőhet az árakra gyakorolt befolyása, és a bérek dinamikája is erősebb lehet a vártnál, ami arra utalt, hogy a bérezési és árazási magatartásból adódóan közvetett hatások alakulhatnak ki. A középtávú árstabilitás megőrzése érdekében a Kormányzótanács különleges figyelemmel követte nyomon az euroövezetben zajló bértárgyalásokat és az árképzési gyakorlatot.

2007-ben az euroövezet gazdasága továbbra is erőteljesen bővült, az ingadozó energiaárak és az év második felében jelentkező pénzügyi zavar miatt bizonytalanabbá váló környezet ellenére a reál-GDP 2,6%-kal növekedett. Miközben az euroövezeti exportra továbbra is kedvező hatással volt a világgazdaság erős, bár mérséklődő ütemű növekedése, a konjunktúra bővülésének fő hajtóereje a belföldi kereslet, azon belül is különösen az állóeszköz-beruházás maradt. 2007 első felében a kedvező finanszírozási feltételek, a számottevő vállalati nyereségek és a vállalati hatékonyság további javulása segítette elő a beruházások markáns növekedését. 2007 második felében a fokozottabb pénzügyi bizonytalanság részben beárnyékolta a reálgazdaság helyzetét, a kockázati egyensúly pedig az euroövezeti növekedés alap-előrejelzéséhez képest lefelé billent.

A monetáris elemzéssel történő egybevetés igazolta a Kormányzótanács értékelését, miszerint az árstabilitási kockázatok közép- és hosszú távon továbbra is egyértelműen a magasabb infláció felé irányulnak. A rendelkezésre álló adatok széles körű értékelése megerősítette, hogy a pénz- és hitelkiáramlás üteme igen erőteljes volt. A 2007 második felében jelentkező pénzügyi zavar hatása a pénz- és hitelkiáramlás alapidinamikájára korlátozott maradt. Ezt különösen a belföldi magánszektorban, azon belül is a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott bankhitelek folyamatos növekedése tükrözte, jelezve, hogy a hitelkínálat nem csorbult különösebben. A Kormányzótanács az egész időszakban élénk figyelemmel kísérte a monetáris fejleményeket.

A középtávú árstabilitást veszélyeztető, felfelé irányuló kockázatok kordában tartására a Kormányzótanács 2007 márciusában és júniusában egyaránt 25 bázisponttal növelte az EKB irányadó kamatait. Ennek eredményeképpen az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveleteinek minimális ajánlati kamatlába a 2006. végi 3,50%-ról 2007 júniusában 4,00%-ra emelkedett. Az év második felében a Kormányzótanács úgy döntött, hogy változatlan szinten hagyja az EKB irányadó kamatlábait. A Kormányzótanács megfelelőképpen figyelembe vette, hogy a pénzügyi turbulencia reálgazdasági hatása szokatlanul nagyfokú bizonytalanságot szült, ezért szükségesnek tartotta, hogy a monetáris politikára vonatkozó újabb következtetések levonása előtt további információkat gyűjtsön, azokat értékelje, illetve különös figyelemmel kísérje a pénzügyi piaci fejleményeket. A Kormányzótanács ugyanakkor megerősítette: bármikor készen áll a szükséges intézkedések megtételére, hogy az árstabilitás felfelé irányuló kockázatai ne realizálódhassanak, a hosszú távú inflációs várakozások pedig továbbra se szabaduljanak el.

2007-ben folytatódott a fiskális konszolidáció, az aktualizált stabilitási programok szerint az euroövezet átlagos költségvetési hiánya a 2006-os 1,5%-ról a GDP 0,8%-ára csökkent. 2008-ban azonban ismét növekedés várható, miközben sok országnak még nem sikerült szilárd költségvetési pozíciót teremtenie. Ez azzal a kockázattal jár, hogy egyes országoknak nem sikerült teljesíteniük a Stabilitási és növekedési paktum preventív ágának előírásait. A paktum hitelességének megőrzése érdekében ezeknek az országoknak sokkal határozottabb politikát kell folytatniuk, és a paktumban foglaltakkal összhangban évente GDP-jük 0,5%-ának megfelelő arányban kell javítaniuk strukturális pozíciójukat. Kulcsfontosságú, hogy mindegyik ország teljesítse a vállalásait, és legkésőbb 2010-re érje el középtávú célját, a költségvetési pozíció stabilizálását, ahogy abban az Eurocsoport tagjai 2007. áprilisi ülésükön megállapodtak, és döntésüket nyilvánosságra is hozták. Az önkényes fiskális lazítás teljességgel megengedhetetlen lenne. Ellenkezőleg, a fiskális politika

azzal járul hozzá a legjobban a makrogazdasági stabilitáshoz, ha a szilárd költségvetési pozíciókkal rendelkező országokban engedi az automatikus stabilizátorok szabad működését, és hosszú távon biztosítja az államháztartás fenntarthatóságát.

Ami a strukturális reformokat illeti, a lisszaboni stratégia keretében elért legújabb eredmények biztatóak. A strukturális reformoknak és az elmúlt évek mérsékelt bérnövekedésének köszönhetően a GMU harmadik szakaszának kezdete óta eltelt kilencéves időszakban jelentős mértékben, körülbelül 15,8 millió fővel nőtt az euroövezetben foglalkoztatottak száma, míg az azt megelőző kilenc évben ugyanebben az országcsoportban mindössze 4,5 milliós növekedést regisztráltak. Az euroövezetben ezzel egyidejűleg folytatódott a munkanélküliség csökkenése: 2006-ban még 8,3% volt, 2007-ben már csak 7,4%, amely alacsonyabb, mint az elmúlt 25 évben bármikor. Elégedettségre azonban semmi ok. Sok országban még ma is magas a munkanélküliek aránya, nemzetközi mércével mérve pedig továbbra is alacsony a munkaerőpiaci részvétel. Az euroövezeti termelékenység csak lassan nő, ami gátat szab a béremeléseknek. Ezért fontos, hogy a kormányok fenntartsák és fokozzák a munkahelyteremtés és a termelékenység-növelés megmaradt korlátainak felszámolását szolgáló reformok ütemét. Ami a legfontosabb, ehhez növelni kell a humán tőkét fejlesztő oktatás és az élethosszig tartó tanulás színvonalát, javítani kell a foglalkoztatási kilátásokat, és erősíteni kell az innovációt. Ugyancsak folyamatos erőfeszítésekre van szükség ahhoz, hogy a munkaerő, a termékek és a szolgáltatások piaci rugalmasabbá váljanak, jobban működjenek, és élesebb legyen rajtuk a verseny. Az euroövezeti termelékenység növelését és az árstabilitást különösen a szolgáltató szektorokban és a hálózati iparágakban fokozódó verseny, valamint az EU mezőgazdasági piacán hozott megfelelő intézkedések segítenék elő.

2007-ben a pénzügyi piacokon rendkívül nehéz kihívásokkal kellett szembenézni. Az augusztus óta tartó, rendkívül jelentős világpiaci korrekció,

amely akut megrázkódtatásokkal és nagyfokú ingadozásokkal jár, az euro pénzpiacokra is hatott. Az euro pénzpiaci likviditás drasztikus csökkenése augusztus 9-én arra készítette az EKB-t, hogy 95 milliárd euro értékben, 4,00%-os kamatozású egynapos hitelt nyújtson. Az EKB a következő napokban több hasonló műveletet hajtott végre, egyre csökkenő összegekkel, majd a rákövetkező hetekben-hónapokban kiegészítő, hosszabb távú refinanszírozási és finomhangoló műveleteket végzett. A New York-i Federal Reserve Bank jegybanki aukciós hitelkonstrukciójával (Term Auction Facility) párhuzamosan dollárban is nyújtott likviditást. Az év végén az EKB különleges likviditási intézkedéseket hozott, hogy kielégítse a bankrendszer sajátos szükségleteit.

Az EKB műveleteinek köszönhetően az egynapos kamatláb visszatért a Kormányzótanács által meghatározott kamatláb körüli stabil szintekre, oda, ahol a zavar előtt állt. A hosszabb lejáratok esetében viszont fennmaradt a pénzpiaci feszültség.

A pénzügyi piaci korrekció hatására a piaci szereplők alaposan áttértékelték a kockázatokat. Az EKB, valamint az eurorendszer többi tagja számtalanszor figyelmeztetett, különösen a Financial Stability Review (Pénzügyi stabilitási jelentés) című kiadványban, hogy a helyzetet a kockázatok alulárázása jellemzi. Bár a jelentős piaci korrekció még nem fejeződött be, néhány ideiglenes tanulság már most levonható: i) a bankoknak fejleszteniük kell kockázatkezelő rendszereiket; ii) végig kell gondolni a korrekció kezdete előtt kidolgozott „originate-to-distribute” hitelezési modell előnyeit és hátrányait; iii) fokozni kell a piac valamennyi szereplőjének átláthatóságát; iv) értékelni kell a hitelminősítő ügynökségek általános szerepét; valamint v) a felügyeleteknek a lehető leggyorsabban és leghatásosabban érvényesíteniük kell a Bázeli-II néven ismert új tőkeegyelelési szabályozást, és végig kell gondolniuk, hogyan fejleszthetik a likviditási kockázatok felügyeleti rendszerét.

Az euroövezet pénzügyi rendszere 2007-ben is rugalmas maradt, bár az év második felében ellenálló képessége kemény próbáknak lett kitéve. Az euroövezeti bankrendszert érintő jövő-

beni kockázatok – a hitelpiaci zavarok lehetséges következményein kívül – elsősorban a hitelkonjunktúra kedvezőtlen alakulásának lehetőségével függenek össze, amely negatív hatással jár a banki eszközök minőségére és a hitelekre elszámolt értékvesztésre. A globális egyensúlyhiányok kontrollálatlan súlyosbodásának lehetősége továbbra is a globális pénzügyi stabilitást fenyegető középtávú kockázatok forrása.

Az EKB 2007-ben is aktívan járult hozzá az európai pénzügyi integráció folyamatához. Az e téren tapasztalható előrehaladás figyelemmel kísérése, valamint a vonatkozó jogszabályokkal és előírásokkal kapcsolatos tanácsadás mellett az EKB katalizátorként segítette a magánszektor tevékenységét, különösen azzal, hogy továbbra is határozottan támogatta az egységes euro-pénzforgalmi övezet (SEPA) kezdeményezését. Az eurorendszer folyamatos párbeszédet folytatott a bankokkal és más részvényesekkel, és fokozta a koordinációt az Európai Bizottsággal. Támogatta a pénzforgalmi szolgáltatásokról szóló irányelv elfogadását. A dokumentumot 2007. október 15-én hagyta jóvá az EU Tanács.

További fejlemény, hogy 2007. november 19-én működni kezdett a TARGET2 rendszer: ezen a napon állt át az első nyolc ország az euroövezet valósidejű bruttó elszámolási rendszerének egységes, közös platformjára. Egy újabb, hét országból álló csoport 2008 februárjában csatlakozott, míg a harmadik csoport május 19-én teszi meg ezt a lépést. A TARGET2 előnyeinek maradéktalan kihasználása érdekében az eurorendszer tovább vizsgálta a TARGET2-Értékpapír (T2É) elnevezésű új szolgáltatás bevezetésének lehetőségét. A T2É közös technikai infrastruktúrát kínál a központi értéktáraknak a jegybankpénzben végrehajtott értékpapírügyletek euróban történő elszámolására, valamint az értékpapír- és készpénzelszámolások közös technikai platformon történő feldolgozására. A T2É bevezetésével az euroövezeten belül megszűnne a belföldi és a határon átnyúló elszámolások közötti különbség. Ez hozzájárulna az európai kereskedés utáni pénzügyi szol-

gáltatások integrálásához és harmonizálásához, valamint az európai pénzügyi piacokon nyújtott elszámolási szolgáltatásokhoz való egyenlő, olcsóbb és harmonizált hozzáférés megteremtésével ösztönözné a versenyt.

2007-ben az EKB költségvetése összesen 1348 teljes munkaidős állásnak megfelelő pozíciót irányzott elő, szemben a 2006-os 1343-mal. Miután 2006-ban bevezették az általános mobilitási elveket, amelyek arra ösztönzik a dolgozókat, hogy minden szolgálatban eltöltött öt év után munkakört változtassanak, a belső mobilitás jelentős támogatást kapott. 2007-ben összesen 152 dolgozó, köztük 31 vezető és tanácsadó került „házon belül” ideiglenesen vagy hosszútávon más pozícióba.

A mobilitás ösztönzésén túlmenően az emberi erőforrások (HR) stratégiája továbbra is az EKB vezetésének fejlesztésére összpontosult. Az irányítói képességeket elsősorban képzés és egyéni felkészítés keretében fejlesztették. Az EKB HR stratégiájának alapvető pillére maradt, hogy valamennyi munkatárs folyamatosan bővíthesse és fejleszthesse szaktudását és készségeit. A számtalan házon belüli képzési lehetőség mellett a munkatársak külső képzéseken is részt vettek, hogy inkább „technikai” jellegű egyéni képzési szükségleteiket kielégítsék.

Az Emberi Erőforrások Konferenciája – amelyet 2005-ben az emberi erőforrások kezelése területén az eurorendszer/KBER központi bankjai közötti együttműködés és csapatszellem további javításának céljával hoztak létre – 2007-ben a személyzeti képzés és fejlesztés különféle szempontjaival foglalkozott, beleértve a KBER képzési tevékenységeinek lehetőségeit és a KBER-en belüli mobilitás fokozását szolgáló intézkedéseket.

2007-ben elkészültek az EKB új székházának részletes tervei. Július derekán hirdetmény jelent meg az Európai Unió Hivatalos Lapjában az EKB

leendő székházát megépítő fővállalkozó kiválasztásáról. Október elejéig többen is jelezték érdeklődésüket, majd az EKB kiválasztott és ajánlattételre kért fel néhány céget. Az EKB 2008 októberéig választ közülük. A létesítmény megvalósítása a Kormányzótanács által elfogadott ütemtervvel és költségvetéssel összhangban zajlik.

2007-ben az EKB 286 millió euro nyereséget ért el, szemben a 2006. évi 1379 millió euróval. Amint 2006-ban is, a bank a nyereségnek megfelelő összegű céltartalékot képzett a devizaárfolyam-, a kamatláb- és az aranyárcokkázatok fedezésére, aminek eredményeképpen a nettó nyereség nulla lett. A céltartalékot a fenti kockázatoknak való kitétségből adódó veszteségek, különösen az ártértékelési számlák által nem fedezett értékelési veszteségek finanszírozására fordítják. A céltartalékok mértéke évente felülvizsgálatra kerül.



I. FEJEZET

GAZDASÁGI
FOLYAMATOK
ÉS MONETÁRIS
POLITIKA

I MONETÁRIS POLITIKAI DÖNTÉSEK¹

2007-ben az EKB szilárd alapon nyugvó gazdasági növekedéssel, valamint élénk pénz- és hitelkiáramlással jellemzett környezetben folytatta monetáris politikáját az euroövezetben. Az év folyamán az árstabilitás középtávú kockázatai egyértelműen felfelé irányulóak maradtak, amint azt a Kormányzótanács rendszeres gazdasági és monetáris elemzései megállapították. E kockázatok féken tartása érdekében a Kormányzótanács folytatta a monetáris politika irányultságának kiigazítását, összesen 50 bázisponttal emelve az EKB irányadó kamatlábait márciusban és júniusban. Ennek eredményeképpen az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveleteinek minimális ajánlati kamatlába 2007. júniusában 4,00%-ra emelkedett.

Az Egyesült Államok másodlagos jelzálogpiacon bekövetkezett romlás és a kockázat átárázása által kiváltott, 2007 augusztusának elején támadt pénzügyi nyugtalanságot és megnövekedett volatilitást követően az euroövezet gazdasági konjunktúrájának kilátásait szokatlanul nagy bizonytalanság árnyékolta be. Az árstabilitás középtávú felfelé irányuló kockázatainak

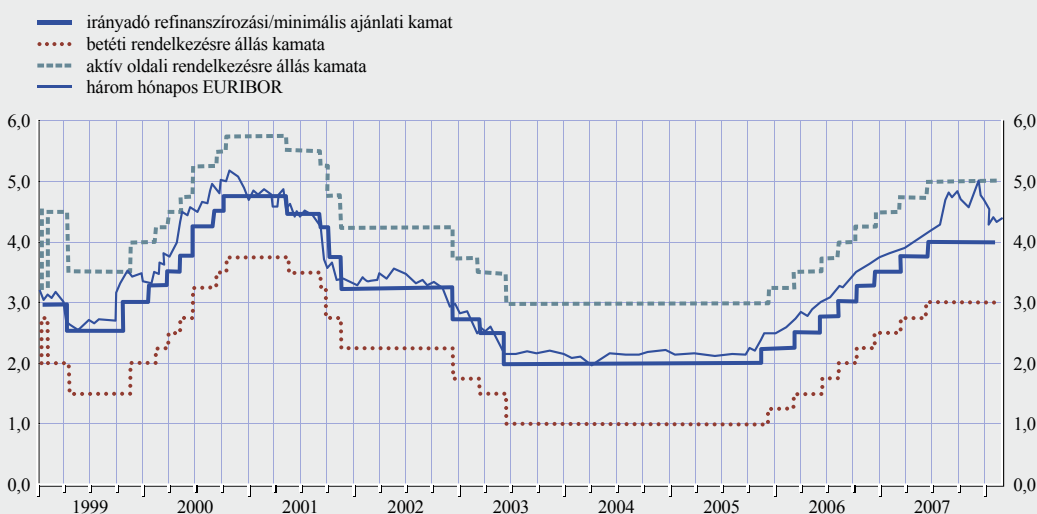
megerősítése ellenére ebben a megnövekedett bizonytalansággal jellemzett környezetben szükség volt újabb információk gyűjtésére és értékelésére, mielőtt következtetéseket vontak volna le a monetáris politika számára. Így a Kormányzótanács az EKB irányadó kamatlábait az év második felében változatlanul hagyta (lásd 1. ábra).

A 2006. évi 2,2%-kal szemben az éves átlagos HICP-infláció 2007-ben 2,1%-ot tett ki. A fogyasztóiár-index alapján mért infláció az év során jelentősen ingadozott, főképpen az energiaárak alakulása következtében. 2007 harmadik negyedévéig az éves HICP-infláció az EKB árstabilitási definíciójával (azaz középtávon 2% alatti, de ahhoz közeli infláció) összhangban alakult, részben az energiaárak egy évvel korábbi alakulásából eredő kedvező bázishatások ered-

¹ A reál-GDP-növekedéssel és a HICP-inflációval kapcsolatos minden adatra történő hivatkozás e jelentés lezárásának időpontjában (2008. február 29.) rendelkezésre állt felülvizsgált adatokat tükröz. A frissített felülvizsgált adatok használata a monetáris politikai döntések idején rendelkezésre állt valós idejű adatok helyett nem változtatja meg az e pontban bemutatott monetáris politikai megfontolások és döntések alapjául szolgáló következtetés irányvonalát.

1. ábra: EKB-kamatlábak és pénzügyi kamatlábak

(éves adat százalékban; napi adat)



Forrás: EKB.

Megjegyzés: Az irányadó refinanszírozási műveletek kamatlába a 2000. június 28. előtt elszámolt műveletek tekintetében a fix kamatozású tenderek kamatlábjára vonatkozik. A fenti napot követően elszámolt műveletek tekintetében a kamatláb a változó kamatozású tenderekre alkalmazandó minimális ajánlati kamatláb.

ményeként. Ezzel szemben az év vége felé az éves infláció hirtelen megemelkedett, és jóval 2% feletti szinteket ért el. Az emelkedés főként azért következett be, mert 2007 második felében lényegesen nőttek a nemzetközi olaj- és élelmiszerárak, amelyeket felerősítettek a 2006 utolsó negyedévi energiaár-csökkenésből eredő kedvezőtlen bázishatások. Ugyanakkor a bérek a teljes 2007. év folyamán mérsékelten alakultak, a robusztus gazdasági növekedés, a kapacitásokban kialakuló korlátok és a szűkülő munkaerőpiacok által jellemzett környezet ellenére. Miközben a felmérésekből nyert hosszabb távú inflációs várakozások az árstabilitással konzisztens szinteken lehorgonyozva maradtak, az inflációs kockázati felárat tartalmazó kötvényhozamokból nyert kiegyenlítő inflációs ráták enyhén emelkedtek. Mindent egybevetve, az árstabilitás kockázatai középtávon tisztán felfelé irányulóak maradtak. E kockázatok a következők voltak: az olaj és a mezőgazdasági termékek további áremelkedéseinek mértéke; a szabályozott árak és közvetett adók előre nem látott emelkedése; 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 bér- és ármeghatározás másodlagos hatásainak kialakulása a magasabb nyersanyagárak és a megemelkedett fogyasztóiár-index alapján mért inflációs ráták következtében lényeges felfelé irányuló kockázatokat jelentettek az árstabilitásra nézve.

Az euroövezet gazdasági konjunktúrája 2007 folyamán is megbízható ütemben bővült. Miközben az euroövezet exportja számára továbbra is kedvező volt az erőteljes (bár mérséklődő) globális növekedés, a folytatódó bővülés fő mozgatórugója a belföldi kereslet volt. Az év folyamán dinamikusak maradtak a beruházások, amelyeket támogattak a kedvező finanszírozási feltételek (különösen az első félévben), az erős vállalati nyereségek és az üzleti hatékonyság folytatódó növekedése a vállalati szektorban hosszabb ideje zajló szerkezetátalakítás következtében. A fogyasztás továbbra is hozzájárult az euroövezet gazdaságának bővüléséhez, a rendelkezésre álló reáljövedelmek alakulásának köszönhetően, miközben a munkaerő-piaci feltételek tovább javultak. A 2007 augusztusának

elején kezdődött pénzügyi nyugtalansággal összefüggésben a gazdasági konjunktúra kilátásai bizonytalanabbá, a növekedés lefelé irányuló kockázatai pedig intenzívebbé váltak. Mindazonáltal az euroövezet gazdasági fundamentumai szilárdak maradtak, a vállalati nyereségesség tartós, a háztartások mérlegei erősek, a foglalkoztatás növekedése robusztus volt, és a munkanélküliségi ráták a 2006. évi 8,2%-ról 2007-ben 7,4%-ra csökkentek, amely az utóbbi 25 év legalacsonyabb szintje volt. Mindent egybevetve, a volatilis energiaárak és a pénzügyi turbulencia által felvetett kihívások ellenére 2007-ben éves alapon az euroövezetben a reál-GDP 2,6%-kal nőtt. Miközben a gazdasági növekedés kilátásainak rövid távú kockázatai az év nagy részében lényegében kiegyensúlyozottak voltak, a hosszabb távú kockázatok továbbra is lefelé irányulóak maradtak. Ezek a kockázatok főként külső fejleményekhez kötődtek, különösen az olaj- és más nyersanyagárak lehetséges további emelkedéseikhez, a globális egyensúlyhiányokhoz és az esetleges protekcionista nyomásokhoz. A pénzügyi nyugtalanság kezdete után a növekedés lefelé irányuló kockázatai intenzívebbé váltak, tekintettel a pénzügyi piacok kockázataitértékelésének a finanszírozási feltételekre, a gazdaságról alkotott véleményre és a globális környezetre gyakorolt potenciális hatására.

A gazdasági elemzés és a monetáris elemzés eredményeinek összevetése igazolta, hogy közép- és hosszú távon túlsúlyban voltak az árstabilitás felfelé irányuló kockázatai. 2007 folyamán továbbra is élénken nőtt a pénz- és hitelkiáramlás. Jóllehet számos ideiglenes tényező (úgy mint a hozamgörbe laposodása, majd később az év során a pénzügyi nyugtalanság és bizonyos bankcsoportok átalakításával kapcsolatos sajátos tranzakciók) befolyásolták a szélesebb értelemben vett M3 aggregátum alakulását, az adatok széles alapokon nyugvó értékelése igazolta az alapul szolgáló pénz- és hitelkiáramlás ütemének erejét, amit különösen a magánszektorban nyújtott hitelek folytatódó növekedése hangsúlyozott. Következésképpen a Kormányzótanács különös figyelmet fordított a monetáris fejleményekre, tekintettel a pénzintézetek, a háztartások és a cégek által a 2007 második félévi pénzügyi piaci nyugtalanságra adott rövid távú válaszok jobb megértésére is.

A Kormányzótanács, a gazdasági és monetáris elemzéseiben egyaránt azonosított, az árstabilitás uralkodó, felfelé irányuló kockázatainak kezelése érdekében 2007 márciusában és júniusában úgy határozott, hogy az EKB irányadó kamatlábait mindkét esetben 25 bázisponttal emeli. A pénzügyi nyugtalanság 2007. augusztus eleji kezdetét követően az euroövezeti konjunktúra kilátásai a szokásosnál nagyobb bizonytalanságnak voltak kitéve, a megnövekedett volatilitás és a kockázat pénzügyi piacokon történt átárazása mellett. Mindezeket figyelembe véve, és annak ellenére, hogy az értékelés szerint az árstabilitás kockázatai középtávon nyilvánvalóan felfelé irányulóak maradtak, a Kormányzótanács helyénvalónak tartotta, hogy további információkat gyűjtsön, és gondosan megvizsgálja a beérkező adatokat, mielőtt a monetáris politikára nézve további következtetéseket vonna le. Ezért a Kormányzótanács – a bizonytalanság megemelkedett szintjét megfelelően figyelembe véve – az év második felében változatlanul hagyta az EKB irányadó kamatlábait.

A pénzügyi piacok szereplőivel és a nagyközön-séggel való kommunikációjában a Kormányzótanács hangsúlyozta, hogy szoros figyelemmel kísér minden fejleményt, különös tekintettel a pénzügyi piacok alakulására. Továbbá, a Kormányzótanács jelezte készségét, hogy ellenálljon az árstabilitás felfelé irányuló kockázatainak azzal, hogy határozottan és megfelelő időben cselekszik annak megelőzése érdekében, hogy középtávon másodlagos hatások alakuljanak ki a bér- és ármegállapításban. Ez biztosítaná, hogy a közép- és hosszú távú inflációs várakozások szilárdan az árstabilitással konzisztens szinteken maradjanak rögzítve. A Kormányzótanács mandátumát tükrözve, az ilyen lehorgonyzás elengedhetetlen kelléke a jól funkcionáló piacoknak, a fenntartható gazdasági növekedésnek és a munkahelyteremtésnek.

A MONETÁRIS POLITIKA IRÁNYVONALÁNAK TOVÁBBI IGAZÍTÁSA 2007 ELSŐ FELÉBEN

Az év elején a beérkező információk is megerősítették a 2006-ban megvalósított kamatlábemlések mögötti érvelést. A beérkező adatok egyértelműen visszaigazolták azt a nézetet is, hogy az árstabilitás kockázatai felfelé irányulóak

maradtak, miközben az euroövezetben a gazdasági konjunktúra továbbra is erőteljesen bővült.

Az előző negyedévhez képest 2006 negyedik negyedévében az euroövezet reál-GDP-je – a korábbi várakozásokat felülmúlva – 0,8%-kal nőtt. A növekedés fő hajtóerejét a belföldi kereslet és az export erőteljes hozzájárulása jelentette, ami a gazdaság bővülésének egyre inkább önfenntartó természetére utalt. Ezenkívül a rendelkezésre álló bizalmi mutatók továbbra is alátámasztották a Kormányzótanács nézetét, hogy a robusztus gazdasági növekedési dinamika még 2007 elején is folytatódott. Ráadásul, a gazdasági konjunktúra középtávú kilátásai kedvezőek maradtak, és megvoltak a feltételei, hogy az euroövezet gazdasága fenntartható ütemben növekedjék a robusztus globális növekedés, valamint a befektetések euroövezetbeli dinamikus növekedése mellett és javuló munkaerő-piaci feltételek közepette. Az eurorendszer szakértőinek 2006. decemberi prognózisaihoz képest az EKB szakértőinek 2007. márciusi makrogazdasági előrejelzéseiben felfelé módosították a gazdasági növekedés prognosztizált tartományait, ami nagyban tükrözta a 2006 második félévi reál-GDP-növekedés továbbra is meglévő erejét és az alacsonyabb energiaárakat, amelyekről – e fejlemények tartóssága esetén – vélhető volt, hogy pozitív hatással vannak a rendelkezésre álló reáljövedelemre. A 2007-re előre jelzett éves átlagos reál-GDP-növekedés 2,1% és 2,9% között, míg a 2008. évi 1,9% és 2,9% között volt.

Ami az árak alakulását illeti, az éves HICP-inflációs ráták az év elején 1,9%-on maradtak, megfelelően így az EKB árstabilitási definíciójának. A fogyasztóiár-index alapján mért inflációs ráták 2006 nyara óta tartó esése túlnyomórészt az alacsonyabb energiaáraknak volt köszönhető. Az árak alakulásának kilátásait értékelve a Kormányzótanács hangsúlyozta annak a fontosságát, hogy egy középtávú perspektívát kell figyelembe venni, és túl kell nézni az inflációs ráták 2007 folyamán bekövetkező esetleges volatilitásán. Az EKB szakértőinek 2007. márciusi makrogazdasági előrejelzéseiben a 2007-re prognosztizált infláció tartományának felső határa valamivel

lejjebb volt, mint az eurorendszer szakértőinek 2006. decemberi előrejelzésében, ami nagyban tükrözte az olajárak jelentős csökkenését. Ezzel szemben a 2008-ra jelzett inflációs tartomány kissé magasabb volt, mint a decemberi prognózis, főként az euroövezetben várt erőteljesebb növekedési dinamika eredményeként, amely valószínűleg intenzívebb nyomást gyakorolt volna a tényezőhasznosításra és a költségekre. A 2007-re előre jelzett éves átlagos HICP-infláció 1,5% és 2,1% között, a 2008-as pedig 1,4% és 2,6% között volt. A politika szerint releváns középtávú horizonton ezek a kilátások továbbra is felfelé irányuló kockázatoknak voltak kitéve.

A monetáris elemzés eredménye igazolta az árstabilitás felfelé irányuló kockázatait, amelyeket korábban a gazdasági elemzés már azonosított. A bőséges likviditással jellemzett környezetben a folytatódó erőteljes pénz- és hitelkiáramlás közép- és hosszabb távú időhorizontokon inflációs kockázatokat jelzett. 2007 elején az M3 éves növekedése az euro bevezetése óta nem látott szinteket ért el. Ráadásul, a magánszektorban nyújtott hitelek éves növekedési üteme erős maradt, nagyban tükrözve a nem pénzügyi vállalatok hitelfelvételében 2004 közepe óta regisztrált emelkedő trend folytatódását. Ugyanakkor a teljes euroövezetre jellemző emelkedő jelzőlog-kamatlábakkal és a néhány régióban lassuló lakáspiacokkal összefüggésben a háztartások hitelfelvételének növekedése magas szinten ugyan, de a mérséklődés jeleit mutatta. Így a monetáris adatok igazolták az alapot képező pénz- és hitelkiáramlás ütemének állandóan felfelé irányuló trendjét, amely 2004 közepe óta megfigyelhető volt. Ezért a Kormányzótanács arra az álláspontra helyezkedett, hogy a monetáris fejlemények továbbra is igen gondos figyelmet követelnek, különösen az euroövezet gazdaságának szilárd bővülésével és a kitaróan erős ingatlanpiaci dinamikával összefüggésben.

Mindent egybevetve, tekintettel az árstabilitás uralkodó, a gazdasági és monetáris elemzések által egyaránt azonosított felfelé irányuló kockázataira, a Kormányzótanács úgy határozott, hogy 2007. március 8-án 25 bázisponttal megemeli az EKB irányadó kamatlábait. Ezen túlmenően a Kormányzótanács arra az álláspontra

helyezkedett, hogy még az EKB irányadó kamatlábainak további emeléséről szóló döntés után és a kedvező gazdasági környezet mellett is az EKB monetáris politikája továbbra is alkalmazkodó maradt.

A gazdasági konjunktúrát illetően a rendelkezésre álló adatok világosan igazolták, hogy az euroövezet gazdasága olyan ütemben folytatta bővülését, amely jóval erősebb volt az egy évvel korábban vártnál. 2007 első negyedében a 0,8%-os negyedéves reál-GDP-növekedés valamennyivel ismét meghaladta a korábbi várakozásokat. Ráadásul, a középtávú konjunktúrális kilátások kedvezőek maradtak. Ezt tükrözte az eurorendszer szakértőinek 2007. júniusi előrejelzése, amely szerint az éves átlagos reál-GDP-növekedés az EKB szakértői által márciusban prognosztizált tartomány felső sávjában volt. Ugyanakkor a 2008-ra előre jelzett tartományokat felülvizsgálat után kis mértékben lefelé módosították, miután nőttek az olajárak, és az a vélekedés alakult ki, hogy közép- és hosszabb távon a kilátások kockázatainak egyenlege lefelé irányuló.

Ezenkívül az éves HICP-inflációs ráta májusban 1,9%-ot tett ki, vagyis – a magasabb olajárak következtében – némileg magasabb volt, mint azt 2007 korábbi időszakában várták. Tekintettel az olajárak határidős kötések által implikált emelkedő trendjére, valamint a múltbeli energiaár-alakulásokra, azt várták, hogy az éves inflációs ráták a következő hónapokban csak enyhén csökkennek, mielőtt az év vége felé ismét jelentős emelkedésnek indulnak. A Kormányzótanács véleménye szerint az árak alakulására vonatkozó kilátások kockázatai középtávú felfelé irányulóak maradtak. Ezek a kockázatok különösen a vártnál erősebb bérdinamikákhoz kapcsolódtak, egy növekvő kapacitáskihasználtsággal és fokozatosan javuló munkaerőpiacokkal jellemzett környezetben.

A monetáris elemzés továbbra is igazolta az árstabilitás közép- és hosszabb távon meglévő felfelé irányuló kockázatait, miközben a monetáris bővülés alapvető üteme élénk maradt, a már egyébként is bőséges likviditás mellett. Ezt

tükrözte mind az M3, mind a hitelek folytatódó gyors növekedése. Ugyanakkor áttekintve a rövid távú monetáris és hitelfejleményeket befolyásoló tényezőket, növekvő jelei voltak, hogy a magasabb rövid lejáratú kamatlábak fokozatosan befolyásolták a monetáris dinamikát, bár még mindig nem tompították a monetáris és hitelbővülés általános ütemét.

Mindent egybevetve, a gazdasági elemzés és a monetáris elemzés eredményeinek összevetése alátámasztotta a Kormányzótanács nézetét, hogy középtávon túlsúlyban voltak az árstabilitás felfelé irányuló kockázatai. Mindezeket tekintetbe véve a Kormányzótanács úgy határozott, hogy június 6-án további 25 bázisponttal emeli az EKB irányadó kamatlábait. Ebből az alkalomból a Kormányzótanács közölte, hogy az EKB monetáris politikája még e döntés után is alkalmazkodó volt. Következésképpen indokolt lenne határozottan és kellő időben cselekedni a középtávú árstabilitás biztosítása érdekében. A Kormányzótanács ugyancsak világossá tette, hogy minden fejleményt szoros figyelemmel fog kísérni, hogy megakadályozza az árstabilitás kockázatainak középtávú érvényesülését.

2007 MÁSODIK FELÉBEN NEM VÁLTOZTAK AZ EKB IRÁNYADÓ KAMATLÁBAI

A harmadik negyedév folyamán a gazdasági konjunktúráról beérkező adatok pozitívak maradtak, alátámasztva azt a véleményt, hogy az euroövezet gazdasága kitartó ütemben tovább bővült, összhangban a Kormányzótanács alapelőrejelzésével. Miközben az első negyedév 0,8%-a után a negyedéves reál-GDP-növekedés a második negyedévben 0,3%-ra csökkent, a teljes első félévet tekintve a gazdasági növekedés a potenciálissal összhangban volt. Az Egyesült Államok másodlagos jelzálogpiaci válságának 2007. augusztusi kitörését és az ezzel kapcsolatos pénzügyi nyugtalanságot követően viszont az euroövezet gazdasági konjunktúrájának kilátásai szokatlanul magas szintű bizonytalanságnak voltak kitéve, ami szükségessé tette minden fejlemény szoros figyelemmel kísérését, különösen a pénzügyi piacokon.

Az EKB szakértőinek 2007. szeptemberi makrogazdasági előrejelzéseiben a 2007-es reál-GDP-növekedésre prognosztizált tartomány 2,2% és 2,8% között volt, ami enyhe lefelé történő módosítást jelez az eurorendszer szakértőinek 2007. júniusi előrejelzéseivel képest. Ennek fő oka az volt, hogy valamivel magasabb olajárakat és valamivel szigorúbb finanszírozási feltételeket feltételeztek; az utóbbi magasabb kockázati prémiumokat tükröz a pénzügyi nyugtalanság fényében. 2008-ra a gazdasági növekedés prognosztizált tartománya 1,8% és 2,8% között maradt, vagyis nem változott az eurorendszer szakértőinek 2007. júniusi előrejelzéséhez képest. E prognózisok kockázatait lefelé irányulónak tartották, és főként a megnövekedett volatilitásnak, valamint a kockázat pénzügyi piacokon folyamatban levő átárazásának a finanszírozási feltételekre és a gazdaságról alkotott véleményre gyakorolt potenciálisan kiterjedtebb hatásával voltak kapcsolatban.

Az árak alakulását illetően, az éves HICP-infláció augusztusban 1,7%-ot tett ki, de az év hátralevő részében az előrejelzések 2%-ot meghaladó inflációról szóltak, amit nagyban az energiaárakban levő bázishatások alakulása határozott meg. Az EKB szakértőinek 2007. szeptemberi előrejelzésében 2007-re 1,9% és 2,1% közötti, 2008-ra pedig 1,5% és 2,5% közötti éves HICP-inflációt prognosztizáltak, mert azt várták, hogy a közvetett adókból és az energiaárakból származó csökkenő nyomást ellensúlyozzák a magasabb fajlagos munkaerőköltségekből eredő nyomások. A Kormányzótanács véleménye szerint az árak alakulásának fent ismertetett kilátásaival kapcsolatos kockázatok felfelé irányulóak maradtak.

A monetáris elemzés továbbra is igazolta ezt az értékelést; a monetáris és hitelbővülés élénk üteme közép- és hosszabb távon az árstabilitás felfelé irányuló kockázatainak meglétét jelezte. A folytatódó pénzügyi nyugtalanság közepette a Kormányzótanács emlékeztetett arra, hogy a pénzügyi piacok volatilitása ideiglenesen befolyásolhatja a monetáris dinamikát, mivel – ahogy már korábbi esetek is mutatták – a magánszektor kockázathoz való viszonyulásá-

nak változásai kapcsolatban lehetnek jelentős portfólióátrendeződésekkel biztonságos és likvid monetáris eszközökbe. Így a Kormányzótanács azon a véleményen volt, hogy a monetáris és hiteladatok mély és átfogó elemzése szükséges a pénzügyi folyamatoknak a monetáris folyamatokra gyakorolt hatásának jobb megértéséhez, valamint ahhoz, hogy a monetáris növekedésből a monetáris politika szempontjából releváns jeleket nyerjenek a hosszabb távú inflációs trendeket illetően.

Az árstabilitás felfelé irányuló kockázatainak túlsúlya ellenére, amelyeket a Kormányzótanács gazdasági és monetáris elemzései egyaránt azonosítottak, a Kormányzótanács arra az álláspontra helyezkedett, hogy – tekintettel a pénzügyi nyugtalanságot követő magas szintű bizonytalanságra – további információra van szükség, mielőtt a monetáris politikára vonatkozóan újabb következtetéseket vonhatnának le. Következésképpen a Kormányzótanács úgy döntött, hogy a harmadik negyedévben változatlanul hagyja az EKB irányadó kamatlábait, miközben ismételten megerősítette, hogy minden fejleményt igen szoros figyelemmel fog kísérni, különösen a pénzügyi piacokon, annak biztosítása érdekében, hogy az árstabilitás kockázatai ne érvényesülhessenek, és a hosszabb távú inflációs várakozások az árstabilitással összhangban szilárdan lehorgonyozottak maradjanak.

A negyedik negyedévben a beérkező adatok alátámasztották az euroövezetben zajló gazdasági bővülés tartós voltát. 2007 harmadik negyedévében az előző negyedévhez képest a reál-GDP 0,8%-kal nőtt, amiben a fő hajtóerőt a belföldi kereslet jelentette. Ezenkívül a rendelkezésre álló bizalmi mutatók, miközben némileg csökkentek a magas volatilitással és a kockázat pénzügyi piacokon történő 2007 augusztus eleje óta tartó átárazásával összefüggésben, általában olyan szinteken maradtak, amelyek a negyedik negyedévben folytatódó, bár a harmadik negyedévinél valószínűleg mérsékeltebb ütemű gazdasági növekedésre utaltak. Mindent egybevetve a Kormányzótanács úgy értékelte, hogy az euroövezet gazdasági fundamentumai szilárdak maradtak, fennmaradt a nyereségesség, és

robustus volt a foglalkoztatás növekedése. 2007 decemberében az eurorendszer szakértői 2,4% és 2,8% közötti reál-GDP-növekedést prognosztizáltak 2007-re, 1,5% és 2,5% közöttit 2008-ra, továbbá 1,6% és 2,6% közöttit 2009-re. Miközben a 2008-ra prognosztizált tartományt kissé lefelé módosították, a 2007-re vonatkozó új tartomány az előzőnek a felső részében maradt.

Mindezeket figyelembe véve, nem változott a Kormányzótanácsnak az az alapfeltételezése, hogy 2008-ban és 2009-ben a reál-GDP a potenciális trend körüli mértékben nő. Belföldi oldalon mind a fogyasztástól, mind a beruházásoktól azt várták, hogy hozzájárulnak a gazdasági bővüléshez. Ugyanakkor azt is várták, hogy a külső kereslet továbbra is támogatja az euroövezet exportját, feltéve, hogy a globális gazdaság rugalmas marad, és az Egyesült Államok gazdasági lassulását részben ellensúlyozza a feltörekvő piacgazdaságok tartós ereje. Így a gazdasági növekedés kilátásai az euroövezetben rugalmasak maradtak, bár e kilátások kockázatai továbbra is lefelé irányulóak voltak. Ezek a kockázatok főként a folytatódó pénzügyi nyugtalanságnak a finanszírozási feltételekre és a gazdaságról alkotott véleményre gyakorolt potenciális hatásával voltak kapcsolatban, valamint az euroövezet és a világ növekedésére gyakorolt esetleges káros hatásokkal.

Az ároldalt tekintve, a HICP-infláció éves rátája az év végén 3% feletti szinteket ért el. A nemzetközi olaj- és élelmiszerárak jelentős emelkedései, valamint az energiaárak kedvezőtlen bázishatásai voltak az e fejleményt alakító főbb tényezők. A Kormányzótanács arra az álláspontra helyezkedett, hogy 2008 első hónapjaiban az éves inflációs ráták jóval 2% felett maradnak, mielőtt 2008 folyamán ismét mérséklődnek. Így az átmenetileg magas inflációs rátákkal jellemzett időszak a korábban vártnál némileg hosszabb lesz.

2007 decemberében az eurorendszer szakértői azt prognosztizálták, hogy az infláció 2008-ban 2,0% és 3,0% közé emelkedik, mielőtt 2009-ben 1,2% és 2,4% közé mérséklődik. Az EKB szakértőinek 2007. szeptemberi előrejelzéseihez

viszonyítva a 2008-ra várt értékek emelkedtek, nagyban tükrözve az olaj- és élelmiszerárak fel-tételezett alakulását.

közép- valamint hosszú távú inflációs várako-zások az árstabilitással összhangban szilárdan rögzítve maradjanak.

A pénzoldalon kevés bizonyíték volt arra, hogy a 2007 augusztusa óta tartó pénzügyi nyugta-lanság erősen befolyásolta volna a széles körű pénz- és hitelkiáramlás dinamikáját. Valójában a belföldi magánszektorban nyújtott bankhite-lek növekedése 2007 második felében erőteljes maradt, ami arra utal, hogy a hitelkínálat nem gyengült. Mindent egybevetve, a monetáris adatok széles alapokon nyugvó értékelése alátá-masztotta azt a nézetet, hogy a pénz- és hitelki-áramlás üteme erős maradt.

Az árstabilitás felfelé irányuló kockázatainak túlsúlya miatt, különösen a kapacitások meg-lévő korlátaival és a pozitív munkaerő-piaci fej-leményekkel összefüggésben, el kellett kerülni az ideiglenesen magas inflációs rátákból fakadó, a bér- és ármegállapításra gyakorolt másod-lagos hatások kialakulását, hogy középtávon biztosítani lehessen az árstabilitást. Követke-zésképpen a Kormányzótanács ismételten hang-súlyozta, hogy különös figyelemmel kíséri az euroövezetben zajló bértárgyalásokat. Ezenki-vül kerülendő minden olyan rendszer, amely a nominálbérek a fogyasztóiár-indexhez inde-xálja. Az egyéb felfelé irányuló kockázatok az olaj- és mezőgazdasági árak további emel-kedéséhez – különösen, ha azok folytatják a 2007 utolsó hónapjaiban megfigyelt emelkedő trendet –, valamint a szabályozott árak és a köz-vetett adók nem várt emeléséhez kapcsolódtak.

Mindezeket figyelembe véve a Kormányzó-tanács úgy határozott, hogy 2007 negyedik negyedében változatlanul hagyja az EKB irányadó kamatlábait. Ugyanakkor világosan kommunikálta, hogy az EKB monetáris politi-kája készen áll arra, hogy határozottan és időben cselekedjen és ellenálljon az árstabilitás felfelé irányuló kockázatainak, ahogy azt a Szerződés szerinti mandátuma megköveteli. Úgy látták, cselekvőkészségre volt szükség annak biztosí-tása érdekében, hogy a magas inflációs ráták-ból eredő másodlagos hatások és az árstabilitás egyéb kockázatai ne érvényesülhessenek, és a

2 MONETÁRIS, PÉNZÜGYI ÉS GAZDASÁGI FOLYAMATOK

2.1 A NEMZETKÖZI MAKROGAZDASÁGI KÖRNYEZET

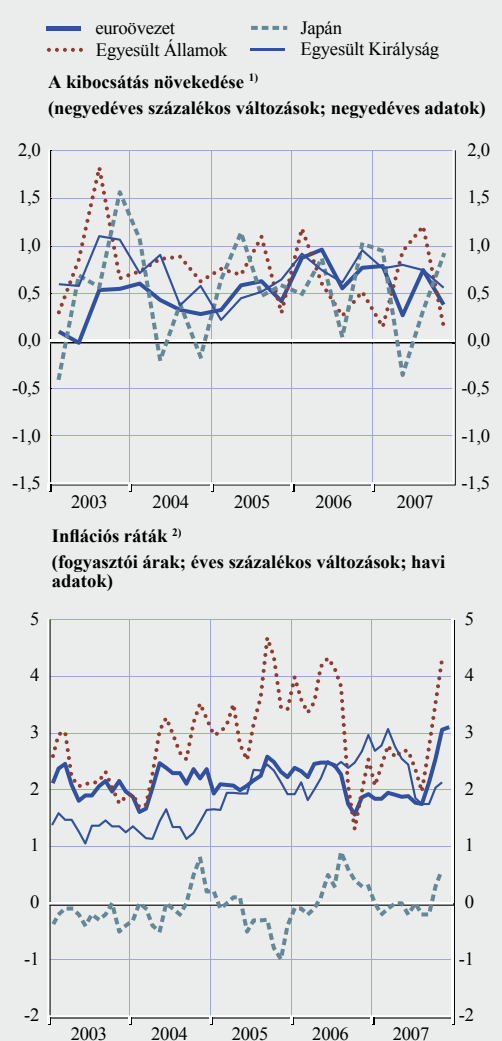
A GLOBÁLIS NÖVEKEDÉS RUGALMAS, DE LASSUL

Az előző három év igen élénk növekedéseiről 2007-ben a(z) euroövezeten kívüli) globális gazdasági növekedés némileg mérséklődött. Ez részben a 2007 közepén felszínre került globális pénzügyi feszültségekhez kötődött, amelyek az egész világon beárnyékolták a gazdaság alakulását, valamint a globális feldolgozóipari ciklus bizonyos éréséhez. Jóllehet az Egyesült Államok lakáspiacának gyengesége csak korlátozott azonnali átgyűrűző hatással volt az Egyesült Államok (2007 második és harmadik negyedében erősen megnőtt) belső keresletének egyéb összetevőire, az Egyesült Államok gazdasági növekedése a negyedik negyedévben kifejezetten lelassult. Ugyanakkor az Egyesült Államok gyengébb gazdasági kilátásainak globális következményei 2007-ben viszonylag korlátozottak maradtak. A főbb feltörekvő piacokon a nyugtalanság átmenetileg a pénzügyi piacok volatilitásának növekedéséhez vezetett, de úgy tűnt, hogy a legtöbb feltörekvő piac e zavarnak erősebben ellen tudott állni, mint korábban. Az év egészét tekintve a gazdaság bővülése a feltörekvő piacokon – különösen a feltörekvő Ázsiában – gyors ütemben folytatódott. Ugyanakkor nőtt a globális gazdasági kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság, amely a kockázatok széles alapokon nyugvó újraértékelésével, a szigorúbb finanszírozási feltételekkel, a nyersanyagárak emelkedésével és a bizalmi mutatók visszaesésével volt összefüggésben.

Miután az év folyamán a 2007 szeptemberéig tartó időszakban a globális inflációs nyomások nagyjából visszafogottak voltak, a fogyasztóiár-index alapján mért infláció 2007 vége felé a legtöbb gazdaságban erőteljesen emelkedett (lásd 2. ábra). Az OECD-országokban a fogyasztói árakon számított infláció 2007 decemberében 3,3%-ra nőtt. Ez főként a magasabb nyersanyagáraknak és a kedvezőtlen bázishatásoknak volt tulajdonítható. Szűk piaci feltételek közepette az olajárak 2007 folyamán erőteljesen tovább emelkedtek. Ráadásul, az olajon kívüli nyersanyagok árai is erőteljesen tovább emelkedtek 2007 első felében, majd

magas szinteken meglehetősen volatilisak maradtak. Ez utóbbi fejlemények a mezőgazdasági, és különösen az élelmiszerárak jelentős növekedését tükrözték, amelyet csak részben ellensúlyozott a fémek árának csökkenése. A mezőgazdasági árakat továbbra is a feltörekvő gazdaságok erős kereslete, a bioüzemanyagok termelésének alakulása és a néhány országban gyengének bizonyult termék befolyásolta. Tekintettel arra, hogy a feltörekvő

2. ábra: Főbb gazdasági folyamatok a fejlett ipari országokban



Forrás: nemzeti adatok, a BIS, az Eurostat és az EKB számításai.
1) Az euroövezet és az Egyesült Királyság esetében az Eurostat adatait; az Egyesült Államok és Japán esetében a nemzeti adatokat közöljük. A GDP-adatok szezonális kiigazítást tartalmaznak.
2) HICP az euroövezet és az Egyesült Királyság esetében; CPI az Egyesült Államok és Japán esetében.

piacokon nagyobb súllyal szerepel az élelmiszer az árindexben, itt az inflációs nyomások még kifejezettebbek voltak, mint az iparosodott országokban. Ugyanakkor az élelmiszert és energiát nem tartalmazó fogyasztói árakon számított infláció visszafogott maradt, és az OECD-országokban decemberben 2,1%-ot tett ki.

Az Egyesült Államokban 2007 egészét tekintve az éves reál-GDP-növekedési ráta 2,2% volt, amely 0,7 százalékponttal maradt el a 2006. évi ütemtől. A lakáspiaci korrekció, amely már 2006-ban elkezdődött, továbbra is jelentősen fékezte a növekedést, és csaknem egy teljes százalékpontot csökkentett a GDP növekedésén a visszaesett lakásberuházások miatt. Ráadásul, 2007 nyarától kezdődően a másodlagos jelzálogpiacokkal kapcsolatban intenzívebbé vált a pénzügyi piaci zavar, ami az év vége felé hozzájárult a növekedés visszaeséséhez. 2007 folyamán a gazdasági konjunktúra volatilis volt, az első negyedévben a GDP növekedése elmaradt a potenciális ütemtől, meghaladta azt a második és harmadik negyedévben, majd ismét visszaesett a negyedik negyedévben. E volatilitás közepette – a magas energiaárak, valamint a lakás- és pénzügyi piacok zavara ellenére – a magánfogyasztás növekedése meglepően erőteljes maradt, főként a foglalkoztatás és a jövedelem folytatódó növekedése miatt, amelyben viszont az év vége felé jelentős romlás következett be. Ezen túlmenően, a nem lakáscélú üzleti beruházások élénken növekedtek, amit támogattak a vállalati nyereségesség magas szintjei és – az év első felében – a kedvező finanszírozási feltételek. 1995 óta először, a kereskedelem nettó hozzájárulása 2007-ben pozitívvá változott, tükrözve az élénk globális növekedést, valamint az amerikai dollár reálfektív árfolyamának leértékelődését. Ezek a tényezők ugyancsak magyarázatot adnak arra, miért esett a 2006. évi, a GDP 6,2%-ának megfelelő folyófizetésimérleg-hiány 2007 első három negyedévében 5,5%-ra. A javulás nagy része arra vezethető vissza, hogy csökkent az árukereskedelelem hiánya.

Az egyesült államokbeli másodlagos jelzálogpiacokhoz kötődő késedelmes törlesztések és a jelzálog-végrehajtások megnövekedéséből eredő

pénzügyi piaci turbulencia a nyáron fokozódott. Ugyanakkor 2007 nagyobbik részében ennek az Egyesült Államok reálgazdaságára gyakorolt hatásai viszonylag korlátozottak maradtak, és főként a hitelek elérhetőségével és árával voltak kapcsolatosak, különösen a banki kritériumoknak meg nem felelő (*non-conforming*) jelzálogokat illetően. Egyébként a zavar főként a pénzpiacokon és a pénzügyi szektorban volt nyilvánvaló, ahol a bankok jelentős veszteségek leírására kényszerültek.

2007-ben az Egyesült Államokban az előző évi 3,2%-ról a CPI éves változásának üteme 2,8%-ra csökkent. Az év első felében a fogyasztói árakon számított infláció az energiaárak jelentős növekedése és a CPI azon komponensének felgyorsulása miatt emelkedett, amely azt mutatja, mennyit fizetne egy tulajdonos, ha bérelné a lakását. A nyári hónapokban tapasztalt viszonylagos mérsékeltetés után az inflációs nyomások fokozódtak, és novemberben az éves CPI 4,3%-os csúcsot ért el. Ez különösen az erős bázishatásoknak, valamint az év vége felé az energia- és élelmiszerárak emelkedésének volt tulajdonítható. Az energiát és élelmiszert nem tartalmazó éves inflációs ráta az év utolsó hónapjaiban ismét a gyorsulás jeleit mutatta. 2007 egészét tekintve az infláció 2,3% volt, azaz 0,2 százalékponttal alacsonyabb, mint 2006-ban.

2007 első felében a Szövetségi Tartalékrendszer Nyíltpiaci Bizottsága (FOMC) 5,25%-on változatlanul hagyta a szövetségi alapok kamatcélkitűzését. Miután a múlt nyáron a pénzügyi piaci turbulencia erősödni kezdett, a Szövetségi Tartalékrendszer (Fed) szeptemberben és októberben összesen 75 bázisponttal csökkentette a kamatlábat. A decemberi újabb 25 bázispontos vágást követően a kamatcélkitűzés az év végén 4,25% volt, azaz egy teljes százalékponttal alacsonyabb, mint a januári szint. A Szövetségi Tartalék Bank más monetáris politikai eszközöket is alkalmazott. Augusztusban 100 bázisponttól 50 bázispontra csökkentette a jegybankpénz kamatlábat és a diszkont kamatláb közötti különbözetet. December 12-én monetáris politikai eszközeinek további változtatásait jelentette

be. A Szövetségi Tartalék Bank létrehozott egy ideiglenes határidős aukciós hitelkeretet (TAF), hogy pénzeszközöket aukciókon bocsásson értéktárak rendelkezésére – hosszabb lejáratokkal és lazább biztosítéki elvárásokkal, mint a nyíltpiaci műveletek esetén. Ugyanakkor ideiglenes likviditásnyújtó műveletekről állapodott meg az EKB-val és a svájci nemzeti bankkal, hogy azoknak amerikai dollárt biztosítson saját illetékességükben történő felhasználásra.

Ami a fiskális politikát illeti, 2006-hoz képest a szövetségi költségvetés hiánya a 2007-es pénzügyi évben csökkent. Ez főként a megnövekedett személyiadó-bevételek és a csökkentett kiadások eredménye volt. A Kongresszus Költségvetési Hivatalának becslései szerint a 2007-es költségvetési évben a szövetségi költségvetés hiánya a GDP 1,2%-ának felelt meg.

2007-ben, Japánban folytatódott a gazdasági fellendülés, bár a belföldi kereslet – és különösen a magánfogyasztás – gyengült. A reáltevékenység növekedése 2007-ben mérséklődött; a reál-GDP a 2006. évi 2,4%-ot követően 2,1%-kal nőtt, és a negyedik egymást követő évben maradt a potenciális körül. Miközben a gazdasági konjunktúrát továbbra is támogatta az export ereje, a belföldi kereslet GDP-növekedéshez való hozzájárulása csökkent. Az exporttevékenység szempontjából kedvező volt a japán jen effektív árfolyamának alakulása és a szilárd külső kereslet, különösen Ázsiából. A magánfogyasztás növekedése a 2006. évi 2,0%-ról 1,4%-ra csökkent, bár a foglalkoztatási feltételek általában kedvezőek maradtak. Ezenkívül az export lendülete ellenére a magánberuházások növekedése lelassult. Ez a lakásberuházások csökkenését tükrözte – ami az építési tevékenységnek az építési szabványokra vonatkozó törvény felülvizsgálatát követő szűkülésére vezethető vissza –, valamint a nem lakáscélú beruházások lassulását, amelynek oka az üzleti bizalom némi mérséklődése, különösen a kis és közepes méretű cégek körében. Az enyhülő gazdasági viszonyok ellenére 2007-ben a banki hitelezés a globális pénzügyi környezet megnövekedett bizonytalanságai közepette tovább növekedett, bár lassabb ütemben, mint 2006-ban.

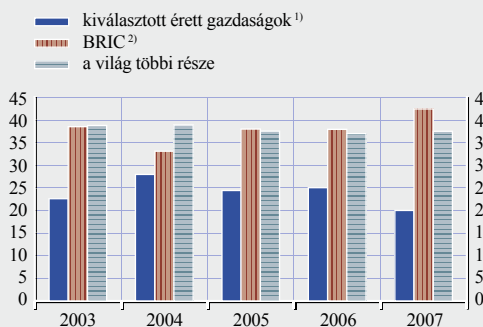
2007-ben a fogyasztói árakon számított infláció Japánban mérsékelt maradt, ami különösen a bérek enyhe emelkedését tükrözte. A fogyasztói árakon számított éves infláció, miután 2006-ban a magasabb nyersanyagárakat követve pozitív volt, 2007 elején visszatért a negatív tartományba, mielőtt októberben ismét pozitívvá vált – az importált nyersanyagok árának újbóli emelkedésének eredményeként. Az egész évet tekintve, a 2006. évi 0,3% után a fogyasztói árak változásának éves rátája 0,0% volt, míg a friss élelmiszerek nélkül az éves inflációs ráta a 2006. évi 0,1%-ot követően 0,0%-ot tett ki. 2007-ben – összhangban a mérsékelt inflációs nyomásokkal – a Bank of Japan folytatta a monetáris feltételek nagyon fokozatos szigorításának politikáját. A mennyiségi lazítási politika 2006. márciusi megszüntetése óta másodszer a Bank of Japan 2007 februárjában úgy határozott, hogy 0,25%-ról 0,50%-ra emeli a biztosíték nélküli egynapos kamatlábra vonatkozó célkitűzését.

A feltörekvő gazdaságok növekedése szilárd maradt, és jelentős része volt a világ 2007. évi GDP-növekedésében, amint az érett gazdaságok bővülése gyengült (lásd 3. ábra). Számos országban jelentkezett némi inflációs nyomás.

A gazdasági konjunktúra robusztus maradt a feltörekvő Ázsiában. Az év második felének

3. ábra: Növekedési hozzájárulás a világ GDP-jéhez

(százalék)



Forrás: az EKB saját számításai.

Megjegyzés: A 2007 októberi IMF WEO adatbázison és előrejelzéseken alapuló becslések, az új PPP súlyokkal.

1) Az Egyesült Államok, Japán és az euroövezet.

2) Brazília, Oroszország, India és Kína.

kevésbé kedvező külső környezete ellenére az erős belföldi kereslet hozzájárult a növekedés lendületéhez, különösen a régió nagyobb gazdaságaiban. Részben a sok gazdaságban alkalmazott monetáris politikai megszorítások miatt a legtöbb gazdaságban visszafogott maradt az inflációs nyomás. Kivételt képezett Kína, ahol az infláció az év során emelkedett. A régió szilárd makrogazdasági teljesítményét tükrözve, a helyi részvénypiacokon, nagy ingadozások közepette, az értékelések emelkedése folytatódott. A devizapiacok alakulása vegyesebbnek tűnt. Néhány feltörekvő ázsiai valuta – úgymint a thai baht vagy az indiai rúpia – effektív árfolyama az erőteljes tőkebeáramlások mellett jelentősen felértékelődött, míg a többi valuta lényegében stabil maradt, vagy effektív árfolyama leértékelődött.

A továbbiakban Kínát vizsgáljuk, amelynek gazdasága a tavalyi évben folytatta az erőteljes bővülést. A 2006. évi 11,1%-kal szemben a reál-GDP 2007-ben 11,4%-kal nőtt, mind a tartós belföldi kereslet, mind az erős nettó export következtében. Az inflációs nyomások élénkültek, és a CPI-infláció a januári 2,2%-ról decemberben 6,5%-ra nőtt, nagyrészt a magasabb élelmiszerárak miatt. A kínai jüan egész évben folytatta fokozatos felértékelődését az amerikai dollárral szemben, bár az effektív árfolyam mozgásai mérsékeltébbek voltak. Májusban a People's Bank of China közölte, hogy szélesíti a jüan amerikai dollárral szembeni napi kereskedési sávját a referencia-árfolyam +/-0,3%-áról +/-0,5%-ra. Tovább nőtt a kereskedelmi többlet, így 2007-ben a kumulált többlet 262 milliárd USD-re emelkedett, amely a GDP körülbelül 8%-ának felel meg, és csaknem 50%-kal haladja meg a teljes 2006. év többletét. Ezzel összefüggésben tovább nőttek a devizatartalékok, amelyek 2007 végén 1,5 billió USD-t tettek ki, megközelítve a GDP 50%-át.

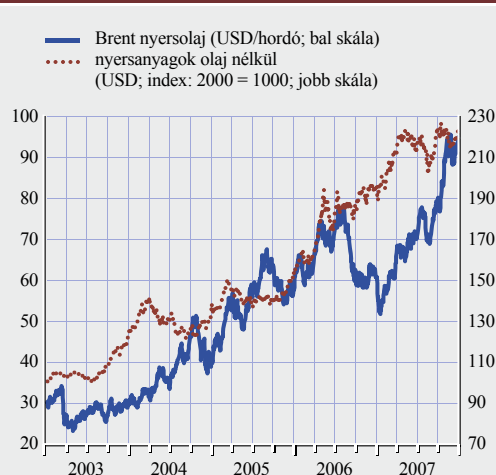
A gazdasági növekedés ugyancsak tartós maradt Latin-Amerikában, bár az egyes gazdaságok között mutatkozott némi heterogenitás az inflációban és a növekedési teljesítményekben. A megjavult makrogazdasági fundamentumok, a pénzügyi sebezhetőség további csökkenése,

a magas nyersanyagárak és az erős belföldi kereslet továbbra is támogatták a gazdasági kilátásokat. A globális pénzügyi piaci turbulencia közelmúltbeli időszakának következtében a külső pénzügyi feltételek romlottak, bár kevésbé, mint a piaci volatilitás korábbi eseteiben. Különösen a latin-amerikai országok adósságai hitelnemfizetési swapjainak (CDS) különbözeti növekedtek, de történelmi léptékkal még mindig alacsony szinteken maradtak. A régió vezető gazdaságait tekintve a konjunktúra üteme – tükrözve a kevésbé kedvező külső környezetet – mérsékelt volt Mexikóban, de robusztus Braziliában, miközben az infláció mindkét országban visszafogott maradt. Argentína továbbra is magas reál-GDP-növekedési rátákat ért el, és az infláció magas szinteken maradt.

A NYERSANYAGÁRAK ALAKULÁSA 2007-BEN

2007-ben az olajárak már a negyedik egymást követő évben emelkedtek. November végén a Brent nyersolaj ára a hordónkénti mintegy 95,6 USD-re nőtt. Az olajárak később volatilisak voltak, és az év végén hordónként 94,9 USD-n álltak, mintegy 17 dollárral meghaladva a 2006 augusztusában elért csúcsokat. Európában számolva az árak csak körülbelül 4 euróval voltak a 2006. augusztusi csúcs felett, és mintegy 40%-kal haladták meg a 2006. végi

4. ábra: Főbb gazdasági folyamatok a nyersanyagpiacokon



Forrás: Bloomberg és HWWA.

szintet. A teljes évet tekintve a Brent nyersolaj hordónkénti átlagára 71 USD volt, amely 9%-kal volt magasabb az előző év átlagánál.

Az olajpiacok egész évben szűkösek maradtak. Ami a kínálatot illeti, a Kőolajexportáló Országok Szervezete (OPEC) 2006 vége felé csökkentette termelési kvótáját és tényleges termelését, miközben az OPEC-en kívüli kínálat növekedése elmaradt a várakozásoktól, és így nem kompenzálta az OPEC alacsonyabb termelését. Ráadásul, a hurrikánszezonnak tulajdonítható fennakadások a termelésben átmenetileg csökkentették a kibocsátást. A globális keresletnövekedés viszonylag erőteljes maradt. Az OECD keresletének némi gyengülését az év vége felé kiegyenlítette az OECD-n kívüli kereslet robusztus növekedése. A legtöbb OECD-n kívüli országban – különösen Kínában – erős maradt a kereslet, ami robusztus gazdasági teljesítményt tükröz. Ráadásul sok országban ezek közül az olaj iránti keresletet az olajtermékek szubvenciói is támogatták. Mind az Egyesült Államokban, mind az OECD-országokban elmaradt a készletek felhalmozása az északi félteke fűtési szezonját megelőzően, egy olyan időszakban, amikor a készletek általában emelkednek. A már egyébként is szűk piaci feltételek időszakában az olajkészletek alacsony szintje aggodalmakat váltott ki amiatt, hogy esetleges jövőbeli (geopolitikai feszültségekkel és szélsőséges időjárással kapcsolatos) fennakadások esetén nem lesz biztonsági tartalék. Az év vége felé az árak egyre volatilisabbá váltak, annak eredményeként, hogy változott az Egyesült Államok és a világ gazdasága lassulásának piaci megítélése, és némi spekulatív tevékenység bontakozott ki. Ugyanakkor az árak magas szinteken maradtak, mivel a Nemzetközi Energiaügynökség megerősítette a 2008. évi globális olajkeresletnek az OECD-n kívüli kereslet erős növekedése miatti pozitív kilátásait, és utalt arra, hogy az elkövetkező évtizedben esetleg alacsonyabb lesz az olajfeltárás üteme.

Nemcsak az olaj, hanem más nyersanyagok árai is feltűnően emelkedtek 2007-ben. Az energián kívüli nyersanyagoknak a Hamburg Institute of International Economics által mért árai 2007

nagyobbik részében is élénkek maradtak, és némi volatilitás közepette október közepén érték el a csúcst. Az év első felében az energián kívüli nyersanyagárakat támogatták az ipari nyersanyagok árainak erőteljes emelkedései és a mezőgazdasági árak megugrásai, amelyek az erőteljes gazdasági növekedésnek, a rossz termékeknek és a mezőgazdasági nyersanyagoknak a bioüzemanyag-előállításban való fokozódó felhasználásának voltak tulajdoníthatók. Az év második felében folytatódott a mezőgazdasági és élelmiszerárak emelkedő trendje, ahol a fő hajtóerőt a robusztus kínai kereslet jelentette, miközben az ipari nyersanyagok (különösen a nemvas fémek) árai csökkentek, tükrözve az OECD-országok ipari termelésének lassulását. Aggregált alapon (amerikai dollárban számolva) az energiát nem tartalmazó nyersanyagok árai az előző évhez képest 2007-ben átlagosan körülbelül 19%-kal nőttek.

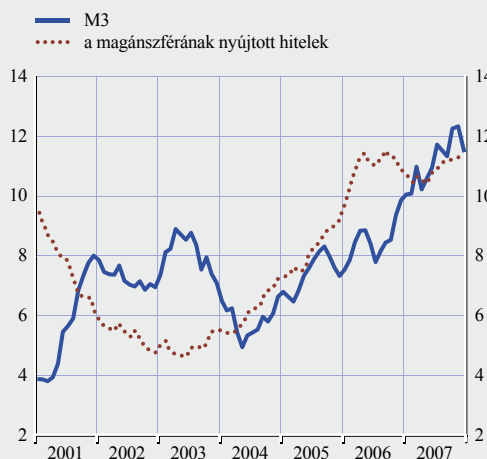
2.2 MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

A MONETÁRIS NÖVEKEDÉS ÜTEME ERŐTELJES MARADT

A 2004 közepe óta megfigyelt erősödést követően a 2007. évet ismét erőteljes monetáris és hitel növekedés jellemezte. Ez az erő tükröző-

5. ábra: M3 és a magánszférának nyújtott hitelek

(éves százalékos változások; szezonális és naptári hatásokkal kiigazítva)



Forrás: EKB.

dött mind a széles értelemben vett M3 monetáris aggregátum, mind a magánszektorban nyújtott hitelek továbbra is magas növekedési rátáiban (lásd 5. ábra), amelyek 2007. negyedik negyedévében 12,0%-ot illetve 11,1%-ot tettek ki.

A monetáris folyamatok széles körű elemzése azt mutatja, hogy az M3 2007. évi növekedése némileg lehet, hogy túlhangsúlyozza a monetáris bővülés alapvető ütemét, a viszonylag lapos hozamgörbe ösztönző hatása miatt, amely növelte a rövid lejáratú MPI-betétek vonzerejét a hosszabb lejáratú betétekhez és értékpapírokhoz képest. Következésképpen lehet, hogy az M3 erőteljes növekedését bizonyos mértékig a monetáris eszközök iránti spekulatív kereslet vezérelte. Ugyanakkor az EKB irányadó kamatlábainak 2005. decembere óta tartó emelkedései nyilvánvalóan továbbra is befolyásolták a pénz és a hitelek alakulását. E rövid lejáratú kamatlábak emelkedéseinek a monetáris dinamikára gyakorolt hatása látható maradt, például az M1, valamint a háztartási szektornak nyújtott hitelek éves növekedési ütemeinek mérséklődésében.

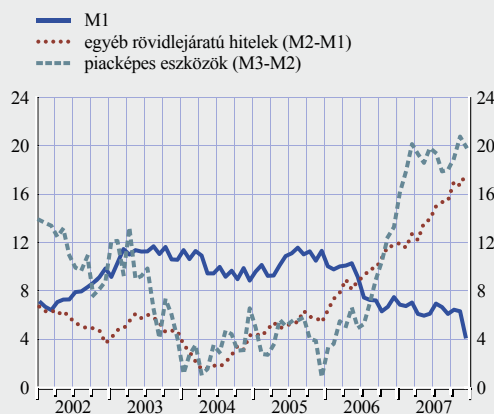
Eddig úgy tűnik, hogy a 2007. második felétől megfigyelt pénzügyi nyugtalanságnak korlátozott hatása volt a széles értelemben vett monetáris aggregátum dinamikájára. Ugyanakkor a nyugtalanság befolyásolta az M3 bizonyos összetevőit és ellenpárjait, különösen azokat, amelyek a pénzpiacon kialakuló feszültségekhez szorosan kötődnek, úgymint a pénzpiaci alapok befektetési jegyeinek és az MPI-k hitelviszonyt megtestesítő értékpapírjainak kibocsátása. Úgy tűnik viszont, hogy – legalábbis eddig – nem következett be egy általánosabb átrendeződés monetáris eszközökbe, amelyet esetleg a pénzügyi nyugtalansággal összefüggésben a nem pénzügyi magánszektorban a kockázatkerülés elterjedtebb növekedése váltana ki. Ezt az értékelést támasztja alá az M3 komponenseinek és ellenpárjainak alábbi részletes elemzése.

AZ M3 KOMPONENSEIT BEFOLYÁSOLTA A LAPOS HOZAMGÖRBE

A komponensek oldalát tekintve, az M1 éves növekedési üteme tovább mérséklődött, és 2007. végén 4,1%-ot tett ki, jóval elmaradva az

6. ábra: Az M3 fő összetevői

(éves százalékos változások; szezonális és naptári hatásokkal kiigazítva)



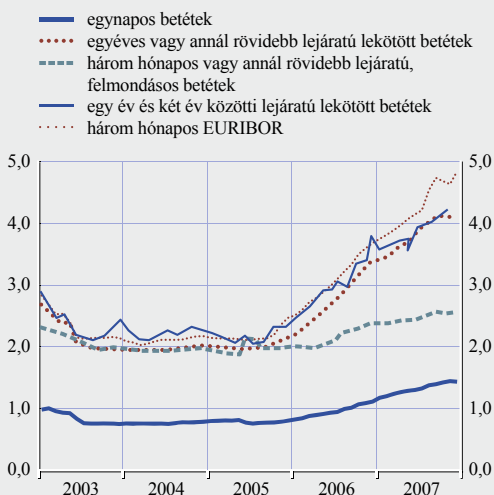
Forrás: EKB.

EKB irányadó kamatlábainak emelését megelőző 2003 és 2005. vége közötti időszakban megfigyelt kétszámjegyű növekedési rátától. Ez a mérséklődés látható az M1 mindkét komponensében, azaz az egynapos betétekben és a forgalomban levő készpénzben egyaránt. 2007-ben az M1 növekedését két, egymást kiegyenlítő erő befolyásolta. Egyrészt volt egy csillapító hatás, amely az M1 tartásának emelkedő alternatív költségéből eredt, összefüggésben a kamatlábak 2005. decembere óta tartó emeléseivel. Másrészt nagyobb volt az M1 iránti tranzakciós kereslet, tekintettel a gazdasági konjunktúra továbbra is meglévő erejére, valamint, potenciálisan, az M1 pufferként való tartásának szándékára az utóbbi idők pénzügyi nyugtalanságával összefüggésben.

Az egynapos betéteken kívüli rövid lejáratú betétek (M2-M1) éves növekedési ütemének 2004. közepe óta megfigyelt erősödése 2007-ben is folytatódott, és decemberben 17,8%-ot ért el (lásd 6. ábra). Ezen egyéb rövid lejáratú betéteknek az M3 éves növekedéséhez való hozzájárulása decemberben 6,6 százalékponton nőtt, és ezeknek a betéteknek köszönhető az erős átfogó monetáris bővülés és annak utóbbi időbeli dinamikájának nagyobb része. Ugyanakkor ez az erőteljes növekedés a különféle alkomponensek eltérő alakulásait takarja. A

7. ábra: MPI-kamatlábak rövid lejáratú betétekre és pénzüpi kamatláb

(százalék/év)



Forrás: EKB.

rövid lejáratú lekötött betétekbe (azaz a legfeljebb kétéves lejáratú betétekbe) való folytatódó erőteljes beáramlásokat (amelyeknek éves növekedési üteme a 2006. decemberi 27,2%-ról 2007 decemberében 41,4%-ra emelkedett) a legfeljebb három hónapos felmondásos betétek állományának folyamatos csökkenése kísérte. A 2006. végi alacsony növekedési szinteket követően e betétek az év folyamán decemberig 3,6%-kal csökkentek.

A rövid lejáratú lekötött betétek hozama lényegében követte a rövid lejáratú pénzüpi kamatlábak emelkedését (lásd 7. ábra). Így a rövid lejáratú takarékbetétek és az egynapos betétek hozama közötti különbség nagyobb lett, mivel e betétek hozama lassabban és mérsékeltebben nőtt, összhangban a historikus mintákkal. Ez támogatta az M1-ből és a takarékbetétekből a lekötött betétekbe történő átrendeződéseket. Ezenkívül, a viszonylag lapos hozamgörbe mellett a rövid lejáratú lekötött betétek vonzóak az M3-on kívüli kockázatosabb, hosszabb lejáratú eszközökhöz képest, mert az előbbieknél nagyobb likviditást és kisebb kockázatot ajánlanak a megtérülés szempontjából kisebb költség mel-

lett, támogatva így a hosszabb lejáratú eszközökből való átrendeződéseket is.

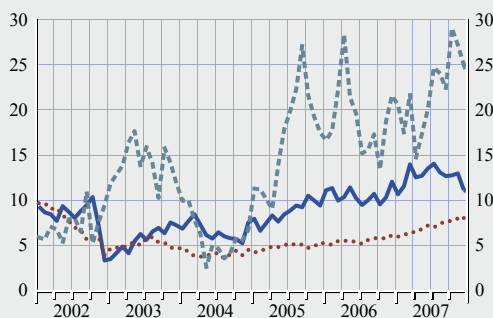
A 2006. évi jelentős erősödést követően a piacképes eszközök (M3-M2) éves növekedési üteme 2007 folyamán tovább emelkedett, és a 2006. decemberi 13,3% után decemberben 19,9%-ot tett ki. Ez nagyjában tükrözi az euroövezet viszonylag lapos hozamgörbéjének hatását, amely ösztönözte a rövidebb lejáratú monetáris eszközökbe való átrendeződést. Ennek eredményeként ezen eszközök hozzájárulása az M3 éves növekedési üteméhez viszonylag erős volt, és 2007 decemberében 2,7 százalékpontot tett ki.

Ez a jelentős hozzájárulás a pénzügyi nyugtalanság kezdete előtti és utáni eltérő folyamatokat takar, amelyek az alkomponensek alakulásának vizsgálatakor váltak láthatóvá. A pénzüpi alapok befektetési jegyeinek éves növekedési üteme például az év folyamán 2007 júliusáig folyamatosan erősödött. Néhány pénzüpi alap a strukturálthitel-piacon vállalt kockázatot, hogy fokozza a hozamot, és ezáltal túlteljesítse a mértékadó pénzüpi kamatlábat. A pénzügyi nyugtalansággal összefüggésben a pénzüpi alapok befektetési jegyei különösen jelentős nettó kiáramlásokat szenvedtek augusztusban és szeptemberben, majd decemberben újra, ami éves növekedési ütemük csökkenéséhez vezetett. Ezek a kiáramlások valószínűleg az ilyen alapokkal szembeni általános kockázatkerülést tükrözték, mert úgy tűnik, hogy a befektetők nem tudták megítélni az egyes alapok által vállalt kockázatok az eszközalapú értékpapíroknak való kitettség tekintetében egy olyan időszakban, amikor az ilyen eszközök ára volatilis és nehezen megbecsülhető volt. A pénzüpi alapok befektetési jegyei terén megfigyelt tőkekivonást tükrözték az MPI-k rövid lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírjaiba történő erős beáramlások. Augusztus és november között a pénztartó szektorok ilyen értékpapírokból képezett állománya a GMU harmadik szakaszának kezdete óta a legerősebb ütemben nőtt, finanszírozást biztosítva így az MPI-szektorok.

8. ábra: M3-betétek szektor szerint

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

- nem pénzügyi vállalatok
- háztartások
- egyéb pénzügyi közvetítők

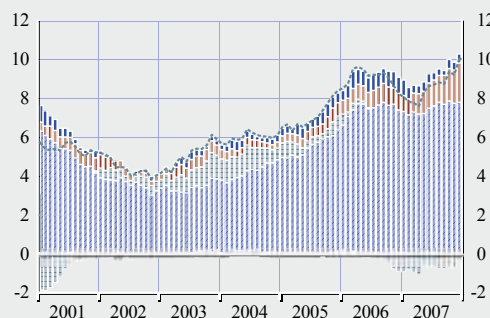


Forrás: EKB.
Megjegyzések: Az adatközlők körét az eurorendszeren és a központi kormányzaton kívüli MPI-k alkotják. Az M3-betétek közé tartoznak a rövid lejáratú betétek és a visszavásárlási megállapodások.

9. ábra: Az euroövezet rezidenseinek nyújtott hitelek

(éves százalékos változások; hozzájárulások százalékpontban)

- részvények és tulajdonjogot megtestesítő egyéb értékpapírok
- magánszektorbeli értékpapírok a részvények kivételével
- államháztartás értékpapírjai a részvények kivételével
- /// a magánszférának nyújtott hitelek
- /// az államháztartásnak nyújtott hitelek
- az euroövezeti rezidenseknek nyújtott hitelek



Forrás: EKB.
Megjegyzés: Az adatszolgáltató szektor az MPI-eket tartalmazza, kivéve az eurorendszert.

A HÁZTARTÁSOK PÉNZÁLLOMÁNYAI ERŐTELJESEN NŐTTEK

Az M3 komponenseinek legszélesebb aggregátumát, amelyekre vonatkozóan ágazati bontás rendelkezésre áll, a rövid lejáratú betétek plusz a visszavásárlási megállapodások alkotják (a továbbiakban: „M3-betétek”). Az M3-betétek teljes növekedéséhez leginkább hozzájáruló háztartási szektor aggregált M3-betéteinek éves növekedési rátája 2007 decemberében 8,1%-ot ért el (lásd 8. ábra). Így e növekedési ráta 2004 közepe óta megfigyelt emelkedő trendje folytatódott, amihez hozzájárult a jövedelem és a vagyon növekedése, valamint az M3-betétek emelkedő hozama. A háztartások M3-betéteinek robusztus növekedése így igazolja az alapul szolgáló monetáris növekedés erejét.

A 2004 vége óta megfigyelt erősödést folytatva, a nem pénzügyi vállalatok által tartott M3-betétek éves növekedési üteme 2007 első felében tovább emelkedett, mielőtt 2007 decemberében egyenletessé vált, és 11,1%-on állt. A vállalatok

likvid eszközök iránti 2007. évi jelentős kereslete összhangban volt az erős jövedelmezőséggel és a robusztus (folyó és várt) üzleti beruházásokkal. A biztosítótársaságokat és nyugdíjalapokat nem tartalmazó egyéb pénzügyi közvetítők (EPK-k) által tartott M3-betétek éves növekedési rátája 2007 decemberében 25,0% volt. Ez az erősödés bizonyos mértékig az elektronikus kereskedési platformokon keresztül elszámolt fedezettel biztosított bankközi hitelezés növekedését tükrözi, mivel a pénzügyi piaci nyugtalansággal összefüggésben a másik felekbe vetett bizalom elvesztése arra készítette a piaci szereplőket, hogy előnyben részesítsék a fedezettel biztosított bankközi hitelezést a fedezetlennel szemben. Ráadásul, ez az erősödés részben kapcsolatban van néhány befektetési alap szükségletével, hogy nagyobb készpénzpuffereket tartson fenn, valamint (2007 negyedik negyedévében) további betétállományokkal azzal összefüggésben, hogy több másik MPI egy nem monetáris pénzügyi közvetítőn keresztül felvásárolt egy euroövezetbeli MPI-t.

A MAGÁNSZEKTORNAK NYÚJTOTT HITELEK ÉLÉNKEN NÖTTEK

Miután mind 2004-ben, mind 2005-ben erősödött, az MPI-k euroövezetbeli rezidenseknek nyújtott hiteleinek éves növekedési üteme 2006-ban stabilizálódott. 2007-ben robusztus maradt, és a negyedik negyedévben 9,3%-ot tett ki (lásd 9. ábra). Az MPI-knek ez az erőteljes hitelnyújtási tevékenysége a magánszektorban nyújtott hitelek gyors bővülését tükrözte, mialatt az államháztartásnak nyújtott hiteleket megnyirbálták.

Pontosabban, az MPI-k némileg csökkentették az államháztartásnak nyújtott hitelek állományát, miközben nettó alapon viszonylag jelentős mennyiségű, az államháztartás által kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírt távolítottak el portfólióikból. Az államháztartás által kibocsátott értékpapírok állománya éves csökkenésének üteme 2007 negyedik negyedévében 5,0% volt. Néhány rövid kivételtől eltekintve ez a fejlemény volt megfigyelhető 2006 közepe óta, és jellemző azokra az időszakokra, amelyekben a rövid lejáratú kamatlábak és a finanszírozási költségek emelkednek.

A magánszektorban nyújtott MPI-hitelek éves növekedési üteme a 2004–2005-ös időszakban fokozatosan erősödött, mielőtt 2006-ban magas szinten stabilizálódott. 2007-ben robusztus maradt, és 11,5% körül ingadozott. A magánszektorban nyújtott hitelek 2007-ben is az MPI-k által nyújtott hitelek domináns formáját képezték, miközben nőtt a jelentősége az MPI-k részvényeken kívüli értékpapír-vásárlásainak.

Az MPI-k által a magánszektorban nyújtott hitelek éves növekedési rátája 2007 negyedik negyedévében 11,1%-ot tett ki, miután 2006 közepe óta e magas szint körül ingadozott, és az erős gazdasági konjunktúra, valamint a kedvező hitelfeltételek támogatták a hitelállomány növekedését. Ugyanakkor az emelkedő banki kamatlábak, tükrözve az EKB irányadó kamatlábainak 2005 decembere óta tartó emelkedéseit, mérsékeltek a magánszektor hitel iránti keresletét.

A magánszektorban nyújtott hitelezés ereje az egyes szektorok eltérő fejleményeit takarja.

Miközben 2007-ben a háztartásoknak nyújtott hitelek éves növekedési rátája – folytatva a 2006 eleje óta megfigyelt trendet – mérséklődött, a pénzügyi és nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedési ütemei emelkedtek.

A háztartásoknak nyújtott hitelek éves növekedési rátájának mérséklődését főként a lakásvásárlási hitelek éves növekedési ütemének esése vezérelte, amely tükrözte a lakásárak emelkedésének és a lakáspiaci konjunktúrának a számos euroövezetbeli gazdaságban megfigyelt lassulását, valamint azt, hogy a jelzálog-kamatlábak az utóbbi néhány negyedévben fokozatosan növekedtek az euroövezetben.

2007-ben emelkedett a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott MPI-hitelek éves növekedési rátája, és az előző három évtized mércéjével mérve igen magas szintet ért el. Az év első felében a hitelkeresletet támogatta az erős gazdasági növekedés, valamint a vállalatjegyesítési és -felvásárlási (M&A) tevékenység, további a kedvező hitelfeltételek. 2007 második felében, a pénzügyi nyugtalanság közepette, a magán nem pénzügyi szektorban nyújtott MPI-hitelek nagy mennyiségei felvetették a kérdést, hogy vajon a háztartásokhoz és a nem pénzügyi vállalatokhoz irányuló hiteláramlást torzította-e a bankok mérlegkezelése a nyugtalanság küszöbén. Az MPI-mérlegekből eltávolított hitelek volumenéről rendelkezésre álló információ arra utalt, hogy a bankok képesek voltak továbbra is eltávolítani hiteleket a mérlegeikből 2007 második felében, bár némileg kisebb arányban, ami azt sugallja, hogy az e szektorba áramló MPI-hiteleket a közölt adatok továbbra is alábecsülték.

Így úgy tűnt, hogy a 2007. évi nagy hitelmennyiségek a bankoktól a nem pénzügyi vállalatoknak és a háztartásoknak áramló finanszírozást tükrözik, nem pedig a pénz visszairányítását a pénzügyi közvetítőkhöz, amit a pénzügyi nyugtalanság váltott ki, amely valószínűleg az MPI-hitelek bővülésének kis részéért felelős. Így a bizonyíték nem támasztotta alá azt a nézetet, hogy 2007-ben a bankhitelkínálatot súlyosan befolyásolta volna a nyugtalanság. Ez a bizonyíték viszont megfelel a két legutóbbi – a

harmadik és a negyedik negyedévre vonatkozó – banki hitelezési felmérés által jelzett restriktívabb kínálati feltételeknek, rámutatva a vállalati szektor esetén alkalmazott hitelfeltételek jelentős szigorítására, különösen a nagyobb cégeknek nyújtott, hosszabb lejáratú hitelekkel szemben. Ugyanakkor a nem pénzügyi vállalatok továbbra is vehettek fel hiteleket jóváhagyott hitelkereteken keresztül, olyan feltételekkel, amelyekről a nyugtalanság előtt állapodtak meg.

2007-ben feltűnően erősödött az egyéb pénzügyi közvetítőknek (EPK) nyújtott hitelek éves növekedési üteme. Az év első felében az EPK-knak nyújtott MPI-hitelezést a jelek szerint főként befektetési alapok részéről jelentkező kereslet és valódi átruházási (true sale) értékpapírosítási tranzakciókhoz szükséges áthidaló finanszírozás iránti kereslet vezérelte. Az év második felében a hitelkereslet például egy MPI felvásárlását és befektetési alapok portfóliókezelését tükrözte, valamint azt a keresletet, amely hitelkereteknek továbbhitelezés céljára (conduit) és strukturált befektetési eszközökbe (SIV) való lehívásából eredő nyugtalansággal kapcsolatos, valamint azt, hogy az MPI-k egyre inkább az elektronikus kereskedési platformokon keresztül történő fedezettel biztosított hitelezést részesítették előnyben.

2007-ben az MPI-k úgy hiteleztek a magán-szektorban, hogy növelték a vállalati szektor által kibocsátott értékpapírjaik állományát, különösen hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok vásárlása révén, nem pedig részvények és más részesedések megszerzésén keresztül. A 2007-ben megvásárolt értékpapírok zöme hosszú lejáratú volt. Ezen értékpapírok állományának erőteljes növekedése, különösen a nyugtalanság kezdete előtt, a néhány euroövezetbeli országban zajló hitel-értékpapírosítási tevékenységet és az euroövezet fokozódó pénzügyi integrációját tükrözte, amikor is az euroövezetbeli országokban levő MPI-k más euroövezetbeli országokban levő jelzáloghiteleket értékpapírosító eszközöket vásárolnak, azon jelzálogpiacokon való közvetlen befektetés helyettesítéseként. Ráadásul, 2007 végén az MPI-k számottevő állományokat vásároltak hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokból

egy MPI felvásárlásával kapcsolatban, amit az EPK-szektorhoz tartozó finanszírozási formával valósítottak meg. Ugyanakkor a pénzügyi nyugtalansággal összefüggésben, lehet, hogy az MPI-k vásároltak olyan eszközöket, amelyek korábban értékpapírosított hitelekhez kapcsolódtak, és így hitelportfólióik egy részét visszairányították a pénzügyi közvetítőkhez.

Az M3 egyéb ellenpárjai közül a pénztartó szektorok által tartott hosszabb lejáratú MPI pénzügyi kötelezettségek (a tőke és a tartalékok kivételével) éves növekedési üteme 2007 decemberére 7,8%-ra mérséklődött, miután 2006 decemberének végén 9,7%-ot tett ki. Ugyanakkor ezek az adatok elrejtik azt a tényét, hogy e növekedési ütem 2007 közepéig erősödött, mielőtt fokozatosan mérséklődött volna; ez általában megfigyelhető mind a hosszabb lejáratú betétek, mind hitelviszonyt megtestesítő MPI-értékpapírok esetén. Ez összhangban van a pénztartó szektor preferenciáinak változásával (nevezetesen a rövidebb lejáratok fokozott előnyben részesítésével), és lehet, hogy bizonyos mértékig az értékpapírosítási tevékenység ütemének mérséklődését jelzi, ami gyakran a hosszú lejáratú betétek képzésével függ össze.

2007-ben az MPI-szektor nettó külföldieszköz-pozícióját volatilis fejlemények jellemezték. 2007 első negyedéve tekintélyes tőkebeáramlásának eredményeként az MPI-szektor nettó külföldieszköz-pozíciója márciusban rekordnagyságot, 340 milliárd eurót ért el, mivel a pénzügyi piacok szereplői kedvező befektetési lehetőségeket láttak az euroövezetben az alacsony volatilitással és a bőséges pénzügyi piaci likviditással összefüggésben. Ezután a nettó éves beáramlás az év hátralevő részében mérséklődött, és decemberben 17 milliárd eurót ért el, ahogy a befektetési pozíciók megszűntek nyereségesek lenni, és így részben lezártak voltak. (Az MPI-szektor nettó külföldieszköz-pozíciója alakulásának részletes elemzését lásd az 1. keretes írásban.) A fizetési mérleg monetáris bemutatásából kiderül, hogy az MPI-k nettó külföldieszköz-pozíciójának éves beáramlásai főként a nem rezidens befektetők euroövezeti hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokba történő befektetéseit tükrözik.

AZ MPI-K NETTÓ KÜLFÖLDI ESZKÖZEI ÉS AZOK HATÁSA A MONETÁRIS FOLYAMATOKRA

Az MPI-szektor nettó külföldieszköz-pozíciója az euroövezeti pénztartó szektor és a tranzakciókban résztvevő másik, euroövezeten kívüli felek közötti, rezidens MPI-ken keresztül bonyolított nettó tranzakciókat méri. A nettó külföldieszköz-pozíció a széles értelemben vett M3 monetáris aggregátum ellenpárjainak egyike, és időnként fontos szerepet játszik az euroövezet monetáris folyamatainak alakulásában. A 2006. év nagyobbik részével ellentétben, 2007-ben erős mozgásokat figyeltek meg a nettó külföldieszköz-pozíció éves áramlásában. 2006 végén és 2007 elején erőteljes felhalmozódás következett be, amely az év második felében lezárult. Miközben ezeket a mozgásokat tükrözte az M3-ba történő éves áramlások 2006 októbere és 2007 áprilisa közötti alakulása, a 2007 májusa és 2007 októbere közötti időszakban már nem ez volt a helyzet [lásd A) ábra]. A jelen keretes írás az MPI-k nettó külföldi eszközeinek alakulását tekinti át, és a lehetséges magyarázatokat kutatja.

Néhány fogalmi kérdés

Az, hogy az MPI-k külföldieszköz-pozíciójának alakulása hatással van-e az M3-ra, attól függ, hogy az euroövezet pénztartó szektorai, úgymint a háztartások vagy a nem pénzügyi vállalatok, hogyan finanszírozzák a külfölddel folytatott tranzakcióikat.¹ Gondoljunk például egy olyan helyzetre, amikor egy euroövezetbeli háztartás egy Egyesült Államokban rezidens jogi személytől vásárol egy kötvényt. Amennyiben ezt a tranzakciót egy MPI-nél vezetett számla felhasználásával folytatják le, ez azzal jár, hogy az MPI-szektor nettó külföldi eszközei csökkennek, mivel a tranzakcióért felelős euroövezetbeli hitelintézet vagy csökkenti az Egyesült Államokban levő levelezőbankjával szembeni követeléseit, vagy betétet adományoz az egyesült államokbeli levelező banknak. Ugyanakkor az M3-ra gyakorolt hatás bizonytalan. Egyrészt, amennyiben a vásárlást azon egynapos betétek felhasználásával finanszírozzák, amelyeket a háztartás a hitelintézeténél tart, az M3-at mérséklő hatás következik be, mivel az M1 komponens csökken. Másrészt, ha a tranzakciót egy olyan hitelből finanszírozzák, amelyet a bank nyújt a háztartásnak, ez nem lesz hatással az M3-ra, de megváltozik az M3 ellenpárjainak összetétele.²

A) ábra: MPI-k nettó külföldi eszközei és az M3

(éves áramlás milliárd euróban)



Forrás: EKB.

1 A monetáris folyamatok elemzésekor nem szabad megfeledkezni arról, hogy csak az euroövezetbeli pénztartók, valamint a bankok és nem euroövezeti rezidensek közötti tranzakcióknak van közvetlen hatása a pénzállományra. Egy euroövezetbeli nem MPI-k közötti tranzakció egyszerűen csak a pénztartó szektoron belül jelent pénzforgalmat, és nincs hatással az euroövezet teljes pénzállományára. Ez a helyzet, amikor a magántranzakciókat részvényszerével finanszírozzák.

2 Hangsúlyozni kell, hogy néhány tranzakció, amely hatással van az MPI-k nettó külföldi eszközeire, semmilyen hatással nincs a pénzre vagy a hitelezésre. Például az a hitelintézet, amely euroövezeti államkötvényt ad el egy nem rezidensnek, befolyásolja az MPI-k nettó külföldi eszközeit (felfelé) és az államháztartásnak nyújtott hiteleket (lefelé), anélkül, hogy bármilyen hatással lenne az M3-ra.

Fordítva, amennyiben egy külföldi vásárol értékpapírt az euroövezeti pénztartó szektor valamely jogi személyétől, és ezt a vásárlást úgy számolja el, hogy pénzt utal át egy euroövezetbeli MPI-nél vezetett bankszámlájáról az euroövezetbeli személy bankszámlájára, az M3 növekszik az euroövezetbeli MPI-szektor nettó külföldi eszközeinek növekedésével kapcsolatban.

Az MPI-k nettó külföldieszköz-pozíciója alapvető alakulása tényezőinek vizsgálatában fontos eszköz a „fizetési mérleg monetáris bemutatása”. Ez a keret kapcsolatot biztosít a fizetésimérleg-statisztikák és az MPI-mérlegstatisztikák között, és lehetővé teszi annak meghatározását, hogy a nettó külföldieszköz-pozíció alakulása mögötti tőkeáramlások az euroövezeti pénztartó szektoroktól vagy nem-rezidensektől erednek-e, továbbá, hogy az áru- és szolgáltatás-cserét vagy a közvetlentőke- és portfólióbefektetéseket tükrözik-e.

Magyarázat az MPI-k nettó külföldi eszközeinek 2006 vége óta tartó alakulására

A „fizetési mérleg monetáris bemutatása” azt sugallja, hogy az MPI-k nettó külföldieszköz-pozíciója felfelé irányuló mozgásának fő forrását 2006 vége és 2007 tavasza között az euroövezeti eszközökbe – különösen hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokba, de részvényekbe is – történő portfólióbefektetések képezték [lásd B) ábra].³

Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok

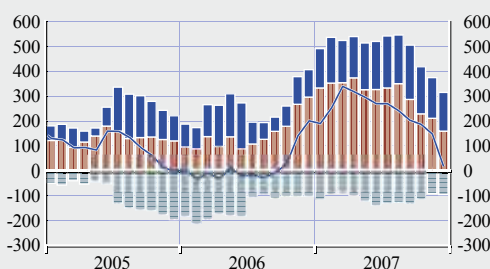
A tőkeáramlások eredetének vizsgálata arra utal, hogy az MPI-k nettó külföldi eszközei éves áramlásának emelkedése inkább főként abból eredt, hogy külföldiek erőteljesebben fektettek be az euroövezetben, mint abból, hogy euroövezeti rezidensek külföldről repatriáltak pénzeket. A külföldi befektetők euroövezeti hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokba történő portfólióbefektetései 2006 közepétől kezdődően jelentősek voltak; az éves beáramlások 2007 áprilisában új rekordot értek el, és 2007 harmadik negyedévéig magas szinteken maradtak

3 Az euroövezet fizetési mérlegének monetáris bemutatásával kapcsolatban további információ az EKB Havi jelentése 2003. júniusi számának „Az euroövezet fizetési mérlegének monetáris bemutatása” (Monetary presentation of the euro area balance of payments) című keretes írásában található.

B) ábra: A pénztartó szektor tőkeáramlásainak összetétele és az MPI-k nettó külföldi eszközpozíciója

(éves áramlás milliárd euróban)

- nettó portfólióbefektetés részvényekbe
- nettó portfólióbefektetés adósságinstrumentumokba
- nettó közvetlen befektetés
- MPI nettó külföldi eszközpozíció

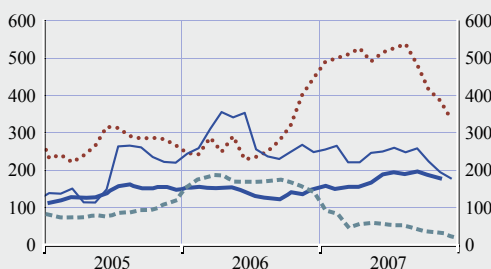


Forrás: EKB.

C) ábra: A portfólióbefektetések összetétele

(éves áramlás milliárd euróban)

- portfólióbefektetés hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokba külföldön
- portfólióbefektetés hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokba az euroövezetben
- portfólióbefektetés részvényekbe külföldön
- portfólióbefektetés részvényekbe az euroövezetben



Forrás: EKB.

[lásd C) ábra]. Ez a külföldi pénzügyi piaci szereplők számára kedvező euroövezeti befektetési környezetet tükrözhet, amelyet a pénzügyi piacok alacsony volatilitása és bőséges likviditása jelleméz. A nem rezidensek euroövezeti, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok iránti erős keresletét – az euroövezeti államháztartás csökkentett nettó kibocsátásával összefüggésben – jelentős mértékben kiegyenlítették az MPI-k állampapír-eladásai.

Az év második felében, a pénzügyi nyugtalansággal és a kockázat-átárazással összefüggésben lehet, hogy bizonyos befektetési pozíciók már nem voltak vonzóak. Ezenkívül lehet, hogy a nem euroövezetbeli befektetőknek likviditásra volt szükségük más műveletekhez, és emiatt esetleg nem növelték befektetésüket az euroövezetben. Ugyanakkor a kedvező külföldi befektetési lehetőségek vonzották az euroövezetbeli rezidensek befektetéseit. Ez látható volt az euroövezetbeli befektetők által külföldi, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokban vállalt portfólióbefektetések éves áramlásának fokozatos növekedésében. Az ilyen befektetések egyre vonzóbbá válhattak az euro árfolyamának erősödésével összefüggésben. Miközben a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokba történő külföldi befektetések az euroövezetben 2007 augusztusáig lényegében változatlanok maradtak, majd erősen csökkentek, továbbá az euroövezeti rezidensek külföldi befektetései nagyjából stabilak maradtak, az év második felében mérséklődött az MPI-k nettó külföldieszköz-pozíciójába történő éves beáramlás.

Részvények és közvetlen külföldi befektetések

Ami a részvényekbe történő portfólióbefektetéseket illeti, miközben az euroövezetbeli nem MPI-k külföldi befektetései folyamatosan hanyatlottak, a külföldiek euroövezeti befektetései – az év vége felé bekövetkezett enyhe visszaesés ellenére – viszonylag stabilak maradtak, bár sokkal mérsékeltbb szinten, mint a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokba történő befektetések. A 2006 végére illetve 2007 elejére vonatkozó minőségi információ azt jelezte, hogy a globális befektetők kedvezően tekintettek az euroövezeti részvény piacokra, és a befektetők várakozásai az euroövezet vállalati nyereségeire vonatkozóan pozitívak voltak. 2007 közepéig a részvényekbe irányuló nettó portfólióbefektetések az MPI-k nettó külföldieszköz-pozíciójába történő erősebb éves beáramlásokat mutattak, amit ellensúlyozott a nettó közvetlen befektetések mérséklő hatása. Ugyanakkor ez a folyamat 2007 negyedik negyedévében némiképp megfordult, amikor a részvényekbe történő nettó portfólióbefektetések éves

áramlásai valamelyest csökkentek, de a közvetlen befektetések lecsökkent nettó kiáramlásai ezt ellensúlyozták.

D) ábra: A bruttó külföldi követelések és tartozások változásai

(éves áramlás milliárd euróban)



Forrás: EKB.

Az MPI-k nettó külföldi eszközeinek 2006 vége óta megfigyelt markáns mozgásain túlmenően ugyanilyen markáns folyamatok zajlottak az euroövezeti MPI-szektor bruttó külföldi követeléseiben (és adósságaiban). Ez változást jelent a korábban megfigyelt viszonylag fokozatos erősödéshez képest [lásd D) ábra]. 2007-ben e bruttó pozíciók egyidejű bővülése főként a külföldnek nyújtott MPI-hitelek gyors növekedéséből eredt, ami azzal járt, hogy az euroövezetbeli MPI-knek betéti tartozása keletkezett nem euroövezeti rezidensekkel szemben.

A bruttó külföldi követelések és adósságok ilyen egyidejű bővülése lehet egy erősebb pénzügyi integráció tükröződése. Ennek egyik következménye az lehet, hogy az MPI-szektoron belüli tranzakciókat – amikor például az egyik euroövezetbeli ország monetáris pénzügyi intézményei finanszírozzák egy másik euroövezetbeli országban az MPI-k hitelezését – növekvő mértékben csatornázzák egy euroövezeten kívüli pénzügyi központon keresztül. Egy másik lehetőség, hogy rezidens hitelintézetek, például pénzügyi alapok, kizárólag nem euroövezetbeli anyavállalataik nevében működnek. Ha ezek az intézmények csak külföldről kapják pénzeszközeiket, és azokat csak az anyavállalat hazai piacán fektetik be, akkor teljes üzletük csak az euroövezeti MPI-szektor konszolidált mérlegének külföldi eszközeiben és forrásaiban jelenik meg.

A bruttó külső pozíciók erőteljes bővülésének nincs közvetlen kihatása a nettó külső pozícióra. Ugyanakkor ez a helyzet oda vezethet, hogy nagy likviditásösszegek gyorsan átrendeződnek, ami jelentős rövid távú változásokat eredményez a pénzáramlások nagyságában és irányában az MPI-k nettó külföldieszköz-pozíciójában. Ez viszont növeli a belföldi monetáris folyamatok külső erőknél való kitettségét.

Következtetések

Az euroövezeti MPI-szektor nettó külföldieszköz-pozíciója 2006 vége óta erős mozgásokat mutat; 2007 márciusában éves nettó beáramlások voltak, amelyek meghaladták a 2001 és 2003 közötti portfólióátrendeződések időszakában megfigyelteket. 2007 tavaszáig a nettó külföldieszköz-pozíció alakulásának látható hatása volt az M3 növekedésének alakulására, legalábbis számviteli szempontból. Az euroövezeti pénztartó szektor és a külföld közötti tranzakciók valószínűleg növekednek a pénzügyi piacok egész világra kiterjedő integrációjának megfelelően. Tekintettel az ilyen tranzakciók többszörös hajtóerejére és kezdeményezőire, a nettó külföldi eszközök alakulásának részletes értékelése az EKB monetáris elemzésével összefüggésben fontos kihívás lesz.

PÉNZPIACI FESZÜLTSEGEK ALAKULTAK KI A PÉNZÜGYI PIACI NYUGTALANSÁGGAL ÖSSZEFÜGGÉSBEN

2007-ben a teljes lejáratú spektrumban nőttek a pénzügyi kamatlábak. Az év első felében ez összhangban volt az EKB irányadó kamatlábainak emelésével. Az év második felében, a pénz- és pénzügyi piacok turbulenciáját követően további jelentős emelkedések voltak megfigyelhetők a fedezetlen pénzügyi kamatlábak terén. A fedezetlen és biztosítékkal fedezett pénzügyi kamatlábak közötti különbség a nagyon rövid lejáratú kivételével valamennyi lejárat esetén növekedett. Csökkenéseik ellenére ezek a különbségek 2008 elején is magas szinteken maradtak.

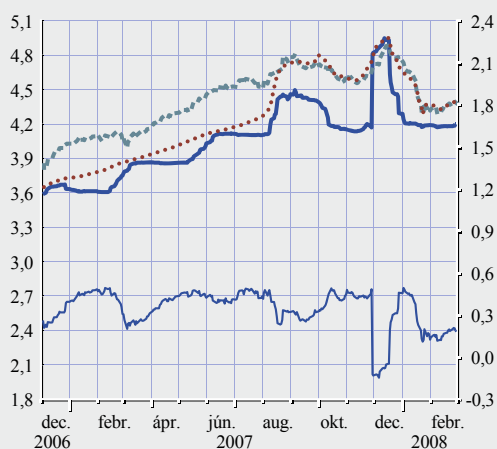
A Kormányzótanács 2007 márciusában és júniusában egyaránt 25 bázisponttal emelte az EKB irányadó kamatlábait, így az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlába, az irányadó

refinanszírozási műveletek minimális ajánlati kamatlába és a betéti rendelkezésre állás kamatlába 5%-ot, 4%-ot illetve 3%-ot ért el (lásd 1. ábra). 2007 hátralevő részében és 2008 elején az EKB irányadó kamatlábai nem változtak. A fedezetlen pénzügyi kamatlábak, miután az év első felében – az EKB irányadó kamatlábainak várt további emelkedésével összhangban – folyamatosan emelkedtek, augusztus 9-étől kezdődően erősen növekedtek. Ez a pénz- és pénzügyi piacok azon aggodalmából adódó feszültségeire vezethető vissza, hogy a bankok kitétek magukat az egyesült államokbeli másodlagos jelzálogokból és a komplex származékos értékpapírokból eredő veszteségek kockázatának (lásd 10. ábra). E kamatlábak december közepén csúcsszinteket értek el, amikor a bankközi piacon az alapvető feszültségeket súlyosbították az év végével kapcsolatos bizonytalanságok. 2008.

10. ábra: Pénzpiaci kamatlábak

(százalék/év; napi adatok)

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

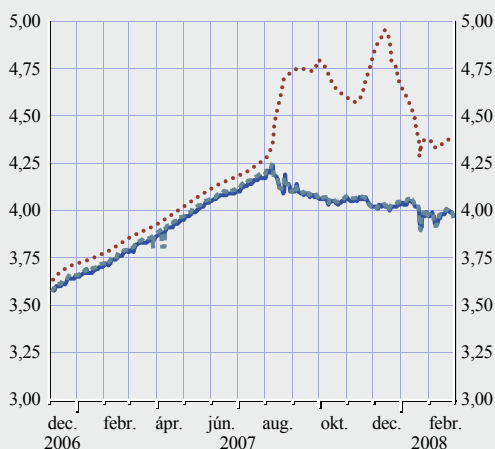


Forrás: EKB és Reuters.

11. ábra: Három hónapos EUREPO, EURIBOR és egynapos kamatswap

(éves adat százalékban; napi adat)

- három hónapos EUREPO
- három hónapos EURIBOR
- - - háromhavi egynapos kamatswap



Forrás: EKB és Reuters.

február 29-én az egy-, három- és tizenkét hónapos EURIBOR kamatlábak 4,20%-ot, 4,38%-ot, illetve 4,38%-ot tettek ki, azaz 57, 66, illetve 35 bázisponttal haladták meg a 2007. január 2-án megfigyelt szinteket. Ezzel szemben a fedezett bankközi kamatlábak augusztus elejétől kezdődően fokozatosan estek, ami az EKB irányadó kamatainak alakulására vonatkozó piaci várakozások lefelé módosítását tükrözte.

A fedezetlen pénzügyi kamatlábak terén tapasztalt jelentős emelkedések következtében a fedezett és fedezetlen pénzügyi kamatlábak közötti megfelelő különbsétek lényegesen megnöttek, különösen az egyhónapos és hosszabb lejáratok esetén (lásd 11. ábra). Ezek a különbsétek az év utolsó hónapjaiban is magas szinteken maradtak; a három hónapos EURIBOR és a három hónapos EUREPO közötti különbség (a magánszektor visszavásárlási megállapodásainak indexe) december 17-én 93 bázispontos rekordot ért el, az év vége felé megfigyelt rendkívüli feszültségek következtében. Jóllehet ez a különbség később csökkent, és 2008. február 29-én 43 bázis-

pontot ért el, magas maradt a 2007 első felének 7 bázispont körüli átlagos szintjéhez képest.

A tizenkét hónapos és az egyhónapos EURIBOR kamatlábak közötti különbséttel mért pénzügyi hozamgörbe lejtése 2007 folyamán némi volatilitást mutatott, és a különbség -15 és 50 bázispont között ingadozott. 2008. február 29-én ez a különbség 18 bázisponton állt, szemben a 2007. január 2-ai 40 bázisponttal (lásd 10. ábra). Ugyanakkor a pénzügyi hozamgörbe meredekségét némi óvatossággal kell értelmezni, mivel történelmi léptékkal mérve a fedezett EURIBOR kamatlábak és a fedezett kamatlábak (úgy mint EUREPO kamatlábak) közötti különbsétek az év második felében kivételesen markánsak voltak a nagyon rövid lejáratokon túl, a 2007 augusztusa óta tartó pénzügyi turbulencia eredményeként.

A 2008-ra vonatkozó három hónapos EURIBOR határidős kamatok által implikált kamatlábak 2007 folyamán nőttek. Mindazonáltal ezt is óvatosan kell értelmezni, tekintettel az EURIBOR kamatlábaknak a pénzügyi-

aci feszültségekkel összefüggésben tapasztalt hirtelen emelkedéseire, amelyek valószínűleg elhomályosítják e kamatlábak szokásos információtartalmát a kamatlábra vonatkozó várakozásokat illetően. 2008. február 29-én a 2008 márciusában, júniusában, illetve szeptemberében lejáró három hónapos határidős ügyletek által implikált kamatlábak 4,36%-on, 4,05%-on, illetve 3,71%-on álltak, vagyis 33 és 6 bázisponttal magasabban, illetve 27

bázisponttal alacsonyabban, mint 2007. január 2-án.

2007 első felében a három hónapos EURIBOR határidős kamatok opcióiból számított implikált volatilitás csökkent. Ugyanakkor később, augusztustól kezdődően, a pénz- és pénzügyi piacok feszültségei következtében, az implikált volatilitások jelentősen növekedtek (lásd 2. keretes írás).

2. keretes írás

A PÉNZPIACI KAMATLÁBAK VOLATILITÁSA 2007-BEN

A 2007. évi pénzügyi folyamatok értékelésekor nemcsak a kamatlábak szintjét fontos elemezni (amint az a főszövegben le van írva), hanem volatilitásukat is. E tekintetben két kérdés különösen releváns: i) a monetáris politikai döntések pénzügyi piacokra gyakorolt hatásának értékelése; valamint ii) annak elemzése, mennyire működik jól a piac, különösen, ami a monetáris politika jelzéseinek továbbítását illeti a kamatláb-lejárati spektrum rövid végétől a hosszú végéig.

Az első kérdést illetően, a központi bankok annak biztosítására törekednek, hogy monetáris politikai lépéseik és kommunikációjuk önmagukban ne tápláljanak felesleges bizonytalanságot (pl. azzal, hogy növelik a gazdaságban a „zajt”), ami jellemzően a pénzügyi piacok magasabb volatilitásában nyilvánulna meg.

Ami a második kérdést illeti, a volatilitás elemzése betekintést nyújt a pénzügyi piacok mikrostruktúrájába, valamint abba, hogy azok milyen hatékonysággal működnek.¹ Például a kamatlábak adott lejáratok melletti volatilitásának összehasonlítása a teljes lejárati spektrum volatilitásának átlagos szintjével lehetővé teszi a központi bank számára, hogy a tipikustól eltérő mozgásokat észleljen a pénzügyi piac néhány szegmensében, amelyek viszont a piac szerkezetének tökéletlenségeivel lehetnek kapcsolatban, és gátolhatják a monetáris politika impulzusának hatékony átvitelét.

A fentieket figyelembe véve, a pénzügyi kamatlábak 2007 során tapasztalt volatilitásának elemzése segíthet a 2007 augusztusától megfigyelt pénzügyi nyugtalanság hatásának megvilágításában. A jelen keretes írás a bankközi piacnak a nyugtalanság által leginkább érintett, fedezetlen szegmensének alakulására összpontosít (vagyis a biztosíték nélkül lefolytatott tranzakciókra). Tekintetbe veszi a napi kamatlábból, az egy-, három-, hat- és tizenkét hónapos lejáratú bankközi betéti kamatlábakból, valamint a három hónapos EURIBOR-ból (amelyre vonatkozóan különféle derivatívászerződések léteznek) származtatott volatilitási mutatókat.²

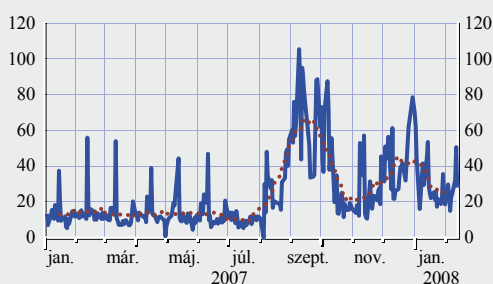
1 Így az egyik kérdés az, hogyan mérjük a kamatlábak és a pénzügyi hozamok volatilitását. Ezt tárgyalja az EKB Havi jelentésének 2008. februári számában közölt cikk, amelynek címe: „Az euro pénzügyi piac elemzése monetáris politikai szempontból” (The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective).

2 A volatilitásnak a jelen keretes írásban áttekintett két mutatóját, azaz a realizált historikus volatilitást és az implikált volatilitást az 1. lábjegyzetben hivatkozott cikknek „A volatilitás mérése a pénzügyi piacon” (Measuring volatility in the money market) című keretes írása ismerteti részletesen.

A) ábra: Az egynapos kamatláb napi realizált volatilitása

(bázispont)

- az egynapos kamatláb napi realizált volatilitása
- 21 időszak közepre igazított mozgóátlag

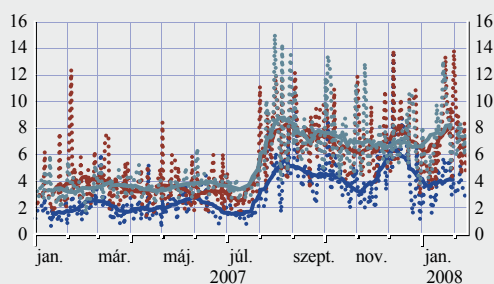


Forrás: Reuters és az EKB számításai.

B) ábra: Hosszú lejáratú betétek kamatlábának napi realizált volatilitása

(bázispont)

- egyhónapos betéti kamatláb
- három hónapos betéti kamatláb
- tizenkét hónapos betéti kamatláb
- 21 napos közepre igazított mozgóátlag (egy hónap)
- 21 napos közepre igazított mozgóátlag (három hónap)
- 21 napos közepre igazított mozgóátlag (tizenkét hónap)



Forrás: Reuters és az EKB becslései.

A pénzügyi kamatlábak volatilitásának alakulása 2007-ben

Az A) ábra a napi kamatlábak historikus realizált volatilitásának alakulását mutatja 2007-ben. Január és július közepe között a realizált volatilitás viszonylag alacsony volt, közel az utóbbi években megfigyelt szintekhez. A volatilitás meghatározott időszakokra – nevezetesen az utolsó irányadó refinanszírozási művelet és a tartalékolási időszak utolsó napja közötti napokra – korlátozott periodikus emelkedések szokásos sémáját mutatta.

A július vége felé a legtöbb pénzügyi piacon megfigyelt megnövekedett volatilitást követően augusztus elején fokozódó feszültséget figyeltek meg a pénzügyi piacon a növekvő bizonytalanság miatt, amely a bankoknak az Egyesült Államok másodrendű jelzálogpiacán és az azokhoz kötődő eszközökbe történt befektetéseiből eredő potenciálisan nagy veszteségekkel volt kapcsolatos. Ez a napi likviditás iránti nagyobb keresletet és a volatilitás szintjének hirtelen emelkedését eredményezte. A volatilitás októberig magas szinteken maradt, amikor is némileg stabilizálódott a helyzet, részben az EKB által folytatott, a pénzügyi feszültséget kezelni hivatott likviditási politika hatékonysága miatt. November közepét követően azonban megújult feszültségeket figyeltek meg. Különösen az év vége felé a napi kamatlábat ismét szokatlanul magas volatilitási szintek jellemezték, egy esetleges év végi likviditáshiánnyal kapcsolatban a piacon elterjedt aggodalmak közepette.

A hosszabb lejáratú kamatlábak – nevezetesen az egy-, három- vagy tizenkét hónapos lejáratú betéti kamatlábak – vizsgálatakor a kialakuló profil lényegében hasonló [lásd B) ábra]. Ugyanakkor néhány jelentős különbség alakul ki, és különösen a hosszabb lejáratú kamatlábak hajlamosak élesebben reagálni az augusztusi nyugtalanságra.

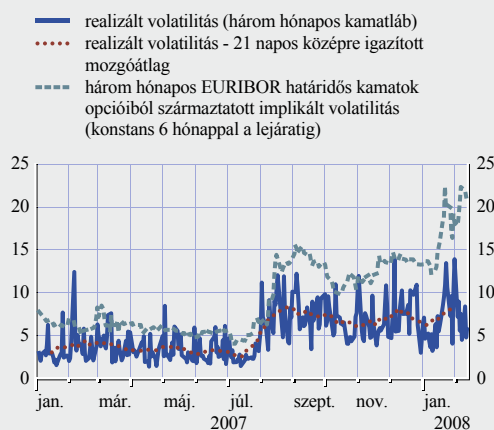
Mi magyarázta a 2007 augusztusában megnövekedett volatilitást?

Június vége és augusztus eleje között világossá vált, hogy számos európai pénzügyi intézmény szenvedett jelentős veszteségeket az Egyesült Államok másodrendű jelzálogpiacán folytatott tevé-

kenységei miatt. Az Egyesült Államok másodrendű jelzalogainak nem fizetésével kapcsolatos aggodalmak intenzívebbé válásával csökkent a hitelközvetítők (*conduits*) képessége, hogy refinanszírozzák önmagukat, és nőtt azon bankok likviditás iránti kereslete, amelyeknek hitelt kellett nyújtaniuk e közvetítők számára. E jelenségeket még tovább súlyosította e pénzügyi termékek értékelésének nehézsége. A felek közötti bizalomvesztéssel párosuló megnövekedett likviditási igény a bankok jelentős részénél azt a tendenciát eredményezte, hogy likviditást halmoztak fel, aminek következtében a teljes piaci likviditás jelentősen csökkent. A pénzpiacon a kamatlábak lényegesen emelkedtek, nem kevésbé az egynapos szegmensben, ahol a kamatláb napközbeni alapon a minimális ajánlati kamatlábat majdnem 70 bázisponttal meghaladó szinteket ért el.

C) ábra: A három hónapos pénzügyi kamatlábak realizált volatilitása és implikált volatilitása

(bázispont)



Forrás: Reuters és az EKB becslései.

Augusztus 9-én, tekintettel az egynapos piacon mutatkozó erős likviditási igényre – amely a nagyon rövid lejáratú piaci kamatlábak lényeges növekedését is okozta –, az eurorendszer arra a napra jelentős összegű likviditást injektált a piacba egy huszonnégy órán belüli (O/N) refinanszírozási műveleten keresztül. A pénzügyi feszültség megmaradásával a fedezetlen

pénzügyi piac (vagyis bankok közötti olyan hitelek, amelyeket nem fedeznek biztosítékok cseréjével) hosszabb lejáratú szegmenseiben kamatláb-emelkedéseket lehetett megfigyelni, amelyek következtében a fedezettel biztosított szegmensekhez képest a szpredek a történelmi átlag ötszörösét is elérték. A bankok közötti jobb likviditáselosztás érdekében az EKB az év második felében különböző formájú likviditásnújtó műveleteket hajtott végre. Ezek az intézkedések – egy aktív kommunikációs politikával együtt – hozzájárultak a piac zökkenőmentesebb működéséhez (legalábbis rövid távon), és segítettek megnyugtatni a bankokat, hogy likviditási szükségleteik ki lesznek elégítve. Ennek eredményeként a volatilitás szintje némileg csökkent a fedezett piacon a különböző lejáratok tekintetében.

A realizált és az implikált volatilitás alakulásának összehasonlítása

Az implikált volatilitást³ előre tekintő várakozásokon alapuló opciók alapján számítják ki, ezzel adva valamilyen jelzést a volatilitásról a szerződések által lefedett horizonton (három hónap a standard EURIBOR határidős szerződések esetén). Ezzel szemben a realizált volatilitás a piacon uralkodó érzékelt bizonytalanságot tükrözi.

Jóllehet a volatilitás két mutatójának profilja lényegében hasonló, az implikált volatilitás alakulása markánsabb, mint a három hónapos betéti kamatláb alapján számított realizált volatilitásé. A C ábra szerint az implikált volatilitás növekedése július közepén kezdődött, mielőtt még erőteljesebben emelkedett augusztus elején, és később erős ingadozását figyel-

3 A jelen keretes írásban használt implikált volatilitás három hónapos határidős szerződések (konstans hat hónappal a lejáratig) opcióiból származik.

ték meg. Hasonló fejlemény volt megfigyelhető a három hónapos betéti kamatlábak alapján számított realizált volatilitás esetén is, bár e mutató emelkedése fokozatosabb, és – mindent egybevetve – visszafogottabb volt, augusztusban is (vagyis az euro pénzpiac számára legkritikusabb időszakban).

A volatilitás két mutatójának megfigyelt alakulása többnyire tükrözi e mutatók természetét. Míg a három hónapos kamatláb realizált volatilitásának növekedése a pénzpiac három hónapos fedezetlen szegmensében érzékelt feszültségeket tükrözi, az implikált volatilitás figyelembe veszi a számos európai bank bejelentéseiből eredő feszültségek jövőbeli hatásának bizonytalanságát is, amelyek a másodlagos jelzálogpiachoz kapcsolódó értékpapírosított termékeknek való kitettségükhöz kötődik. Ezek a pénzpiacon meglévő feszültségek a jövőbeli pénzügyi és makrogazdasági környezettel kapcsolatosan megnövekedett bizonytalansághoz vezettek, amit az implikált volatilitás mutatója ragad meg, nem pedig a realizált volatilitás mutató.

A szeptember elejéig megfigyelt kivételesen magas szinteket követően a realizált volatilitás az említett hónap során némileg csökkent, talán válaszul az augusztus közepétől folytatott nagy-lelkű likviditási politikára. Ugyanakkor az implikált volatilitás magas maradt; valószínűleg befolyásolták a piac fedezetlen szegmensének markánsabb feszültségei, különösen a három hónapos időhorizonton, bár szeptemberben hanyatlásra való hajlamot is mutatott.

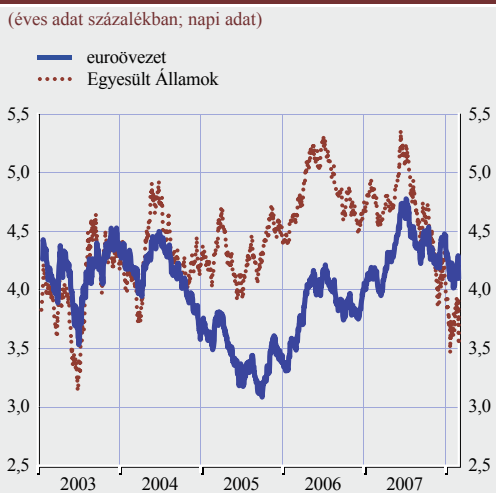
Mindent egybevetve, a fent leírt csökkenések ellenére később mindkét mutató nagyjából stabilizálódott, bár az augusztusi nyugtalanság kezdete előtt uralkodónál magasabb szinteken, ami azt jelzi, hogy némi időt vehet igénybe a nyugtalanság előtti stabil piaci feltételekhez való visszatérés.

NAGY INGADOZÁSOK A GLOBÁLIS KÖTVÉNYPIACON 2007-BEN

2007 végén az euroövezetben a hosszú lejáratú államkötvényhozamok 4,4%-on álltak, amely körülbelül 40 bázisponttal volt magasabb, mint az egy évvel korábbi uralkodó szintek (lásd 12. ábra). Ugyanakkor ez a meglehetősen kis mértékű teljes növekedés viszonylag jelentős év közbeni ingadozásokat takar. Különösen az Egyesült Államok ingatlanszektora problémáiból származó pénzügyi nyugtalanság vezetett a globális kötvénypiacok megnövekedett volatilitásához az év második felében. Az euroövezetben a hosszú lejáratú névleges kötvényhozamok mérsékelt általános változása mögött a tízéves, inflációhoz kötött kötvények által kínált reálhozamok és a megfelelő hosszú távú kiegyenlítő inflációs ráták enyhe emelkedései álltak. A 2015-ben lejáró, inflációhoz kötött államkötvények hozama – amely a hosszú távú reálkamatlábak egyik mutatója – 2007 végén 2%-on állt, mintegy 20 bázisponttal magasabban, mint 2006 végén. Az ötéves határidős kiegyenlítő inflációs ráta öt évre előre, amely a piaci szereplők hosszú távú inflációs várakozá-

sait és az azokkal összefüggő kockázati prémiumokat méri, 2007-ben 20 bázisponttal emelkedett, és az év végén közel volt a 2,4%-hoz.

12. ábra: Hosszú lejáratú államkötvény hozamai ¹⁾



Forrás: Reuters, Bloomberg és Thomson Financial Datastream.

1) Tízéves kötvények vagy a legközelebb eső elérhető kötvénylejárát.

2007 első felében a hosszú lejáratú államkötvényhozamok határozottan emelkedtek az Atlanti-óceán mindkét partján. Az euroövezetben a tízéves lejáratú államkötvények hozamai 2006 decemberének vége és 2007 júliusának eleje között legfeljebb körülbelül 70 bázisponttal emelkedtek, míg az Egyesült Államokban a tízéves kötvényhozamok június közepén értek el egy olyan csúcshozamot, amely mintegy 60 bázisponttal volt magasabb, mint 2006 végén. Az euroövezeti hosszú lejáratú kamatlábak emelkedése azt tükrözte, hogy a piacok erős gazdasági növekedést vártak. Ez az értékelés konzisztens volt a makrogazdasági és üzleti vélekedésre vonatkozó, a vártnál átlagosan jobb nyilvánosságra hozott adatokkal. Az euroövezeti kötvényhozamok fokozatos emelkedése 2007 első hat hónapja során két ízben rövid időre megszakadt. Először, a hosszú lejáratú kötvényhozamok február végén és március elején estek, miután a kockázati étvágy erősen csökkent, és emiatt a portfóliók átrendeződtek a részvénytől a kötvénypiacokra. Másodszor, június elején a hosszú lejáratú kötvényhozamok feltűnően emelkedtek, tükrözve az erőteljes eladásokat, amelyek az Egyesült Államok kötvénypiacairól eredtek.

Mindent egybevetve, 2007 első felében a nominális euroövezeti kötvényhozamok terén meg-

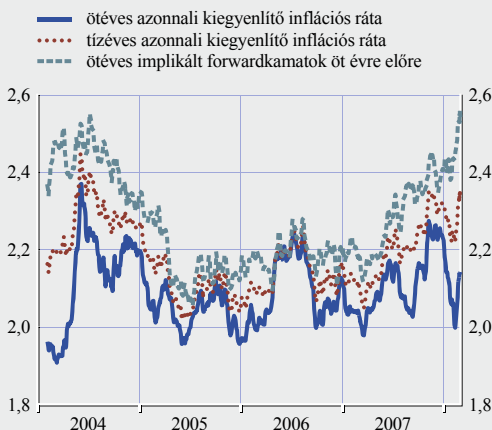
figyelt fellendülést főként a reálkamatláb-komponens növekedése vezérelte. Ugyanakkor az euroövezetben a piaci szereplők hosszú távú inflációs várakozásai és az azokkal kapcsolatos kockázati prémiumok ebben az időszakban csak marginálisan emelkedtek. Például az ötéves határidős kiegyenlítő inflációs ráta öt évre előre 10 bázisponttal emelkedett 2007 első hat hónapjában, és június végén 2,3%-os szinten állt (lásd 13. ábra).

2007 nyári hónapjaiban fokozódni kezdtek az Egyesült Államok ingatlanpiacának helyzetével kapcsolatos aggodalmak. Különösen világossá vált, hogy a legalacsonyabb hitelképességi szintű kölcsönfelvevőknek problémáik voltak a „másodrendű” jelzők visszafizetésével, amelyeket 2002 és 2004 között egy olyan időszakban vettek fel, amikor a kamatlábak nagyon alacsonyak voltak. A befektetők először úgy érezték, hogy a gondok az Egyesült Államokra korlátozódnak, és eszközöknek csak egy viszonylag korlátozott körét fogják érinteni. Július végén e viszonylag kedvező forgatókönyvnek mondott ellent, amikor világossá vált, hogy európai pénzügyi intézmények is súlyosan ki vannak téve az Egyesült Államok másodrendű jelzőpiacának. Néhány korlátozott esetben az ilyen kitétségekből eredő veszteségek még az érintett intézmények pénzügyi „jólétét” is veszélyeztették. E súlyos kockázatok felfedezése szélesebb körű pénzügyi piaci nyugtalansághoz vezetett, amikor általában nőtt a kockázatkörülemény, amely a kockázatosabb eszközökkel szemben a biztonságos portfólióra törekvést, például az államkötvényekbe menekülést ösztönözte.

A nyugtalanság eredményeként az év végére a tízéves euroövezeti államkötvények hozama július elejéhez képest összesen 30 bázisponttal csökkent, főként az alacsonyabb reálhozamok következtében. Sokkal markánsabb volt az Egyesült Államok kötvényhozamainak esése. A tízéves hozam az év végén mintegy 130 bázisponttal alacsonyabb volt, mint a június közepi csúcsa. Úgy tűnik, az amerikai hozamok szembeszökőbb csökkenése azt tükrözi, hogy a befektetők szemében az Egyesült Államok gazdaságának növekedési kilátásai gyengébbek, valamint azt, hogy a Szövetségi Nyiltiltási Bizottság (FOMC) úgy

13. ábra: Azonnali és határidős kiegyenlítő inflációs ráták az euroövezetben

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



Forrás: Reuters és az EKB számításai.

határozott, hogy szeptember 18-án, október 31-én és december 11-én csökkenti a kamatlábakat.

Mindent egybevetve, az utóbbi idők zavara nyugodt piaci viszonyok aránylag hosszú időszakának végén következett be. Valószínű, hogy a zavart megelőző viszonylag békés piaci viszonyok sok piaci szereplőt arra készítettek, hogy olyan kockázatbecslések alapján hozzanak befektetési döntéseket, amelyek később túlzottan optimistának bizonyultak. A 3. keretes írás a 2007. és 1998. évi zavarok közötti főbb hasonlóságokat és különbségeket emeli ki.

2007 utolsó hat hónapjában az ötéves határidős kiegyenlítő inflációs ráta öt évre előre további 10 bázisponttal emelkedett, és az év végén 2,4%-ot tett ki. A kiegyenlítő inflációs ráták 2007. évi általános emelkedése kötődhetett az infláció rövid távú kilátásainak romlásához, amely különösen a rohamosan emelkedő olaj- és élelmiszerárakkal volt összefüggésben. Ugyanakkor nem egyértelmű, hogy e mutató teljes emelkedése mennyiben tükrözi a piaci szereplők hosszú távú inflációs várakozásainak váltásait és a kapcsolódó kockázati prémiumok változásait.

3. keretes írás

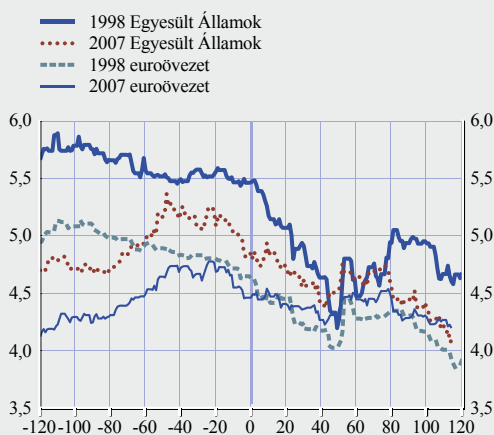
HASONLÓSÁGOK ÉS KÜLÖNBSÉGEK A 2007. ÉS 1998. ÉVI PÉNZÜGYI TURBULENCIA IDŐSZAKAI KÖZÖTT

2007 második felében a globális pénzügyi piaci árakat súlyosan befolyásolta a pénzügyi kockázat általános átárázása, amely kockázat átterjedt egy bizonyos hitelpiaci szegmensből (egyesült államokbeli másodrendű jelzálogok által garantált eszközök) a hitelpiacok egészére és még általánosabban a pénzügyi rendszerre. A legújabb nyugtalanságot jellemző események sorrendje és természete bizonyos mértékig hasonlít az 1998 második felében tapasztalt – jellemzően „LTCM-válság”-ként emlegetett – pénzügyi piaci turbulencia történéseihez. A pénzügyi piaci mutatókat vizsgálva ez a keretes írás a két epizód közötti főbb hasonlóságokat és különbségeket emeli ki.

1998 első felében a legfejlettebb gazdaságok kedvező piaci feltételeket tapasztaltak emelkedő részvényárak, a hosszú lejáratú kötvények hozamainak stabil alakulása és szűkülő vállalatikötvény-szpredek formájában, amit részben az erős makrogazdasági feltételek tápláltak [lásd az A) és B) ábrákat az Egyesült Államok és az euroövezet kötvényhozamairól és részvényárairól]. Az általában nyugodt globális pénzügyi piaci környezet 1998 nyarán kezdett megváltozni. Úgy tűnt, hogy a pénzügyi piaci vélekedés és a befektetők kockázati étvágya két fő tényezővel függött szorosan össze: az egyik, hogy a piaci szereplők peszsimistábbá váltak azzal kapcsolatban, hogy

A) ábra: USA-beli és euroövezeti hosszú lejáratú kötvények hozama 1998-ban és 2007-ben

(százalékos éves adat)

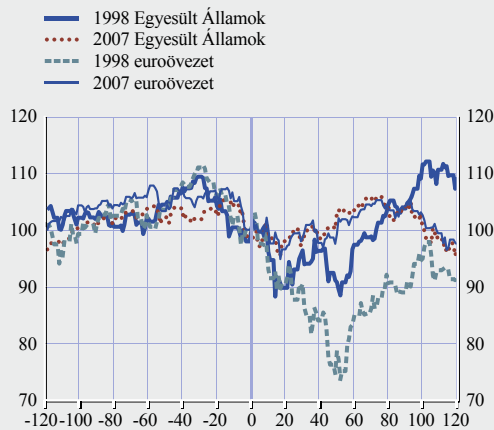


Forrás: Reuters és az EKB számításai.

Megjegyzések: Az x-tengely az 1998. augusztus 17., illetve 2007. július 30. előtti és utáni 120 munkanapnak felel meg. Az 1998-as dátum az orosz moratórium bejelentése, a 2007-es dátum pedig az az időpont, amikor a német bank, az IKB felhívta a figyelmet a strukturált USA hiteleszközökbe való befektetéssel kapcsolatosan a továbbhitelezésből/strukturált befektetési eszközökből származó súlyos veszteségekre.

B) ábra: USA-beli és euroövezeti részvényárak 1998-ban és 2007-ben

(az indexbázis visszaállítása 100-ra 1998. augusztus 17-én és 2007. július 30-án)



Forrás: Reuters és az EKB számításai.
Megjegyzések: Az x-tengely az 1998. augusztus 17., illetve 2007. július 30. előtti, illetve utáni 120 munkanapnak felel meg. Az 1998-as dátum az orosz moratórium bejelentése, a 2007-es dátum pedig az a pont, amikor a német bank, az IKB felhívta a figyelmet a strukturált USA hiteleszközökbe való befektetéssel kapcsolatosan a továbbhitelezésből/strukturált befektetési eszközökből származó súlyos veszteségekre.

ciók finanszírozásához többletlikviditás szükségességét eredményezte. 1998 szeptember elején a rövid távú finanszírozási problémák különösen súlyossá váltak az egyik legnagyobb árfolyam-fedezeti alap, a Long-Term Capital Management (LTCM) számára. Széles körben elterjedt az aggodalom, hogy az LTCM kénytelen lesz nagy pozíciókat megszüntetni a már egyébként is szűk piaci feltételek mellett, ami viszont a globális pénzügyi rendszer számára súlyos rendszerkockázatok kialakulásához vezetne. Ugyanakkor a következő néhány hét számos intézkedése segített, hogy a piac ismét normálisan kezdjen működni: először is, szeptember 23-án egy magán mentési tervet hirdettek meg az LTCM számára; másodsor pedig a Szövetségi Tartalékrendszer (Fed) úgy határozott, hogy az irányadó kamatlábakat három lépésben összesen 100 bázisponttal csökkenti. Mindent egybevetve, a válságnak csekély hatása volt a reálgazdaságra.

Két figyelemre méltó hasonlóság ismerhető fel a 2007. és 1998. évi turbulenciaepizódok között: az első a turbulenciát megelőző pénzügyi piaci környezettel kapcsolatos, míg a második azzal a ténnyel, hogy mindegyik esetben a nyugtalanságot kiváltó tényező csak viszonylag kis sokk volt.

Ami az első hasonlóságot illeti, a turbulencia előtti környezetet mindkét esetben az eszközárak általános felfelé mozgásának hosszan tartó időszakai jellemezték a legtöbb szegmensben, ami a pénzügyi piaci volatilitás alacsony szintjeivel párosult. Lehet, hogy ezek a nagyon kedvező piaci feltételek késztettek néhány befektetőt arra, hogy olyan kockázatbecslések alapján hozzanak befektetési döntéseket, amelyek túlzottan optimistának bizonyultak. Ennek eredményeképpen az említett befektetők valószínűleg túl nagy súlyt fektettek az utóbbi idők tapasztalatára, extrapolálva a legújabb trendeket, amelyek nem voltak összhangban a hosszú távú egyensúlyi értékekkel és eshetőségekkel.

az ázsiai feltörekvő piacok 1997-es zsugorodása milyen hatással lehet a világgazdaságra; a másik pedig, hogy növekedni kezdtek a piaci aggodalmak az orosz adósság fenntarthatóságával kapcsolatban. Ezek a gondok augusztus 17-én tetőztek, amikor Oroszország adósságátalakítást, leértékelést és a magán tőketörlesztés moratóriumát jelentette be. E bejelentések eladásokat indítottak a globális részvénypiacokon és a vállalatikötvény-piacokon. A biztonságra törekvés miatti portfólióátrendeződések következtében csökkentek a hosszú lejáratú államkötvények hozamai [lásd A) ábra].

Az orosz nemfizetés által kiváltott erős piaci reakció a globális hitelkorlátozással kapcsolatos aggodalmak növekedéséhez vezetett. Sok árfolyam-fedezeti alap és bankok saját kereskedési részlegei (*proprietary desks*) jelentettek nagy veszteségeket, főként a vállalatikötvényszpredek és más kockázati szpredek szélesebbé válásának eredményeként. A szpredek szélesedése pótfedezet befizetésére vonatkozó felszólításokat és ennek megfelelően a pozíciók

Másodszor, a pénzügyi turbulencia mindkét esetben akkor tört ki, amikor nem voltak jelentős inflációs vagy gazdasági sokkok, és a két krízist inkább viszonylag kis sokkok váltották ki (azaz váratlan nemfizetések jókora, de nem rendkívül nagy piaci szegmensekben), amelyek a pénzügyi kockázat általános átárazását eredményezték, ami bizonyos piaci szegmensekben (különösen a hitelpiaci szegmensben) szélsőséges ármozgásokhoz vezetett. Nem zárható ki, hogy az erős piaci reakciókat felerősítette a fentebb említett nyugodt piaci környezet, amelyben néhány eszközsz-tály értékelése – legalábbis utólag – alapvető szempontból némiképp magasnak tűnik.

A fentiekben taglalt hasonlóságok ellenére a két válság fejleményei számos vonatkozásban eltérnek. Először, az utóbbi évtized pénzügyi újításai a kockázatáthárítás terén jelentősen megnehezítették annak megállapítását, hogy végül is mely szektoroknál vagy meghatározott jogi személyeknél van a kockázat. Jóllehet az értékpapírosítás fokozott alkalmazása, ahol illikvid hiteleket likvid instrumentumokká alakítanak, elősegítették a befektetők diverzifikálási lehetőségeit, ezen új termékek árazása sok esetben igen komplex. Ezen instrumentumok alkalmazásának növekedése és az ügyletben részt vevő másik felek kitétséggel kapcsolatos bizonytalanságok részben magyarázhatják az utóbbi idők folyamatait számos piaci szegmensben. Másodszor, a legutóbbi bizonytalanság főként a szpredek és a likviditást érintette a hitel- és pénzpiacokon. Ezzel szemben 1998-ban a likviditás az államkötvénypiacokon is elapadt, mivel az ezen időszakban követett sok kockázatos befektetési stratégia államháztartás által kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokban levő pozíciókkal is járt.

Harmadszor, a két ábra azt mutatja, hogy a két pénzügyi válság idején az eszközárak reakciói szétváltak az euroövezetben és az Egyesült Államokban. 1998-ban a részvényárak élesebben estek az euroövezetben, mint az Egyesült Államokban. A részvények árfolyam-teljesítményének ez a különbsége valószínűleg azzal volt összefüggésben, hogy nőttek a gazdasági növekedési különbségek a két gazdaság között. Ez látható volt abból a tényből, hogy 1998 folyamán az Egyesült Államokban stabil volt a kibocsátás növekedése, míg az euroövezet reál-GDP-növekedése az 1998 első negyedévi 3,8%-os éves rátáról a negyedik negyedévre 2,4%-ra esett. Ezzel szemben a hosszú lejáratú kötvényhozamok hasonló összegekkel csökkentek a két gazdaságban. A várt növekedési különbségek 2007-ben is hozzájárulhattak az eszközárak némileg eltérő euroövezeti és egyesült államokbeli alakulásához. A nyugtalanság kitörését követő hónapokban például csökkent az egyesült államokbeli és az euroövezeti hosszú lejáratú kötvényhozamok kamatláb-különbsége, sőt 2004 eleje óta először negatívvá is változott. Úgy tűnik, hogy 2007 második felében a piaci szereplők úgy tekintettek az euroövezet gazdaságára, hogy az valamivel rugalmasabban reagál az utóbbi idők nyugtalanságára, mint az Egyesült Államok gazdasága. Az Egyesült Államok és az euroövezet közötti hosszú távú kamatláb-különbséget ezen előjelváltásához a befektetőknek a két gazdaságra vonatkozó relatív növekedési előrejelzéseinek ilyen változásain túlmenően hozzájárultak az Egyesült Államok erősebb monetáris politikai reakcióira vonatkozó várakozások. Ugyanakkor az egyesült államokbeli és euroövezeti részvényárfolyamok többékevésbé együtt mozogtak a legutóbbi turbulencia idején, ami azt jelzi, hogy egy erős nemzetközi tényező vezérelte a részvényárfolyamokat az Atlanti-óceán mindkét oldalán.

Negyedszer, a feltörekvő piacok 2007-ben sokkal jobban vészelték át a piaci nyugtalanságot, mint 1998-ban. A 2007. évi mérsékelt hatás azt sugallja, hogy az utóbbi évtizedben a feltörekvő piacok rugalmasabbá váltak a globális pénzügyi rendszer sokkjaival szemben. Míg az 1998-as zavar idején a feltörekvő piacok eladósodottsága központi szerepet játszott, a legutóbbi nyugtalanságnak a feltörekvő piacok alig voltak részesei, és inkább tompították a világgazdaság számára a keletkező kockázatokat.

Az euroövezetben a piaci szereplőknek az implikált volatilitással mért, kötvénypiaci bizonytalansággal kapcsolatos megítélése az év első hat hónapja során stabil maradt. Ez azt tükrözte, hogy a várakozások továbbra is kedvező környezetről szóltak mind az euroövezetben, mind a világgazdaságban. A nyugtalanság következtében a befektetők részéről ez a kedvező megítélés megváltozott, aminek eredményeként az implikált kötvénypiaci volatilitás június és augusztus között megnőtt. Ezután az implikált volatilitás az euroövezetben lényegében változatlan maradt ezeken a némileg magasabb szinteken.

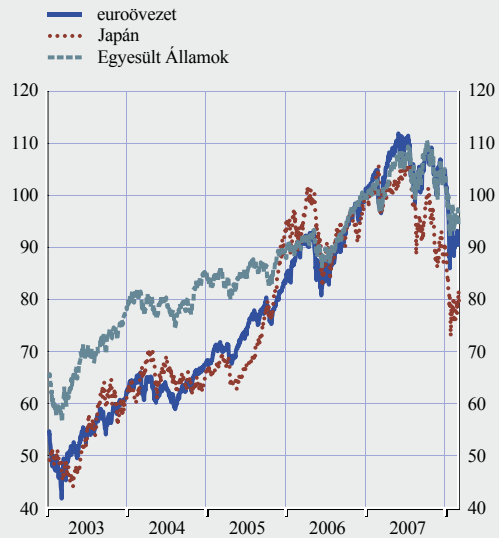
2008 első két hónapjában az euroövezeti hosszú lejáratú kötvényhozamok körülbelül 30 bázisponttal estek, és február 29-én 4,1%-on voltak. Az inflációhoz kötött kötvényekre ajánlott reálhozamok hasonló csökkenései azt jelzik, hogy a piaci szereplők 2008 elején kissé pesszimistábbakká váltak az euroövezet gazdasági konjunktúrájának kilátásait illetően.

2007-BEN AZ EUROÖVEZETI RÉSZVÉNYÁRFOLYAMOK MAGAS VOLATILITÁS KÖZEPETTE EMELKEDTEK

Az év folyamán tapasztalt erős volatilitás ellenére az euroövezeti részvényárfolyamok 2007-ben összességében emelkedtek, folytatva így a 2003 eleje óta megfigyelt felfelé mutató trendet (lásd 14. ábra). Mindent egybevetve, 2006 végéhez képest a Dow Jones EURO STOXX index 5%-os emelkedéssel zárta az évet. Ehhez hasonlóan, az Egyesült Államok részvénypiacai is pozitívan fejezték be 2007-et; a Standard & Poor's 500 index 3,5%-kal emelkedett, míg a Nikkei 225 indexszel mért japán részvényárfolyamok mintegy 11%-kal estek. Hasonlóan a kötvénypiacok alakulásához, az euroövezeti részvényárfolyamok ingadozásai is különösen a nyári hónapokban voltak erősek, amikor a befektetők vonakodtak attól, hogy kockázatos eszközöket – úgymint részvényeket – tartsanak. Az euroövezetbeli részvénypiacok pozitív összeteljesítménye főként a tényleges és várt jövedelemnövekedés továbbra is meglevő erejének volt köszönhető.

14. ábra: Főbb tőzszeindexek¹⁾

(index új bázisa: 2007. január 2. = 100; napi adatok)



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

1) A Dow Jones EURO STOXX átfogó index az euroövezetben, Standard & Poor's 500 index az Egyesült Államokban és Nikkei 225 index Japánban.

2007 első hat hónapjában az euroövezeti részvényárak folyamatos emelkedésre voltak hajlamosak. Ez az emelkedő trend tört meg átmenetileg február végén és március elején, amikor az euroövezeti részvényárak – tükrözve legtöbb más főbb piac fejleményeit – éles korrekción mentek át, amit részben a kínai piac alakulása váltott ki. A Dow Jones EURO STOXX index február 6. és március 7. között körülbelül 4%-ot veszített értékéből. Ezután a piacok helyreálltak, részben a megnövekedett kockázati étvágy, az egyesülési és felvásárlási tevékenységek, valamint a nyereség tartósan kedvező alakulása következtében. A nyereség robusztus növekedésének bizonyítéka látható abból a tényből, hogy január és június között a Dow Jones EURO STOXX indexben szereplő vállalatok egy részvényre jutó nyeresége átlagosan közel évi 17%-kal nőtt. Mindent egybevetve, június végén az euroövezeti részvényárfolyamok 10%-kal magasabban álltak, mint a 2006 végén regisztrált szintek.

A globális részvénypiacokon uralkodó optimizmus a pénzügyi nyugtalanság kitörésével hirtelen megtört, és a hitel- és pénzügyi kockázatok átfogó újraértékelését, valamint a befektetők fokozott kockázatkerülését váltotta ki. Úgy tűnik, az euroövezeti részvényárfolyamok ebből eredő esése az euroövezeti részvények tartásáért megkövetelt részvénykockázati prémium erős megugrását tükrözte, különösen a pénzügyi szektor cégeinek részvényei esetén. Ugyanakkor az implikált részvénypiaci volatilitás erőteljesen megnőtt, és 2003 óta nem látott szinteket ért el (lásd 15. ábra). Az euroövezet részvénypiacain különösen júliusban és augusztusban voltak erősek az eladások, amikor a Dow Jones EURO STOXX árszámítóindex mintegy 5%-ot veszített értékéből.

Szeptemberben és október elején az euroövezeti részvényárfolyamok a február végi és március eleji rövid ideig tartó korrekció után megfigyelhetőhöz hasonlóan helyreálltak. Ugyanakkor

később, október közepe és az év vége között ismét fokozódott a befektetők kockázatkerülése, miután számos pénzügyi intézmény nyilvánosságra hozta, hogy a vártnál jelentősebb veszteségeket szenvedett az egyesült államokbeli másodrendű jelzálogbefektetéseken. Ennek eredményeképpen az euroövezeti és globális részvényárak zuhantak, és az implikált volatilitásban tükrözött részvénypiaci bizonytalanság ismét a nyári hónapokban megfigyelhetőhöz közeli szintekre ugrott.

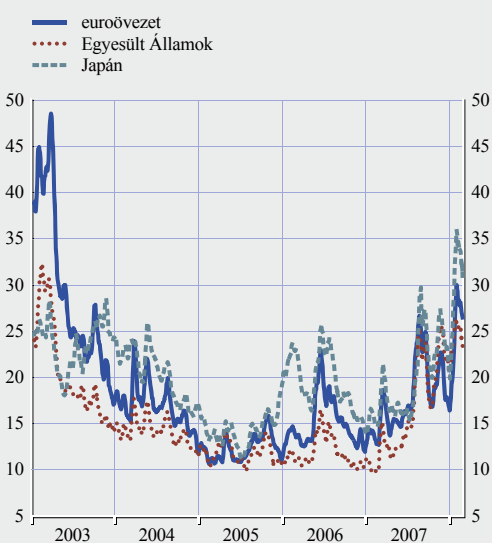
A pénzügyi piaci nyugtalanságnak módfelett kicsi hatása volt az euroövezetbeli cégek várt és tényleges nyereségességére. 2006 decembere és 2007 decembere között a Dow Jones EURO STOXX indexben szereplő cégek egy részvényre jutó nyeresége 15%-kal nőtt. Ugyanakkor elemzők azt várták, hogy 2008-ban a nyereség körülbelül évi 9%-os ütemben fog nőni. Az a tény, hogy az euroövezetbeli cégek nyereségességét nagyban változatlanul hagyta a pénzügyi piac nyugtalansága, valószínűleg segítette mérsékelni a 2007 második felében megfigyelt általános hanyatlást.

Az egyes szektorok alakulását tekintve, a hírközlési és a közmű szektorok erősen túlteljesítették a teljes indexet. E szektorok erős teljesítménye valószínűleg annak volt köszönhető, hogy a befektetők a viszonylag folyamatos pénzforgalmú cégeket részesítették előnyben. Ugyanakkor az átfogó indexhez képest a pénzügyi szektor alulteljesített. E szektor gyenge teljesítménye összefüggött a nyereségességével kapcsolatos növekvő aggodalmakkal, mivel általában erősen ki van téve olyan eszközöknek, amelyek közvetlenül vagy közvetve kötődnek az Egyesült Államok betegeskedő másodrendű jelzálogpiacához.

2008 elején az alacsonyabb nyereségre vonatkozó várakozásokkal párosuló tartós hitelkockázati aggodalmak hozzájárultak az alacsonyabb részvényárakhoz. 2007 vége és 2008. február 29. között a Dow Jones EURO STOXX index és a Standard & Poor's 500 index 14%-kal, illetve 9%-kal estek.

15. ábra: Implikált részvénypiaci volatilitás

(éves százalékok; a napi adatok tíz napos mozgóátlaga)



Forrás: Bloomberg és az EKB számításai.

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

FOKOZATOS MÉRSÉKLŐDÉS A HÁZTARTÁSOK HITELFELVÉTELÉNEK DINAMIKÁJÁBAN

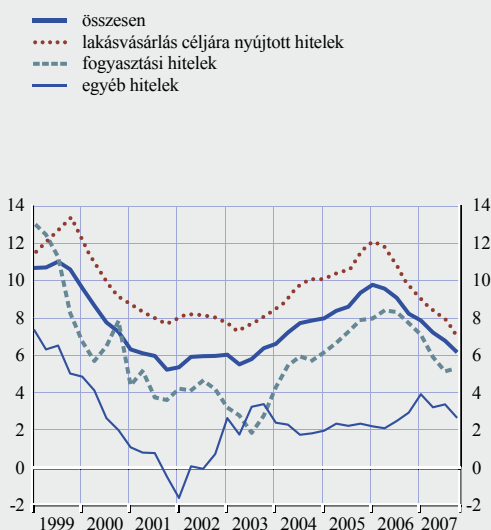
2007 folyamán lassult a háztartások hitelfelvételének dinamikája, tükrözve a magasabb kölcsönkamatlábak tompító hatását, a hitelezők óvatosabb hitelkockázat-bebecslését és a lakáspiaci dinamika mérséklődését. A háztartások hitelfelvételének fő forrását az MPI-k adták; a háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek éves növekedési üteme 2007 decemberében robusztus maradt, és 6,2%-ot tett ki, miután 2007 közepén 7,2%, 2006 végén pedig 8,2% volt. A háztartásoknak nyújtott hitelek lassulásának fokozatos és folyamatos természetű arra utal, hogy a lassulást főként fundamentális tényezők vezérlik, valamint, hogy a pénzügyi nyugtalanságnak eddig korlátozott hatása volt a háztartásoknak történő hitelezésre. Ugyanakkor a nem MPI-k (azaz EPK-k, biztosítótársaságok és nyugdíjalapok) által a háztartásoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme 2007-ben továbbra is

meghaladta az MPI-k által a háztartásoknak nyújtott hitelek növekedési ütemét.

A háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek felhasználási cél szerinti bontása azt jelzi, hogy a hitelfelvétel fő hajtóereje továbbra is a lakásvásárlás. 2007 decemberében a lakáscélú hitelek éves növekedési üteme 7,1% volt, a 2006. decemberi 9,6%-ot követően (lásd 16. ábra). Ez a mérséklődés megfelelt a lakásárak növekedésében és a lakáspiaci konjunktúrában számos euroövezeti gazdaságban megfigyelt lassulásnak. Az eurorendszer banki hitelezési felmérésének eredményei alátámasztják ezt az értékelést, mivel 2007 folyamán a bankok megállapították, hogy a lakáspiaci kilátások és – növekvő mértékben – a fogyasztói bizalom alakulása olyan tényezők, amelyek hozzájárultak a háztartások lakáshitel-keresletének mérséklődéséhez. A hitelállomány növekedésének 2007 vége felé megfigyelt mérséklődése tükrözhetette a szigorúbb hitelfeltételek tompító hatását is, ahogy a

16. ábra: Háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek

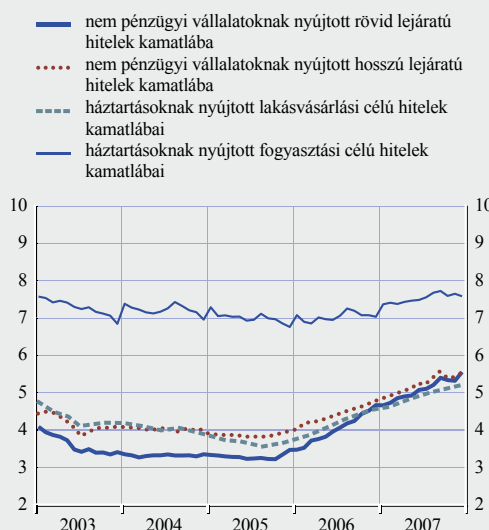
(éves százalékos változások)



Forrás: EKB.

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

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



Forrás: EKB.

Megjegyzések: A 2003 decemberétől kezdődő időszak tekintetében a súlyozott MPI-kamatlábak számítása az új szerződések volumenének 12-havi mozgóátlagán alapuló országos átlag felhasználásával történik. A megelőző időszak tekintetében, 2003 januárjától 2003 novemberéig, a súlyozott MPI-kamatlábak számítása a 2003. évi új szerződések volumenének átlagán alapuló országos átlag felhasználásával történik. A további információkat lásd az EKB Havi jelentés 2004. augusztusi számának 3. keretes írásában.

bankokat egyre inkább aggasztották a lakáspiaci kilátások és az általános gazdasági kilátások.

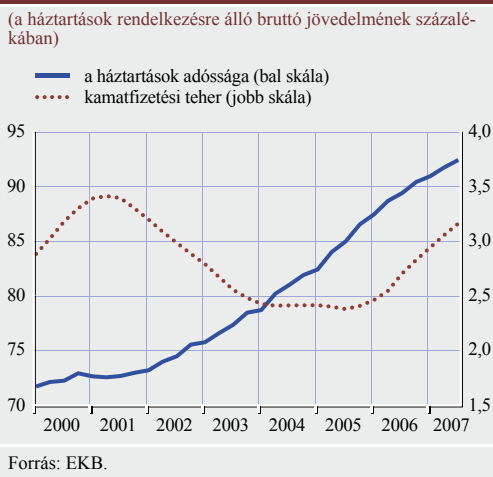
A lakáscélú hitelek éves növekedési rátájának mérséklődése az EKB irányadó kamatlábai 2005 decembere óta tartó emeléseinek csökkentő hatását is tükrözte. A 2006-ban megfigyelt trendet folytatva, a lakásvásárlásra nyújtott MPI-hitelek kamatlábai 2006 decembere és 2007 decembere között 66 bázisponttal emelkedtek (lásd 17. ábra). A változó kamatozású és a legfeljebb egy év eredeti kamatfixálási időtartamú vagy tíz éven túli lakásvásárlási hitelek kamatai erősebben emelkedtek, mint azoké, amelyeknek lejáratá az említett időtartamok közé esik.

Hasonlóképpen, bár alacsonyabb szinten, a fogyasztási hitelek éves növekedési rátája a 2006. végi 7,7%-ról 2007 decemberében 5,3%-ra csökkent. A fogyasztási hitelek éves növekedési üteme a csökkenő fogyasztói bizalommal és az euroövezet kiskereskedelmi forgalmának növekedésében tapasztalt fokozatos mérséklődéssel összhangban hanyatlott. A banki hitelezési felmérés eredményei azt jelzik, hogy 2007 első három negyedéve során a hitel-feltételekben nettó alapon könnyítés következett be, ami támogatta a hitelállomány növekedését, míg a negyedik negyedévben – a pénzügyi nyugtalansággal összefüggésben – a hitel-feltételek szigorodtak. Ezzel kapcsolatban meg kell jegyezni, hogy a bankok növekvő aggodalomról számoltak be az év során a fogyasztók hitelképességét és az általános gazdasági konjunktúra kilátásait illetően, ami csökkenthette a hitelezési tevékenységet. Ugyanakkor a fogyasztási hitelek MPI-kamatlábai – amelyek jóval a lakásvásárlási hitelek kamatlábai felett maradtak – 2006 decembere és 2007 decembere között 55 bázisponttal emelkedtek, hozzájárulva ezáltal az ilyen hitelek iránti kereslet csökkenéséhez.

TOVÁBB NŐTT A HÁZTARTÁSOK ELADÓSODOTTSÁGA

A háztartásoknak nyújtott hitelek növekedési rátájában megfigyelt mérséklődés ellenére a hitelfelvételek robusztus ütemének következtében tovább – a harmadik negyedévben 92,5%-ot elérve – nőtt a háztartások adósságának a rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított aránya

18. ábra: A háztartások adóssága és a kamatfizetések



(lásd 18. ábra), miközben az említett negyedévben a GDP-arányos adósságállomány 60,3%-ra emelkedett, az euroövezet integrált számláiból származó adatok alapján. Ugyanakkor az Egyesült Államokkal vagy az Egyesült Királysággal összehasonlítva az euroövezetbeli háztartások eladósodottsági szintje még mindig viszonylag szerény. A háztartások eladósodottságának folyamatos emelkedése növelte kitétségsükét a kamatlábak, a jövedelem és az eszközárak változásainak. Megjegyzendő, hogy ez az arány egy átlagos szintet képvisel, és az eladósodottság szintje az euroövezet különböző országainak különféle háztartásaiban nagyban változó lehet. Magasabb szintű a kitétség például ott, ahol a háztartások kihasználták a korábbi évek kivételesen kedvező uralkodó kamatlábfeltételeit, és változó kamatozású jelzáloghiteleket vettek fel alacsony kezdeti kamatfizetések mellett. Ez a növekvő eladósodottság, a háztartások számára megszabott magasabb kölcsönkamatlábakkal kombinálva, hozzájárult ahhoz, hogy 2007-ben nőtt az adósságszolgálati teher, amelyet úgy mérnek, hogy a kamatfizetéseket plusz a tőke-visszafizetéseket a rendelkezésre álló jövedelem százalékában fejezik ki. A kamatfizetési teher tovább nőtt, és – a 2006. végi 2,8%-ról emelkedve – 2007 harmadik negyedévében 3,2%-ot tett ki, jóval meghaladva a 2004-ben és 2005-ben megfigyelt szinteket, ugyanakkor elmaradva a 2001-ben megfigyelt korábbi csúcstól.

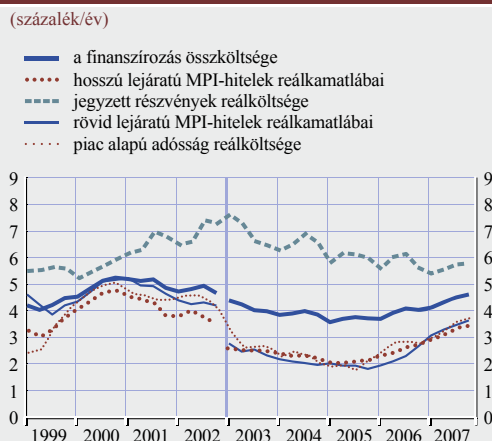
2007-BEN NŐTT A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK KÜLSŐ FINANSZÍROZÁSÁNAK KÖLTSÉGE

2007-ben az euroövezetben a nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozásának reálköltsége – folytatva a 2006-ban megfigyelt trendet – fokozatosan emelkedett, miközben a vállalati nyereségesség erős maradt. Ennek ellenére, és a finanszírozási rés növekedését tükrözve, a nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozásának növekedési rátája magas maradt, amit az MPI-hitelek iránti erős kereslet fűtött. Ennek eredményeként a nem pénzügyi vállalati szektor tőkeáttétele 2007-ben várhatóan tovább nőtt.

Miután az EKB irányadó kamatlábai 2006-ban és 2007 első felében emelkedtek, 2007-ben tovább nőtt az euroövezetbeli nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozásának reál összköltsége (lásd 19. ábra)². Az év folyamán a növekedést főként a hitelből történő finanszírozás reálköltségének folytatódó emelkedése vezérelte, bár a részvényes finanszírozás költsége is emelkedett. 2007 utolsó negyedévében a hitelpiacok nyugtalansága hozzájárult a külső vállalatfinanszírozás költségének növekedéséhez, mivel a kölcsönadók és a többi befektető átértékelték a hitelkockázat megítélését, aminek eredményeként a piaci finanszírozási feltételek szigorúbbak lettek, mint a múltban.

A külső vállalatfinanszírozás költségének összetevőit vizsgálva megállapítható, hogy 2007 folyamán a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott MPI-hitelek kamatlábai jelentősen emelkedtek mind reál, mind nominál alapon (lásd 19. ábra). A rövid lejáratú pénzügyi kamatlábak emelkedését – amely 2006 vége és 2007 vége között a három hónapos EURIBOR esetén összesen 120 bázispontot tett ki – a vállalati hitelfelvevőknek nyújtott rövid lejáratú MPI-hitelek kölcsönkamatlábjának kisebb növekedései követték. Ugyanezen időszakban különösen a változó kamatozású és legfeljebb egy év eredeti kamatfixálási időtartamú hitelek kamatlábai emelkedtek, mintegy 90–100 bázisponttal a kicsi, illetve nagy összegű hitelek esetén. Ezek az emelkedések valószínűleg tükrözték a pénzügyi kamatlábak korábbi, 2006. évi emelkedéseinek a rövid lejáratú MPI-kölcsönkamatlábakra gyakorolt hatásait is, nagyjából követve ezáltal a korábbi

19. ábra: Az euroövezeti nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozási reálköltsége



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

Megjegyzések: A nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozásának reálköltségeit a banki hitelezés, a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok és a tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírok kinnlévő állományai alapján számított, inflációs várakozásokkal deflált költségének súlyozott átlaga adja (lásd az EKB Havi jelentés 2005. márciusi számának 4. keretes írását). A monetáris pénzügyi intézmények harmonizált hitelkamatainak 2003. év eleji bevezetése töréshez vezetett a statisztikai sorban.

ciklusokban megfigyelt késleltetett begyűrűzés mintáját. Ugyanezen időszakban a hosszú távú MPI-kölcsönkamatlábak is emelkedtek, mintegy 60–85 bázisponttal. Ugyanebben az időszakban az ötéves államkötvényhozamok 40 bázisponttal nőttek. Ennek eredményeként a hosszú távú banki kölcsönkamatlábak és az összehasonlítható piaci kamatlábak közötti különbség jelentősen nőtt, különösen az év második felében. A különbség megnagyobbodása a bankok finanszírozási költségének növekedését tükrözte.

Folytatva a 2006-ban kezdődött trendet, a nem pénzügyi vállalatok piaci alapú adósságának reálköltsége ugyancsak jelentősen nőtt 2007-ben. 2007 decemberére ez a költség körülbelül 190 bázisponttal volt 2005 nyarának mélypontja felett. 2007 júniusától kezdődően a vállalati

2 A nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozásának reálköltségét úgy számítják ki, hogy a külső finanszírozás különböző forrásait súlyozzák e források (értékelési hatásokkal kiigazított) állományai alapján. E mutató részletes leírását lásd az EKB Havi jelentés 2005. márciusi számának „Az euroövezeti nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozási reálköltségének mérése” című keretes írásában.

kötények hozamainak növekedése meghaladta a megfelelő államkötvények hozamaiban megfigyelt növekedéseket, így az év második felében a szpredek ennek megfelelően szélesedtek. A szpredek e növekedése valószínűleg azt tükrözte, hogy a világ befektetői magasabb hitel- és likviditási kockázatokat érzékeltek, valamint, hogy erősen nyomott szpredek hosszan tartó időszaka után nőtt a pénzügyi piaci volatilitás.³

2007 folyamán a nem pénzügyi vállalatok jegyzett alaptőkéjének reálköltsége is fokozatosan nőtt, annak ellenére, hogy az év első felében a (például a széles euroövezeti indexszel mért) tőzsdei árfolyamok emelkedtek. 2007 második felében a részvénypiaci árfolyamok hanyatlásai hozzájárultak a részvénykibocsátás költségének növekedéséhez. Ugyanakkor a tőkeköltség-számítás bizonyos feltételezésekre támaszkodik, amelyek a cégek várt jövőbeli pénzforgalmával kapcsolatosak, így az eredményeket némi óvatossággal kell értelmezni.

TOVÁBB NŐTT A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK KÜLSŐ FINANSZÍROZÁS IRÁNTI KERESLETE

A nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozás iránti kereslete 2007-ben is robusztus maradt, folytatva a 2004 vége óta megfigyelt emelkedő trendet. A negyedik negyedévben a nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozásának éves reálnövekedési rátája 5% volt, vagyis emelkedett a 2006. évi átlagos 4%-hoz képest. E fejlemény fő mozgatórugója az MPI-k által nyújtott hitelek hozzájárulásának növekedése volt, miközben a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok és a tőzsdei részvények hozzájárulásának emelkedése korlátozottabb volt (lásd 21. ábra).

A külső finanszírozás iránti kereslet igen erős maradt, a belső pénzalapok robusztus generálása ellenére. A tőzsdén jegyzett cégek pénzügyi kimutatásaiból vett aggregált cégszintű adatok bizonyítéka szerint a profitok különösen megbízható szinteken maradtak 2007 folyamán (lásd 20. ábra)⁴. Ugyanakkor azt is figyelembe kell venni, hogy miközben a nyereségre vonatkozó várakozások az euroövezetben az egész év során magasak maradtak, 2007 utolsó negyedévében jelentősen megnőtt a felülvizsgálatokat követő lefelé módosítások száma a tőzsdén

20. ábra: Tőzsdén jegyzett, euroövezeti nem pénzügyi vállalatok nyereségrátái

(negyedéves adatok; százalékok)



Források: Thomson Financial Datastream és az EKB számításai. Megjegyzés: A számítások az euroövezet tőzsdén jegyzett vállalatainak aggregált negyedéves pénzügyi kimutatásain alapulnak. A működési bevétellel (amely a forgalom és a működési költségek különbsége) ellentétben, a nettó bevétel adókkal és különleges tételekkel csökkentett működési, illetve nem működési bevételre utal.

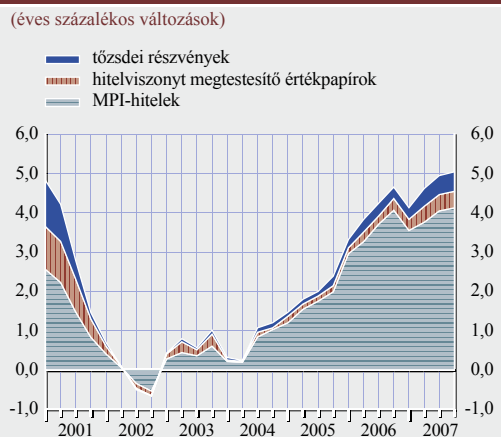
jegyzett euroövezeti cégek nyereséggel kapcsolatos várakozásai terén.

A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott MPI-hitelek növekedési üteme 2007-ben általában tovább fokozódott, folytatva a 2004 eleje óta megfigyelt trendet. Ez a növekedési ütem 2007 decemberében 14,5%-ot, majd tovább emelkedve 2008 januárjában 14,6%-ot tett ki. Valóban, a hitelállomány ilyen erős növekedési dinamikája az euro 1999-es bevezetése óta nem volt tapasztalható. Következésképpen – tényadatok alapján – a hitelpiacok legutóbbi turbulenciáját követően nem voltak jelei annak, hogy gyengülne a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek növekedése. Az euroövezeti MPI-hitelek növekedésének tartós ereje részben a követ-

3 Lásd az EKB Havi jelentés 2007. októberi számának „A hitelkockázat legutóbbi átárazása” (The recent repricing of credit risk) című keretes írását.

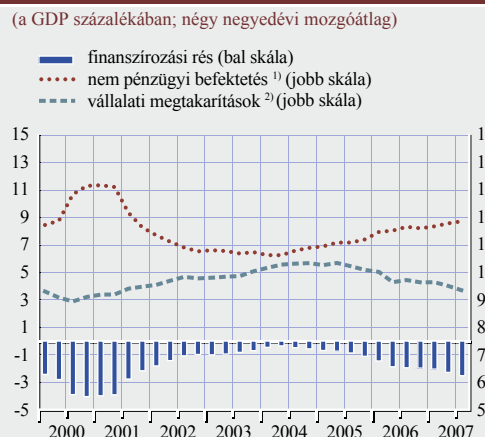
4 Úgy tűnik, hogy az euroövezetbeli cégek utóbbi időbeli erős teljesítménye a nyereség terén szintén széles alapokon nyugszik az euroövezet országaira kiterjedően. Lásd még az EKB Havi jelentés 2007. októberi számának „Volatilitás és a vállalati nyereségek szóródása az euroövezetben” (Volatility and cross-country dispersion of corporate earnings in the euro area) című keretes írását.

21. ábra: A nem pénzügyi vállalatok számára nyújtott külső finanszírozás éves reálnövekedésének részletezése¹⁾



Forrás: EKB.
1) Az éves reálnövekedés a tényleges éves növekedés és a GDP-deflátor növekedése közötti különbség.

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



Forrás: EKB.
1) Magában foglalja a készleteket és a nem pénzügyi eszközök felhalmozódását.
2) Magában foglalja a nettó tőketranszfereket.

kező két tényezővel magyarázható. Először, bankoknak a helyzetre vonatkozó becslései szerint – amint az a legfrissebb banki hitelezési felmérésekből kiderült – továbbra is a reálgazdasági tevékenységgel (különösen a készletekkel, működtetőkével és állótőke-beruházásokkal) kapcsolatos finanszírozási szükségletek magyarázzák a hitelkereslet kitartó növekedését. Másodsor, a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek növekedését támogathatta némi elfordulás a piaci alapú adósságfinanszírozástól, a 2007 utolsó részében a vállalati adósságpiacon észlelt nehezebb feltételek fényében. Ezzel szemben egyéb, inkább pénzügyi természetű tényezők – úgymint az egyesülések és felvásárlások (M&A) alacsonyabb finanszírozási szükségletei vagy a kölcsönkamatlábak növekedései – valószínűleg hozzájárultak a hiteligény mérséklődéséhez. Ebben a tekintetben a bankok által is tapasztalt kevésbé kedvező finanszírozási feltételek ugyancsak hozzájárulhattak az alacsonyabb hitelkereslethez, mivel a bankok továbbadták a keményebb finanszírozási feltételeket, amikor a vállalati hitelfelvevőknek nyújtottak kölcsönt.

A piaci alapú finanszírozás – mind a hitelből történő, mind a részvényeladással való finanszírozás – ugyancsak nőtt, összhangban

a banki alapú vállalatfinanszírozás növekedésével, bár annál sokkal kisebb mértékben. A nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok éves növekedési rátája az év eleji mintegy 4,5%-ról 2007 júliusára 10,1%-ra emelkedett, amely jelentős emelkedés, különösen a korábbi évek mérsékelt növekedéséhez viszonyítva. A még közelebbi múltban a nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok éves növekedési üteme némileg csökkent. A szezonálisan kiigazított adatok rövid távú alakulását vizsgálva, a nem pénzügyi vállalatok nettó kibocsátási tevékenységének hanyatlása 2007 augusztusától kezdődően még sokkal inkább észrevehetővé vált. Ez kapcsolatban lehetett azzal, hogy a hitelpiaci problémákat követően emelkedtek a vállalatikötvény-szpredek, valamint csökkent az M&A tevékenység. A nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott tőzsei részvények éves növekedési rátája 2007-ben némi emelkedésre hajlott, de mérsékelt maradt. A tőzsei részvények nettó kibocsátásának az euroövezeti vállalati szektor nettó finanszírozásához való összességében szerény hozzájárulása valószínűleg azzal a ténnyel volt kapcsolatos, hogy a saját tőke reálköltsége jelentősen magasabb, mint a hitelből történő finanszírozás reálköl-

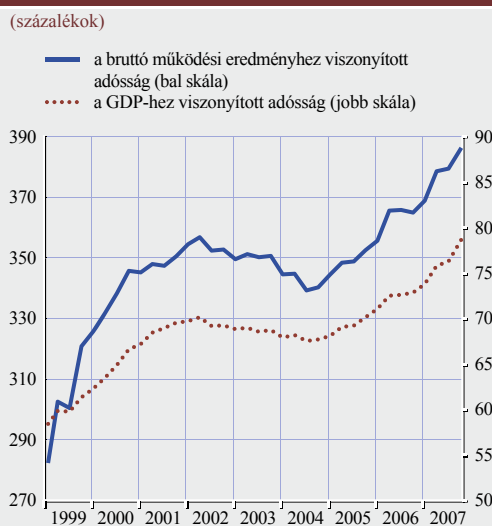
sége, és bőségesen álltak rendelkezésre belső pénzalapok. Ugyanakkor a bruttó kibocsátás némileg növekedett 2007-ben, amit támogatott mind a kezdeti nyilvános ajánlattételek, mind a korábban kibocsátott részvények újraelosztásának alakulása.

A nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozásának átfogó növekedése a finanszírozási rés növekedéséhez vagy nettó hitelfelvételhez köthető, amelyet a vállalati megtakarítások és a nem pénzügyi befektetések különbségeként számítanak ki (lásd 22. ábra). A 2006-ban és 2007 első három negyedévében az euroövezetbeli nem pénzügyi vállalatok által tapasztalt szélesebb finanszírozási rés az új értéket létrehozó beruházások növekedéséből és a vállalati megtakarítások csökkenéséből eredt. Egy jelentős üzemi nyereségekkel jellemzett környezetben a vállalati megtakarítások csökkenései főként a kamatfizetések emelkedéseit tükrözték, valamint azt a tény is, hogy abban az időszakban a vállalatok nyereségeik nagyobb részét osztották fel.

NÖVEKVŐ VÁLLALATI ADÓSSÁG

Ami az euroövezetbeli nem pénzügyi vállalatok mérlegpozíciójának alakulását illeti, az adósságfinanszírozás erőteljes emelkedése következtében tovább folytatódott az adósságráták 2005 eleje óta megfigyelt emelkedése (lásd 23. ábra). Ebben a tekintetben, a becsült GDP-arányos adósságállomány és az adósságnak a bruttó működési többletához viszonyított becsült aránya 2007 utolsó negyedévében 78%-ra, illetve 386%-ra nőtt. A 2002 és 2004 közötti konszolidációs időszak után – amely az 1990-es évek második felében bekövetkezett éles adósságemelkedést követte – a nem pénzügyi vállalatok adósságrátái az utóbbi három évben folyamatosan nőttek. Ellentétben a nem pénzügyi vállalatok adósságának a jövedelműkhöz viszonyított arányával, az adósságnak a pénzügyi eszközeikhez viszonyított aránya 2007 első három negyedévében stabil maradt, miután 2003 első negyedéve óta csökkenő trendet követett. Az adósság utóbbi időbeli növekedései – a kamatláb-emelkedésekkel párosulva – a nem pénzügyi vállalatok nettó

23. ábra: Nem pénzügyi vállalatok adóssághányadai



Forrás: EKB, Eurostat és az EKB számításai.
Megjegyzések: Az adósságot a negyedéves európai ágazati elszámolások alapján jelentik, és magában foglalja a hiteleket, a kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat és a nyugdíjalap-tartalékokat. Az adatokat 2007. IV. n. évig foglalja magában.

kamatterhének jelentős növekedését okozták 2007 folyamán.

2.3 AZ ÁRAK ÉS A KÖLTSÉGEK ALAKULÁSA

2007-ben a teljes HICP-infláció átlagosan 2,1% volt, vagyis 0,1 százalékponttal kevesebb, mint az előző két évben (lásd 1. táblázat). Ugyanakkor a 2007. évi átlag a HICP kétféle évközbeni alakulásának eredménye: az éves inflációs ráták 2% alatt maradtak, és nagyjából stabilak voltak a nyár végéig, majd utána gyorsan emelkedtek. 2006 augusztusa óta először, 2007 szeptemberében a fogyasztói árakon számított infláció kissé 2% fölé nőtt. Majd még magasabb szintekre emelkedett, és 2007 novemberében, valamint decemberében 3,1%-os csúcsot ért el.

A HICP-infláció 2007. évi alakulását nagyban meghatározták az erőteljes energia- és élelmiszerár-emelkedések (lásd 24. ábra). Az olajárak 2007. eleji emelkedésének a HICP energiaár-komponensére gyakorolt hatásait kedvező bázis-

I. táblázat: Az árak alakulása

(eltérő jelzés hiányában éves százalékos változások)

	2005	2006	2007	2006. IV. n.év	2007. I. n.év	2007. II. n.év	2007. III. n.év	2007. IV. n.év	2008. jan.	2008. feb.
A HICP és összetevői										
Teljes index ¹⁾	2,2	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	1,9	2,9	3,2	3,2
Energia	10,1	7,7	2,6	1,5	1,1	0,5	0,7	8,1	10,6	.
Feldolgozatlan élelmiszerek	0,8	2,8	3,0	4,1	3,1	3,3	2,4	3,1	3,3	.
Feldolgozott élelmiszerek	2,0	2,1	2,8	2,2	2,1	2,0	2,5	4,5	5,8	.
Ipari termékek energia nélkül	0,3	0,6	1,0	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	0,7	.
Szolgáltatások	2,3	2,0	2,5	2,1	2,4	2,6	2,5	2,5	2,5	.
Egyéb ár- és költségmutatók										
Ipari termelői árak ²⁾	4,1	5,1	2,8	4,1	2,9	2,4	2,1	4,0	4,9	.
Olajárak (EUR/hordó) ³⁾	44,6	52,9	52,8	47,3	44,8	51,0	54,2	61,0	62,4	64,0
Tömegárak ⁴⁾	9,4	24,8	9,2	23,0	15,7	13,8	6,7	1,6	10,4	15,0

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

Megjegyzés: Az ipari termelői árakra vonatkozó adatok az euroövezetre vonatkoznak, beleértve Ciprust és Máltát.

1) A 2008. februári HICP-infláció az Eurostat gyorsbecslésére vonatkozik.

2) Kivéve építőipar.

3) Brent keverék (egyhónapos határidős szállításra).

4) Energiát kivéve; euróban.

hatások csökkentették 2007 júliusáig; ezután a magas olajárak és a kedvezőtlen bázishatások kombinációja azt eredményezte, hogy ez az összetevő lényegesen hozzájárult a teljes HICP-inflációhoz. A feldolgozatlan élelmiszerek árainak éves változási ütemei 2007 nagy részében magasak voltak, és a feldolgozott élelmiszerek árai a nyár végétől kezdődően felgyorsultak, jelentősen hozzájárulva az év utolsó néhány hónapjának magasabb inflációjához.

Ezenkívül 2007-ben a HICP-inflációt jelentősen befolyásolta egy 3 százalékpontos németországi áfaemelés, amely 2007. január 1-jén lépett hatályba.

A munkaerőköltségek 2007 harmadik negyedévéig mérsékeltek maradtak, de a fajlagos munkaerőköltségek a munkatermelékenység növekedésének visszaesése miatt enyhén nőttek.

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

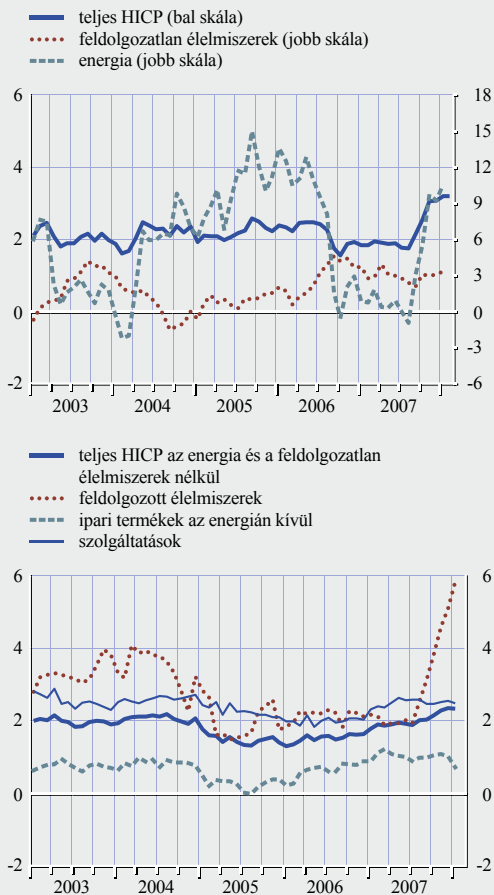
A HICP 2007. évi alakulását részletesebben vizsgálva megállapítható, hogy az olajár-emelkedések és az energiarák korábbi alakulásából eredő bázishatások, valamint az élelmiszerek árak emelkedése jelentősen befolyásolták a HICP-infláció profilját.

2007 januárjának közepén megtorpant az olajárak 2006 augusztusában kezdődött erős csökkenő trendje a nemzetközi piacokon, és az árak ismét emelkedni kezdtek. 2007 decemberében az euróban számított olajárak mintegy 32%-kal voltak magasabbak az egy évvel korábbinál.⁵ A 2007 januárja és júliusa közötti időszak több hónapjában az olajárak emelkedésének a HICP energiaár-komponensére gyakorolt hatásait csökkentették a kedvező bázishatások, amelyek az egy évvel korábban megfigyelt erőteljes energiaár-emelkedésekből eredtek. 2007 szeptembertől kezdődően az emelkedő olajárak és a kedvezőtlen bázishatások együttesen az energiakomponensnek a teljes HICP-inflációhoz való jelentős hozzájárulását eredményezték (lásd 25. ábra). Az év negyedik negyedévében a HICP energiaárak éves változási rátája 8,1% volt, szemben az év első három negyedévének 0,8%-os átlagával. Miközben az éves HICP-infláció havi alakulását befolyásolták a bázishatások, az év egészét tekintve a kedvező és kedvezőtlen bázishatások nagyjából kiegyenlítették egymást, arra utalva, hogy az energiakomponensnek a teljes 2007. évi inflációhoz való hozzájárulása az év során bekövetkezett olajár-emelkedéseket tükrözte (lásd 4. keretes írás).

⁵ A Brent nyersolaj euróban számított hordónkénti éves átlagára 2007-ben gyakorlatilag nem változott, míg 2006-ban az olajárak átlagosan 19%-kal haladták meg a 2005. évi árakat.

24. ábra: A HICP-infláció összetétele: főbb alkomponensek

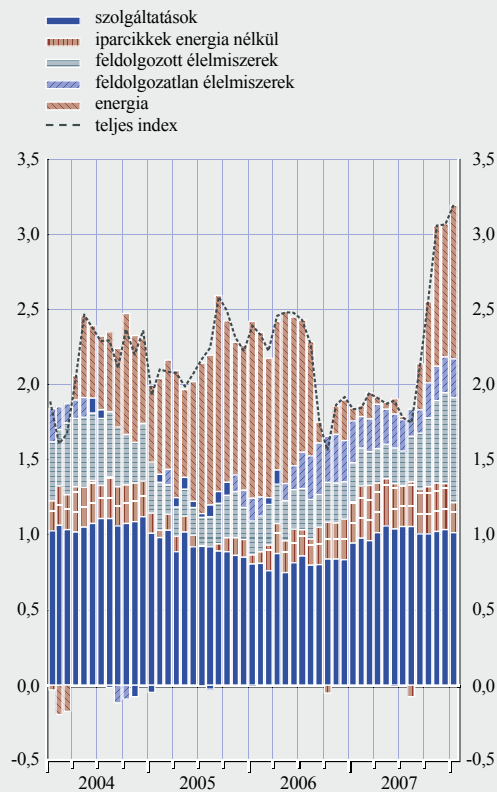
(éves százalékos változások; havi adatok)



Forrás: Eurostat.

25. ábra: A főbb összetevők hozzájárulása a HICP-inflációhoz

(hozzájárulások éves százalékpontban; havi adatok)



Forrás: Eurostat.

Megjegyzés: A kerekítés miatt a hozzájárulások összege nem adja ki pontosan a teljes indexet.

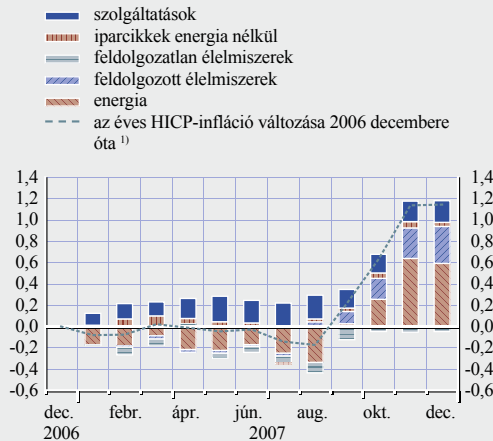
4. keretes írás

AZ ENERGIA BÁZISHATÁSOK BEFOLYÁSA A HICP-INFLÁCIÓRA 2007-BEN

2007 folyamán a HICP-infláció éves rátája jelentősen emelkedett. A 2006. novemberi 1,9%-ot követően decemberben a magas, 3,1%-os szinten állt, amire 2001 májusa óta nem volt példa. Ez az emelkedés csaknem kizárólag annak az eredménye volt, hogy az éves infláció szeptemberben, októberben és novemberben háromszor egymás után élesen nőtt, és az emelkedés legfőbb hajtóerejét az energia- és feldolgozottélelmiszer-komponensek áralakulásaiból adódó jelentős hozzájárulások jelentették [lásd A) ábra].

A) ábra: Az éves HICP-infláció változásának elemei 2006 decembere óta

(százalékpont)

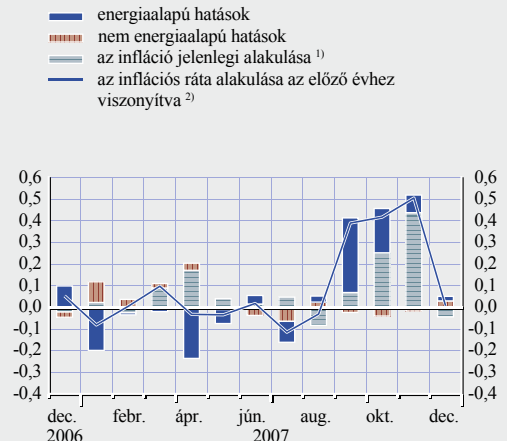


Forrás: Eurostat és az EKB számításai.

1) Az adott hónapban az éves HICP-növekedési ráta és 2006 decemberében az éves HICP-növekedési ráta eltérése alapján számítva.

B) ábra: Az éves HICP-infláció havi változásának összetétele

(százalékpont)



Forrás: Eurostat és az EKB számításai.

1) Az előző évhez viszonyított inflációs ráta és az energia, valamint az energiát nem tartalmazó komponensek kombinált bázishatásainak a különbsége alapján számítva.

2) Az előző évhez viszonyítva az inflációs ráta két egymást követő hónapi eltérése alapján számítva.

Fontos annak megállapítása, hogy az éves inflációs ráta változásai milyen mértékben tükrözik a jelenlegi folyamatokat (azaz a tényleges „híreket” egyik hónapról a másikra), és milyen mértékben tükrözik az előző év árvolatilitásának hatását a „bázishatásokon” keresztül.¹ A jelen kereset írás a bázishatásoknak – különösen az energiaárak alakulásából eredő bázishatásoknak – az utóbbi időbeli HICP-infláció alakításában játszott szerepét tekinti át, és némi betekintést nyújt azok 2008. évi várható hatásába.

Az egyes HICP-komponensek havi szezonális mintájának levezetése lehetővé teszi annak szétválasztását, hogy a bázishatások és a jelenlegi folyamatok mennyiben járulnak hozzá a HICP-infláció éves rátájának havi változásaihoz [lásd B) ábra].²

Amint az korábban várható volt, a bázishatásoknak 2007-ben lényeges hatása volt a fogyasztóiár-index alapján mért infláció ütemének alakulására.³ Az év folyamán a legjelentősebb havi hozzájárulásokat az energiaár-komponens bázishatásai adták, az olajárak 2006. évi havi alakulásának volatilitása miatt. 2007 januárjától júliusáig a kedvező energia bázishatásoknak lefelé irányuló hatása volt a fogyasztóiár-index alapján mért inflációs rátára. 2007 második felében viszont a HICP éves növekedési ütemét kedvezőtlen energia bázishatások befolyásolták, amelyek különösen erősek voltak szeptemberben és októberben. A nem energia

1) A bázishatást úgy lehet meghatározni, mint az éves inflációs ráta változásához való hozzájárulást egy adott hónapban, amely az alaphónapbeli (azaz az egy évvel korábbi azonos hónapbeli) havi változási ütemnek a szokásos vagy „normális” modellről való eltéréseiből fakad, a szezonális ingadozásokat figyelembe véve.

2) A bázishatásoknak az éves infláció havi változásaihoz való hozzájárulását a (szezonálisan nem kiigazított) 12 hónappal korábbi havi változásnak a becstült „normál” havi változástól való eltéréseként számítják ki. A „normál” havi változást úgy kapjuk, hogy az 1995 januárja óta megfigyelt átlagos havi változáshoz minden hónap esetén hozzáadunk egy becstült szezonális tényezőt.

3) Lásd az EKB Havi jelentés 2007. januári számának „The role of base effects in driving recent and prospective developments in HICP inflation” (A bázishatások szerepe a HICP-infláció utóbbi időbeli és jövőbeli alakulásában) című keretes írását.

komponensekből eredő bázishatások összességében viszonylag kicsik voltak 2007-ben.

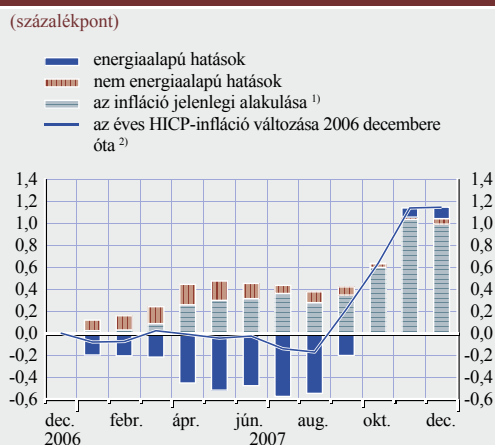
Mindazonáltal az év utolsó negyedében az infláció alakulását a havi árdinamikák vezérelték, az energiaárak, valamint a feldolgozott élelmiszerek árainak emelkedése miatt. Különösen novemberben az energiakomponensnek a HICP-infláció emelkedéséhez való hozzájárulása nagyobbik részét az olajáraknak a nemzetközi piacokon bekövetkezett utóbbi időbeli emelkedéseinek begyűrűzése adta. A nyersolajárakból eredő hatáson túl a finomítók haszonkulcsa is emelkedett némileg, ami azt tükrözte, hogy magasabb lett az energiaellátók profitja. Ezzel szemben decemberben az energiakomponens némi lefelé irányuló nyomást gyakorolt a teljes fogyasztóiár-index alapján mért inflációs rátára, de ezt nagyjából kiegyenlítette a feldolgozott élelmiszerek áraiból eredő újabb felfelé irányuló nyomás. Az energiakomponens esése főként amiatt következett be, hogy a hónap során csökkentek a nyersolajárak, miközben az egy évvel korábbi energiaár-alakulásából eredő bázishatás csaknem elhanyagolható volt.

Az év egészét tekintve, az energia- és nem energia komponensek teljes bázishatásainak viszonylag csekély kumulált befolyása volt a HICP-infláció éves növekedési ütemére, mivel a kedvező és kedvezőtlen hatások csaknem pontosan kiegyenlítették egymást [lásd C) ábra].

Mindent egybevetve, a 2006 decembere és 2007 decembere közötti éves HICP-növekedési ütem összesen 1,1 százalékpontos emelkedéséből mindössze 0,1 százalékpont tükrözte az energia bázishatások kumulált felfelé irányuló hatását, míg a maradék 1 százalékpont a 2007. évi árdinamikát tükrözte. Ezért úgy tűnik, hogy az éves HICP-infláció teljes emelkedésének nagy részét az aktuális inflációs folyamatok okozták.

Előre tekintve, a HICP-inflációs ráta 2008 folyamán várhatóan mérséklődik, feltételezve, hogy a nemzetközi piacokon az energia és az élelmiszer-nyersanyagok árainak – határidős árakba jelenleg beépített – utóbbi időbeli emelkedései némileg megfordulnak. 2008-ban mind az energia-, mind a nem energia árakból származó bázishatások összessége várhatóan jelentős csökkentő hatással lesz az infláció alakulására (kumulált módon mintegy 1,1 százalékpont a 2008 decemberéig tartó 12 hónapban).⁴ A hatás általában az év vége felé fog koncentrálni, ahogy a 2007 második felében regisztrált jelentős energia- és élelmiszerár-emelkedések kiesnek a 12 hónappal későbbi éves összehasonlításból. Ugyanakkor a mérték, amennyire ezek a negatív bázishatások alacsonyabb HICP-inflációhoz vezetnek, döntően függ attól, hogy ne legyenek további olaj- és élelmiszerársokkók, valamint az egyéb HICP-komponensek mérsékelt alakulásától, ami különösen megkívánja, hogy ne legyenek másodlagos hatások.

C) ábra: Az éves HICP-infláció változásának összetétele 2006 decembere óta



Forrás: Eurostat és az EKB számításai.

1) Az éves inflációs ráta 2006 decembere óta bekövetkezett változása, valamint az energia és az energián kívüli komponensek 2006 decembere óta bekövetkezett kumulált bázishatásai közötti eltérés alapján számítva.

2) Az előző évhez viszonyítva az adott hónapi HICP-növekedési ráta és az előző évhez viszonyítva 2006 decemberében a HICP-növekedési ráta közötti eltérés alapján számítva.

⁴ Lásd az EKB Havi jelentés 2008. januári számának „Accounting for recent and prospective movements in HICP inflation: the role of base effects” (A HICP-infláció utóbbi időbeli és jövőbeli alakulásának magyarázata: a bázishatások szerepe) című keretes írását.

Az infláció másik jellemzően volatilis összetevőjének, a feldolgozatlan élelmiszerek árának a teljes inflációs rátához való hozzájárulása ugyancsak nőtt 2007-ben, e komponens 2006. évi gyorsulását követően. A feldolgozatlan élelmiszerek árának éves változási üteme 2007 nagyobbik részében magas maradt, bár a havi fejleményeket jelentős volatilitás jellemezte, főként a gyümölcs- és zöldségárak változásai miatt, amelyeket befolyásoltak a rossz európai időjárási viszonyok, különösen 2007 tavaszán. A húсарak – amelyek 2006-ban kitartó ütemben emelkedtek – 2007-ben is magas éves növekedési rátákat értek el. Ez a fejlemény részben az állati takarmányok és más inputköltségek világszerte emelkedéseit tükrözte.

A HICP-infláció 2007. végi emelkedéséhez jelentősebben hozzájárultak a feldolgozott élelmiszerek árai, amelyek a nyár vége felé kezdtek erőteljesebb ütemben nőni. Az év utolsó negyedében a feldolgozottélelmiszer-komponens éves növekedési rátája 4,5% volt, amely a legmagasabb szint a Monetáris Unió 1999-es kezdete óta. A feldolgozott élelmiszerek éves árváltozási ütemének emelkedése azzal összefüggésben következett be, hogy néhány mezőgazdasági termék ára jelentősen megnőtt a világszerte, amit átmeneti és strukturális tényezők kombinációja vezetett (lásd 5. keretes írás). A „kenyér és gabonatermékek”, valamint a „tej, sajt és tojás” alkomponensek voltak e tekintetben a legérintettebbek.

5. keretes írás

ÉLELMISZERÁR-INFLÁCIÓ AZ EUROÖVEZETBEN

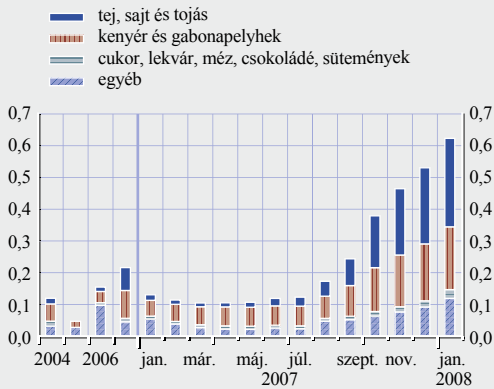
2007 második felében az euroövezetben mind a termelői, mind a fogyasztói árakon számított élelmiszerár-infláció élesen emelkedett. Az élelmiszertermékek és italok termelői árai 2007-ben átlagosan 4,5%-kal nőttek, azaz több, mint hat éve a legmagasabb ütemben. 2006 2,4%-os átlagát követően 2007 decemberében a HICP-élelmiszerárak 4,3%-kal emelkedtek. A HICP-élelmiszerárak emelkedését elsősorban a feldolgozottélelmiszer-komponens okozta. Ezen a komponensen belül a cereáliák és a kenyér, továbbá a tej, sajt és tojás árai nőttek különösen élesen [lásd A) ábra]. 2007 második felében az élelmiszerárak fontos szerepet játszottak a teljes HICP-infláció emelkedésében. A jelen keretes írás az euroövezeti élelmiszerár-infláció mozgásait alakító potenciális tényezőket tekinti át, valamint a kilátásokat tárgyalja.

Az euroövezet élelmiszerár-inflációjának növekedése nagyrészt globális tényezőket tükröz. 2007-ben számos mezőgazdasági termék (úgy mint cereáliák és olajos magvak) ára élesen emelkedett a globális piacokon [lásd B) ábra].

Ezek az áremelkedések részben ideiglenes tényezőket tükröztek, mint például a néhány jelentős mezőgazdasági termék-exportőr országban tapasztalt kedvezőtlen időjárási feltételeket, amelyek befolyásolták e termékek globális kínálatát. A magas energiaárak ugyancsak növelték a mezőgazdaság energiaintenzív inputjainak (úgy mint műtrágya, szállításhoz szükséges üzemanyag és gépek) költségét. Ezenkívül a nemzetközi élelmiszerárak növekedéséhez hozzájárult az élelmiszeripari termékek iránti globális kereslet erőteljes emelkedése. Ez annak az eredménye, hogy sok fejlődő gazdaságban megváltoztak az élelmiszer-fogyasztási szokások, és néhány mezőgazdasági termék – különösen a bioüzemanyagok – gyártása iránt új kereslet jelentkezett. Tekintve, hogy ezen utóbbi fejlemények strukturális természetűek, a jövőben valószínűleg felfelé irányuló nyomást gyakorolnak a globális élelmiszerárakra. A tejtermékek áremelkedései az egyes euró-

A) ábra: A feldolgozott élelmiszerek árának hozzájárulása az éves HICP-inflációhoz

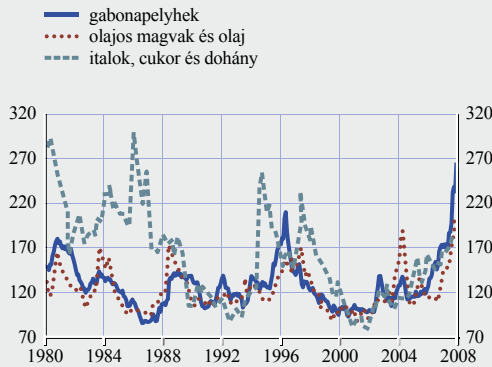
(százalékpont)



Forrás: Eurostat és az EKB számításai.
Megjegyzés: A bal oldali panel az éves hozzájárulásokat mutatja 2004-2007-ben.

B) ábra: Az élelmiszerek és a trópusi italok árának az alakulása

(havi adatok USD-ban; index: átlag 2000 = 100)



Források: A Hamburgi Nemzetközi Közgazdasági Intézet és az EKB számításai.
Megjegyzés: Az utolsó megfigyelés 2007 decemberére vonatkozik.

pai országok tejpiacainak eltérő szerkezetét is tükrözhetnék, a tej, az állati takarmányok és más inputok világszerte emelkedésén túl.

Az élelmiszerárak globális természetét aláhúzva, 2007-ben több jelentősebb euroövezeten kívüli gazdaságban egyidejűleg emelkedtek az élelmiszerárak. Továbbá, az euroövezet inflációjához leginkább hozzájárult élelmiszerár-komponensek (úgy mint gabona- és tejtermékek) ugyancsak emelkedtek ezekben a gazdaságokban, ami egy közös sokkra utal az emelkedések mögött.

Az euroövezeten belül a globális élelmiszeráraknak az egyes euroövezetbeli országok áraira gyakorolt hatása mind sebességét, mind nagyságát tekintve jelentősen eltért. Például 2007-

HICP feldolgozott élelmiszerek - a dohány kivételével - az euroövezeti országokban

(éves százalékos változások)

	Súlyok 2007	2005	2006	Átlagok 2007	Éves növekedési ráta 2007. december	2008. január
Belgium	10,8	2,0	1,9	4,1	7,3	8,2
Németország	8,3	0,2	1,0	3,0	6,7	7,4
Írország	10,2	0,0	0,2	1,2	7,3	7,2
Görögország	9,7	3,2	4,7	2,2	6,0	6,3
Spanyolország	10,4	2,8	4,4	3,0	8,9	9,3
Franciaország	9,7	-0,6	0,7	0,7	3,0	4,7
Olaszország	9,9	0,6	1,9	2,5	4,7	5,1
Luxemburg	9,6	1,7	1,8	2,6	5,4	5,3
Hollandia	9,3	-1,8	0,2	1,5	4,7	5,6
Ausztria	8,3	0,8	1,5	3,7	7,7	8,4
Portugália	8,4	-0,8	1,7	1,4	5,6	6,5
Szlovénia	11,4	-1,3	1,4	5,7	11,9	13,8
Finnország	13,0	-0,8	0,9	0,8	1,1	6,6
Euroövezet	9,4	0,5	1,6	2,3	5,6	6,6

Forrás: Eurostat és az EKB számításai.

ben a dohányt nem tartalmazó feldolgozottélelmiszer-HICP éves növekedési rátája a szlovéniai 5,7%-tól (amely a legmagasabb ráta az euroövezetben) a franciaországi 0,7%-ig és a finnországi 0,8%-ig terjedt, ahol a ráta jelentősen az euroövezeti átlag alatt volt (lásd a táblázatot). Újabb adatok a feldolgozott élelmiszerek erősebb inflációját mutatják az utóbbi két országban.

Az egyes országok kiskereskedelmi élelmiszerpiacai hagyományosan szegmentáltak. E tekintetben, valószínűleg a keresleti feltételek, a piaci struktúrák, az élelmiszerár-szintek, valamint a kiskereskedelmi és forgalmazói szektorokban a verseny okozta nyomások közötti eltérések magyarázzák a közös külső sokkra az egyes országok fogyasztói élelmiszerárai által adott különféle válaszokat.

Előre tekintve, az élelmiszerárak kilátásai mind a világon, mind belföldön továbbra is erősen bizonytalanok. Jóllehet a mezőgazdasági termékek kínálatának végül is válaszolnia kell a kereslet növekedésére, a felzárkózási időszak a jelenleg előre látottnál tovább tarthat. Ráadásul az élelmiszerárak számos olyan tényezőtől függenek, amelyeket igen nehéz előre megjósolni, beleértve a technológiai fejlődést és az energiapolitika lehetséges változásait. Mindent egybevetve úgy tűnik, hogy a kockázatok felfelé irányulóak.

Az energián kívüli ipari termékek árai 2007-ben 1,0%-kal nőttek, meghaladva az előző évek áremelkedéseinek ütemét. Ez a gyorsulás főként a németországi áfaemelés hatásait, a fogyasztási cikkek esetén a belföldi termelők árak által jelzett inputköltségnyomásokat és azt a tényt tükrözte, hogy a feldolgozóipari szektor kapacitáskihasználtsága a teljes év folyamán historikusan magas szintek körül alakult. Ezek a hatások több, mint kiegyenlítették az alacsonyabb importárnyomásokat tompító hatását, amely az árfolyamok alakulását tükrözte egy erős nemzetközi versennyel jellemzett környezetben. Végül, a szolgáltatások árainak inflációja – főként a németországi áfaemelés hatása miatt – 2007 elején feltűnően nőtt, és az egész év folyamán magas szinteken maradt.

Míg a teljes HICP éves átlagos növekedési üteme 2007-ben lényegében stabil volt, a volatilis feldolgozatlanélelmiszer- és energiakomponenseket nem tartalmazó HICP éves növekedési üteme az előző két év 1,5%-áról 2007-ben 2,0%-ra emelkedett. Ezt a mutatót befolyásolta a német áfaemelés az év elején. 2007 februárjától júliusáig stabilan 1,9%-on maradt, majd augusztusban ismét elkezdett felfelé mozogni, elsősorban a feldolgozott élelmiszerek árának erőteljes emelkedései miatt. Az év végére a fel-

dolgozatlan élelmiszert és energiát nem tartalmazó HICP-infláció 2,3%-ot ért el, amely 2002 vége óta a legmagasabb szint.

ALACSONYABB ÁTLAGOS TERMELŐI ÁRAKON SZÁMÍTOTT INFLÁCIÓ, DE FELFELÉ IRÁNYULÓ NYOMÁS 2007 VÉGE FELÉ

Az év első felében – főként az energiakomponensből eredő bázishatások következtében – csökkent a termelők árakon számított infláció, majd az energia- és élelmiszerárak alakulásának hatására ismét emelkedett.

2007-ben az euroövezetben az (építőipart nem tartalmazó) ipari termelők árak éves változásának üteme 2,8%-ot tett ki, azaz lényegesen alacsonyabb volt, mint az előző két évben. A termelők árakon számított infláció – amely 2006 júliusában 6%-os csúcsot ért el – 2007 júliusára fokozatosan 1,8%-ra csökkent, főként az energiakomponens befolyásoló bázishatások következtében. 2007 szeptemberétől az energia termelők árainak – az olajár-emelkedések és bázishatások által megnövelt – magasabb éves növekedési rátái, valamint az élelmiszerek termelők árának emelkedése a termelők árakon számított infláció emelkedéséhez vezetett. 2007 decemberében a termelők árakon számított infláció 4,3%-on állt.

26. ábra: Az ipari termelői árak összetétele

(éves százalékos változások; havi adatok)



Forrás: Eurostat.

Megjegyzés: Az adatok az euroövezetre vonatkoznak, beleértve Ciprust és Máltát.

Az építőipart és energiát nem tartalmazó ipari termelői árak éves növekedési rátája az év során némileg csökkent ugyan, de magas szinteken maradt. Ez a fejlemény a főbb összetevők eltérő alakulásait tükrözte (lásd 26. ábra).

2007 folyamán a közbenső termékek árainak éves növekedési rátája folytatta fokozatos lassulását, és a 2006. augusztusi 6,5%-os csúcstól decemberre 3,5%-ra esett. Az év első felében a közbenső termékek árait még mindig befolyásolta a fő hajtóerőt jelentő ipari nyersanyagok magasabb áraiból eredő felfelé irányuló nyomás. Az ipari nyersanyagok világgpiaci árainak ezt követő csökkenése és az euro felértékelődése együttesen tompították az árak alakulását a közbenső termékek szektorának sok részében. Az élelmiszerekkel kapcsolatos tételek gyártói az év harmadik negyedében erős áremelkedéseket tapasztaltak néhány mezőgazdasági termék világgpiaci árának emelkedése nyomán (lásd 5. keretes írás). A beruházási javak árak éves növekedésének felfelé irányuló mozgása

2007 júniusában megfordult, és 2007 negyedik negyedében 1,5%-ra csökkent, ami az euro felértékelődésének kedvező hatásait tükrözte.

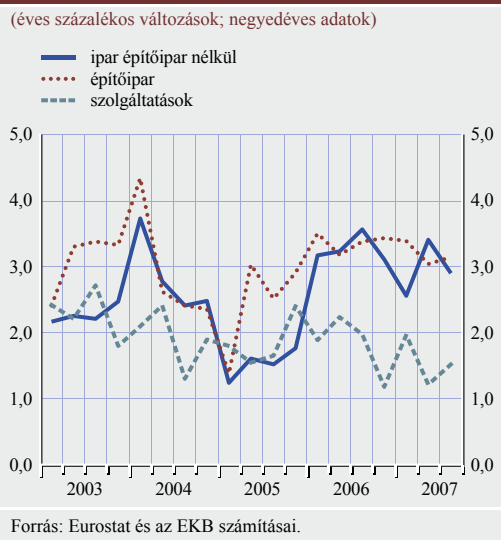
Tovább haladva a termelési láncban, a fogyasztási cikkek árai tovább haladtak a 2005 közepe óta megfigyelt felfelé menő úton. A fogyasztási cikkek árának átfogó éves változási üteme 2007 decemberében 3,9%-ra nőtt, amely a Monetáris Unió 1999-es kezdete óta a legmagasabb növekedési ráta. Ezt a folyamatot főként a nem tartós fogyasztási cikkek árai vezérelték, amelyeknek emelkedése júliustól felgyorsult, tükrözve a globális élelmiszerár-nyomásokat, amelyek megemelték az élelmiszer fogyasztási cikkek árát. Ugyanakkor a dohány- és élelmiszerárakat nem tartalmazó fogyasztási cikkek árváltozásának éves üteme az év folyamán stabilan 1,3% körül maradt.

A MUNKAERŐKÖLTSÉGEK MÉRSÉKELTEK MARADTAK

Az egy alkalmazottra jutó bér éves növekedési rátája 2007-ben mérsékelt maradt. Az év első három negyedében az éves átlagos növekedési ráta 2,0% volt, kissé elmaradva a 2006-ban regisztrált átlagos növekedési rátától (lásd 2. táblázat). A szektoronkénti adatok azt jelzik, hogy – az előző évhez hasonlóan – 2007-ben az egy munkavállalóra jutó bér növekedési rátái magasabbak voltak az ipari szektorban, mint a szolgáltatási szektorban, összhangban a termelési szektoronkénti alakulásával (lásd 27. ábra). 2007 első három negyedében az ipari szektorban az átlagos növekedési ráta nagyjából összhangban volt a 2006 eleje óta zajló folyamatokkal. Az építőipari szektorban az egy alkalmazottra jutó bér éves növekedési rátája – jóllehet kissé magasabb volt, mint az ipari szektorban – mérséklődött az év folyamán a foglalkoztatás lassulásának e szektorban mutatkozó első jelei közepette. A szolgáltatások terén az egy alkalmazottra jutó bér éves növekedési rátája 2007 első három negyedében alacsonyabb volt, mint az előző két évben.

2007 első három negyedében az egy munkóra jutó összes munkaerőköltség átlagos növekedése alacsonyabb volt, mint a 2006-ban regisztrált növekedési ráta. Az egy főre jutó

27. ábra: Egy munkavállalóra eső jövedelem ágazati bontásban



jövedelem és az egy munkóra jutó összes munkaerőköltségek éves növekedési rátáinak mérséklődése részben a társadalombiztosítási járulékok néhány euroövezetbeli országban 2007-ben megvalósított csökkentéseinek tompító hatásai miatt következett be.

Egyéb rendelkezésre álló munkaerőköltség-mutatók megerősítik, hogy a bérek alakulása 2007-ben mérsékelt maradt. Ezen belül a kialakított bérek növekedése az euroövezetben 2007-ben átlagosan 2,1% volt, kissé elmaradva a 2006. évi rátától, bár a bérek alakulása országonként jelentősen eltért. Úgy tűnik, az alacsonyabb mun-

kanélküliségnek a bérmegállapodásra gyakorolt hatása viszonylag mérsékelt maradt. Úgy látszik, a munkaerő- és termékpiacon szerkezeti reformjai, a munkaerő-kínálat és a foglalkoztatás összetételének változásai, valamint a nemzetközi verseny hozzájárult a munkaerőköltségek mérsékelt alakulásához az euroövezetben.

A bérek mérsékelt alakulása ellenére a fajlagos munkaerőköltségek éves növekedési rátája az év folyamán kissé emelkedett, főként a munkatermelékenység növekedésének visszaesését tükrözve. 2007 első három negyedévében a fajlagos munkaerőköltségek átlagosan 1,1%-kal nőttek, szemben az előző két év 0,9%-os és 1,0%-os átlagos növekedési rátáival. 2007 folyamán a fajlagos munkaerőköltségek növekedése némi lassulást hozott a nyereségek alakulásában. Az általános haszonkulcsnak a GDP-deflátor és a fajlagos munkaerőköltségek növekedési rátái közötti különbséggel mért mutatója 2007 harmadik negyedévéig még mindig a nyereségek dinamikus, de a 2006. évinél alacsonyabb ütemű növekedését jelezte. 2007 első három negyedévében az átlagos haszonkulcs-növekedés 0,6%-os volt, szemben a 2006. évi 0,8%-kal.

TOVÁBB LASSULT A LAKÓINGATLANOK ÁRAINAK EMELKEDÉSE

2007 első felében lassultak a – HICP mérésében egyébként nem szereplő – lakóingatlanárak, folytatva a 2005 második felében és 2006-ban megfigyelt lassulási trendet (lásd 28. ábra). A legfrissebb becslések szerint 2006 második

2. táblázat: A munkaerőköltség mutatói

(éves százalékos változások)

	2005	2006	2007	2006. IV. n.é.	2007. I. n.é.	2007. II. n.é.	2007. III. n.é.	2007. IV. n.é.
Kialakított bérek	2,1	2,3	2,1	2,5	2,0	2,3	2,1	2,1
Egy órára eső összes munkaerőköltség	2,7	2,6	.	2,3	2,3	2,4	2,5	.
Egy munkavállalóra jutó javadalmazás	1,8	2,2	.	1,8	2,2	1,9	2,0	.
<i>Emlékeztető tételek</i>								
Munkatermelékenység	0,7	1,3	.	1,6	1,3	0,7	0,7	.
Fajlagos munkaerőköltség	1,0	0,9	.	0,2	0,9	1,2	1,2	.

Forrás: Eurostat, nemzeti adatok és az EKB számításai.
Megjegyzés: Az egy munkavállalóra vonatkozó javadalmazás, a munkatermelékenység és a fajlagos munkaerőköltség az euroövezetre vonatkozik, beleértve Ciprust és Máltát.

felének 6,1%-áról 2007 első felében a lakóingatlanok árának éves növekedési üteme a teljes euroövezetre vonatkozóan 5,0%-ra csökkent. Az egyes országokra vonatkozóan rendelkezésre álló adatok azt jelzik, hogy az euroövezeti lakásárak inflációjának mérséklődése különösen azokban az országokban volt feltűnő, ahol az utóbbi években viszonylag magas lakóingatlanár-emelkedéseket regisztráltak, azaz Belgiumban, Írországban, Spanyolországban, Franciaországban és Máltán. Ezzel szemben Olaszország, Hollandia és Ausztria esetén a rendelkezésre álló adatok arra utalnak, hogy 2007-ben a házáremelkedések lényegében nem változtak a 2006. évekhez képest. Ami Németországot illeti, 2007-ben a házárok kissé tovább emelkedtek, a 2005-ig tartó mérsékelt folyamatokkal jellemzett időszakot követően is.

AZ INFLÁCIÓS ÉRZÉKELÉSEK ÉS VÁRAKOZÁSOK ALAKULÁSA

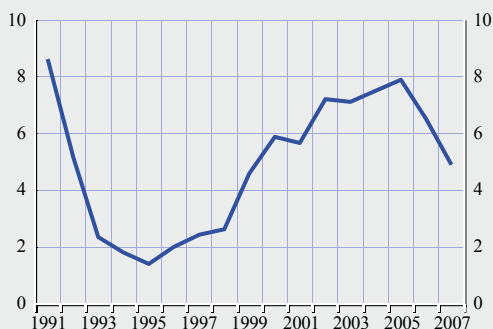
Tekintettel a fogyasztóiár-index alapján mért infláció 2007 vége felé bekövetkezett emelkedésére, az inflációs érzékelések és várakozások kulcskérdéssé váltak az infláció jövőbeli alakulásának megbecslésében. 2007 második felében, a tényleges infláció emelkedését követően, az Európai Bizottságnak az utóbbi 12 havi fogyasztói minőségi inflációs érzékeléseire vonatkozó

mutatója jelentősen emelkedett, és olyan szinteket ért el, amelyeket utoljára a 2002. januári euróra való átállást követően lehetett látni (lásd 29. ábra).⁶ 2002-vel ellentétben, 2007 második felében a fogyasztók inflációs várakozásai a következő 12 hónapra vonatkozóan – bár kisebb mértékben, de – emelkedtek. Hasonlóképpen, a hivatásos előrejelzőktől származó információ azt mutatta, hogy a felméréseken alapuló hosszú távú inflációs várakozások a Consensus Economics 2007. októberi előrejelzése szerint 1,9%-on maradtak, és 2,0%-ra nőttek a Euro Zone Barometer és az EKB 2008. januári, 2008 első negyedévére vonatkozó szakmai előrejelzői felmérése szerint. Továbbá, az euroövezeti inflációhoz kötött kötvényekből és swapokból származtatott kiegyenlítő inflációs ráták 2007 szeptembere után emelkedtek, arra utalva, hogy az inflációs várakozások vagy az inflációs kockázati prémiumok nőttek a pénzügyi piacokon (lásd még e fejezet 2.2 pontját).

6 További információk az EKB Havi jelentése 2007. novemberi számának „A fogyasztói inflációs érzékelések és várakozások alakulása az euroövezetben az utóbbi időben” (Recent developments in consumers' inflation perceptions and expectations in the euro area) című keretes írásában található.

28. ábra: Az euroövezeti lakóingatlanárak alakulása

(éves százalékos változások; éves adatok)



Forrás: az EKB számításai, nem harmonizált nemzeti adatok alapján.
Megjegyzés: A 2007. évi adatok az év első felére vonatkoznak.

29. ábra: Euroövezeti fogyasztói kvalitatív inflációs észlelések és várakozások

(százalékos egyensúly; szezonálisan kiigazítva)



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

2.4 A KIBOCSÁTÁS, A KERESLET ÉS A MUNKA-ERŐPIAC ALAKULÁSA

A GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS 2007-BEN KEDVEZŐEN ALAKULT

2007-ben a gazdasági folyamatok általában kedvezőek voltak, bár a növekedés némileg lassult az év folyamán. 2007-ben az euroövezetben a reál-GDP-növekedés átlagosan 2,6% volt, amely kissé elmarad a 2006-ban regisztrált 2,8%-tól, és meghaladja a korábbi évek növekedési rátáit (lásd 30. ábra).

2007-ben a lassúbb GDP-növekedés a magánfogyasztás és a lakáscélú beruházások alakulása miatt következett be. A nettó exportnak a GDP növekedéséhez való hozzájárulása 0,4 százalékpont volt, azaz kétszerese a 2006. évi hozzájárulásnak (lásd 3. táblázat).

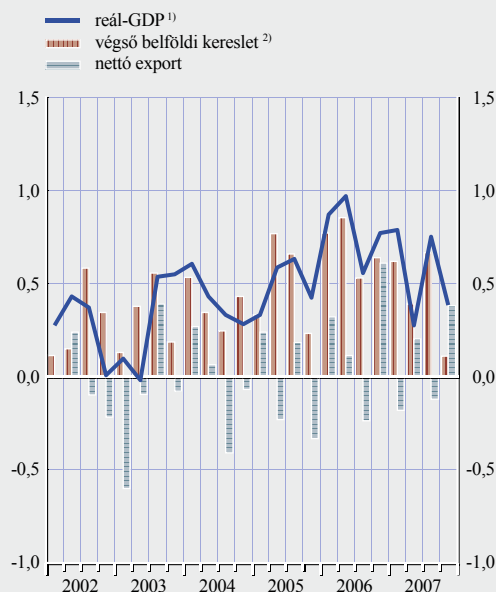
A lassúbb növekedés mögötti tényezők közül – a németországi áfaemelésnek a fogyasztásra gyakorolt egyszeri hatása mellett – különösen jelentős volt a magasabb élelmiszer- és energiaáraknak a háztartások rendelkezésre álló reáljövedelmére, valamint a fogyasztói és üzleti bizalomra gyakorolt negatív hatása. Ezek az inflációs folyamatok, majd később az augusztusban kezdődött és az Egyesült Államok másodlagos jelzálogpiaci válságához szorosan kapcsolódó pénzügyi nyugtalanság 2007 második felében hozzájárultak a fogyasztói és üzleti várakozások romlásához. Ráadásul számos euroövezetbeli ország lakáspiacaának gyengülő feltételei is hozzájárultak a gazdasági konjunktúra mérséklődéséhez.

A második félelvi növekvő bizonytalanság ellenére az euroövezet gazdasága 2007-ben jól teljesített, amint azt a munkanélküliségi ráta jelentős és folyamatos csökkenése tükrözte. Decemberben az euroövezet munkanélküliségi rátája 7,1%-ra, vagyis az utóbbi 25 év legalacsonyabb szintjére esett. Ez a pozitív trend tükrözi az euroövezet gazdasági fundamentumainak erejét és különösen a cégek nyereségességét, valamint az erős teljes munkahelyteremtést.

2007-ben a magánfogyasztás 1,4%-kal nőtt, szemben a 2006. évi 1,8%-kal. A fogyasztás

30. ábra: Hozzájárulások a negyedéves reál-GDP-növekedéshez

(negyedéves százalékpont hozzájárulások; szezonális kiigazítással)



Forrás: Eurostat és az EKB számításai.

Megjegyzés: Az adatok az euroövezetre vonatkoznak, beleértve Ciprust és Máltát.

1) A százalékos változás összevetése az előző negyedéssel.

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

2007. évi növekedési pályáját erősen befolyásolta a 2007. januári németországi áfaemelés. Az adóemelés elkerülése érdekében ez előrehozott vásárlásokhoz vezetett, különösen a drága áruk – például a tartós fogyasztási cikkek – terén. Ennek eredményeként az euroövezet magánfogyasztásának éves növekedési rátája a 2006. negyedik negyedévi 2,1%-ról 2007. első negyedévében élesen, 1,4%-ra esett. A következő hónapokban a háztartások fogyasztása fellendült, összhangban a háztartások rendelkezésre álló reáljövedelmének javulásával, amelyek főként a foglalkoztatás pozitív folyamatainak voltak köszönhetőek, valamint – kisebb mértékben – a háztartások reálvagyonának növekedésének. Az év második felében a fogyasztói bizalom folyamatos gyengülése volt tapasztalható, amely – úgy tűnik – a pénzügyi piacok zavarához, a külső környezettel kapcsolatos aggodalmakhoz és az infláció emelkedéséhez kötődött (lásd 31. ábra). Ugyanakkor úgy tartják, hogy a pénzügyi nyugtalanság csak korláto-

3. táblázat: A reál-GDP-növekedés összetétele

(eltérő jelzés hiányában százalékos változások, szezonális kiigazítással)

	Éves ráták ¹⁾								Negyedéves ráták ²⁾				
	2005	2006	2007	IV. n.év	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	IV. n.év	I. n.év	I. n.év	III. n.év	IV. n.év
Reál bruttó hazai termék <i>ebből</i>	1,7	2,9	2,6	3,2	3,1	2,4	2,6	2,2	0,8	0,8	0,3	0,8	0,4
Belföldi kereslet ³⁾	1,9	2,7	2,2	2,4	2,9	2,0	2,1	2,0	0,2	1,0	0,1	0,9	0,0
Magánfogyasztás	1,6	1,8	1,4	2,1	1,4	1,6	1,6	1,1	0,4	0,0	0,6	0,5	-0,1
Állami fogyasztás	1,5	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	2,2	1,8	0,3	1,1	0,2	0,7	-0,1
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	3,0	5,3	4,8	5,7	6,9	4,1	4,5	3,7	1,5	1,7	0,0	1,2	0,8
Készletek változása ⁴⁾	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,5	0,3	-0,3	0,2	-0,1
Nettó export ³⁾	-0,2	0,2	0,4	0,8	0,3	0,4	0,5	0,3	0,6	-0,2	0,2	-0,1	0,4
Export ⁵⁾	4,9	8,1	5,9	9,0	6,6	5,8	7,1	4,4	3,1	0,9	0,8	2,1	0,5
Import ⁵⁾	5,7	7,8	5,2	7,1	6,0	5,0	5,9	3,8	1,6	1,4	0,3	2,5	-0,4
Reál bruttó hozzáadott érték <i>ebből</i>													
Ipar az építőipar kivételével	1,2	3,8	3,7	4,2	3,8	3,4	4,1	3,7	0,9	1,2	0,6	1,4	0,4
Építőipar	1,7	4,6	3,1	5,2	7,1	2,5	2,0	1,0	1,2	1,8	-1,4	0,4	0,2
Tisztán piachoz kapcsolódó szolgáltatások ⁶⁾	2,3	3,1	2,9	3,6	3,3	2,8	2,9	2,6	0,7	0,7	0,6	0,8	0,4

Forrás: Eurostat és EKB-számítások.

Megjegyzés: A szolgáltatott adatok szezonálisan és részben munkanaphatással kiigazítottak, mivel nem minden euroövezetbeli ország szolgáltat negyedévente munkanapra kiigazított nemzeti számlasorokat. Az adatok az euroövezetre vonatkoznak, beleértve Ciprust és Máltát.

1) Százalékos változás a korábbi év azonos időszakához képest.

2) Százalékos változás az előző negyedévhez képest.

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

4) Beleértve a felvásárlásokat, leszámítva az értéktárgyak elidegenítését.

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

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

zott közvetlen hatással volt a fogyasztásra, bár a fogyasztási hitelek feltételei az év utolsó néhány hónapjában szigorodtak, szemben a hitelfeltételeknek a korábbi negyedévekben megfigyelt nettó könnyítésével.

A 2006. évi erőteljes fellendülést követően 2007-ben a beruházások teljes növekedése robusztus, az év egészét tekintve 4,4%-os volt. Ugyanakkor a növekedés üteme az év folyamán fokozatosan mérséklődött. A lassulás a lakóberuházások terén volt a legkihangsúlyozottabb, jelezve az építőipari szektor konjunktúraciklusa expanzív fázisának végét, összefüggésben a házak növekedésének lassulásával. A lakóberuházások lassulása észrevehetőbb volt néhány olyan országban, ahol a korábbi években igen gyors növekedést tapasztaltak. Az eurorendszer banki hitelezési felmérésének jelentése szerint 2007 negyedik negyedévében jelentősen esett a háztartások lakáshitelek iránti nettó kereslete, ami a lakáspiaci kilátá-

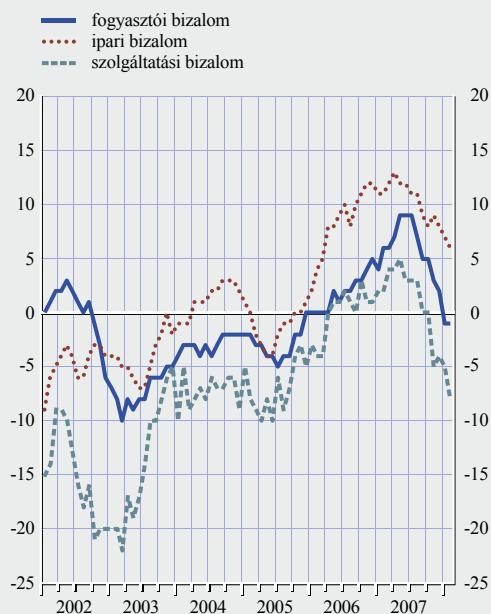
sok kevésbé kedvező megítélését és a fogyasztói bizalom romlását tükrözte.

2007-ben az euroövezet exportja erőteljesen, 5,9%-kal bővült, tükrözve a külső kereslet erős növekedését. Mindez az eurónak az év folyamán megfigyelt gyors felértékelődése, valamint a Kína és más ázsiai országok jelentette erős verseny ellenére következett be. Az euroövezet importja ugyancsak erősen nőtt, amit ösztönzött az üzleti beruházások és az export robusztus teljesítménye, valamint az euro felértékelődése. Mindent egybevetve, a nettó kereskedelem pozitívan, 0,4 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez.

Szektorális szempontból, 2007-ben a gazdasági konjunktúrát főként a szolgáltatások tartós teljesítménye támogatta. E szektor éves növekedési rátája a 2006. évi 2,5%-ról 2007-ben 2,4%-ra csökkent. Az (építőipart nem tartalmazó) ipari szektor jelentős rugalmasságot

31. ábra: Bizalmi mutatók

(százalékos egyensúly; szezonális kiigazítással)



Forrás: Az Európai Bizottság üzleti és fogyasztói felmérései.
Megjegyzés: Az adatok számítása a fogyasztói és ipari bizalom esetében az 1985 januárjától kezdődő időszak, a szolgáltatási bizalom esetében pedig az 1995 áprilisától kezdődő időszak átlagától való eltérés alapján történik. Az adatok az euroövezetre vonatkoznak, beleértve Ciprust és Máltát.

és ez ellensúlyozta az építési tevékenység lassulását. A hozzáadott érték növekedése az euroövezet építőipari szektorában 2007-ben élesen visszaesett, különösen az év második felében. Amint fentebb említettük, ez a trend elsősorban a lakáspiacokra vonatkozó várakozások romlásának eredménye volt, de más építési tevékenységek – ideértve a nem lakáscélú építést és az infrastrukturális létesítményeket – ugyancsak lassabban növekedtek.

TOVÁBBI JAVULÁS A MUNKAERŐPIACON

Az euroövezet munkaerőpiaca nyilvánvaló javulást mutatott az utóbbi években. Több év mérsékelt növekedését követően a foglalkoztatás 2006-ban 1,5%-kal nőtt. A munkahelyteremtés kiegyensúlyozottabb volt életkorok, nemek és szakképzettség szerint is⁷. A foglalkoztatásnak ez az erőteljes növekedése 2007-ben is folytatódott, és az elért 1,7%-os éves növekedési ráta 2001 óta a legmagasabb volt (lásd 4. táblázat). Ugyanakkor 2007 második felében a foglalkoztatás növekedése lassult, ami gyengébb gazdasági feltételeket tükrözött.

mutatott az év során, ami szoros összefüggésben volt az export erőteljes növekedésével,

7 További részletek az EKB Havi jelentése 2007. szeptemberi számának 8. keretes írásában olvashatók.

4. táblázat: A munkaerőpiac alakulása

(százalékos változások az előző időszakhoz képest; százalékok)

	2005	2006	2007	2005	2005	2006	2006	2006	2006	2007	2007	2007	2007
				III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év
Munkaerő	0,9	0,9	0,8	0,2	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,2	0,0
Foglalkoztatás	0,9	1,5	1,7	0,3	0,4	0,4	0,6	0,2	0,4	0,6	0,5	0,3	0,2
Mezőgazdaság ¹⁾	-1,2	-1,6	,	0,3	-0,1	-1,0	0,4	-1,5	-0,9	1,0	-1,1	-1,5	,
Ipar ²⁾	-0,3	0,6	,	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,3	0,4	0,6	0,3	0,1	,
- kivéve építőipar	-1,4	-0,3	,	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,0	0,1	0,0	0,1	,
- építőipar	2,3	2,7	,	-0,1	0,4	0,4	1,3	0,9	1,5	1,7	1,0	0,0	,
Szolgáltatások ³⁾	1,5	2,1	,	0,4	0,5	0,7	0,7	0,3	0,4	0,6	0,7	0,5	,
Munkanélküliségi ráták⁴⁾													
Összesen	8,8	8,2	7,4	8,8	8,7	8,6	8,4	8,1	7,9	7,6	7,4	7,3	7,2
25 év alatt	17,2	16,1	14,8	17,2	16,8	16,8	16,2	15,7	15,8	15,0	14,7	14,6	14,4
25 év és felett	7,8	7,2	6,5	7,7	7,7	7,6	7,4	7,1	6,9	6,7	6,6	6,4	6,3

Forrás: Eurostat és az EKB számításai.

Megjegyzés: A munkanélküliségi adatok az euroövezetre vonatkoznak, Ciprust és Máltát is beleértve.

1) Beleértve a halászatot, vadászatot és erdészetet.

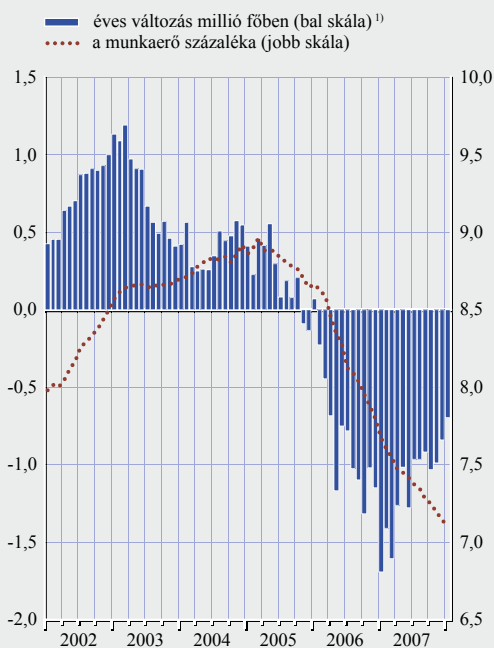
2) Tartalmazza a feldolgozóipart, építőipart, bányászatot és kőbányászatot, villamosenergia-, gáz- és villanyátvitelt.

3) Kivéve területen kívüli testületeket és szervezeteket.

4) A munkaerő százaléka az ILO ajánlása szerint.

32. ábra: Munkanélküliség

(havi adatok; szezonális kiigazítással)



Forrás: Eurostat.

Megjegyzés: Az adatok az euroövezetre vonatkoznak, beleértve Ciprust és Máltát.

1) Az éves változások nincsenek szezonálisan kiigazítva.

Szektorális szempontból, a 2007. év gyorsabb foglalkoztatásnövekedése részben az építőipari szektor erőteljes munkahelyteremtését tükrözte, ahol a teljes 2006. év 2,7%-áról az éves növekedési ráta 2007 harmadik negyedévében 4,3%-ra emelkedett. Az (építőipart nem tartalmazó) ipari foglalkoztatás elhúzódó csökkenése 2007-ben állt meg, amikor 2001 óta először figyeltek meg nettó munkahelyteremtést, bár ez igen szerény volt. A foglal-

koztatás a szolgáltatások terén is gyorsabban nőtt, a 2006. évi átlag 2,1%-ról 2007 harmadik negyedévében 2,2%-ra emelkedve. Ez főként a pénzügyi és üzleti, valamint a kereskedelmi és szállítási alszektorok alakulásával volt kapcsolatban. 2007 második felében ezek a szolgáltatási alszektorok lassúbb foglalkoztatásnövekedést tapasztaltak, csakúgy mint az építőipari szektor, ahol a lassulás kifejezettebb volt. Az utóbbi szektor fejleményei a lakásépítési és egyéb építési tevékenységek ciklikus fellendülésének végét tükrözik.

A munkanélküliségi ráta – amely 2005 elején kezdett csökkenni, és 2006 negyedik negyedévében 7,9%-ot tett ki – 2007-ben tovább csökkent, és az év végén 7,1%-ra esett (lásd 32. ábra).

2007 folyamán a munkanélküliek számának havi átlagos csökkenése 80 000 fő körül volt. Mindent egybevetve, az alacsonyabb munkanélküliség a ciklikus feltételekkel kapcsolatos foglalkoztatásnövekedést, valamint a piaci reformok hatását és a továbbra is mérsékelt bérnövekedést tükrözi.

A gazdaság egészére vonatkozóan a munkatermelékenység növekedése (amelyet úgy mérünk, hogy a reál-GDP-t elosztjuk a teljes foglalkoztatással) 2007-ben mindössze 0,8%-kal emelkedett, szemben a 2006. évi 1,3%-kal, amikor a munkatermelékenység éves növekedési rátája a negyedik negyedévében 1,6%-os csúcsot ért el. A munkatermelékenység 2006-ban látott gyorsulása – amely főként az euroövezet gazdaságának ciklikus fellendülésével volt kapcsolatban – rövid életűnek bizonyult, és 2007 negyedik negyedévében az éves növekedési ráta 0,6%-ra esett.

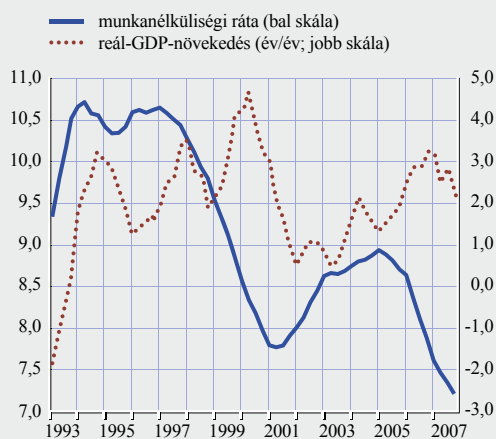
6. keretes írás

A MUNKANÉLKÜLISÉG CSÖKKENÉSE AZ EUROÖVEZETBEN AZ UTÓBBI ÉVEKBEN

Az utóbbi kilenc évben az euroövezetben a foglalkoztatás átlagos éves növekedési rátája 1,3%-ot tett ki. 2003 második negyedéve óta az euroövezet munkanélküliségi rátája 1,5 százalékponttal esett, így 2007 decemberében 7,2%-ot mutatott. Ez a csökkenés nemcsak a gazdasági fellendülést tükrözi, hanem a tartósan mérsékelt béralakulásokat, valamint az euroövezeti munkaerőpiac reformjait is.

A) ábra: Az euroövezeti munkanélküliségi ráta és a GDP növekedése

(százalék; éves százalékos változások)



Forrás: Eurostat.

Megjegyzés: Munkanélküliség a munkaerő százalékában.

A munkanélküliség utóbbi évekbeli alakulásának két időszakát lehet megkülönböztetni [lásd A) ábra]. Az első a 2003 közepétől 2005 elejéig tartó időszak, amikor a munkanélküliségi ráta a konjunktúra gyorsulása ellenére lassan tovább nőtt. Ez egy olyan időszak után következett be, amikor a munkanélküliségi ráta a 2001. közepi alacsony, 7,8%-os szintről 2003 közepére 8,7%-ra ugrott. A második a 2005 elejétől 2007-ig tartó időszak, amelynek során a munkanélküliségi ráta a tartós gazdasági növekedéssel összefüggésben feltűnően, az 1980-as évek eleje óta nem látott szintekre esett. Abszolút értékben a munkanélküliség 2003 júniusa óta körülbelül 1,6 millió fővel csökkent, felszívva a 2001 közepé és 2003 közepé között regisztrált növekedést. A jelen keretes írás az euroövezetbeli munkanélküliség 2003 óta tartó csökkenését tekinti át, az életkorokra, nemekre, szakképzettségre és időtartamokra összpontosítva.

A munkanélküliség csökkenése nagyban a foglalkoztatás erőteljes növekedésére vezethető vissza

A munkanélküliség csökkenése a foglalkoztatás élénk növekedéséből eredt. 2003 közepé óta az összesített foglalkoztatás negyedévente átlagosan 0,3%-kal nőtt, szemben a 2001 közepé és 2003 közepé közötti időszak mindössze 0,1%-ával. Ez több mint 7,5 millió fős növekedésnek felel meg az alkalmazottak létszámában. Az egyes szektorokat nézve, a foglalkoztatás növekedésének mintegy 85%-át adta a szolgáltatási szektor, míg a többi munkahelyet az építőipari szektorban teremtették. A foglalkoztatás továbbra is csökkenő trendet követett a mezőgazdaságban és az (építőipart nem tartalmazó) iparban.

Érdemes megjegyezni, hogy a munkanélküliség csökkenése – bár az utóbbi két évben némi lassulás jeleit mutatta – akkor következett be, amikor folyamatban volt a munkaerő növekedése. Főként a növekvő részvételi ráta következtében a munkaerő növekedése 2003 eleje óta tartós maradt, és átlagos éves rátája kissé meghaladta a 0,9%-ot. Más szóval, a foglalkoztatás 2003 óta tartó dinamizmusa nemcsak felszívta a növekvő munkaerőt, de a munkanélküliség jelentős csökkenéséhez is vezetett.

A munkaerőpiac javulása minden csoport számára előnyös

2003 óta minden csoportban csökkent a munkanélküliségi ráta, különösen néhány olyan kategóriában, amelyeket a leginkább sújtott a magas munkanélküliség, azaz a fiatalok és a nők körében. Ugyanakkor az egyes csoportok munkanélküliségi rátái között még mindig jelentős különbségek vannak (lásd a táblázatot).

A fiatalok (azaz a 25 év alattiak) munkanélkülisége – amely az euroövezetben mintegy kétszerese a teljes munkanélküliségi rátának – a 2003. júniusi 16,5%-ról a 2007. decemberi 14,3%-ra

Munkanélküliségi ráta az euroövezetben nem, korcsoport és végzettség szerint

(százalék; százalékpontok)

	kor	2003	2005	2007	2003-2007. évi változás
Mind	15 felett	8,7	9,0	7,2	-1,5
Férfiak	15 felett	7,7	8,2	6,5	-1,2
Nők	15 felett	9,9	10,0	8,0	-1,9
Fiatalabb	15-24	16,5	17,6	14,3	-2,2
Idősebb	55-64	7,4	7,5	6,1	-1,3
Végzettség	25-64				
középfokú végzettség alatt		10,3	10,2	9,1	-1,2
legalább középfokú végzettség		7,7	7,9	6,2	-1,5
felsőfokú végzettség		5,2	5,0	4,0	-1,2
Hosszú távú munkanélküliségi ráta	15 felett	44,2	45,4	44,4	0,2

Forrás: Eurostat.

Megjegyzés: A 2003., 2005. és 2007. évi adatok a júniusi, márciusi, illetve decemberi adatok, és minden kategória tekintetében a harmonizált munkanélküliségi rátából származódnak, az idősebb munkavállalókat, a végzettség szerinti bontást és a hosszú távú munkanélküliséget kivéve, amelyek tekintetében az adatok minden esetben márciusra vonatkoznak, és az EU Munkaerő Felméréséből származnak.

csökkent. Mindent egybevetve, a munkanélküliség csökkenésének mintegy egyharmada tulajdonítható ennek a csoportnak. A női munkanélküliségi ráta 2003 júniusa és 2007 decembere között 1,9 százalékponttal 8,0%-ra esett. Ez nyilvánvalóan erősebb csökkenés, mint amelyet a férfi dolgozók körében mértek. Mindkét csoport (fiatalok és nők) számára továbbra is előnyös volt a határozott idejű szerződésekre vonatkozó rendelkezések könnyítése, valamint a részmunkaidős foglalkoztatás elősegítését célzó intézkedések bevezetése, amelyek növelték e két csoport foglalkoztathatóságát. Ugyancsak hasznukra vált a foglalkoztatás strukturális növekedése a szolgáltatási szektorban.

Kevésbé pozitív, hogy a jelek szerint a hosszú ideje munkanélkülieknek az összes munkanélküliek számához viszonyított aránya 2003 és 2007 között – valamivel 44% felett – lényegében változatlan maradt, és más gazdasági térségekhez viszonyítva ez az arány igen magas. Ugyanakkor a több, mint egy éve munkanélkülieknek az összes munkanélkülihez viszonyított aránya 2005 óta 1,0 százalékponttal csökkent. Ez azt jelzi, hogy az e csoportba tartozók némi késéssel látják hasznát a gazdasági fellendülésnek. Amint azt a hanyatló trend tükrözi, a hosszú távú munkanélküliség szempontjából is hasznosak azok a munkaerő-piaci reformok, amelyek különösen a legsebezhetőbb csoportok foglalkoztathatóságának javítását és a munkára való ösztönzést célozzák.

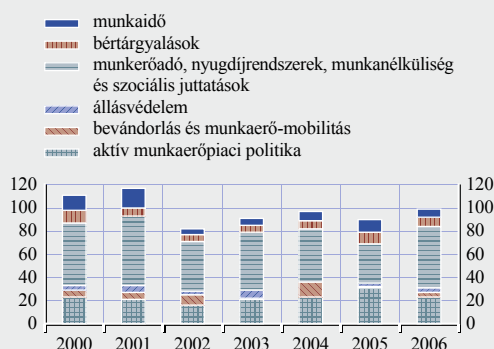
A munkanélküliség további csökkenésének ösztönzésére újabb reformok és a bérek továbbra is mérsékelt növekedése szükséges

Mindent egybevetve, 2003 közepe óta a munkanélküliség jelentősen csökkent. E csökkenés következő évekbeli fenntartható folytatása – a mérsékelt bérnövekedésen túlmenően – folyamatos reformokat fog szükségessé tenni az euroövezet munkaerő- és termékpiacain. Az Európai Bizottság nemrégiben összeállított egy (LABREF nevű) adatbázist, amelyben a politikai kezdeményezések kulcsfontosságú jellemzői szerepelnek a 2000. évtől kezdődően, azok tervezésére, terjedelmére és tartósságára összpontosítva.¹ A B) ábra azt mutatja, hogy átlagosan az

¹ A reformokat nyolc fő szempont alapján osztályozták, amelyek a következő területekre terjednek ki: a munka adóztatása, a munkanélküliség-rendszerek (az egyéb jóléti juttatásokkal együtt), aktív munkaerő-piaci programok, az állás védelme, nyugdíjrendszerek, béralku, munkaidő-szervezés, migrációs politikák és a munkaerő mobilitása. Ezen átfogóbb tartományokon belül összesen 36 beavatkozási területet vizsgálnak.

B) ábra: Reformok intenzitása az euroövezetben¹⁾ és reformtípus szerinti megoszlás, 2000-2006

(az életbe léptetett reformok száma)



Forrás: az EKB számításai a LABREF adatbázis alapján.

1) Szlovéniát is magában foglalja.

és megvalósítása terén, számos területen további erőfeszítések szükségesek. A reformoknak különösen a fiatalok és a nők elhelyezkedési lehetőségeit kell növelniük. Ezért minden egyes euroövezetbeli ország számára elengedhetetlen, hogy megszüntesse a piactorzítást, és szigorúan megvalósítsa a lisszaboni folyamat lényegét képező nemzeti reformprogramokat. A foglalkoztatás védelmére vonatkozó jogszabályok megváltoztatása, valamint a munkavállalás ösztönzőinek az adó- és juttatási rendszereken keresztül történő biztosítása terén az előrehaladás meglehetősen korlátozott. Az e területeken megvalósított erőteljes reformok jelentősen hozzájárulhatnak a munkaerőpiacok rugalmasságához, és támogatják az euroövezet országainak alkalmazkodóképességét. Ezenkívül, a termelékenység növelése és a foglalkoztatási lehetőségek javítása érdekében nagyobb erőfeszítésekre van szükség, hogy teljessé tegyék és elmélyítsék az EU belső áru- és szolgáltatáspiacát, valamint fokozzák a kutatási és fejlesztési tevékenységet és az újításokat. Továbbá üdvözljük a béralkurendszereknek a merevségek megszüntetését célzó reformjait, mert azok fontosak az egyes csoportok közötti munkanélküliségirata-különbsétek csökkentésében.

összes irányelvváltás száma az euroövezetbeli munkaerőpiacokon 98, 2000 és 2006 között hozott intézkedést jelent. Az intézkedéseket főként az aktív munkaerő-piaci politikák terén hozták (különösen olyan kezdeményezéseket, amelyek az állami foglalkoztatási szolgáltatásokat és képzést érintik). Ezeket követték a nyugdíjrendszerekre (elsősorban az összeg és a jogosultsági kritériumok tekintetében), valamint a munkaerő adóztatására vonatkozó intézkedések (olyan politikák formájában, amelyek főleg a jövedelemadóztatást és a munkaadók társadalombiztosítási járulékait érintik).

Jóllehet több euroövezetbeli ország haladást ért el a szerkezeti reformok elfogadása

2.5 FISKÁLIS FOLYAMATOK

2007-BEN FOLYTATÓDOTT A KÖLTSÉGVETÉS JAVULÁSA

A fiskális folyamatok 2007-ben is viszonylag kedvezőek voltak, főként az erős konjunktúra, további váratlan bevételek, némi konszolidációs erőfeszítések következtében és azon ideiglenes tényezők megszűnése miatt, amelyek a 2006. évi hiányt megnövelték Olaszországban. Az euroövezet országainak aktualizált stabilitási programjai szerint az euroövezetben az átlagos államháztartási hiány 2007-ben a GDP 0,8%-ára csökkent, szemben a 2006. év 1,5%-ával (lásd 5. táblázat)⁸. A túlzothiany-eljárás alá eső két euroövezetbeli országban, azaz

Olaszországban és Portugáliában, a hiány a GDP 2,4%-ára, illetve 3%-ára esett. Frissebb becslések szerint Olaszország esetén a hiány a GDP 1,9%-ára esett. Újabb becslések szerint Belgiumban a 2007. évi deficitrátát a GDP 0,1%-át, míg az adósságrátát a GDP 85,1%-át tette ki. 2007-ben a hiány egyetlen euroövezetbeli országban sem haladta meg a GDP 3%-át; ilyen helyzet utoljára 2000-ben állt fenn (az UMTS-licenszek értékesítéséből származó bevételeket nem számítva).

Összehasonlítva a 2007. évi adatokat a 2006 végén és 2007 elején kiadott frissített stabilitási

⁸ A stabilitási programokban szereplő 2007. évi adatok becslések, ezért különbözhetnek a végleges eredményektől.

5. táblázat: Fiskális pozíciók az euroövezetben

(a GDP százalékában)

Államháztartási többlet (+) / hiány (-)

	2005	2006	2007
Euroövezet	-2,5	-1,5	-0,8
Belgium	-2,3	0,4	-0,3
Németország	-3,4	-1,6	0,0
Írország	1,2	2,9	0,5
Görögország	-5,1	-2,5	-2,7
Spanyolország	1,0	1,8	1,8
Franciaország	-2,9	-2,5	-2,4
Olaszország	-4,2	-4,4	-2,4
Luxemburg	-0,1	0,7	1,0
Hollandia	-0,3	0,6	-0,4
Ausztria	-1,6	-1,4	-0,7
Portugália	-6,1	-3,9	-3,0
Szlovénia	-1,5	-1,2	-0,6
Finnország	2,7	3,8	4,5

Államháztartási bruttó adósság

	2005	2006	2007
Euroövezet	70,3	68,6	66,7
Belgium	92,2	88,2	84,6
Németország	67,8	67,5	65,0
Írország	27,4	25,1	25,1
Görögország	98,0	95,3	93,4
Spanyolország	43,0	39,7	36,2
Franciaország	66,7	64,2	64,2
Olaszország	106,2	106,8	105,0
Luxemburg	6,2	6,6	6,9
Hollandia	52,3	47,9	46,8
Ausztria	63,4	61,7	59,9
Portugália	63,7	64,8	64,4
Szlovénia	27,4	27,1	25,6
Finnország	41,4	39,2	35,3

Forrás: Európai Bizottság (2005-06; Belgium esetében 2007 is), aktualizált stabilitási programok (2007) és az EKB számításai
Megjegyzés: A stabilitási programok 2007. évi adatai becslések, ezért a végső eredményektől eltérhetnek.

programokban kitűzött célokkal, az euroövezet átlagos hiánya a GDP 0,7 százalékpontjának megfelelő értékkel javult. Ez a javulás nagyban köszönhető annak a bázishatásnak, amely a vártnál jobb 2006. évi eredményeket tükrözi. 2007-ben a legtöbb országban (leginkább Németországban, Luxemburgban és Finnországban) a tervezettnél jobb eredményeket realizáltak.

Ilyen fejlemények közepette az euroövezetben az átlagos államadósság-ráta csaknem 2 száza-

lékponttal a GDP 66,7%-ára csökkent, amely a GMU harmadik szakaszának 1999-es kezdete óta a GDP százalékában kifejezett legalacsonyabb adósságszint. Franciaország, valamint az alacsony adósságú Írország és Luxemburg e csökkenő trend alól kivételek voltak. Ráadásul, az adósságráták hat országban a GDP 60%-ának megfelelő referenciaérték felett maradtak. A fiskális eredmények javulása ellenére 2007-ben nőtt az euroövezetbeli kormányok adósság kibocsátási tevékenysége (lásd 7. keretes írás).

7. keretes írás

AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS ÁLTAL KIBOCSÁTOTT HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK ÉS KÖTVÉNYHOZAM-SZPREDEK ALAKULÁSA AZ EUROÖVEZETBEN

2007-ben, az év nagyobbik részében emelkedő kamatlábakkal jellemzett környezetben, nőtt az államháztartás hitelviszonyt megtestesítő értékpapírjainak kibocsátása az euroövezetben. A növekedés figyelemre méltóan erős volt a rövid távú kibocsátásokban. Nettó alapon az euroövezeti államháztartás adósságkibocsátásának növekedési üteme 2007 decemberében 2,8% volt, vagyis csak 0,4 százalékponttal volt magasabb, mint 2006-ban [lásd A) táblázat].¹ Ugyanakkor a GDP-arányos államháztartási hiány a legtöbb euroövezetbeli országban csökkent, összefüggésben az erősebb gazdasági növekedéssel.

Az egyik oka annak, hogy 2007-ben a kormányok által kibocsátott rövid lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok százalékos aránya nőtt a hosszú lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokhoz képest az lehetett, hogy az év első felében emelkedtek a hosszú távú kamatok. Ennek megfelelően, ahogy a kormányoknak egy meredek hozamgörbével kellett szembenéznük, a hosszú lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok éves növekedési rátája a 2006. évi 3,4%-ról 2007-ben 2,3%-ra esett, míg a rövid lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok éves növekedési rátája élesen emelkedett, és 2007-ben még pozitívvá is vált.

Az államháztartás által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok szerkezetének elemzéséből kiderül, hogy az állami adósságkibocsátásokat túlnyomórészt a központi kormányzat vállalja. 2007-ben ez a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állományának 93,5%-át tette ki, míg az államháztartás egyéb alszektoraira jutott a maradék 6,5%. Ugyanakkor az utóbbiak idővel aktívabbak lettek, és az általuk kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 1999 és 2006 között többé-kevésbé megduplázódtak, míg a központi kormányzat általi kibocsátások ugyanezen időszak során folyamatosan csökkentek.

Általában az országok nem változtattak hosszú távú adósságkezelési orientációjukon. 2007-ben a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állományának mintegy 92,5%-a volt hosszú lejáratú adósság, vagyis kicsit kevesebb, mint 2006-ban. Ugyanakkor a rövid lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok részesedése a 2006. évi 7,1%-ról 2007-ben 7,5%-ra emelkedett [lásd B) táblázat]. A B) táblázat azt is jelzi, hogy az államháztartás által kibocsátott hosszú lejáratú hitelviszonyt megtestesítő

A) táblázat: Az euroövezeti államok által kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok éves növekedési rátája

(százalékok; időszak vége)

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

Forrás: EKB.

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

B) táblázat: Az euroövezeti kormányzatok által kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok fennálló összegének struktúrája

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Központi kormányzat	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,9	93,5	93,5
Hosszú lejáratú értékpapírok	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86	86,5	86,1
Rövid lejáratú értékpapírok	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	7,0	7,4
Egyéb államháztartás	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,1	6,5	6,5
Hosszú lejáratú értékpapírok	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4
Rövid lejáratú értékpapírok	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Államháztartás összesen									
Hosszú lejáratú értékpapírok	92,3	93,0	92,7	91,7	91,1	91,4	92,1	92,9	92,5
Fix kamatozású	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3
Változó kamatozású	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2
Rövid lejáratú értékpapírok	7,7	7,0	7,3	8,3	8,9	8,6	7,9	7,1	7,5
Államháztartás összesen milliárd euróban	3 453,3	3 549,0	3 775,3	3 949,2	4 151,6	4 386,6	4 602,9	4 704,8	4 835,0

Forrás: EKB.

Értékpapírok messze legnagyobb részét fix kamattal bocsátották ki. A változó kamatozású kibocsátások részaránya 2007-ben kissé nőtt, folytatva így a 2004-ben kezdődött emelkedő trendet.

Az emelkedő kamatlábaknak az államháztartás adósságkamat-fizetéseire gyakorolt hatásának illusztrálására a kamatfizetések változását a következők szerint lehet bontani: i) az államadósság változásaiból eredő hatás, ii) a kamatlábak változásaiból eredő hatás, valamint iii) egy maradék kereszthatás.² Az A) ábra azt mutatja, hogy 2000 óta először a kamatlábak változása pozitívan járult hozzá a kamatfizetések teljes változásához 2007-ben. Ezenkívül a kamatlábak

2 A kamatfizetések változását I a következőképpen lehet felbontani:

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

$\left\{ \begin{array}{l} \text{Hatás az} \\ \text{adósság} \\ \text{változásán} \\ \text{keresztül} \end{array} \right.$

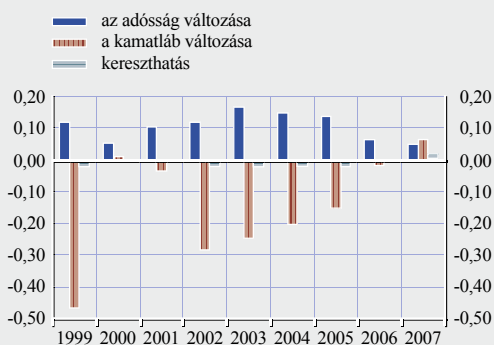
 $\left\{ \begin{array}{l} \text{Hatás a} \\ \text{kamatláb} \\ \text{változásán} \\ \text{keresztül} \end{array} \right.$

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

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

A) ábra: A kamatfizetések változásának bontása

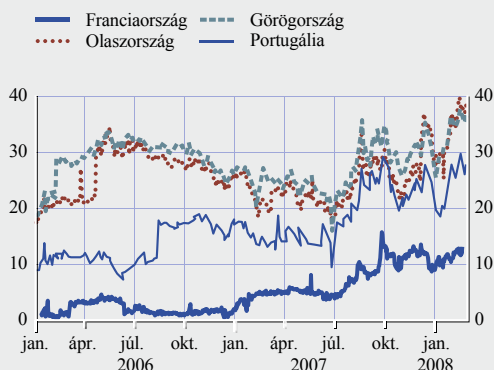
(a GDP százalékában; éves adat)



Forrás: Európai Bizottság (AMECO adatbázis) és az EKB számításai.

B) ábra: Államkötvényhozamok különbségei Németországhoz viszonyítva

(bázispontban; napi adatok)



Forrás: Reuters és az EKB számításai.

változásának hatása nagyobb volt, mint az adósság változásából eredő hatás.

Ami az országok közötti különbségeket illeti, a német tízéves államkötvényhozamok eddig átlagosan messze a legalacsonyabbak voltak az euroövezetbeli országok között, elsősorban a kötvények magasabb likviditása és az ennek megfelelő *benchmark* státusza következtében. A B) ábra a Németországon kívüli, túlzotthiány-eljárás alá eső euroövezetbeli országok államkötvényhozam-szpredeit mutatja 2006 végén a német kötvényekhez képest.

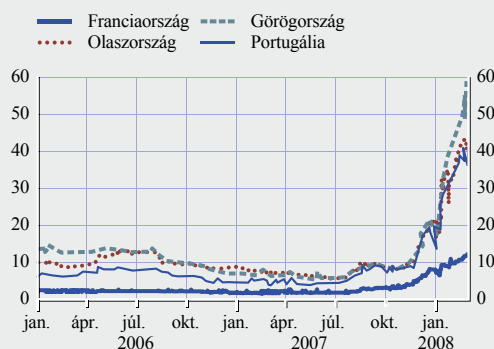
Az egyes euroövezetbeli országok államkötvényhozamai közötti különbségek végül is tükrözik a likviditásbeli és hitelkockázatbeli különbségeket. 2007 folyamán az államkötvényhozam-szpredek két trendje volt megfigyelhető. Az év első felében az államkötvényhozam-szpredek néhány euroövezetbeli országban csökkenő trendet követtek. Ugyanakkor 2007 második felében a pénzügyi piaci nyugtalanság idején és a kockázatok általános átárazásának eredményeként emelkedtek, különösen Görögországban, Franciaországban, Olaszországban és Portugáliában. A szeptember vége felé megfigyelt csökkenések novemberben megfordultak, a befektetőknek a hitelpiacok zavarásával kapcsolatban megújult aggodalmi nyomán.

Az államkötvényhozam-szpredek utóbbi időbeli szélesedésének igazolására a C) ábra szuverén nemfizetési swapok szpredeit (szuverén CDS szpredeit) mutatja. Szerkezetük szerint a szuverén CDS-szpredek tekinthetők a megfelelő államkötvények tartásával kapcsolatos hitelkockázat mutatóinak. A sajátos cél miatt a szuverén CDS-szpredeknek megvan az az előnye, hogy az érintett országok *benchmark* kötvényeinek változásai nem torzítják őket, valamint nem befolyásolja őket a lejáratok illeszkedésének hiánya, továbbá fogékonyabbak a piaci változásokra. Az államkötvényhozam-szpredek fenti elemzésével összhangban az előbb említett országokra vonatkozó CDS-szpredek 2007 nyara óta ugyancsak nőttek, és 2008 elején folytatták ezt az emelkedő trendet.

Az euroövezet átlagos strukturális költségvetési egyenlege (a ciklikusan kiigazított, egyszeri és más ideiglenes intézkedéseket nem tartalmazó egyenleg) a GDP 2006. évi -1,2%-áról 2007-ben -0,8%-ra javult. Ez a javulás nem a kiadási oldalt érintő konkrét konszolidációs intézkedéseket tükrözte, hanem élénk adóbevételelnövekedést, amely meghaladta a feltételezett makrogazdasági adóalapok alakulásával magyarázható növekedést. Az egyes országokat vizsgálva jelentős, a GDP 0,5 százalékpontjának megfelelő vagy azt meghaladó javulás volt látható a strukturális egyenlegekben Németország-

C) ábra: Állami hitelnemfizetési swapok

(bázispontban; napi adat)



Forrás: Bloomberg.

ban, Görögországban, Olaszországban, Portugáliában és Szlovéniában. Ezzel szemben jelentős, a GDP 1 százalékpontját meghaladó strukturális költségvetési lazulás következett be Írországban és Hollandiában. 2007-ben az euroövezetbeli országok kis többsége érte el, vagy felelt meg továbbra is a középtávú költségvetési céljának (MTO).

2008-BAN A FISKÁLIS KONSZOLIDÁCIÓ LEÁLLÁSA VÁRHATÓ

Az euroövezetbeli országok 2008-ra vonatkozó, a 2007. végi frissített stabilitási programokban

foglalt költségvetési tervei azt jelzik, hogy az átlagos euroövezeti államháztartási hiány 2004 óta megfigyelt csökkenése megáll, és a hiány marginálisan, a GDP 0,9%-ára nő. A kormányzati kiadások és bevételek körülbelül azonos mértékben (a GDP 0,25 százalékpontja) esnek vissza. Miközben a várakozások szerint a gazdasági növekedés lényegében összhangban van a potenciállal, az euroövezet átlagos hiányának majdnem stabilizálódása azt tükrözi, hogy néhány országban lelassultak vagy éppen megfordultak a konszolidációs törekvések, míg más országokban csökkent a többlet. Ilyen fejlemények mellett az átlagos államadósság-ráta az euroövezetben 2008-ban várhatóan kevésbé gyorsan, mintegy 1,5 százalékponttal, a GDP 65,1%-ára csökken.

Részletesebben: nem várható lényeges konszolidációs előrelépés a szilárd államháztartás irányába Franciaországban és Olaszországban, ahol az államháztartási hiány meglehetősen közel marad a GDP 3%-ának megfelelő referenciaértékhez, és Portugáliában is ez a helyzet. Az átlagos előrelépés az MTO-jukat még el nem ért más országokban eléggé korlátozott lesz, sőt néhány esetben a strukturális fiskális pozíciók még romlanak is. A németországi és írországi fiskális romlásokat követően várhatóan csökkenni fog az MTO-jukat elérő országok száma.

TÖBB AMBÍCIÓ SZÜKSÉGES A FISKÁLIS KONSZOLIDÁCIÓS TÖREKVÉSEKBE

Az aktualizált stabilitási programok szerint 2008-ban a makrogazdasági környezet továbbra is segíteni fogja a gyors előrelépést az euroövezetbeli országok által megállapított MTO-k irányába. A Stabilitási és növekedési paktum felszólítja az euroövezet országait, hogy alapfeltételként a GDP 0,5%-ának megfelelő éves javulást érjenek el a strukturális költségvetési egyenlegben, és tegyenek jelentősebb konszolidációs erőfeszítéseket, amikor jó idők járnak. 2007 áprilisában az Eurocsoport miniszterei megerősítették elkötelezettségüket, hogy a Stabilitási és növekedési paktum rendelkezéseivel összhangban szilárd fiskális politikát folytatnak. Felismerték, hogy az euroövezetben gazdasági szempontból jó idők járnak, és vál-

lalták, hogy teljes mértékben kihasználják a várt kellemes gazdasági környezetet és a vártnál jobb adóbevételeket, hogy felgyorsítsák a hiány- és adósságsökkentés ütemét. Az Eurocsoport miniszterei elkötelezték magukat a cél mellett, hogy a legtöbb euroövezeti tag 2008-ban vagy 2009-ben érje el MTO-ját, és valamennyien célövezetként meg 2010-et mint legkésőbbi időpontot. Az MTO-jukat már elért országokkal szemben az az elvárás, hogy tartsák fenn ezt az erős költségvetési pozíciót, hogy elkerüljék a fiskális lazítást a jó időkben. 2007 októberében az ECOFIN Tanács számos örvendetes intézkedésről állapodott meg a Stabilitási és növekedési paktum hatékonyságának javítása érdekében, különösen a megelőzési rész megerősítése révén. Ugyancsak megerősítették annak szükségességét, hogy betartsák a paktum strukturális konszolidációs referenciaértékét, amely évente a GDP 0,5%-a. A 2007 nyarán kezdődött pénzügyi piaci nyugtalanságnak a gazdaságra és a költségvetésre gyakorolt hatását körülvevő bizonytalanság arra utal, hogy nagyobb körültekintésre van szükség a fiskális politikák kialakításakor.

A még mindig a túlzotthiány-eljárásnak alávetett euroövezeti országoknak fenntartható módon a GDP 3%-ának megfelelő referenciaérték alá kell hozniuk deficitrátaikat. Ugyancsak teljesíteniük kell a GDP 0,5%-ának megfelelő előírt javulást a strukturális egyenlegben, valamint az ECOFIN Tanács vonatkozó ajánlásaiban szereplő további konszolidációs követelményeket. A hiányra vonatkozó referenciaérték közeljövőbeli meghaladása kockázatának elkerülése érdekében elengedhetetlenül szükséges a továbbhaladás a szilárd államháztartás irányába, miután a hiányt a GDP 3%-a alá csökkentették. Ellenkező esetben kedvezőtlen fejlemények a hiányra vonatkozó referenciaérték ismételt gyors túllépését okozhatják. A túlzotthiány-eljárásnak alávetett két ország (Olaszország és Portugália) stabilitási programjaiban szereplő jelenlegi prognózisok azt jelzik, hogy 2008-ban a hiányok a GDP 3%-a alatt lesznek, de meglehetősen magasak maradnak, és további konszolidációt igényelnek.

A többi euroövezeti országnak, amely 2007-ben még nem érte el középtávú célját, a Stabilitási és növekedési paktum előírásainak megfelelő konszolidációs stratégiát kellene folytatnia. Ez az országoktól évente a GDP 0,5%-ának megfelelő szerkezeti konszolidációt követel meg alapkövetelményként, és nagyobb konszolidációs erőfeszítéseket kell vállalniuk, amikor jó idők járnak. Ezenkívül, amint fentebb említettük, az euroövezet országainak legkésőbb 2010-re el kellene érniük MTO-jukat. A stabilitási programok legutóbbi frissítései alapján úgy tűnik, e politikai kötelezettségeknek korlátozottan tesznek eleget. Várhatóan különösen Írország, Görögország, Franciaország és Olaszország, nem éri el MTO-ját 2010-re, és a 2008. évi strukturális költségvetési kiigazítás Belgiumban, Franciaországban, Olaszországban és Ausztriában és elmarad a GDP 0,5%-ának megfelelő alapkövetelménytől. Ezek a folyamatok annál is inkább csalódást keltőek, mert néhány ország továbbra is kivételesen kedvező élénk bevételeket élvez, ami javítja a strukturális költségvetési egyenlegeket, bár ezek tartóssága messze nem biztos. A Stabilitási és növekedési paktum követelményeinek és a legújabb politikai vállalásoknak a nemteljesítése súlyos kockázatot jelent a paktum megelőzési részének hitelességére nézve.

Az MTO-jukat már elért euroövezeti országok számára a jó időben tanácsos elkerülni a prociklikus fiskális politikákat, amelyek fokoznák az inflációt és a makrogazdasági egyensúlyhiányokat. Az automatikus stabilizátorok szabad működése segítené a makrogazdasági fluktuációk simítását. Néhány, az MTO-ját 2007-ben elért ország azt tervezi, hogy 2008-ban eltér ettől a strukturális költségvetési pozíciótól.

Az euroövezeti országokban a szilárd államháztartás elérésére és fenntartására irányuló eltökéltebb erőfeszítéseket nemcsak a rövid távú makrogazdasági stabilizáció szempontja indokolja, az automatikus stabilizátorok szabad működésének lehetővé tételével, hanem a hosszú távú fiskális fenntarthatóság elősegítésének szükség-

essége is. Egy alacsonyabb államadósság-teher részben kompenzálná az előttünk álló évtizedeknek az öregedő népességből fakadó kiadási nyomását. A fiskális fenntarthatóság erősítéséhez szükséges egyéb intézkedések az egészségügyi ellátási és nyugdíjrendszerek reformjával, valamint a hatékony munkaerő-kínálat növelésével kapcsolatosak. Amennyiben elmulasztják, hogy időben cselekedjenek az előregedés költségvetési következményeinek kezelése érdekében, az kockázatot fog jelenteni a fiskális fenntarthatóságra, és növeli a jövő generációira nehezedő terhet.

A jelek, hogy néhány országban az élénk bevétel-növekedés egy részét további állami kiadásokra fordították, illetve fordítják, az expanzív fiskális politikák kockázatát mutatják, továbbá a 2000-ben és 2001-ben elkövetett politikai hibák megismétlését, amikor a biztonsági tartalékok erodálódtak, és számos ország esetén a túlzothiany-eljárást kellett alkalmazni, amint a gazdasági feltételek romlottak (lásd 8. keretes írás). Ebben a tekintetben egy megfelelően megtervezett és szigorúan megvalósított, kötelező nemzeti középtávú fiskális keretrendszer segíthet a váratlan bevételek további kiadásokra vagy adócsökkentésekre történő költését szorgalmazó belső nyomás leküzdésében, és hozzájárulhat egy megfelelő nagyságú költségvetési puffer létrehozásához a GDP 3%-ának megfelelő referenciaérték alatt. Ezért az ilyen szabályokat ex ante kell megalkotni, és közéjük tarthatnak olyan szabályok, amelyek a kivételes többletbevételeket a hiány és az adósság csökkentésére irányozzák elő. A kiemelt területeken történő magasabb kiadásokat vagy az adók és társadalombiztosítási járulékok csökkentéseit az állami pénzügyek minőségének növelése céljából elsődlegesen a kiadások csökkentése révén kellene finanszírozni, hogy elkerüljék az adóteher és/vagy a költségvetési hiányok növekedését. A hatékonyság növelése az állami szolgáltatások nyújtásában általában, és különösen az államigazgatás terén, valamint az állami bevételek szerkezetében hatékony módja annak, hogy költségvetési forrásokat szabadítsanak fel produktívabb célokra.

8. keretes írás

AMIT A 2000–2001-ES FISKÁLIS POLITIKAI TAPASZTALATBÓL TANULHATUNK

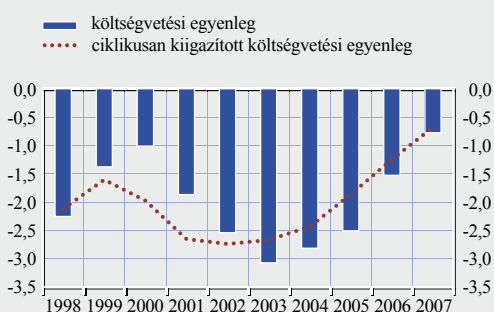
2007-ben az euroövezet államháztartási hiánya a várakozások szerint a GDP 0,8%-ára csökkent. Az UMTS-licenzek eladásából származó bevétel hatását nem számítva ez egy alacsonyabb szint, mint a 2000-ben – az előző gazdasági ciklus csúcán – elért [lásd A) ábra]. Előre tekintve, a fiskális politika számára kulcskérdés, hogy elkerüljék az évtized korábbi részében tapasztalt megismétlődését, amikor a fiskális pozíciók gyorsan romlottak, és számos euroövezetbeli országban túlzott hiányok merültek fel. Ebben a vonatkozásban a múltbeli tapasztalat rámutat arra a hajlamra, hogy jó időkben túlbecsülik az alapvető költségvetési pozíció erejét, ezért különösen megfontolt fiskális politikára van szükség, amikor a gazdasági feltételek kedvezőek.

1999–2000-ben – a legutóbbi gazdasági ciklus csúcán – számos ország hagyott jóvá expanszív fiskális politikai intézkedéseket (elsősorban adócsökkentéseket). Ezeket az intézkedéseket a kedvező gazdasági előrejelzésekre és az alapul szolgáló (ciklikusan kiigazított) költségvetési pozíciókra vonatkozóan akkor rendelkezésre állt becslésekre való tekintettel „megengedhetőnek” tartották. Utólag azonban kiderült, hogy az országok alapvető fiskális pozícióinak erejét túlbecsülték. Ahogy az euroövezet gazdasága váratlanul csökkenő irányzatot kezdett követni, a fiskális egyensúlyok gyorsan romlottak, és több országban a hiány hamarosan túllépte a GDP 3%-ának megfelelő referenciaértéket [lásd B) ábra, bal panel].

Két technikai probléma hátráltatja a „valódi” ciklikusan kiigazított költségvetési egyenleg pontos becslését. Az első a gazdaság valós idejű ciklikus pozíciója megbecslésének nehézségével kapcsolatos. 2000 őszi az Európai Bizottság, valamint a legtöbb hivatásos előrejelző azt várta, hogy az euroövezet fiskális pozíciója tovább javul. Ez a becslés azon a feltételezésen alapult, hogy a kibocsátási rés – és így a költségvetés egyenlegének ciklikus komponense – közel volt a nullához, valamint, hogy a közeli jövőben a gazdasági feltételek továbbra is pozitívan fogják befolyásolni a költségvetési egyenleget. Valójában 2001-től az euroövezet gazdasága hanyatlásba kezdett. Emiatt utólag jelentősen felülvizsgálták mind a kibocsátási résre, mind a költség-

A) ábra: Euroövezeti fiskális folyamatok 1998-2007

(a GDP százalékában)

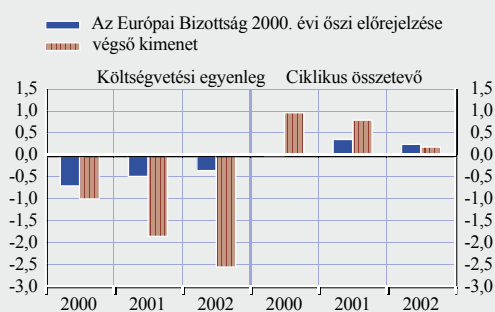


Forrás: Európai Bizottság (AMECO adatbázis) és az EKB számításai.

Megjegyzés: A költségvetési egyenleg számadatai az államháztartásra vonatkoznak, nem foglalják magukban az UMTS-licenzek eladásából származó bevételeket.

B) ábra: Költségvetési egyenleg és ciklikus összetevő

(a GDP százalékában)



Forrás: Európai Bizottság (AMECO adatbázis) és az EKB számításai.

Megjegyzés: A költségvetési egyenleg számadatai az államháztartásra vonatkoznak, nem foglalják magukban az UMTS-licenzek eladásából származó bevételeket.

vetési egyenleg ciklikus komponensére vonatkozó becsléseket [lásd B) ábra, jobb panel]. Így valójában a 2000-re vonatkozó végeredmény a GDP körülbelül 1%-ának megfelelő erős pozitív ciklikus hatást tükrözött. Ezzel szemben a ciklikus hozzájárulás a becslések szerint abban az évben nulla volt.

Egy másik ok a bizonytalansággal kapcsolatos, hogy hogyan viselkednek az adóbevételek a gazdasági ciklus folyamán. A jelenlegi előrejelzési és ciklikus kiigazítási módszerek általában egy viszonylag stabil kapcsolatot feltételeznek az adóbevételek növekedési rátája és a GDP növekedési rátája vagy – dezaggregált módszerekben – az egyéb makrogazdasági alapok (amelyek szintén nemzetiszámle-aggregátumok) növekedési rátája között. A gazdasági fellendülés időszakában azonban különösen a nyereségre és a tőkenyereségre kivetett adók mutattak sokkal gyorsabb növekedési rátát, mint a feltételezett makrogazdasági alapok, majd a következő hanyatlás idején élesen csökkentek. Az ilyen hatások előfordulását és nagyságát alig lehet megjósolni, mivel olyan tényezőktől függenek, mint például a tőkenyereség realizálásának időzítése és komplex adószabályok, amelyek általában lehetővé teszik, hogy az egyik év nyereségét kiegyenlítsék az előző évek veszteségeivel. A GDP-arányos állami bevételek 2000 óta bekövetkezett változásainak bontása azt sugallja, hogy a 2000. és 2001. évi bevételkiesések főként adócsökkentéseknek voltak tulajdoníthatóak, de ezeket később más tényezők súlyosbították, amelyek csökkentették az adóbevételeket, különösen 2002-ben. Ezzel szemben 2005-ben és 2006-ban a bevételnek a GDP-hez viszonyított aránya jelentősen nőtt, az adónövelő intézkedések viszonylagos hiánya ellenére. Az ilyen bevételek közeljövőbeli eltűnésének lehetősége lefelé irányuló kockázatot jelent a jelenlegi fiskális kilátásokra.

Figyelembe véve a tapasztalatokat, a 2000–2001-es téves fiskális politikai megítélésekből levonható fontos tanulság, hogy óvakodni kell attól, hogy jó időkben a költségvetési javulásokat strukturálisként értelmezzük, még akkor is, ha a ciklikusan kiigazított költségvetési egyenleg változásai ebbe az irányba mutatnak. Ehelyett, és amint arról az Eurocsoport 2007 áprilisában megállapodott, a jó idők váratlanul magas adóbevételeit inkább hiány- és adósságcsoökkentésre kell fordítani, mint potenciálisan fenntarthatatlan módon a kiadások növelésére vagy adócsökkentésekre.

2.6 AZ ÁRFOLYAM ÉS A FIZETÉSI MÉRLEG ALAKULÁSA

2007-BEN FOLYTATÓDOTT AZ EURO EFFEKTÍV ÁRFOLYAMÁNAK FELÉRTÉKELŐDÉSE

Miután 2005 folyamán az euro nomináleffektív árfolyama némileg visszahúzódott a 2004. végi csúcstről, 2006 folyamán nagyban helyreállt. Az előző évi erősödésre építve 2007 elején az euro folytatta a felértékelődést. A felértékelődési trend május és augusztus közepe között rövid időre félbeszakadt, amikor az euro egy viszonylag szűk tartományban mozgott. A globális pénzügyi piaci nyugtalansággal összefüggésben, augusztusban az euro leértékelődött, mielőtt az év hátralevő részében erős felértékelődésen ment át. Az év végére az euro – nomináleffektív

alapon – 6,3%-kal volt erősebb, mint a január eleji szintje, és 8,2%-kal haladta meg 2006. évi átlagos szintjét. A felértékelődés az amerikai dollárral szemben volt a legkifejezettebb. Ezenkívül az euro ugyancsak erősen felértékelődött az angol fonthoz képest. Mérsékelt felértékelődést tapasztaltak a japán jennel, a kínai júannal és a svájci frankkal szemben.

Az euro amerikai dollárral szembeni felértékelődését nagyban meghatározta, hogy a két gazdasági térség relatív ciklikus kilátásainak piaci megítélése az euroövezet javára változott, és ugyancsak meghatározó volt a kamatláb-különbségek alakulása. Ezenkívül valószínűleg az Egyesült Államok tartósan magas folyó fizetésimérleg-hiánya is valamennyire hozzá-

járult az amerikai valuta gyengeségéhez. Az év első hónapjaiban az euroövezetre vonatkozóan kiadott viszonylag robusztus adatok álltak szemben az Egyesült Államok vegyesebb adatkörnyezetével, ami a két terület közötti kamatláb-különbségek szűküléséhez vezetett. Májustól augusztus közepéig az euro/amerikai dollár árfolyam némi ingadozáson ment keresztül, mivel a piaci szereplők felülvizsgálták a két gazdaság relatív ciklikus erejére vonatkozó becslésüket. Egy rövid kezdeti leértékelődési időszakot követően, amely a globális pénz- és hitelpiacok likviditási feltételeivel kapcsolatos aggodalmak által kiváltott pénzügyi turbulencia eredménye volt, augusztus végétől november végéig az euro erősen felértékelődött az amerikai valutával szemben. Úgy tűnik, az amerikai dollár gyengülése azzal volt kapcsolatban, hogy a piaci szereplők leértékelték az Egyesült Államok gazdaságának növekedési kilátásaival kapcsolatos várakozásokat, ami különösen az Egyesült Államok lakás- és munkaerőpiacaira vonatkozóan nyilvánosságra hozott, a vártnál gyengébb adatokat tükrözte. Miután 2007. november 27-én 1,49 USD-t ért el, a közös valuta kissé leértékelődött, és 2007. december 31-én 1,47 USD-t ért, vagyis 11,8%-kal volt erősebb, mint ugyanazon év elején.

2007-ben az euro a japán jennel szemben is erősödött, viszonylag jelentős rövid távú volatilitás közepette. Úgy tűnik, a japán valuta alakulását befolyásoló egyik fő tényező az volt, hogy megváltozott a nemzetközi befektetők hozzáállása a kockázathoz, és megváltozott a „carry trade” tranzakciók érzékelt vonzereje. Úgy tűnik, hogy az alacsony japán kamatlábak és a historikusan alacsony implikált volatilitás a nemzetközi befektetők kedvező kockázati hozzáállásával kombinálva hozzájárultak a „carry trade” állományok volumenének jelentős növekedéséhez. Július 13-án az euro árfolyama 168,68 JPY csúcsot ért el. Ez a felértékelődési trend később megállt, ami összefüggésben volt a globális pénzügyi turbulenciával, amely a kockázat nemzetközi befektetők általi újraértékeléséhez és – úgy tűnik – a „carry trade”-ek jelentős lezárásaihoz vezetett. Augusztus közepétől október közepéig viszont

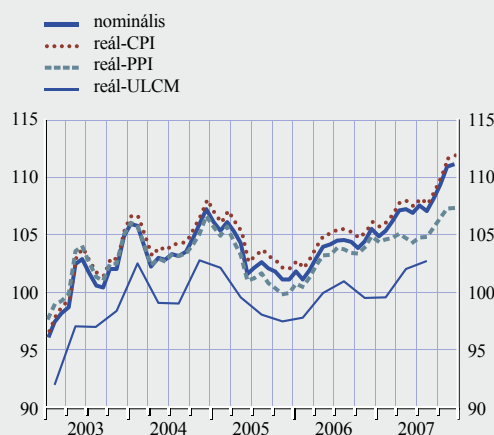
az euro ismét erősödött a japán jenhez képest, míg az év hátralevő részében az euro/jen árfolyam mozgásai jelentős volatilitást mutattak, bármilyen egyértelmű trendirány nélkül. 2007. december 31-én az euro árfolyama 164,93 JPY volt, amely 5,1%-kal volt magasabb, mint az év eleji árfolyam.

2007-ben az euro ugyancsak figyelemre méltóan (9,2%-kal) felértékelődött az angol fonttal szemben; a felértékelődés javarészt a szeptember és december közötti időszakra koncentráldott. 2007 decemberének végén az eurót 0,73 GBP-n jegyezték, amely 1999-es bevezetése óta az egységes valuta legmagasabb szintje az angol fonttal szemben. Jelentések szerint a font gyengülése azokkal a piaci várakozásokkal volt összefüggésben, hogy válaszul a kevésbé kedvező pénzügyi és gazdasági kilátásokra a Bank of England csökkenti az irányadó kamatlábakat.

Az euro számos ázsiai kereskedelmi partner valutájával szemben is erősödött, részben tükrözve azok formális vagy informális kapcsolatát

33. ábra: Az euro nominális és reálfolyama¹⁾

(havi/negyedéves adatok; 1999. I. n.é. = 100)



Forrás: EKB.

1) Effektív árfolyammutatók az euroövezet 24 fontos kereskedelmi partnere (EER-24) pénznemének tekintetében. Az EER-24 mutató felfelé való elmozdulása az euro felértékelődését jelenti. A legutolsó havi adatok 2007 decemberéből származnak. A feldolgozóipar fajlagos munkaerőköltségén (ULCM) alapuló reálfektív euroárfolyam (EER-24) esetében a legutolsó adatgyűjtés - amely részben becsléseken alapul - időpontja 2007 harmadik negyedéve.

az amerikai dollárral. Az euro feltűnően felértékelődött a koreai wonnal (12,5%) és a hongkongi dollárral (12,1%) szemben, és mérsékeltebben a szingapúri dollárral (4,8%), valamint a kínai jüannal szemben (4,6%). A kínai valutával szembeni viszonylag visszafogott felértékelődés bizonyos mértékig a kínai hatóságoknak azt a látszólag nagyobb hajlandóságát tükrözi, hogy megengedjék valutájuk erősebb felértékelődését az amerikai dollárral szemben, különösen az év vége felé. Az eurónak e valutákkal szembeni felértékelődését részben kiegyenlítette az euro leértékelődése a lengyel zlotyval (6,2%-kal), a kanadai dollárral (5,4%-kal), a norvég koronával (3,4%-kal) és a cseh koronával (3,1%-kal) szemben.

2007 folyamán az euro – különböző költség- és ármutatókon alapuló – reáleffektív árfolyamai is felértékelődtek (lásd 33. ábra). Az év utolsó negyedévében az euro fogyasztói árakon alapuló reáleffektív árfolyama körülbelül 5,5%-kal haladta meg az egy évvel korábban megfigyelt szintet.

2007-BEN A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG TÖBBLETET MUTATOTT

2007-ben az euroövezet folyó fizetési mérlegében 15,0 milliárd euro többletet regisztráltak

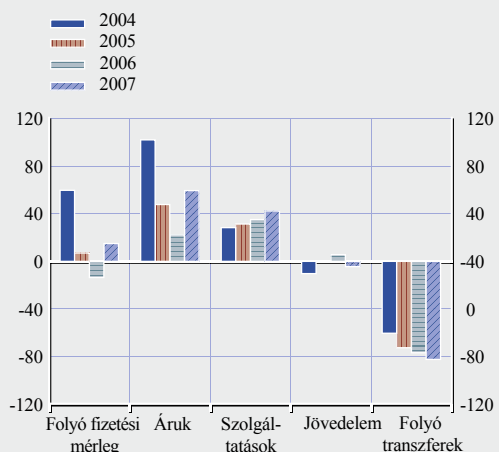
(amely az euroövezet GDP-jének 0,2%-ával egyenlő), szemben a 2006. év 13,6 milliárd eurós hiányával. A változás nagyrészt az áru-többlet 37,3 milliárd eurós növekedéséből és – kisebb mértékben – a szolgáltatások többletének 7,2 milliárd eurós emelkedéséből eredt. Ezeket a többleteket csak részben ellensúlyozta a jövedelemszámla deficitessé válása és a folyó transzferek hiányának növekedése (lásd 34. ábra).

A 2006. évi kivételesen erőteljes növekedési ráták után az euroövezeten kívüli árukereskedelem 2007-ben lassúbb ütemben nőtt. 2007-ben az áruexport értéke 8,1%-kal emelkedett, szemben a 2006. évi 14,3%-os növekedéssel. Ugyanekkor az áruimport növekedése erőteljesebb lassulást mutatott, a 2006. évi 17,0%-ról a 2007. évi 5,5%-ra. Ez volt az egyik fő tényező az euroövezet folyó fizetési mérlegének átfogó javulása mögött. A fentiekkel ellentétben a szolgáltatások importja és exportja 2006-hoz képest 2007-ben erősebben nőtt, részben ellensúlyozva az árukereskedelem gyengébb növekedését.

Az árukereskedelem 2007 novemberéig rendelkezésre álló, volumenekre és árakra való bontása szerint az exportértékek növekedési rátájának lassulása főként az exportvolumen alakulását tükrözte. Az év első felében a külső kereslet némileg gyengébb növekedése és az euro felértékelődése járult hozzá az euroövezeten kívülre irányuló kivitel lassulásához. Mindazonáltal ezeket a folyamatokat bizonyos mértékig normalizálódnak is lehet tekinteni, amely a 2006. végi kivételesen erőteljes növekedés időszakát követte. Később, 2007 harmadik negyedévében az exportvolumen növekedése felgyorsult, nagyban tükrözve a külföldi kereslet fellendülését. Az euroövezet árukereskedelmének földrajzi bontása azt mutatja, hogy 2007-ben továbbra is különösen dinamikus volt az export Ázsiába, különösen Kínába, valamint a közép- és kelet-európai országokba – e régiók erős gazdasági konjunktúrája közepette. Az Egyesült Államokba irányuló kivitel volumenei abszolút értékben visszaestek (lásd 35. ábra). Mindazonáltal úgy tűnik, hogy az euro felértékelődésének eddig viszonylag visszafogott hatása volt az

34. ábra: A folyó fizetési mérleg és összetevői

(éves adatok; milliárd euróban; szezonális kiigazítással)



Forrás: EKB.

euroövezet exportteljesítményére, mivel az utóbit főként a külföldi kereslet állandó robusztus növekedése vezérelte. Eközben az exportárak csak mérsékelten nőttek, ami azt jelzi, hogy az euroövezetbeli cégek valószínűleg módosították haszonkulcsaikat, hogy kiegyenlítsék az euro felértékelődéséből eredő ár- és költségversenyképesség-csökkenést.

Ami az importoldalt illeti, 2007-ben az importvolumen az exportvolumenéhez hasonló trendeket követtek. Az év első felének visszafogott növekedése után az év második felében felgyorsultak, tükrözve az üzleti beruházások fellendülését és az euro felértékelődését. Eközben – a 2006 vége felé bekövetkezett jelentős csökkenést követően – az importárak 2007-ben ismét emelkedtek. Ez főként az olajárak óriási emelkedéseinek eredménye volt, amelyeket az euro felértékelődése részben ellensúlyozott. A 2007 októberéig tartó 12 hónapos kumulált időszakban az olajkereskedelem hiánya 161 milliárd euro volt, szemben az egy évvel korábbi 170 milliárd euróval.

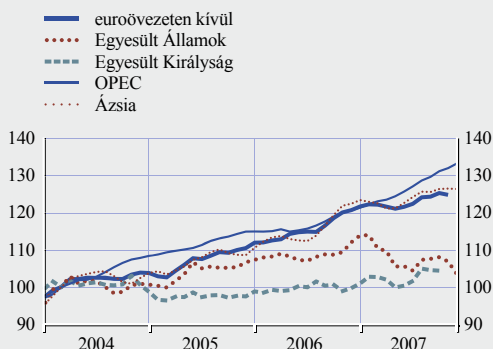
2007-BEN CSÖKKENT A NETTÓ BEÁRAMLÁS A KÖZVETLENTŐKE- ÉS PORTFÓLIÓBEFEKTETÉSEK EGYÜTTES EGYENLEGÉBEN

2007-ben a pénzügyi mérlegben az euroövezet a közvetlentőke- és portfólióbefektetések együttes egyenlegében 124 milliárd euro nettó beáramlást regisztrált, szemben az egy évvel korábbi 140 milliárd euro nettó beáramlással. Ez a csökkenés főként a portfólióbefektetések nettó beáramlásainak 44 milliárd eurós visszaesését tükrözte, amelyet valamennyire ellensúlyoztak a közvetlen befektetések 28 milliárd euróval kisebb nettó kiáramlásai (lásd 36. ábra).

A hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok alacsonyabb, 60 milliárd eurós nettó beáramlásai (szemben a 2006. év 124 milliárd eurójával) okozták a nettó portfólióbeáramlások csökkenésének nagyobb részét, és elsősorban azt tükrözték, hogy a nem rezidens befektetők nettó euroövezetiktőrvény-vásárlásai lényegesen kisebbek voltak. Ugyanakkor ez két különböző trendet takar 2007 folyamán: Az év eleji éles emelkedés után a hitelviszonyt megteste-

35. ábra: Euroövezeti exportvolumen kiválasztott kereskedőpartnerek felé

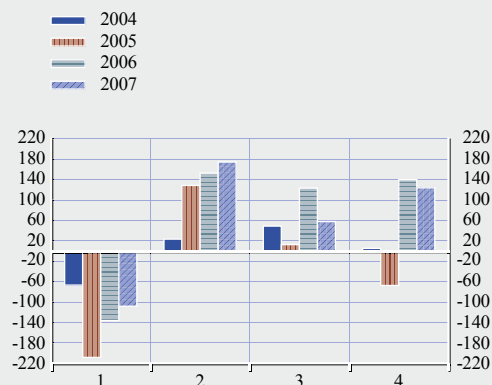
(indexek: 2004. I. n.é. = 100; szezonális kiigazítással; 3 hónapos mozgóátlag)



Forrás: EKB.
Megjegyzés: A legutolsó megfigyelés 2007 decemberére vonatkozik az euroövezeten kívüli terület (november) és az Egyesült Királyság (október) kivételével.

36. ábra: Euroövezeti közvetlen és portfólióberuházás

(éves adatok; milliárd euróban)



- 1) Nettó közvetlen beruházás
- 2) Nettó portfólióberuházás részvényekbe
- 3) Nettó portfólióberuházás hitelviszonyt megtestesítő eszközökbe
- 4) Kombinált nettó közvetlen beruházás és portfólióberuházás

Forrás: EKB.

sítő értékpapírokba történő nettó beáramlások lecsökkentek.

Ami a részvényeket illeti, 2007-ben az euroövezet magasabb nettó beáramlásokat regisztrált, amelyeknek összege 175 milliárd euro volt, szemben a 2006. évi 153 milliárd euróval. Ez főként annak az eredménye volt, hogy az euroövezetbeli rezidensek nettó külföldirészvény-vásárlásai jelentősen csökkentek (156 milliárd euróról 50 milliárd euróra), amelyeket csak részben ellensúlyoztak a külföldi befektetők alacsonyabb euroövezetirészvény-vásárlásai.

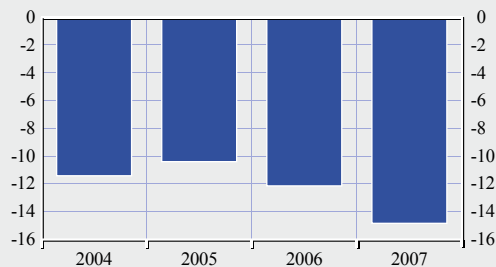
Mindent egybevetve úgy tűnik, a legfrissebb adatok azt sugallják, hogy az euroövezet pénzügyi mérlegét befolyásolta a 2007 augusztusában kezdődött hitelpiaci turbulencia. A 2007. októberi némi fellendülés ellenére úgy tűnik, hogy az euroövezetbeli és a külföldi befektetők csökkentették külföldi befektetéseiket mind az adósságinstrumentumokba, mind a tulajdonosi jogviszonyt megtestesítő értékpapírokba a zavart követően, esetleg óvatosabb külföldi befektetési stratégiákat tükrözve.

A közvetlen befektetéseket vizsgálva, 2007 alacsonyabb nettó kiáramlásai elsősorban az euroövezetbe irányuló magasabb külföldi közvetlentőke-befektetéseket tükrözték. Ugyanakkor az euroövezeti vállalatok közvetlen külföldi befektetési viszonylag erőteljesek maradtak. Ez az euroövezeti multinacionális vállalatok magas nyereségességét tükrözte, amely az utóbbi néhány évben folyamatosan javult. Ezenkívül lehet, hogy az euroövezetbeli cégek kihasználták az euro erősödését, hogy külföldön vásároljanak eszközöket.

A 2007 harmadik negyedévéig tartó négy negyedév kumulált forgalma alapján az euroövezet közvetlen befektetéseinek fő befogadói az Egyesült Államok, az Egyesült Királyság, offshore pénzügyi központok, Svájc és olyan országok voltak, amelyek 2004 óta csatlakoztak az EU-hoz. Ugyanezen időszakban az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság voltak a legnagyobb befektetők az euroövezetben.

37. ábra: Nettó nemzetközi befektetési pozíció

(a GDP százalékában)



Forrás: EKB.

Megjegyzés: Az adatok az év végére vonatkoznak, kivéve 2007-et (ahol a III. negyedévre).

2007-BEN TOVÁBB ROMLOTT A NEMZETKÖZI BEFEKTETÉSI POZÍCIÓ

Az euroövezet külfölddel szembeni nemzetközi befektetési pozíciójára vonatkozó 2007 harmadik negyedévéig rendelkezésre álló adatok azt jelzik, hogy az euroövezetnek 1299 milliárd euro nettó kötelezettsége volt a külfölddel szemben (amely az euroövezeti GDP 14,8%-ának felel meg), a 2006. év végi 1024 milliárd euro nettó kötelezettséghez viszonyítva (a GDP 12,1%-a) (lásd 37. ábra). A 2007. évi magasabb nettó kötelezettségek főként a portfólióbefektetések (340 milliárd euróval) és az egyéb befektetések (72 milliárd euróval) nettó kötelezettségpozícióinak növekedéséből fakadtak, amelyeket ellensúlyozott a működőtőke-befektetések nettó eszközpozíciójának (80 milliárd euróval) és a pénzügyi származékos értékpapíroknak a növekedése (43 milliárd euróval). A tartalékeszközök lényegében változatlanok maradtak.

Mindent egybevetve, az euroövezet nettó nemzetközikozelettségek-pozícióját nagyban az eszközárváltozásokból és az euro árfolyammozgásaiból eredő átértékelési hatások vezérelték. Az euro felértékelődése jellemzően jobban csökkent a eszközök euróban kifejezett értékét, mint a kötelezettségek értékét, ami a nettó adós pozíció emelkedéséhez vezet.

3 GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK AZ EUROÖVEZETEN KÍVÜLI EU-TAGÁLLAMOKBAN

GAZDASÁGI TEVÉKENYSÉG

2007-ben a reál-GDP-növekedés robusztus maradt az euroövezeten kívüli EU-tagállamokban (lásd 6. táblázat).⁹ Miközben az erős gazdasági konjunktúra az országok széles körében megfigyelhető volt, az éves növekedési ráták között jelentős különbségek mutatkoztak. Az éves átlagos reál-GDP-növekedés a balti államokban és Szlovákiában volt a legmagasabb, 8% körüli. A Cseh Köztársaságban, Lengyelországban és Romániában ugyancsak nagyon erőteljes volt az átlagos éves reál-GDP-növekedés, 6,0% és 6,5% között. A reál-GDP-növekedés Dániában (1,8%) és Magyarországon (1,3%) volt a legalacsonyabb. Cipruson, Máltán, Svédországban és az Egyesült Királyságban a növekedés robusztus maradt, 2,8% és 4,4% között.

A legtöbb euroövezeten kívüli EU-tagállamban a gazdasági tevékenységet a belföldi kereslet vezérelte. A magánfogyasztást ösztönözte a rendelkezésre álló reáljövedelem fokozódó növekedése, amely a felgyorsult bérnövekedéshez és az emelkedő foglalkoztatottsághoz kötődött. A bruttó állóke-felhalmozás növekedésének jót tett – többek között – a kedvező finanszírozási

feltételek hosszú időszaka, valamint sok országban az EU strukturális alapjainak erőteljesebb beáramlása. Az országok többségében a hitelállomány gyors növekedése és az expanzív fiskális beállítottság ugyancsak hozzájárult a belföldi kereslet robusztus növekedéséhez.

A külföldi kereslet szilárd növekedése ellenére a legtöbb euroövezeten kívüli EU-tagállamban a nettó export negatívan járult hozzá a növekedéshez, mivel az import iránti erős kereslet lehalgyta az export növekedését. A nettó kivitelnek a reál-GDP-növekedéshez való hozzájárulása csak Magyarországon, Máltán, Szlovákiában és Svédországban volt jelentősen pozitív. Mindent egybevetve, 2007-ben az export növekedése robusztus maradt, bár 2006-hoz képest a legtöbb országban lassult. Az export növekedését támogatta a kulcsfontosságú kereskedelmi partnerek részéről jelentkező erős kereslet és az

⁹ Az e fejezetben hivatkozott euroövezeten kívüli EU-tagállamok azt a 14 EU-tagállamot jelentik, amelyek 2007 decemberének végéig euroövezeten kívüliek voltak (azaz Bulgáriát, a Cseh Köztársaságot, Dániát, Észtországot, Ciprust, Lettországot, Litvániát, Magyarországot, Máltát, Lengyelországot, Romániát, Szlovákiát, Svédországot és az Egyesült Királyságot).

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

(éves százalékos változások)

	2004	2005	2006	2007	2007. I. n.é.	2007. II. n.é.	2007. III. n.é.	2007. IV. n.é.
Bulgária	6,6	6,2	6,1	.	6,2	6,6	4,5	.
Cseh Köztársaság	4,5	6,4	6,4	6,5	6,5	6,5	6,3	6,6
Dánia	2,3	2,5	3,9	1,8	3,9	-0,1	1,5	2,0
Észtország	8,3	10,2	11,2	.	10,1	7,6	6,2	.
Ciprus	4,2	4,0	4,0	4,4	4,3	4,2	4,7	4,3
Lettország	8,7	10,6	11,9	10,4	11,1	11,1	10,6	8,6
Litvánia	7,3	7,9	7,7	8,8	7,6	7,6	11,6	8,2
Magyarország	4,8	4,1	3,9	1,3	2,5	1,5	0,9	0,4
Málta	0,2	3,4	3,4	3,8	3,9	3,5	4,0	3,7
Lengyelország	5,3	3,6	6,2	6,5	6,7	6,7	6,0	6,7
Románia	8,5	4,2	7,9	6,0	6,1	5,7	5,7	6,6
Szlovákia	5,2	6,6	8,5	10,3	8,7	9,7	10,7	12,2
Svédország	4,1	3,3	4,1	2,8	3,1	2,8	2,6	2,6
Egyesült Királyság	3,3	1,8	2,9	3,1	3,1	3,2	3,3	2,9
EU11 ¹⁾	5,7	4,9	6,4	.	6,2	6,0	5,8	.
EU14 ²⁾	3,8	2,7	3,9	.	3,8	3,5	3,6	.
Euroövezet	2,1	1,6	2,8	2,6	3,1	2,4	2,6	2,2

Forrás: Eurostat.

Megjegyzés: negyedéves adatok Bulgária, Csehország, Málta és Románia (szezonálisan nem kiigazított), valamint az Egyesült Királyság, Lengyelország, Magyarország és Svédország (szezonálisan és munkanap-hatással kiigazított) esetében.

1) Az EU-11 aggregátum az EU-hoz 2004. május 1-jén és 2007. január 1-jén csatlakozott 11 ország adatait foglalja magában, Szlovénia kivételével.

2) Az EU-14 aggregátum a 14 nem euroövezeti EU-tagállam adatait foglalja magában (az EU összetétele 2007. december 31-ig).

utóbbi években beérkezett tekintélyes közvetlen külföldi befektetések, míg a jelentős importnövekedést erősítette a robusztus belföldi kereslet és az export viszonylag magas importtartalma.

2007-ben az erősebb konjunktúrával együtt a munkaerő-piaci helyzet is tovább javult a legtöbb euroövezeten kívüli EU-tagállamban. Tovább csökkentek a munkanélküliségi ráták, elsősorban a foglalkoztatás erős növekedésének eredményeként. A munkaerő-piaci feltételek sok országban szűkültek, különösen a balti államokban, Dániában és az Egyesült Királyságban. A nemzetközi munkaerő-áramlások továbbra is hatással voltak sok ország munkaerő-kínálatára. Úgy tűnik, hogy az utóbbi években különösen nagy létszámú munkaerő hagyta el Bulgáriát, Lettországot, Litvániát, Lengyelországot és Romániát. 2007-ben ugyanez volt a helyzet Észtországgal. Ezek a kiáramlások hozzájárultak ahhoz, hogy az országok gazdaságainak több szektorában egyes szakmákban hiányok és szűk keresztmetszetek keletkeztek, ami növelte a bérnyomásokat. A fentiekkel ellentétben a Cseh Köztársaságban, Dániában, Cipruson, Magyarországon, Máltán, Szlovákiában, Svédországban és az Egyesült Királyságban nettó pozitív migrációs áramlásokat tapasztaltak.

AZ ÁRAK ALAKULÁSA

2007-ben sok euroövezeten kívüli EU-tagállamban jelentősen nőtt a HICP-infláció (lásd 7. táblázat). Az infláció a gyorsan növekvő balti államokban, Bulgáriában, Magyarországon és Romániában volt a legmagasabb (4,9% és 10,1% között), míg a többi euroövezeten kívüli EU-tagállam legtöbbszörében az euroövezeti átlag közelében vagy kissé a felett volt (0,7% és 3,0% között). 2007-ben 2% alatt volt az átlagos infláció Dániában, Máltán, Szlovákiában és Svédországban, de az év vége felé ezekben az országokban is felgyorsult, elsősorban az élelmiszerek és az energia emelkedő importárai miatt.

2007-ben az euroövezeten kívüli EU-tagállamok inflációjának emelkedő trendje részben az energia- és élelmiszerárak jelentős növekedésének volt tulajdonítható. Ezenkívül az országok többségében a belföldi kereslet gyors növekedése hozzájárult a mögöttes inflációs nyomásokhoz.

A legtöbb euroövezeten kívüli EU-tagállamban nőtt az energiaárak. Ugyancsak jelentősen emelkedtek az élelmiszerárak, leginkább a balti államokban, Bulgáriában és Magyarországon, ami általában a kedvezőtlen időjárási viszonyokat, a világgiazi élelmiszerárakat és az erő-

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

(éves százalékos változások)

	2004	2005	2006	2007	2007. I. n.é.	2007. II. n.é.	2007. III. n.é.	2007. IV. n.é.
Bulgária	6,1	6,0	7,4	7,6	5,3	4,7	9,0	11,2
Cseh Köztársaság	2,6	1,6	2,1	3,0	1,7	2,6	2,7	4,9
Dánia	0,9	1,7	1,9	1,7	1,9	1,5	1,0	2,2
Észtország	3,0	4,1	4,4	6,7	5,1	5,8	6,7	9,2
Ciprus	1,9	2,0	2,2	2,2	1,4	1,8	2,3	3,2
Lettország	6,2	6,9	6,6	10,1	7,6	8,5	10,4	13,7
Litvánia	1,2	2,7	3,8	5,8	4,4	5,0	5,9	7,9
Magyarország	6,8	3,5	4,0	7,9	8,8	8,5	7,3	7,1
Málta	2,7	2,5	2,6	0,7	0,8	-0,9	0,4	2,5
Lengyelország	3,6	2,2	1,3	2,6	2,0	2,3	2,4	3,7
Románia	11,9	9,1	6,6	4,9	3,9	3,9	5,1	6,8
Szlovákia	7,5	2,8	4,3	1,9	2,1	1,7	1,4	2,4
Svédország	1,0	0,8	1,5	1,7	1,7	1,4	1,4	2,3
Egyesült Királyság	1,3	2,1	2,3	2,3	2,8	2,6	1,8	2,1
EU11 ¹⁾	5,2	3,7	3,3	4,1	3,4	3,6	4,0	5,5
EU14 ²⁾	2,6	2,6	2,6	2,9	2,9	2,8	2,5	3,3
Euroövezet	2,1	2,2	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9

Forrás: Eurostat.

1) Az EU11 aggregátum az EU-hoz 2004. május 1-jén és 2007. január 1-jén csatlakozott 11 ország adatait tartalmazza (Szlovénia kivételével).

2) Az EU14 aggregátum a 14 nem euroövezeti EU-tagállam adatait tartalmazza 2007. december 31-én.

sebb globális keresletet tükrözött. Ráadásul, a robusztus belföldi kereslet továbbra is növelte az inflációs nyomásokat, különösen azokban az országokban, ahol erőteljes volt a gyors hitel-növekedés által fűtött magánfogyasztás növekedése, amihez még a negatív reálkamatlábak és a jelentős tőkebeáramlások is hozzájárultak. Az erős bérnövekedésből sok országban inflációs nyomások is eredtek, amint a munkaerőpiaci feltételek tovább szűkültek. A nominális bérnövekedés különösen kihangsúlyozott volt a magasabb kibocsátás-növekedési rátákkal bíró országokban (azaz a balti államokban, Bulgáriában és Romániában), ahol meghaladta a termelékenység-növekedést, és gyors (a legtöbb esetben kétszámjegyű) növekedést váltott ki a fajlagos munkaerőköltségben. Az importártrendek jelentősen eltértek az egyes országok között, ami részben az árfolyamok különböző alakulásait tükrözte. Azokban az országokban, ahol jelentős mértékű árfolyam-rugalmasságot engednek, a valuta felértékelődésének lényegében tompító hatása volt az importárakra, és így – figyelembe véve az országok viszonylag nagyfokú nyitottságát – a fogyasztóiár-index alapján mért inflációra is.

KÖLTSÉGVETÉSI POLITIKÁK

Az euroövezeten kívüli EU-tagállamok költségvetési politikái 2007-ben is heterogének voltak. Bulgáriában, Dániában, Észtországban, Cipruson, Lettországon és Svédországban regisztráltak költségvetési többletet, míg a többi országban költségvetési hiányt (lásd 8. táblázat). Románia és az Egyesült Királyság kivételével a 2007. évi költségvetési eredmények nagyjából összhangban voltak a 2006 végén vagy 2007 elején benyújtott aktualizált konvergenciaprogramok költségvetési egyenlegre vonatkozó célkitűzéseivel, vagy azoknál jobbak voltak. Ugyanakkor sok esetben ez azért volt, mert a 2006. végi indulási pozíció jobbnak bizonyult a programokban előírányozottnál, továbbá a jelentős adóbevételek miatt, ami részben a kezdetben vártnál magasabb GDP-növekedéssel magyarázható. Úgy tűnik, a legtöbb országban megrekedt a szerkezeti költségvetési konszolidáció folyamata. Becslések szerint 2006 és 2007 között csak Ciprus,

Magyarország, Lengyelország és Svédország ért el legalább a GDP 0,5%-ának megfelelő pozitív változást a ciklikusan kiigazított költségvetési egyenlegben (az egyszeri és más ideiglenes intézkedéseket leszámítva). Ezzel szemben számos országban még prociklikus módon lazítottak is a fiskális politika irányultságán, a kibocsátás erőteljes növekedése ellenére.

2007 végén a Cseh Köztársaság, Magyarország, Lengyelország és Szlovákia volt a túlzott hiány esetén követendő eljárás alatt. A konvergenciaprogramok 2007–2008-as frissítései szerint 2007-ben a Cseh Köztársaság kivételével valamennyi említett országban csökkent a deficitráta. Ugyanakkor a cseh pénzügyminisztérium 2008 januárjában közölte, hogy a 2007. évi hiányt mindössze a GDP 1,9%-ára becslik, a konvergenciaprogramban megadott 3,4% helyett. A konvergenciaprogram csak Szlovákia esetében mutatta a deficitráta visszatérését a GDP 3%-ának megfelelő referenciaérték alá 2007-ben.

Ami az ECOFIN Tanács 2007. évi túlzotthiány-eljárásra vonatkozó főbb döntéseit illeti, Málta és az Egyesült Királyság elleni eljárást júniusban, illetve októberben megszüntették, miután azok a GDP 3%-ának megfelelő referenciaérték alatti deficitrátát jelentettek a 2006–2007-es pénzügyi évre, valamint javulásokat a strukturális egyenlegben. Lengyelországot illetően 2007 novemberében az ECOFIN Tanács elfogadott egy határozatot, kijelentve, hogy a lengyel hatóságok által tett intézkedés megfelelt a Tanács által 2007 februárjában tett ajánlásoknak; mindazonáltal a túlzotthiány-eljárást nem szüntették meg, mert úgy vélték, hogy a túlzott hiány korrekciója súlyos kockázatoknak van kitéve.

2007-ben a legtöbb euroövezeten kívüli EU-tagállamban jóval a GDP 60%-a alatt maradt az államadósság. Csak Máltán és Magyarországon maradt az adósságráta a 60%-os referenciaérték felett – a 2007-es csökkenés ellenére. Az euroövezeten kívüli más EU-tagállamok többségében az adósságráta csökkent vagy lényegében változatlan maradt.

8. táblázat: Fiskális pozíciók a nem euroövezeti EU-tagállamokban és az euroövezetben

(a GDP százalékában)

Államháztartási többlet (+) / hiány (-)

	2004	2005	2006	Konvergencia-program-adatok 2007
Bulgária	2,3	2,0	3,2	3,1
Cseh Köztársaság	-3,0	-3,5	-2,9	-3,4
Dánia	1,9	4,6	4,6	3,8
Észtország	1,8	1,9	3,6	2,6
Ciprus	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Lettország	-1,0	-0,4	-0,3	0,3
Litvánia	-1,5	-0,5	-0,6	-0,9
Magyarország	-6,5	-7,8	-9,2	-6,2
Málta	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Lengyelország	-5,7	-4,3	-3,8	-3,0
Románia	-1,5	-1,4	-1,9	-2,9
Szlovákia	-2,4	-2,8	-3,7	-2,5
Svédország	0,8	2,4	2,5	3,0
Egyesült Királyság	-3,4	-3,3	-2,7	-3,0
EU11 ¹⁾	-4,0	-3,6	-3,4	-2,8
EU14 ²⁾	-2,7	-2,3	-1,8	-1,9
Euroövezet	-2,8	-2,5	-1,5	-0,8

Államháztartás bruttó adóssága

	2004	2005	2006	Konvergencia-program-adatok 2007
Bulgária	37,9	29,2	22,8	19,8
Cseh Köztársaság	30,4	30,2	30,1	30,4
Dánia	44,0	36,3	30,3	25,6
Észtország	5,1	4,4	4,0	2,7
Ciprus	70,2	69,1	65,2	60,0
Lettország	14,5	12,5	10,6	9,4
Litvánia	19,4	18,6	18,2	17,6
Magyarország	59,4	61,6	65,6	65,4
Málta	72,7	70,8	64,7	62,9
Lengyelország	45,7	47,1	47,6	47,0
Románia	18,8	15,8	12,4	11,9
Szlovákia	41,4	34,2	30,4	30,6
Svédország	52,4	52,2	47,0	39,7
Egyesült Királyság	40,4	42,1	43,2	43,9
EU11 ¹⁾	40,3	39,4	38,2	37,2
EU14 ²⁾	41,9	42,1	41,6	40,7
Euroövezet	69,6	70,3	68,6	66,7

Forrás: Európai Bizottság (2004-2006-ra), frissített konvergenciaprogramok (2007-re) és az EKB számításai.

Megjegyzések: Az adatok a túlzothiany-eljárás meghatározásán alapulnak. A költségvetési egyenlegek (bizottsági adatok) nem foglalják magukban az UMTS-licencként értékesítéséből származó bevételeket. Dánia, Lengyelország és Svédország esetében az adatok a második pillér nyugdíjalapjait magukban foglalják. Ezen alapok becsült egyenlegjavító hatása 2006-ban a következő volt: Dánia esetében a GDP 1,0%-a, Lengyelország esetében a GDP 2,0%-a és Svédország esetében a GDP 1,1%-a. A konvergenciaprogram legutóbbi aktualizálásához és a Bizottság 2007 őszi előrejelzéseihez hasonlóan a magyarországi adatok a második pillér nyugdíjalapjait már nem foglalják magukban.

1) Az EU11 aggregátum az EU-hoz 2004. május 1-jén és 2007. január 1-jén csatlakozott 11 ország adatait tartalmazza (Szlovénia kivételével).

2) Az EU14 aggregátum a 14 nem euroövezeti EU-tagállam adatait tartalmazza 2007. december 31-én.

A FIZETÉSI MÉRLEGEK ALAKULÁSA

Az euroövezeten kívüli EU-tagállamok együttes folyó fizetési és tökemérlege 2007-ben is országoként jelentősen eltért (lásd 9. táblázat), bár 2006-hoz viszonyítva az összkép romlást mutatott. Miközben Dánia és Svédország többleteket jelentett, az összes többi ország hiányt regisztrált.

2006-hoz képest ezek a hiányok többnyire nőttek, kivéve Magyarországot, Máltát és Szlovákiát. Bulgáriában és Lettországban a hiány meghaladta a GDP 20%-át, míg Észtországban, Litvániában és Romániában a GDP 10%-át. Cipruson, Magyarországon, Szlovákiában és az Egyesült Királyságban a hiány a GDP 4%-a és

9. táblázat: A nem euroövezeti EU-tagállamok és az euroövezet fizetési mérlege

(a GDP százalékában)

	Folyó- és tőkeszámla-egyenleg				Nettó közvetlen befektetés				Portfóliobefektetések nettó áramlása			
	2004	2005	2006	2007 ³⁾	2004	2005	2006	2007 ³⁾	2004	2005	2006	2007 ³⁾
Bulgária	-5,8	-11,0	-15,0	-20,1	11,3	14,5	16,8	19,2	-2,1	-5,5	1,0	-0,6
Cseh Köztársaság	-5,7	-1,5	-2,8	-3,1	3,6	9,4	3,2	3,8	1,9	-2,7	-0,8	-1,0
Dánia	3,0	4,5	2,6	1,3	0,4	-1,3	-1,8	-3,8	-6,0	-4,4	-6,8	2,3
Észtország	-11,5	-9,3	-13,2	-15,0	5,8	15,6	3,5	3,2	6,0	-15,7	-8,1	-0,7
Ciprus	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1	2,5	3,8	3,6	5,9	7,2	-0,8	-4,2	-8,6
Lettország	-11,8	-11,2	-21,1	-24,3	3,8	3,6	7,4	8,1	1,6	-0,8	0,2	-1,3
Litvánia	-6,4	-5,9	-9,6	-11,8	2,3	2,7	5,1	6,6	0,9	-1,0	-0,8	-2,5
Magyarország	-8,1	-6,0	-5,9	-4,4	3,3	5,0	3,9	-0,2	6,7	4,0	5,7	2,5
Málta	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2	7,0	11,5	28,0	13,5	-37,7	-44,8	-39,2	-10,8
Lengyelország	-3,8	-1,3	-2,6	-2,9	4,8	2,3	2,9	3,7	3,7	4,1	-0,9	-2,2
Románia	-7,5	-7,9	-10,5	-12,9	8,4	6,6	8,9	8,1	-0,7	1,0	-0,2	0,4
Szlovákia	-7,5	-8,5	-7,1	-4,8	7,2	4,8	6,8	3,6	2,1	-2,0	2,9	0,2
Svédország	6,8	6,9	6,3	6,7	-2,8	-4,5	1,7	-3,2	-6,3	-0,1	-5,1	-4,4
Egyesült Királyság	-1,5	-2,4	-3,8	-4,9	-1,0	4,4	2,6	-1,0	-4,5	-2,4	-3,1	0,4
EU11 ¹⁾	-5,9	-4,2	-5,6	-6,1	5,1	5,2	4,9	4,5	2,7	0,9	0,0	-1,0
EU14 ²⁾	-1,3	-1,4	-2,7	-3,6	0,3	3,3	2,7	-0,2	-3,2	-1,6	-2,9	-0,3
Euroövezet	1,0	0,3	0,0	0,4	-0,9	-2,6	-1,6	-2,0	0,9	1,8	3,3	4,5

Forrás: EKB.

1) Az EU11 aggregátum az EU-hoz 2004. május 1-jén és 2007. január 1-jén csatlakozott 11 ország súlyozott hozzájárulását tartalmazza (Szlovénia kivételével).

2) Az EU14 aggregátum a 14 nem euroövezeti EU-tagállam súlyozott hozzájárulását tartalmazza 2007. december 31-én.

3) A 2007. évi adatok a négy negyedéves átlagra vonatkoznak 2007. III. negyedévéig. Málta esetében az adatok a négy negyedéves átlagra vonatkoznak 2007. II. negyedévéig.

8%-a között volt. A legtöbb ország külső egyensúlyhiánya az árukereskedelem hiányából eredt, kivéve a Cseh Köztársaságot, Magyarországot, Lengyelországot és Szlovákiát, ahol a jövedelemhiányok – gyakran a külföldi tulajdonú vállalatok újrabefektetett nyereségéhez kapcsolódóan – képezték a legfontosabb tényezőt.

Sok országban, amely 2004. május 1-jén, illetve 2007. január 1-jén csatlakozott az EU-hoz, a hiányok bizonyos mértékig a felzárkózási folyamat normális jellemzői, amennyiben kedvező befektetési lehetőségeket és intertemporális fogyasztássimítást tükröznek. Ugyanakkor néhány euroövezeten kívüli EU-tagállam folyófizetési- és tőkemérleghiánya ciklikus tényezőkre és az élénk belföldi keresletre is visszavezethető, ami a külső pozíciók fenntarthatóságának kockázataira hívja fel a figyelmet, különösen, ha mindezt romló nemzetközi ár- és költség-versenyképesség és az exportnövekedés lassulása kíséri.

2006-hoz képest a nettó közvetlen befektetések 2007-ben jelentősen csökkentek Dániában, Svédországban és az Egyesült Királyságban.

Stabilak maradtak az EU11 aggregátum vonatkozásában, bár észrevehető csökkenést regisztráltak Magyarországon, Szlovákiában és Máltán. Különösen az utóbbi országban a jelentős esés normalizálódásnak tekinthető a 2006. évi magas szinteket követően. Miközben a nettó közvetlen külfölditőke-beáramlások továbbra is fontos finanszírozási forrást jelentettek számos euroövezeten kívüli EU-tagállamban, a balti államok, Magyarország, Románia és az Egyesült Királyság esetén az alapmérleg hiánya, azaz a folyó fizetési és a tőkemérleg együttes egyenlegének és a nettó közvetlen külfölditőke-beáramlásoknak az összege, magasabb volt a GDP 4%-ánál, és Lettország esetén meghaladta a GDP 15%-át. Ami a nettó portfólió-beáramlásokat illeti, az egyenleg negatív vagy nagyjából semleges maradt valamennyi euroövezeten kívüli EU-tagállamban, kivéve Dániát és Magyarországot. Ebben a két országban a nettó portfólióbefektetések beáramlása jelentős nettó adósságbeáramlások eredménye volt, amelyek – Magyarország esetén – a hozamkülönbözetekhez kötődtek, miközben a nettó részvényforgalom negatív volt. Az „egyéb befektetések” nettó

forgalma az EU-hoz 2004. május 1-jén, illetve 2007. január 1-jén csatlakozott legtöbb országban nagyban pozitív volt, ami főként a külföldi tulajdonú anyabankok által a régióbeli leányvállalataiknak nyújtott hiteleket tükrözte.

AZ ÁRFOLYAMOK ALAKULÁSA

2007-ben az euroövezeten kívüli EU-tagállamokban az árfolyamok alakulása főként az egyes országok árfolyamrendszerét tükrözte. Dánia, Észtország, Ciprus, Lettország, Litvánia, Málta és Szlovákia valutái részt vettek az ERM-II-ben. A $\pm 2,25\%$ -os szűkebb sávot fenntartó dán korona kivételével ezek a valuták az euróval szemben a középárfolyam körül egy $\pm 15\%$ -os standard ingadozási sávot tartottak fenn. Az ERM-II-ben való részvételt néhány esetben az érintett országok egyoldalú kötelezettségvállalásai is kísérik, amelyek alapján szűkebb ingadozási sávokat tartanak fenn. Ezek az egyoldalú kötelezettségvállalások semmilyen plusz kötelezettséget nem róttak az EKB-ra. Megállapodás született, hogy az észt korona és a litván litas meglévő valutatanácsi rendszerével csatlakozhat az ERM-II-höz. A máltai hatóságok közölték azon szándékukat, hogy a máltai líra árfolyamát az euróval szembeni középárfolyamán tartják, míg a lett hatóságok úgy döntöttek, hogy a lat árfolyamát euróval szembeni középárfolyama körüli $\pm 1\%$ -os ingadozási sávban tartják. Azon országok ERM-II-ben való részvételéről szóló megállapodások, amelyeknek valutái 2004 után csatlakoztak az ERM-II-

höz (vagyis Dániát kivéve valamennyi fentebb felsorolt ország), az illetékes hatóságok számos monetáris politikai kötelezettségvállalásán alapulnak, amelyek – többek között – szilárd fiskális politikák vitelére, a mérsékelt bérnövekedés és a termelékenység növekedésével összhangban levő béralakulás támogatására, a hitelállomány növekedésének féken tartására, valamint további szerkezeti reformok megvalósítására vonatkoznak.

2007-ben a dán korona, az észt korona, a ciprusi font, a litván litas és a máltai líra stabilak voltak az euróval szemben, és adásvételük folyamatosan középárfolyamaikon vagy azokhoz nagyon közel zajlott. Azonkívül a ciprusi fontot és a máltai lírát visszavonhatatlanul euróra konvertálták az euroövezet 2008. január 1-jei bővítésének következményeként.

A fentiekkel ellentétben a szlovák korona esetén viszonylag magas fokú volatilitást tapasztaltak (lásd 10. táblázat). Javuló makrogazdasági fundamentumok és kedvező gazdasági kilátások mellett 2006 közepén a korona egy hosszan tartó felértékelődési időszakba lépett, amely további lendületet kapott 2007 februárjában és márciusának első felében. Az árfolyam-volatilitás és a túlzott piaci nyomások féken tartása érdekében 2007 márciusának elején a Národná banka Slovenska beavatkozott, hogy gyengítse a valutát. 2007. március 19-én a szlovák hatóságok kérésére, kölcsönös egyetértéssel és egy közös eljárást követően, a

10. táblázat: Az ERM-II alakulása

Valuta	Belépés napja	Felső árfolyam	Középárfolyam	Alsó árfolyam	Maximális eltérés százalékban	
					Felfelé	Lefelé
DKK	1999. január 1.	7,62824	7,46038	7,29252	0,28	-0,03
EEK	2004. június 28.	17,9936	15,6466	13,2996	0,00	0,00
CYP	2005. május 2.	0,673065	0,585274	0,497483	1,21	0,00
LTL	2005. május 2.	0,808225	0,702804	0,597383	0,98	-1,00
LTL	2004. június 28.	3,97072	3,45280	2,93488	0,00	0,00
MTL	2005. május 2.	0,493695	0,429300	0,364905	0,00	0,00
SKK	2005. november 28.	44,2233	38,4550	32,6868	11,78	0,00
SKK (utólagos felértékelés)		40,7588	35,4424	30,1260	8,22	0,00

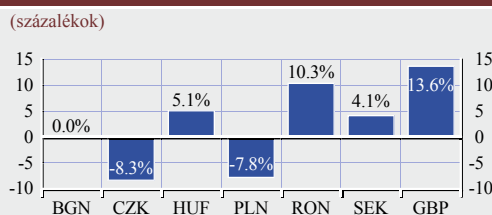
Forrás: EKB.

Megjegyzés: A lefelé (felfelé) való eltérés az alsó (felső) árfolyam felé történő mozgásnak felel meg, és a valutának az euróval szembeni erősödését (gyengülését) jelenti. A szlovák korona középárfolyamát 2007. március 16-án 8,5%-kal felértékeltek. A vonatkozó ERM-II középárfolyamoktól való bejelentett maximális eltérés referenciaidőszaka 2007. január 2-től 2007. február 14-ig tart.

szlovák korona középárfolyamát 8,5%-kal átértékelték az euróval szemben. Mérsékeltébb inflációs kilátások miatt a Národná banka Slovenska 2007 márciusának végén és áprilisának végén összesen 50 bázisponttal 4,25%-ra vitte le irányadó kamatlábát, ami segítette a koronának az euróval szembeni stabilizálását. 2007 áprilisa óta a szlovák korona viszonylag stabil maradt, és az új központi paritásnál 5% és 8% közötti erősebb értékeken ingadozott. A lett lat ugyancsak volatilisabb volt, mint az előző években, bár az ingadozások a középárfolyam körüli egyoldalúan vállalt $\pm 1\%$ -os szűk sávon belül maradtak. Miután 2006 nagyobb részében az ERM-II-beli középárfolyamánál mintegy 1%-kal erősebben jegyezték, a lat két alkalommal (2007 februárjának közepén és 2007 szeptemberében) az egyoldalúan megállapított szűk ingadozási sáv gyengébb oldala felé mozdult. Az első alkalom az után volt, hogy a Standard & Poor's 2007. február 19-én stabilról negatívra rontotta le Lettország jövőbeli kilátásait, és azt rebesgették, hogy esetleg leértékelik a lett valuta ERM-II-beli középárfolyamát. 2007 márciusának közepén a Latvijai Banka a lat további gyengülésének megakadályozása érdekében devizapiaci intervencióval és 2007 márciusának végén a refinanszírozási kamatláb 5,0%-ról 5,5%-ra, majd csaknem két hónappal később 6,0%-ra emelésével közbelépett. Az egyhónapos bankközi betéti kamatlábak jelentősen emelkedtek, és körülbelül 100–400 bázisponttal a refinanszírozási kamatláb felett ingadoztak. 2007 áprilisában a feszültségek a devizapiacokon fokozatosan lecsillapodtak, miközben a kormány elkötelezte magát egy anti-inflációs terv megvalósítása mellett, de az egyhónapos kamatláb jóval az EKB minimális ajánlati kamatlába felett maradt. 2007. május 12-én a lat ismét elérte $\pm 1\%$ -os ingadozási sávjának erősebb oldalát, és a központi bank beavatkozott, hogy megakadályozza a további felértékelődést. 2007 szeptemberében a lat megint nyomás alá került, miután a Moody's rontott a minősítésén, valamint a folyó fizetési mérleg hiánya és az infláció további növekedése miatti aggodalmak következtében. A Latvijai Banka ezúttal nem avatkozott be, a pénzügyi feltételek mégis szűkek maradtak.

Az ERM-II-ben részt nem vett euroövezeten kívüli EU-tagállamok valutáinak alakulása orszá-

38. ábra: Az euro árfolyamának változása az ERM II-n kívüli EU-valutákhoz viszonyítva



Forrás: az EKB saját számításai.

Megjegyzés: A pozitív (negatív) érték az euro felértékelődését (leértékelődését) jelenti. A változások a 2007. január 2-től 2008. február 29-ig tartó időszakra vonatkoznak.

gonként jelentősen eltérő volt (lásd 38. ábra). 2007 nagyobb részében a cseh korona és a lengyel zloty felértékelődött az euróval szemben, és 2008. február 29-én 8,3%-kal, illetve 7,8%-kal voltak erősebbek az euróval szemben, mint 2007 elején. 2007 első három negyedévének viszonylagos stabilitása után az angol font jelentősen gyengült az euróhoz képest. Ennek oka a megnövekedett gazdasági bizonytalanság volt, amely részben a gyengébb lakáspiachoz is kötődő kevésbé kedvező gazdasági növekedési kilátásoknak tulajdonítható. Mindezek eredményeként 2008. február 29-én a font 13,6%-kal volt az euróval szembeni 2007. január 2-ai szintje alatt. Mind belföldi tényezők, mind az euro általános ereje miatt a román lejnek és a svéd koronának is volt egy gyenge időszaka az euróval szemben. A vizsgált időszakban e két valuta 10,3%-kal, illetve 4,1%-kal esett. Bizonyos ingadozások ellenére a magyar forint 2007-ben lényegében nem változott, majd 2008 elején némileg leértékelődött. 2008. február 25-én a Magyar Nemzeti Bank a magyar kormányval egyetértésben úgy döntött, hogy eltörli a forint ingadozási sávjait, és szabad lebegtetést vezet be. Végül, a bolgár leva 1,95583 BGN/EUR árfolyamon stabil maradt, tükrözve a változatlan bolgár árfolyampolitikát az eurón alapuló valutatanácsi rendszerben.

PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

2007 januárja és 2008 februárja között a hosszú lejáratú államkötvények hozamainak alakulása a legtöbb euroövezeten kívüli EU-tagállamban¹⁰ hasonló volt az euroövezetéhez, azaz az év első felében a hozam emelkedett, majd 2007 augusz-

¹⁰ Észtország esetén nem áll rendelkezésre összehasonlítható hosszú távú kamatláb.

tusától kezdve csökkent, a pénzügyi piacok globális nyugtalansága közepette.

2008 februárjában a hosszú távú kamatlábak az euroövezeten kívüli EU-tagállamokban átlagosan körülbelül 25 bázisponttal magasabbak voltak, mint 2007 elején, szemben az euroövezetbeli több, mint 30 bázispontos emelkedéssel. A legnagyobb emelkedésekre Bulgáriában (csaknem 100 bázispont), a Cseh Köztársaságban, Magyarországon és Lengyelországban (80 bázispont körül) került sor, nagyban tükrözve az inflációs kilátások romlását. Jóllehet meglehetősen magasak maradtak, a hosszú távú kamatlábak Romániában 50 bázisponttal estek 2007 januárja és 2008 februárja között.

Az euroövezeti kamatlábakhoz viszonyítva, az euroövezeten kívüli EU-tagállamok államkötvényhozam-szpredejei 2008 februárjában a múlt év elejéhez képest vegyesen alakultak. A hosszú távú kamatlábak különbözőzeti viszonylag nagyok maradtak Romániában és Magyarországon, ahol körülbelül 340, illetve 280 bázispont körül voltak. Ezekben az országokban a fiskális folyamatok és a külső egyensúlyhiányok hozzájárultak a hosszú távú kötvénykülönbszetek magas tartásához. Ezenkívül Románia esetén ez a fejlemény az utóbbi évek magasabb inflációs rátáinak következménye.

Mindent egybevetve, 2007 januárja és 2008 februárja között a részvénypiacok a legtöbb euroövezeten kívüli EU-tagállamban pozitív növekedést regisztráltak. A részvényárak leginkább Bulgáriában, Cipruson és Romániában emelkedtek, nyilvánvalóan meghaladva az euroövezet átlagos részvényár-alakulásait a Dow Jones EURO STOXX indexszel mérve. Ugyanakkor Észtországban és Lettországon a részvényárak 2008 februárjának végére a 2006. évi átlagos szintekre csökkentek, miután 2007 folyamán történelmi csúcsokat értek el. A tőzsdei indexek a legtöbb euroövezeten kívüli EU-tagállamban csökkentek a nyári hónapok folyamán a globális pénzügyi piacok zavarokat követően, amint néhány befektető visszavonta eszközeit a részvénypiacokról, hogy javítsa általános likviditását. 2007 szeptemberében

39. ábra: A magánszférának nyújtott hitelek 2007-ben



Források: BIS, EKB, Eurostat, Ciprusi Központi Bank és Bank of England.

Megjegyzések: Az adatok a nem MPI-knek nyújtott belföldi hitelekre vonatkoznak, nem foglalják magukban az államháztartást. Az egyes országok tekintetében a 2007. évi hitelnövekedéshez a legutolsó rendelkezésre álló hónap adatai kerültek felhasználásra. Az Egyesült Királyságra vonatkozó adatok nemzeti meghatározáson alapulnak.

és októberében a negatív piaci vélekedés valamelyest javult a tőzsdéken. Később viszont a részvénypiacok az EU14 országok legtöbbszörében ismét hanyatlottak az alacsonyabb globális kockázati étvágy miatt, összhangban az euroövezet és más főbb gazdaságok értékpapírpiaicaival.

2007-ben a magánszférának nyújtott hitelek növekedése magas maradt valamennyi euroövezeten kívüli EU-tagállamban. 2007 vége felé úgy tűnt, hogy sok országban stabilizálódik az éves hitelállomány-növekedés, ami részben a banki kamatlábak emelkedését tükrözte. Ugyanakkor néhány országban – úgymint Bulgáriában, a Cseh Köztársaságban, Litvániában és Lengyelországban – tovább gyorsult. A hitelállomány növekedése a gyorsan növekvő balti államokban, Bulgáriában, Lengyelországban és Romániában volt a legdinamikusabb, ahol 2007 végén a növekedési ráta 32% és 62% között volt. A Cseh Köztársaságban, Cipruson, Magyarországon és Szlovákiában a magánszférának nyújtott hitelek éves növekedési rátája 2007-ben 19% és 29% között volt. E gazdaságok esetén – kivéve Ciprust – a gyors hitelkiáramlást a pénzügyi közve-

títés elmélyülésének összefüggésében kell látni. Így a magánszektorban nyújtott hitelek GDP-hez viszonyított arányai valamennyi EU11 országban – Ciprust és Máltát kivéve – jóval az euroövezeti átlag alatt maradnak. Mindazonáltal a gyors hitelkiáramlás azért is kockázatot jelent, mert néhány országban hozzájárul az erős belföldi kereslethez, és ezáltal a túlzott külső és belső egyensúlyhiá-

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

	Monetáris politikai stratégia	Valuta	Jellemzők
Bulgária	Árfolyamcél	bolgár leva	Árfolyamcél: euróhoz rögzítés 1,95583 BGL/EUR árfolyamon valutatanácsi rendszerben.
Cseh Köztársaság	Inflációs cél	cseh korona	Cél: 2%±1 százalékpont 2009 végére, majd 2%±1 százalékpont. Irányított árfolyam-lebegtetés.
Dánia	Árfolyamcél	dán korona	7,46038 DKK/EUR középárfolyam körüli ±2,25% ingadozási sávval részt vesz az ERM-II-ben.
Észtország	Árfolyamcél	észt korona	15,6466 EEK/EUR középárfolyamkörüli ±15%-os ingadozási sávval részt vesz az ERM-II-ben. Észtország egyoldalú kötelezettségvállalással továbbra is fenntartja valutatanácsi rendszerét.
Ciprus	Árfolyamcél	ciprusi font	0,585274 CYP/EUR középárfolyam körüli ±15%-os ingadozási sávval részt vesz az ERM-II-ben.
Lettország	Árfolyamcél	lett lat	0,702804 LVL/EUR középárfolyam körüli ±15%-os ingadozási sávval részt vesz az ERM-II-ben. Lettország egyoldalú kötelezettségvállalással fenntartja a ±1%-os ingadozási sávot.
Litvánia	Árfolyamcél	litván litas	3,45280 LTL/EUR középárfolyam körüli ±15%-os ingadozási sávval részt vesz az ERM-II-ben. Litvánia egyoldalú kötelezettségvállalással továbbra is fenntartja valutatanácsi rendszerét.
Magyarország	Inflációs cél	magyar forint	Inflációs cél: 3% ±1 százalékpontos közép távú cél. Szabadon lebegő árfolyam 2008 februárja óta, amikor az árfolyam euróhoz rögzítését eltörölték.
Málta	Árfolyamcél	máltai líra	0,429300 MTL/EUR középárfolyam körüli ±15%-os ingadozási sávval részt vesz az ERM-II-ben. Málta egyoldalú kötelezettségvállalással a középárfolyamtól változatlanul fenntartja az euróval szembeni árfolyamot.
Lengyelország	Inflációs cél	lengyel zloty	Inflációs cél: 2,5% ±1 százalékpont (12 havi növekedés a CPI-ben). Szabadon lebegő árfolyam.
Románia	Inflációs cél	román lei	Inflációs cél: 4%, 3,8% és 3,5% ±1 százalékponttal 2007, 2008, illetve 2009 végére. Irányított árfolyam-lebegtetés.
Szlovákia	Inflációs cél az ERM-II feltételeiben.	szlovák korona	35,4424 SK/EUR középárfolyam körüli ±15%-os ingadozási sávval részt vesz az ERM II-ben. Az inflációs cél a 2006-2008 időszakban 2,5% 2006 végére, 2% 2007 végére és 2008 végére.
Svédország	Inflációs cél	svéd korona	Inflációs cél: CPI 2%-os növekedése ±1 százalékpontos tűréssávval. Szabadon lebegő árfolyam.
Egyesült Királyság	Inflációs cél	font	Inflációs cél: 2%, a CPI 12 havi növekedésével mérve. ¹⁾ 1 százalékpontnál nagyobb eltérés esetén elvárás, hogy a Monetáris Politikai Tanács nyílt levelet írjon a pénzügyminiszternek. Szabadon lebegő árfolyam.

Forrás: KBER.

1) A CPI azonos a HICP-vel.

nyokhoz. Ráadásul a devizában denominált hitelek növekvő aránya számos országban különösen aggályos. Dániában, Svédországban és az Egyesült Királyságban a magánszektorban nyújtott hitelek éves növekedési rátája 2007 végén 13% körül volt.

MONETÁRIS POLITIKA

Valamennyi euroövezeten kívüli EU-tagállamban a monetáris politika elsődleges célja az árstabilitás. Ugyanakkor a monetáris politikai stratégiák országonként jelentősen eltérőek (lásd 11. táblázat).

2007-ben az euroövezeten kívüli EU-tagállamok monetáris politikái és árfolyamrendszerei lényegében változatlanok maradtak, bár néhány országban – tekintettel a jövőbeli monetáris integrációra – némileg finomították a monetáris politika keretrendszerét. Ugyanakkor 2008 februárjában Magyarország megszüntette az euróhoz történő árfolyamrögzítést, és egy szabadon lebegő árfolyammal áttért egy önálló inflációs célra.

A 2007 januárja és 2008 februárja közötti monetáris politikai döntéseket illetően, az ERM-II-ben részt vevő legtöbb központi bank a monetáris politikai feltételek szigorítását szolgáló intézkedéseket fogadott el. Ezek gyakran tükrözték az EKB lépéseit, amely 2007-ben két lépésben (márciusban és júniusban) összesen 50 bázisponttal 4,0%-ra emelte az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveleteinek minimális ajánlati kamatlábát.

A Българска народна банка (Bolgár Nemzeti Bank), az Eesti Pank és a Lietuvos bankas valutatanácsi rendszereik miatt nem rendelkeznek hivatalos irányadó kamatlábakkal, és automatikusan alkalmazkodnak az EKB által megállapított kamatlábakhoz. Ugyanakkor – tekintettel az erős inflációra – több NKB hozott további intézkedéseket. A Българска народна банка (Bolgár Nemzeti Bank) 2007 januárjától eltörölte a plusztartalékok követelményét azon bankokra vonatkozóan, amelyek meghaladnak bizonyos hitelnövekedési plafonokat. Ugyanakkor az erőteljes hitelnövekedés tompítása érdekében úgy határozott, hogy 400 bázisponttal 12%-ra

emeli a kötelező tartalékot. Szemben találva magát a lett lat nominálárfolyamának növekvő volatilitásával, a tartósan igen magas inflációval és a túlfűtött belföldi kereslettel, a Latvijas Banka 2007 első öt hónapjában összesen 100 bázisponttal 6,0%-ra emelte refinanszírozási kamatlábát, valamint az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlábát összesen 150 bázisponttal 7,5%-ra, és több alkalommal beavatkozott a devizapiacra. Az irányadó kamatlábak emelkedése ellenére a rövid távú reálkamatlábak (a fent említett négy országban) továbbra is negatívak – a gyors reál-GDP-növekedés, az emelkedő inflációs nyomások, valamint a jelentős és tartós külső egyensúlyhiányok közepette.

Az EKB lépéseit követve a Danmarks Nationalbank két lépésben 4,25%-ra emelte kölcsönkamatlábát. 2007. március 12-én és június 6-án a Ciprusi Központi Bank alkalmanként 25 bázisponttal 5,00%-ra, illetve 3,00%-ra emelte az aktív oldali rendelkezésre állás, illetve az egynapos betétek kamatlábait, hogy fokozatosan 1 százalékpontos különbözetet hozzon létre a két kamatláb és a ciprusi irányadó refinanszírozási kamatláb között, amely 4,5% maradt. 2007 decemberében az irányadó refinanszírozási kamatlábát 50 bázisponttal csökkentették, így 4%-on igazodott az euroövezetéhez. A Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta kétszer – 2007. január 25-én és május 29-én – 25 bázisponttal 4,25%-ra emelte központi intervenciók kamatlábát. A döntés háttérben az állt, hogy tovább csökkentek a külső tartalékok, és feltűnően kicsi lett a rövid távú kamatláb-különbözet az euróval szemben a máltai líra javára, főként annak eredményeképpen, hogy az euroövezetben emelkedtek a kamatlábak. 2007 decemberében az irányadó kamatlábát 25 bázisponttal csökkentették, így az igazodott az euroövezetéhez. Ciprus és Málta központi bankjainak utolsó kamatlábdöntései részét képezték a végső előkészületeknek az euroövezetbe való 2008. január 1-jei csatlakozás előtt. A mérsékelt inflációs kilátások alapján a Národná banka Slovenska 2007. április 25-én összesen 50 bázisponttal 4,25%-ra csökkentette repokamatlábát (és e kamatláb körül szélesítette a napi kamatok folyosóját).

Az inflációs célkövetéssel dolgozó, ERM-II-ben részt nem vevő NKB-k monetáris politikai döntései országonként eltérőek voltak, ami nagyrészt különböző ciklikus pozícióikat és inflációs kilátásaikat tükrözte. Tekintettel az emelkedő inflációs nyomásokra, valamint 2007-re és 2008-ra vonatkozó inflációs előrejelzéseinek felfelé módosítására a Česká národní banka 2007-ben négy alkalommal – összesen 100 bázisponttal – 3,5%-ra emelte irányadó refinanszírozási kamatlábát. A Narodowy Bank Polski négy lépésben – összesen 100 bázisponttal – 5%-ra emelte irányadó kamatlábát. 2008 januárjában és februárjában ismét emelték az irányadó kamatlábat, összesen 50 bázisponttal, 5,5%-ra. Szigorítás szükségességét érezték, mivel az infláció valószínűleg meghaladja az inflációs célt a reál-GDP potenciális feletti növekedése, a bérek és a fajlagos munkaerőköltség jelentős emelkedése és a lazuló fiskális politika következtében. 2008 februárjában a Sveriges Riksbank öt lépésben összesen 125 bázisponttal 4,25%-ra emelte irányadó kamatlábát, hogy visszatérítse az inflációs előrejelzést a 2%-os célszintre.

2007-ben a Bank of England három alkalommal emelte irányadó kamatlábát, összesen 75 bázisponttal, 5,75%-ra, többnyire szilárd növekedés és magas inflációs közepette. Később viszont a Bank of England 50 bázisponttal levítte a kamatlábat 5,25%-ra. Az utóbbi döntéseket a gyengébb növekedési lendület jelei közepette hozták.

A legtöbb más országgal ellentétben a Magyar Nemzeti Bank két lépésben összesen 50 bázisponttal, 7,5%-ra csökkentette a jegybanki alapkamatot, mivel a középtávú inflációs cél elérhetőnek tűnt. 2007-ben a Banca Națională a României négy lépésben, összesen 175 bázisponttal 2007 júniusára 7,0%-ra csökkentette irányadó kamatlábát, tekintettel a javuló inflációs kilátásokra és a nominálárfolyam vártnál erősebb felértékelődésére. Ugyanakkor 2007 októberében, valamint 2008 januárjában és februárjában az irányadó kamatlábat összesen 200 bázisponttal 9,0%-ra emelték a kínálati és keresleti sokkok miatt egyaránt romló inflációs kilátások következtében.



2. FEJEZET

KÖZPONTI BANKI MŰVELETEK ÉS TEVÉKENYSÉGEK

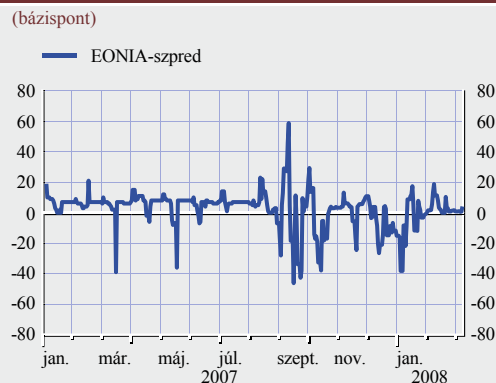
I MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK, DEVIZAMŰVELETEK ÉS BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉGEK

I.1 MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK

Az eurorendszer monetáris politikai műveletei egyrészt nyíltpiaci műveleteket, úgymint irányadó refinanszírozási műveletek (IRM), hosszabb lejáratú refinanszírozási műveleteket (HLRM) és finomhangoló műveleteket foglalnak magukban, másrészt pedig rendelkezésre állást. A monetáris politika megvalósításának működési keretein belül – amelybe beletartozik a kötelező tartalékolási előírások rendszere is –, ezeket az instrumentumokat a likviditási feltételek kezelésére használják a bankközi pénzpiacra, mindenekelőtt a nagyon rövid távú kamatlábaknak – különösen a napi pénzpiaci kamatlábaknak – az IRM-ek minimális ajánlati kamatlábjához – azaz az eurorendszer irányadó kamatlábjához – való közelítése céljából.

2007-ben két alkalommal – nevezetesen március 8-án és június 6-án – a Kormányzótanács a minimális ajánlati kamatlábat 25%-kal, 3,75%-ra, illetve 4,00%-ra emelte. Amint az a működési keretek 2004. márciusi módosítása óta korábbi esetekben is történt, ezek a kamatlábváltozások tényleges hatályba lépésük előtt nem befolyásolták észrevehetően a likviditási feltételeket vagy a napi pénzpiaci kamatlábat, ami azt illusztrálta, hogy a módosított keretrendszer jelentősen segít megvédeni a nagyon rövid távú pénzpiaci kamatlábakat a monetáris politika irányultságának változásaival kapcsolatos várakozások hatásától. 2007. augusztus 9. után azonban az eurorendszer az euro bevezetése óta az egyik legnagyobb kihívást jelentő időszakkal nézett szembe a monetáris politika megvalósítása terén, amikor az Egyesült Államok másodlagos jelzálogpiacáról kiindult pénzügyi piaci zavar áttért az euro pénzpiacra. Az euro pénzpiaci likviditásának augusztus 9-én reggel bekövetkezett elapadása után az eurorendszer órákon belül reagált, és 4,00%-os irányadó kamata mellett 95 milliárd euro plusz likviditást nyújtott a piacnak egy egynapos lejáratú finomhangoló műveletben. Addig az időpontig ez volt a legnagyobb összeg, amelyet valaha egy finomhangoló műveletben kiosztottak. Ezt követően az eurorendszer nyíltpiaci műveleteit továbbra is súlyosan befolyásolta a pénzügyi nyugtalanság 2007 végéig. A 9. keretes írás ismerteti azokat a sajátos működtetési intézke-

40. ábra: EONIA-szpred



Forrás: EKB.

déseket, amelyeket az eurorendszer alkalmazott a pénzpiaci feszültségek kezelésére, és kiemeli a fedezeti rendszernek a monetáris politika megvalósításának támogatásában betöltött szerepét a pénzügyi piaci volatilitás ezen időszakában.

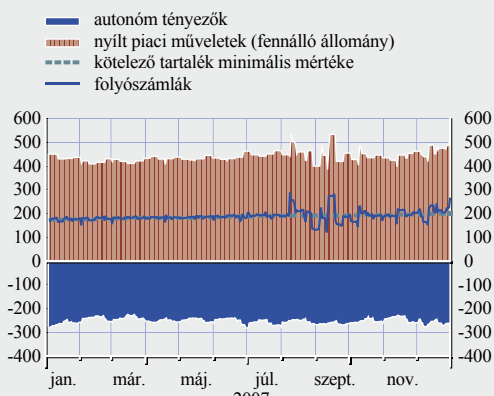
Annak értékelésére, hogy az EKB mennyire sikeresen irányította a nagyon rövid távú kamatlábakat, különösen fontos mutató az EONIA-val (egynapos euro index átlag, amely egy fontos referencia-kamatláb a pénzpiac számára) mért napi pénzpiaci kamatláb és az IRM-ek minimális ajánlati kamatlábjához közti különbség (szpred) (lásd 40. ábra). 2007-ben ez az EONIA-szpred átlagosan 3 bázisponton állt, vagyis alacsonyabban, mint a 2006-ban megfigyelt 8 bázispont. Ugyanakkor az EONIA-szprednek a szórással mért volatilitása az előző év 5 bázispontjáról 2007-ben 12 bázisponttra emelkedett. Ezek a fejlemények főként az augusztus 9. utáni volatilisabb piaci környezetet tükrözik: jóllehet az EKB az év folyamán valóban képes volt az átlagos napi kamatlábat viszonylag közel tartani a minimális ajánlati kamatlábjához, ez azzal járt, hogy az EONIA-szpred szórása az augusztus 9. előtti 6 bázisponttól augusztus 9-től 17 bázisponttra nőtt. Ugyanezen időszakban a szpred átlagos szintje 6 bázisponttól -3 bázisponttra csökkent.

A BANKRENDSZER LIKVIDITÁSI IGÉNYE

A nyíltpiaci műveleteken keresztül történő likviditásnyújtáskor az eurorendszer az aggregált euroövezeti bankrendszer likviditási szükség-

41. ábra: Likviditási tényezők az euroövezetben 2007-ben

(milliárd euro)



Forrás: EKB.

leteinek napi becslését veszi figyelembe. Ezeket a likviditási igényeket a kötelező tartalékok összege, a hitelintézeteknek az eurorendszerrel vezetett folyószámláin a kötelező tartalékokon felül tartott pénzkészletek (főlős tartalékok) és autonóm tényezők határozzák meg. Az autonóm tényezők az eurorendszer mérlegében szereplő azon tételek (például „forgalomban levő bankjegyek” és „állami betétek”), amelyeknek hatása van a hitelintézetek folyószámla-állományaira, de nincsenek az eurorendszer likviditáskezelésének közvetlen ellenőrzése alatt.

2007-ben az euroövezet bankrendszerének átlagos napi likviditásszükséglete (lásd 41. ábra) 441,5 milliárd euróra rúgott, vagyis 5%-kal volt több, mint 2006-ban. Az emelkedés fő oka az átlagos kötelező tartalék követelmények folyamatos növekedése volt (14%-kal, 187,4 milliárd euróra), amelyet csak részben ellensúlyozott az autonóm tényezők 2%-os csökkenése 252,2 milliárd euróra. Az autonóm tényezők közül a forgalomban levő bankjegyek jelentősen nőttek, bár a növekedési ütem a 2006. évi 11%-ról 9%-ra csökkent. Ugyanakkor a bankjegyállomány növekedésének likviditáscsökkentő hatását más autonóm tényezők több mint ellensúlyozták. Jóllehet a 2007-ben végződött tartalékolási időszakok átlagos főlős tartalékai 0,2 milliárd euróval 0,9 milliárd euróra nőttek, a

tartalékolási követelményekhez képest elhanyagolhatóak maradtak, hiszen azoknak mindössze 0,5%-ával voltak egyenlők.

A KÖTELEZŐ TARTALÉKOK RENDSZERE

Az euroövezetbeli hitelintézeteknek az eurorendszerrel vezetett számláikon kötelező tartalékokkal kell rendelkezniük. Mint 1999 óta mindig, az előírt kötelező tartalék 2007-ben is a hitelintézetek tartalékalapjának 2%-a volt. A hitelintézetek mérlegében szereplő bizonyos rövid lejáratú kötelezettségek által meghatározott tartalékalap növekedése magyarázza a kötelező tartalékok teljes összegének 2007 folyamán bekövetkezett fentebb már említett 14%-os emelkedését. Tekintve, hogy bármely tartalékolási időszakra vonatkozóan az eurorendszer olyan kamatlábbal díjazza a tartalékállományokat, amely az IRM-ek aktív oldali rendelkezésre állása kamatának átlaga, a kötelező tartalékok rendszere nem terheli figyelemre méltó költségekkel a bankszektort. Ugyanakkor két fontos funkciót tölt be a monetáris politika megvalósítását szolgáló működési keretrendszerben: egyrészt stabilizálja a rövid távú pénzügyi kamatlábakat, mert a tartalékolási előírásokat csak a tartalékolási időszak átlagában kell teljesíteni, ami lehetővé teszi a hitelintézetek számára, hogy kisimítsák a számláikat érintő ideiglenes és váratlan likviditásbeáramlásokat és -kiáramlásokat; másrészt, megnöveli a bankrendszer likviditáshiányát, azaz a bankok teljes refinanszírozási szükségletét az eurorendszerből.

NYÍLTPIACI MŰVELETEK

Az eurorendszer IRM-eket, HLRM-eket és finomhangoló műveleteket alkalmaz a pénzügyi likviditási helyzetének kezelésére. Minden likviditást nyújtó műveletnek teljesen fedezettnek kell lennie. Az IRM-ek rendszeres, heti gyakoriságú műveletek, amelyeknek lejáratát általában egy hét. Ezek a piaci likviditási helyzet kezelésének és a monetáris politikai irányultság jelzésének fő eszközei. 2007-ben ezeket változó kamatú tenderek formájában bonyolították le, minimális ajánlati kamatláb mellett, amely az EKB irányadó monetáris politikai kamatlába. Miközben a tranzakciókban részt vevő másik felek széles köre (2007 végén 1693 partner) jogosult ezekre a

műveletekre, 2007-ben átlagosan ténylegesen 338-an vettek részt, azaz 10%-kal kevesebben, mint 2006-ban (377). Augusztus 8-ig az EKB átlagosan 292 milliárd eurót juttatott az IRM-ekben. Az EKB egy eset kivételével (amikor a referenciaösszegnél 2 milliárd euróval többet osztott ki) valamennyi alkalommal a referenciaösszegnél 1 milliárd euróval több likviditást osztott ki. A referenciaösszeg az az összeg, amely lehetővé teszi a tranzakcióban részt vevők számára, hogy a tartalékolási előírásokat zökkenőmentesen teljesítsék a legközelebbi IRM elszámolásáig.¹ Az EKB így folytatta a 2005 októberében megkezdett politikát, vagyis kissé a referencia feletti likviditást nyújt, hogy ellenálljon az EONIA szpredre nehezedő, nyilvánvalóan felfelé irányuló nyomásnak. Augusztus 9. után az átlagos juttatás 200 milliárd euróra esett, tükrözve a kiegészítő HLRM-ekben nyújtott plusz likviditást (lásd az alábbiakban és a 9. keretes írásban).

A HLRM-ek havi likviditásnyújtó műveletek három hónapos lejáratúak. Tiszta változó kamatú

tenderek keretében zajlanak (korlátlan ajánlati kamatlábakkal), egy előre meghirdetett kiosztási volumennel, amelyet 2007 elején 50 milliárd euróban állapítottak meg. A HLRM-ek ugyanazon ügyfelek számára érhetőek el, mint az IRM-ek. Ezen ügyfelek közül 2007-ben átlagosan 145-en vettek részt a HLRM-ekben, szemben a 2006. évi 162-vel. 2007. augusztus 9. után két kiegészítő HLRM-et folytattak le (augusztus 24-i és szeptember 13-i elszámolással), majd később ezeket a teljes összeghez való igazítással megújították. 2007 végén a HLRM-ek állománya 268 milliárd eurót tett ki, csaknem 80%-kal meghaladva az augusztus eleji állományt.

¹ A referenciaösszeg összességében lehetővé teszi a tranzakcióban részt vevő másik felek számára, hogy folyószámláikat tartalékolási előírásaik közelében tartsák, figyelembe véve az előre látott likviditási szükségleteket és a likviditási egyensúlyhiányokat, amelyek már felhalmozódtak ugyanazon tartalékolási időszak során. A referenciaösszeg pontos meghatározását lásd az EKB Havi jelentése 2004. áprilisi számának „A referenciaösszeg publikálása az irányadó refinanszírozási műveletekben” (Publication of the benchmark allotment in the main refinancing operations) című keretes írásában.

9. keretes írás

MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK A PÉNZÜGYI PIACI VOLATILITÁS IDEJÉN

Likviditásnyújtás a tartalékolási időszak korábbi szakaszában

Nyíltpiaci műveleteiben az eurorendszer általában úgy biztosít likviditást, hogy a hitelintézetek képesek legyenek olyan folyószámlákat tartani az eurorendszerénél, amelyek a tartalékolási előírások közelében vannak, így ezeket az előírásokat a tartalékolási időszak során arányosan teljesítik. Ezt úgy érik el, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekben (IRM) a referenciaösszeghez közeli összegeket osztanak ki. E kiutalási politika célja a nagyon rövid lejáratú kamatlábak közel tartása az irányadó hivatalos kamatlábhöz, nevezetesen a minimális ajánlati kamatlábhöz az eurorendszer IRM-jeiben. Ugyanakkor, miután a pénzügyi piacok zavara 2007. augusztus 9-én áterjedt az egynapos euro pénzpiacra, úgy tűnt, hogy a hitelintézetek szívesebben teljesítik tartalékolási előírásaikat a tartalékolási időszakon belül viszonylag korán, a hosszabb távú pénzügyi szegmensek csökkenő forgalmának jelei közepette.

A nagyon rövid távú kamatlábakra vonatkozó célja elérésének érdekében az EKB előrehozta a tartalékok nyújtását, vagyis növelte a likviditásnyújtást a tartalékolási időszak elején, és csökkentette azt az időszak végén.¹ Az augusztus 9. utáni első néhány napban a tartalékoknak ezt

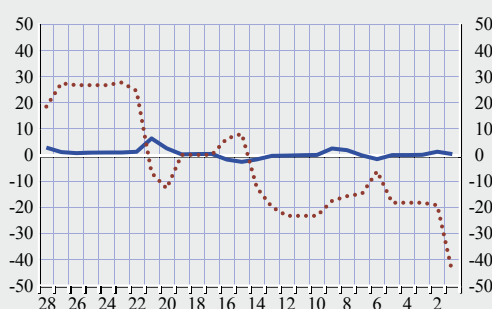
¹ Az eurorendszer már a pénzügyi nyugtalanság előtt előszállította a tartalékokat azzal, hogy az IRM-ekben kissé a referenciaösszeg felett biztosított likviditást. Ugyanakkor – amint azt az ábra szemlélteti – az előszállítás mértéke sokkal nagyobb volt a nyugtalanság időszakában.

az előszállítását úgy érték el, hogy plusz likviditást injektáltak négy egynapos finomhangoló művelet során. Szeptember elején egy ötödik finomhangoló műveletet hajtottak végre. Ezt követően a plusz likviditást a tartalékolási időszak elején főként a szokásos IRM-ek keretében biztosították. A teljes tartalékolási időszakokra vonatkozóan a likviditásnyújtás valamennyi esetben változatlan maradt, csak a likviditásnyújtás időzítésével alkalmazkodtak. Ezt szemlélteti a napi tartaléktöbblet pályája, azaz a hitelintézetek folyószámla-állományai és az előírt tartalékok közötti különbség egy tartalékolási időszak során (lásd az ábrát). Miközben a 2007 augusztusa előtti tartalékolási időszakokban a napi tartaléktöbblet átlagosan viszonylag közel volt a nullához, a későbbi tartalékolási időszakok elején jóval nulla felett volt, míg ezen időszakok vége felé jóval nulla alatt.

Napi tartaléktöbblet a tartalékolási időszakban

(x-tengely: a napok száma a tartalékolási időszak végéig; y-tengely: napi tartaléktöbblet milliárd euróban, átlagosan megfigyelve)

— napi tartaléktöbblet (a 2005. aug. és 2007. aug. között végződő tartalékolási időszakokban)
 napi tartaléktöbblet (a 2007. szept. és 2008. febr. között végződő tartalékolási időszakokban)



Forrás: EKB.

Október 8-án és november 23-án az EKB (hírügynökségeken keresztül) meghirdette², hogy megerősíti a tartalékok előszállítására vonatkozó politikáját, és a likviditást kiegyenlítő feltételek felé tereli az időszak folyamán is, ha erre van szükség a rövid távú kamatlábaknak a minimális ajánlati kamatláb közelében tartásához. E kommunikációval összhangban az EKB folyamatosan juttatott összegeket jóval a referenciaösszeg felett az IRM-ekben, és amikor a napi kamatra nehezedő jelentős lefelé irányuló nyomás kezdett megjelenni, az EKB likviditásszűkítő finomhangoló műveleteket végzett. A tartalékolási időszak utolsó napjának szokásos finomhangoló műveletein túlmenően ilyen likviditásszűkítő finomhangoló műveletekre került sor október 12-én, december 7-én, december 17-én, valamint – az alábbiakban leírtak szerint – az év vége táján. 2008. január 14-én az EKB megerősítette, hogy előszállítási politikáját addig folytatja, amíg szükséges.

Kiegészítő hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek

Úgy tűnt, hogy a pénzügyi piaci volatilitás növelte a bankok preferenciáját, hogy csökkentsék jövőbeli likviditási szükségleteiket, ami jelentős feszültségekhez vezetett a pénzpiacon, nemcsak a rövid lejáratú szegmensben, hanem a hosszabb lejáratú szegmensben is, ahol nagyon alacsony forgalmat jelentettek. A viszonyok normalizálásának támogatása érdekében az eurorendszer növelte a három hónapos hosszabb lejáratú refinanszírozási műveleteken (HLRM) keresztül biztosított refinanszírozás részarányát, és ezzel egyidejűleg csökkentette az egyhetes IRM-eken keresztül történő refinanszírozás részarányát. Ennek megfelelően a refinanszírozási állomány teljes összege változatlan maradt, miközben az átlagos lejárat meghosszabbodott, ideiglenesen csökkentve ezzel a bankrendszer jövőbeli likviditási szükségleteit. Augusztus 23-án és szeptember 12-én egy-egy kiegészítő, három hónapos lejáratú HLRM-re került sor 40 milliárd euro, illetve 75 milliárd euro összegben. Mivel a rendszeres havi HLRM-ek is szokás szerint lezajlottak, a HLRM-eken keresztül biztosított refinanszírozás teljes összege 150 milliárd euróról (három 50 milliárd eurós juttatás) 265 milliárd euróra nőtt, miközben az

² Az EKB által kiadott közlemények teljes listája itt található: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/communication.en.html>.

IRM-ek nagysága ennek megfelelően körülbelül 300 milliárd euróról 200 milliárd euro alá csökkent. A kiegészítő HLRM-eket megújították, amikor novemberben és decemberben lejártak, és a kiosztott összegeket egyenként 60 milliárd euróra módosították. 2008. február 7-én bejelentették, hogy ezeket 2008 februárjában és márciusában ismét megújítják.

Különleges intézkedések az év vége körül

A mérleggel kapcsolatos megfontolások miatt a bankok az év utolsó néhány hetében általában kevésbé szívesen adnak kölcsönt a pénzpiacon. Előre látható volt, hogy ez a jól ismert jelenség 2007-ben különösen erős lesz. Ezért egy november 30-ai sajtóközleményben az EKB különleges intézkedéseket jelentett be, hogy csillapítsa a pénzpiaci feszültségeket a kérdéses időszakban. A december 18-án juttatott IRM lejáratát kivételesen meghosszabbították egy hétről két hétre, hogy a bankok e nehéz időszakot megelőzően fedezni tudják likviditási igényeiket karácsony táján és az év vége körüli napokban. December 17-én az EKB hírügynökségeken keresztül azt is közölte, hogy ebben a kéthetes IRM-ben el fog térni a szokásos kiosztási eljárástól, és valamennyi ajánlatnak a korábbi IRM súlyozott átlagkamatlába (amely 4,21% volt) vagy a felett fog eleget tenni. Ezt a döntést elsősorban arra utaló bizonyíték vezérelte, hogy a likviditási igények nem kívánatos szintekre nyomhatják fel az ajánlati kamatlábakat. Ennek eredményeként az EKB 348,6 milliárd eurót osztott ki, amely 168,1 milliárd euróval haladta meg a referenciaösszeget. E bőséges likviditásnyújtás a napi kamatlábra lefelé irányuló nyomást eredményezett. E nyomás csökkentése érdekében az EKB egy sor likviditásszűkítő finomhangoló műveletet végzett. E finomhangoló műveletek közül az utolsó január 3-án került sor, az első IRM elszámolását megelőző napon 2008-ben. A finomhangoló műveletek révén az EKB átlagosan napi 143,8 milliárd eurót vont el. Ugyanakkor az EKB 20 milliárd euro többletlikviditást is biztosított 4,20%-os marginális tenderkamatláb mellett az év végét lefedő IRM-ben, igazodva az ügyfelek további likviditási keresletéhez ebben az időszakban. Az igen bőséges likviditáskínálat eredményeként az EONIA 2007 utolsó kereskedési napján 8 bázisponttal a minimális ajánlati kamatláb alatt volt, míg az előző két évben 19, illetve 17 bázisponttal haladta meg a minimális ajánlati kamatlábat.

Műveletek az amerikai dollárban nyújtott aukciós hitelkonstrukcióval kapcsolatban

Mivel a jelentések szerint az euroövezetbeli bankok különösen aggódtak az amerikai dollárban denominált finanszírozásuk rendelkezésre állásával kapcsolatban, az EKB létrehozott egy swapmegállapodást (swapsomagot) a Szövetségi Tartalékrendszer (Fed) amerikai dollárban nyújtott aukciós hitelkonstrukciójával kapcsolatban. Az eurorendszer az e swapsomagon keresztül kapott amerikai dollár-finanszírozást december 20-án és 27-én elszámolt két műveletben nyújtotta ügyfeleinek az eurorendszer hitelműveletei számára elfogadható fedezet ellenében. Hasonló műveleteket végzett a Svájci Nemzeti Bank is. Az eurorendszer műveleteiben egyenként 10 milliárd USD amerikai dollárban történő finanszírozást nyújtottak az aktív oldali rendelkezésre álláshoz hozzáféréssel bíró ügyfelek számára körülbelül egyhónapos lejárattal. A két műveletet rögzített kamattal (4,65%, illetve 4,67%) hajtották végre, amely egyenlő volt az egyidejű szövetségi tartalékbanki tenderek marginális kamatlábjával. A december 17-ei művelet 22 milliárd USD, míg a december 20-ai művelet 14 milliárd USD értékben vonzott ajánlatokat. Ezeknek a műveleteknek nem volt közvetlen hatása az euro likviditási feltételekre, hanem a globális finanszírozási feltételek javítása volt a célja. A műveleteket 2008 januárjában megújították, de – amint az ajánlatok csökkenő volumene rámutatott – az amerikai dollárban denominált likviditási igények visszaestek. Az EKB februárban egyáltalán nem hajtott végre finanszírozási műveleteket amerikai dollárban.

A fedezetek rendszere a pénzügyi piaci volatilitás időszakában

Tekintve, hogy fedezetek széles körét fogadják el, az eurorendszer fedezeti rendszere jól felkészült arra, hogy támogassa a monetáris politika végrehajtását a folytatódó piaci turbulencia idején. Amint a 42. és a 43. ábra mutatja, a fedezetek elegendő mennyisége nem jelentett korlátozást az eurorendszer számára, még akkor sem, amikor a legnagyobb volt a hitelállomány a nyugtalanság idején. Mindezeket figyelembe véve, a fedezeti rendszer ügyfelek széles köre számára biztosított hozzáférést a jegybankpénzhez.

Az EKB ad hoc alapon likviditásbővítő és likviditásszűkítő finomhangoló műveleteket végez, hogy kezelje a likviditási feltételeket a piacon, és irányítsa a kamatlábakat. E műveletek céljára az eurorendszer korlátozott számban (2007 végén 127) olyan szerződéses partnereket választott ki, amelyek a pénzpiacon a legaktívabbak. 2007-ben az EKB 24 finomhangoló műveletet végzett, amelyek közül 18-at augusztus 9. után indítottak, a pénzügyi piaci nyugtalanság eredményeként. Az 1999 és 2006 közötti nyolcéves időszakban összesen mindössze 31 finomhangoló műveletre került sor. Az augusztus 9. előtt lefolytatott hat finomhangoló műveletet azért hajtották végre, hogy a tartalékolási időszak utolsó napján helyreállítsák a kiegyensúlyozott likviditási feltételeket, a 2004 novembere óta tartó gyakorlatnak megfelelően. Ezek közül négy likviditásszűkítő, kettő pedig likviditásnyújtó művelet volt, tükrözve a likviditástöbblet kissé nagyobb valószínűségét a referenciaösszeg feletti kiosztást követően a tartalékolási időszak utolsó IRM-jében. Két alkalommal – az ajánlatok elégtelen volumene miatt – a likviditásszűkítő műveletben nem sikerült elérni a szándékozott összeget. Az időszakvégi finomhangoló műveletek lefolytatásának gyakorlatát augusztus 9. után is fenntartották. Ugyanakkor az ezutáni finomhangoló műveletek (összesen 14) legtöbbször arra használták, hogy leküzdjék a likviditási feltételek és a napi kamatláb pénzügyi piaci nyugtalansággal kapcsolatos ingadozásait a tartalékolási időszakon belül (lásd 9. keretes írás).

RENDELKEZÉSRE ÁLLÁS

Az ügyfelek a két rendelkezésre állást saját kezdeményezésükre vehetik igénybe, hogy elfogadható fedezet ellenében napi likviditást szerezzenek, vagy egynapos betétet helyezzenek el az

eurorendszerrel. 2007 végén 2122 szerződéses partnernek volt hozzáférése az aktív oldali rendelkezésre álláshoz, és 2798-nak a betéti rendelkezésre álláshoz. E két rendelkezésre állás kamatlábai – amelyek 100 bázisponttal vannak az IRM-ek minimális ajánlati kamatlába felett, illetve alatt – elvileg egy alsó és egy felső határt szabnak a napi kamatnak, így fontos funkciót töltenek be a monetáris politika megvalósításában. 2007-ben az aktív oldali rendelkezésre állást napi 0,2 milliárd eurós, míg a betéti rendelkezésre állást 0,5 milliárd eurós átlagos összegben vették igénybe, ami az előző évhez képest 0,1 milliárd eurós, illetve 0,3 milliárd eurós növekedést jelentett. A betéti rendelkezésre állás átlagos igénybe vételének növekedése az augusztus 9. utáni eseményeknek tulajdonítható.

A MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK ELFOGADHATÓ ESZKÖZEI

Az egész világon alkalmazott jegybanki gyakorlattal összhangban az eurorendszer valamilyeni hitelműveletének megfelelő biztosítékokon kell nyugodnia. A megfelelés fogalma először is azt jelenti, hogy hitelműveleteiben az eurorendszer védve legyen a veszteségektől, másodsor pedig azt, hogy elegendő fedezetnek kell rendelkezésre állnia ügyfelek széles köre számára, hogy az eurorendszer az általa szükségesnek tartott összegű likviditást tudjon nyújtani mind monetáris politikai, mind a fizetési rendszerekben bonyolított műveletein keresztül. Ennek elősegítése érdekében az eurorendszer eszközök széles körét fogadja el fedezetként. Ez stabilizáló tényezőnek bizonyult a folyamatban levő pénzügyi piaci nyugtalanság közepette, mivel biztosította, hogy elegendő fedezet álljon a szerződő felek rendelkezésére az eurorendszer hitelműveleteihez való hozzáférés céljára.

2006-hoz képest 2007-ben az elfogadható fedezetek átlagos összege 7,7%-kal nőtt, összesen 9,5 billió euróra (lásd 42. ábra). 4,7 billió euróval ennek a teljes összegnek a 49%-át tette ki az államháztartás adóssága, míg a maradék piacképes fedezetek összetétele a következő volt: hitelintézeti fedezetlen kötvények (1,6 billió euro, vagy 17%), hitelintézeti fedezett kötvények (1,2 billió euro, vagy 12%), vállalati kötvények (0,8 billió euro, vagy 9%), eszközalapú értékpapírok (0,7 billió euro, vagy 8%), valamint egyéb kötvények, úgymint nemzetek feletti szervezetek által kibocsátott kötvények (0,4 billió euro, vagy 4%). Továbbá 2007. január 1-jétől nem piacképes eszközöket – különösen hitelköveteléseket (más néven bankhiteleket) – is felvettek az elfogadható fedezetek egységes listájára. Ugyanakkor mivel ezen eszközök elfogadhatóságát elfogadásuk előtt nem értékeli előre, az ilyen eszközök potenciális volumenét nem lehet könnyen mérni. Felhasználásuk 2007-ben elérte a 0,1 billió eurót, amely az eurorendszer összes elfogadható fedezetének 1%-át képviseli.

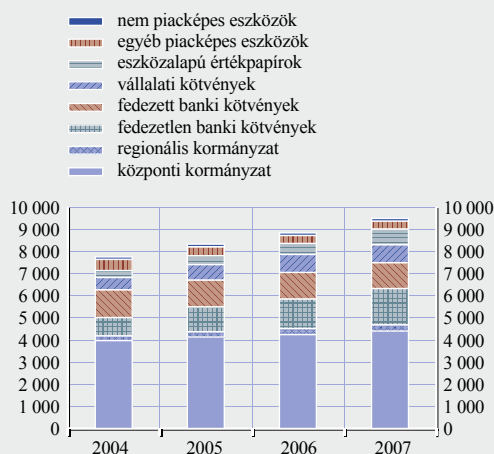
A szerződéses partnerek által az eurorendszer hitelműveleteiben fedezetként letétbe helyezett piacképes és nem piacképes eszközök átlagos

értéke jelentősen emelkedett, a 2006. évi 906 milliárd eurós átlagról 2007-ben 1101 milliárd euróra. Ez a növekedés főként azért következett be, mert a szerződő felek a pénzügyi zavar augusztusi kitörése után nagy összegekben helyeztek el plusz fedezeteket az eurorendszerrel (lásd 43. ábra). Amint azt a fedezeteknek az eurorendszer ügyfeleinek kihelyezett hitelekkel való összehasonlítása jelzi, továbbra is magas volt azon letétbe helyezett biztosítékok aránya, amelyeket nem monetáris politikai műveletekből származó hitelek fedezetére használtak. Ez azt sugallja, hogy a fedezet elegendő mennyisége nem jelentett korlátozást az eurorendszer szerződéses partnerei számára a nyugtalanság nyomán.

Ami az eurorendszerrel letétbe helyezett fedezetek eszköztípusait illeti, a központi kormányzat kötvényeinek éves átlagos részesedése a 2006. évi 23%-ról 2007-ben 15%-ra esett. Továbbra is a fedezetlen banki kibocsátású kötvények alkották az eurorendszerrel letétbe helyezett eszközök legnagyobb osztályát (2007-ben átlagosan 33%). Az eszközalapú értékpapírok átlagos részesedése a 2006. évi 12%-ról 2007-ben 16%-ra emelkedett.

42. ábra: Elfogadható hitelbiztosíték eszköztípusonként

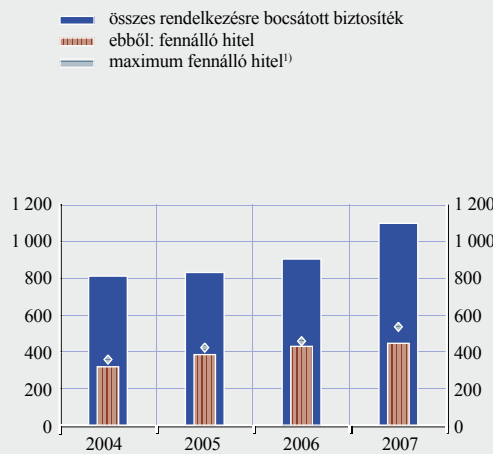
(milliárd euro; éves átlagok)



Forrás: EKB.

43. ábra: Fedezet az eurorendszerbeli hitelműveletekben és fennálló hitel a monetáris politikai műveletekben

(milliárd euro)

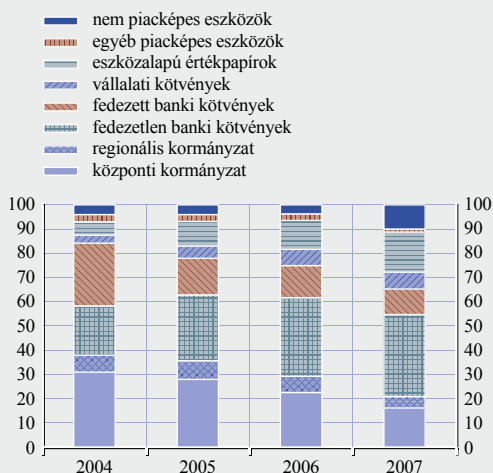


Forrás: EKB.

1) A monetáris politikai műveletek fennálló hitelének éves csúcsa.

44. ábra: Fedezetként szolgáltatott eszközök (a hitelköveteléseket is beleértve) összetétele eszköztípusonként

(százalékok; éves átlagok)



Forrás: EKB.

Miután 2007. január 1-jén a teljes euroövezetben bevezették a nem piacképes eszközök fedezetként történő elfogadhatóságát az eurorendszer hitelműveleteiben, a szerződő felek elkezdtek kihasználni ezt a plusz fedezetforrást. Éves átlagban ez az eszközosztály képviselte a letétbe helyezett teljes fedezeti összeg 10%-át, szemben a 2006. évi 4%-kal (lásd 44. ábra). Azon hitelkövetelések száma, amelyeknek fizetőképessége megítélhető volt, 2007-ben korlátozott maradt (lásd a kockázatkezelési kérdésekről szóló részt). Így e plusz fedezetforrás teljes lehetősége még nem került kihasználásra.

2007. május 24-én a Kormányzótanács a fedezeti rendszer következő két kisebb módosítását fogadta el 2007-re:

- Módosították az eurorendszer hitelműveletei számára fedezetként elfogadható második csoportba tartozó piacképes eszközök kivonásának naptárát.²
- Tovább finomították az eurorendszer hitelműveletei számára fedezetként elfogadható eszközök rezidenssége vonatkozó kritériumait.³

KOCKÁZATKEZELÉSI KÉRDÉSEK

Az eurorendszer hitelműveleteiben úgy mérésikli a nemfizetés kockázatát, hogy az ügyletben részt vevő másik féltől megfelelő fedezet benyújtását követeli meg. Ugyanakkor e követelmény ellenére az eurorendszer még mindig számos pénzügyi kockázatnak lehet kitéve, ha a másik fél nem fizet. Ezek közé tartozik az elfogadott fedezettel kapcsolatos hitelkockázat, valamint a fedezet árának hátrányos alakulásával kapcsolatos piaci és likviditási kockázatok a partner nemfizetése utáni felszámolási időszak során. E kockázatok elfogadható szintre történő csökkentése érdekében az eurorendszer szigorú hitelfeltételeket tart fenn a fedezetként elfogadott eszközök tekintetében, naponta értékeli a fedezetet, és megfelelő kockázatellenőrzési intézkedéseket alkalmaz. A hitelműveletek pénzügyi kockázatait számszerűsítik, és jelentik az EKB döntéshozó testületeinek.

Annak biztosítása érdekében, hogy a fedezetre vonatkozó szigorú hitelfeltételeit teljesítsék, az eurorendszer eljárások, szabályok és technikák rendszerére támaszkodik, amelyek együtt az eurorendszer hitelműveleti rendszerét (ECAF) alkotják. Az eurorendszer hitelműveleteihez elfogadható fedezetek hitelminőségi küszöbét az ECAF-on belül egy „single A” hitelminősítéssel határozzák meg.⁴ Az ECAF számos alter-

- 2 A 2007. május 31. előtt kibocsátott piacképes eszközök, amelyekkel olyan nem szabályozott piacokon kereskednek, amelyek jelenleg teljesítik az eurorendszernek a biztonságra és hozzáférhetőségre vonatkozó követelményeit, de nem teljesítik az átláthatóságra vonatkozó követelményeket, 2009. december 31-ig elfogadhatóak maradnak, és csak azt követően nem fogadják el őket.
- 3 Az egységes fedezeti rendszer 2007. január 1-jei befejezésének eredményeként az eurorendszer meghatározta, hogy – a nemzetközi és nemzetek feletti intézmények kivételével – az eurorendszer hitelműveletei számára elfogadható piacképes eszközök kibocsátói alapítási helyének vagy az EGT-ben vagy a négy nem EGT-tag G10 ország (Kanada, Japán, Svájc és az Egyesült Államok) egyikében kell lennie. Az EGT-n vagy a nem EGT-tag G10 országokon kívüli székhelyű jogi személyek által 2007. január 1. után kibocsátott eszközök nem fogadhatóak el, függetlenül attól, hogy rendelkezésre áll-e egy az EGT-ben alapított valamely jogi személy által kiadott garancia. Ugyanakkor a 2007. január 1. előtt kibocsátott eszközök 2011. december 31-ig elfogadhatóak maradnak, és csak e dátumot követően válnak elfogadhatatlanná.
- 4 A „single A” a Fitch vagy a Standard & Poor’s általi „A-”, a Moody’s általi „A3” vagy a DBRS általi „AL” minimális hosszú távú besorolást jelent.

natív hitelminősítési forrásról rendelkeznek. A nem piacképes eszközöknek az eurorendszer hitelműveleteiben történő teljes euroövezetbeli 2007. január 1-jétől érvényes bevezetését új hitelminősítési forrásként kombinálták azzal, hogy első alkalommal, de még mindig korlátozottan alkalmazták az eurorendszer szerződéses partnereinek belső minősítésen alapuló rendszereit. A belső minősítésen alapuló rendszerek korlátozott használatának következményeként a 2007. január 1-jétől újonnan elfogadhatóvá vált és e dátum után az eurorendszernek benyújtott legtöbb hitelkövetelés az állami szektor intézményeivel szembeni követelés volt, amelyre vonatkozóan azon ország hitelminősítéséből nyernek implicit hitelminősítést, ahol az adóst vagy a hitelkövetelés szavatolóját alapították.

2007-ben az ECAF-ra vonatkozó számos kiegészítést vezettek be. A Kormányzótanács 2007. október 19-i döntését követően 2008. január 1-jétől a DBRS hitelminősítőt alkalmazzák kiegészítő külső hitelminősítő intézeti forrásként az ECAF-on belül. 2007-ben a Kormányzótanács arról is határozott, hogy a banki kibocsátású fedezett kötvényekre, amelyek szigorúan megfelelnek az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokról szóló irányelv (ÁÉKBV irányelv) 22(4) cikkében meghatározott kritériumoknak, és amelyeket 2008. január 1. után bocsátottak ki, ugyanolyan hitelminősítési követelmények lesznek érvényesek, mint más piacképes eszközökre.

1.2 DEVIZAMŰVELETEK

2007-ben az eurorendszer politikai megfontolásból nem hajtott végre semmilyen devizapiaci intervenciót. Az EKB devizatranszakciói kizárólag befektetési tevékenységhez kötődtek. Továbbá az EKB nem végzett devizaműveleteket az euroövezeten kívüli, ERM-II-ben részt vevő valutákban sem. 2007-ben 18 alkalommal aktiválták az EKB és az IMF közötti állandó megállapodást, amely lehetővé teszi, hogy az IMF az EKB nevében tranzakciókat kezdemé-

nyezzen különleges lehívási jogokban (SDR) más SDR-tulajdonosoknál.

A 2007. évi pénzügyi piaci volatilitással összefüggésben az eurorendszer ugyancsak végrehajtott két műveletet a Szövetségi Tartalékrendszer (Fed) amerikai dollárban nyújtott aukciós hitelkonstrukciójával kapcsolatban, amikor is mindkét alkalommal 10 milliárd USD összeget nyújtott az eurorendszer partnereinek (további részletek a 9. keretes írásban található).

1.3 BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉGEK

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

A DEVIZATARTALÉKOK KEZELÉSE

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

Az EKB devizatartalék-portfóliója amerikai dollárból, japán jenből, aranyból és SDR-ből áll. Az amerikai dollárban és japán jenben levő tartalékokat aktívan kezeli az EKB, valamint – az EKB ügynökeiként – az euroövezetbeli NKB-k. 2006 januárjától egy „valutaspecializációs modell” működik az eurorendszer befektetési műveletei hatékonyságának növelése

érdekében. E rendszerben a szabály szerint minden egyes NKB-ra kiosztanak egy részt vagy az amerikai dollár vagy a japán jen portfólióból; két NKB jelenleg kettőt kezel.⁵ 2007 januárjában két NKB (a Banka Slovenije és a Banque centrale du Luxembourg) egyesítették az EKB devizatartalékaiból rájuk eső rész kezelését szolgáló operatív tevékenységeiket. 2008 januárjában két további egyesítési megállapodás lépett hatályba, amikor a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta belépett az eurorendszerbe (lásd 3. fejezet).

2007 folyamán az EKB összesen mintegy 79 tonna aranyat adott el. Ezek az eladások teljesen összhangban voltak az EKB által is aláírt 2004. szeptember 27-ei, az aranyról szóló központi banki megállapodással. Az aranyeladások bevételeinek nagyobbik részét a japán jen portfólióhoz adták, míg kisebb részét az amerikai dollár portfólióhoz.

Az EKB nettó devizatartalék-eszközeinek értéke⁶ napi árfolyamokon és piaci árakon a 2006. végi 42,3 milliárd euróról 2007 végére 42,8 milliárd euróra nőtt, amelyből 32,1 milliárd euro volt devizában (japán jenben és amerikai dollárban), valamint 10,7 milliárd euro aranyban és SDR-ben. A 2007. végi árfolyamokat alkalmazva az amerikai dollárban denominált eszközök képviselték a devizatartalékok 79,7%-át, míg a japán jenben denomináltak 20,3%-ot. Így 2007-ben a legfontosabb változás az arany és az SDR piaci értékében következett be, amely a 2006. évi 10,3 milliárd euróról 10,7 milliárd euróra emelkedett, főként annak eredményeként, hogy az arany euróban denominálva mintegy 18%-kal felértékelődött. 2007-ben a portfólióban levő külföldi valuták piaci áron mért értéke lényegében változatlan volt, mert az amerikai dollárnak és a japán jennek az euróval szembeni leértékelődését kompenzálták a portfóliókezelési tevékenységekből eredő (tőkenyereségből és kamatbevételből álló) pozitív nettó bevételek és az EKB aranyeladásainak bevételei.



2007-ben az elfogadható instrumentumok listáját, amelyekbe az EKB devizatartalékait be lehet fektetni, kiterjesztették a kamatlábswapokra is. Ezenkívül az EKB amerikai dollár eszközeinek automatikus értékpapír-kölcsönzési programjának megalapításához létrehozott kísérleti projekt jól halad, és várhatóan 2008 folyamán valósítják meg.

A SZAVATOLÓ TŐKE KEZELÉSE

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

Folyó piaci árakon a portfólió értéke a 2006. végi 7,5 milliárd euróról 2007 végére 9,3 milli-

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

6 A nettó devizatartalékok kiszámítása úgy történik, hogy a hivatalos tartalékeszközökhöz hozzáadják a rezidensek devizabeteit, és kivonják a devizaállományok jövőbeli előre meghatározott levonásait a repo és határidős tranzakciók miatt. Az adatforrásokról részletes információ itt található: <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html>

árd euróra nőtt. A piaci érték növekedése java- részt arra vezethető vissza, hogy az EKB által az árfolyam-, kamatláb- és aranyárcokkázatok ellen 2005-ben létrehozott céltartalékot a szavatolóke-portfólióba fektették. A befek- tetések hozamai ugyancsak pozitívan járultak hozzá a piaci érték növekedéséhez.

Az év során a változó kamatozású kötvényeket hozzátették az e portfólió kezeléséhez rendel- kezésre álló befektetési lehetőségekhez. Ezen- kívül kiterjesztették a fedezett kötvények és az elsőbbségi fedezetlen kötvények elfogadott kibocsátóinak listáját.

KOCKÁZATKEZELÉSI KÉRDÉSEK

A pénzügyi kockázatokat, amelyeknek befek- tetési tevékenységei során az EKB ki van téve, szorosan figyelemmel kísérik, és mérik, hogy azokat az EKB döntéshozó testületei által meg- határozott szinteken belül tartásák. Ebből a cél- ból egy részletes limitszerkezet működik, és a limiteket naponta figyelik. A rendszeres jelen- tés biztosítja, hogy minden érintett megfelelően értesüljön az ilyen kockázatok szintjéről.

Információtechnológiai rendszereinek javításá- val és korszerűsítésével 2007-ben az EKB továbbfejlesztette kockázatkezelési képességeit. A fejlesztések azt jelentik, hogy sok kockázatfi- gyelési, -mérési és -jelentési feladat automati- zálható egy robusztus és rugalmas infrastruktú- rán belül. Ráadásul kifejlesztettek egy modellalapú teljesítményfelhasználási keret- rendszert, amely lehetővé teszi a portfólióteljesítmény hozzárendelését az egyes kockázati tényezőknek való kitettséghez. Végül, felismerve a tényt, hogy a hitelkockázat-keze- lési technikák egyre fontosabbak a központi bankok közösségében, az EKB töltötte be az elnöki tiszteket a Piaci Műveletek Bizottsága különleges munkacsoportjában, amely elvégezte az eurorendszer központi bankjai által használt portfólió hitelkockázati modellek összehasonlító elemzését. Az elemzés eredményeit az EKB Műhelytanulmányok sorozatában publikálták.⁷

A piaci kockázat figyelemmel kísérésére használt egyik mutató a kockázatotott érték

(VaR), amely meghatározza eszközök egy portfóliójának veszteségét, amelyet adott való- színűség mellett egy meghatározott időtartam végén nem fognak meghaladni. E mutató értéke a számításához használt számos paramétertől függ, különösen a bizalmi szinttől, az időhori- zont hosszától és az eszközár-volatilitás becslé- sére használt mintától. Illusztrációként, az EKB befektetési portfóliójára vonatkozóan e mutató kiszámítása paraméterekként 95%-os bizalmi szintet, egyéves időhorizontot és az eszközár- volatilitásra egyéves mintát használva 3500 millió eurós VaR-t eredményezne. Ugyanezen mutató kiszámítása az egyéves minta helyett ötévesével 4800 millió eurós VaR-t eredmé- nyezne. E piaci kockázat nagyobbik része a valuta- és aranyárcokkázat miatt van. A kamat- lábkockázat alacsony szintjei azt a tényt tük- rözik, hogy az EKB befektetési portfólióinak módosított kamatláb-érzékenysége viszonylag alacsony maradt.

⁷ További részletek az EKB 2007. júliusi, 64. sz. műhelytanul- mányában (*Occasional Paper*) találhatóak, a KBER Piaci Műve- letek Bizottsága munkacsoportjának „A portfólió hitelkocká- zati modellek alkalmazása a központi bankoknál” (*The use of portfolio credit risk models in central banks*) című cikkében találhatóak.

2 FIZETÉSI ÉS ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI RENDSZEREK

Az eurorendszer jogszabályban előírt feladata a fizetési rendszerek zökkenőmentes működésének elősegítése. E feladat ellátásához a felvigyázási funkción kívül (lásd a 4. fejezet 4. pontját) elsősorban az elszámolási és fizetési rendszerek hatékonyságát és stabilitását szolgáló eszközök biztosításával járul hozzá. Ennek érdekében az eurorendszer az euróban végzett, nagy értékű és sürgős fizetési műveletekre megalkotta a TARGET néven ismert Transzeurópai Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszert. A műszakilag decentralizált rendszer helyét fokozatosan a TARGET2 veszi át, amelynek alapját egy egységes technikai platform alkotja, amelyet a résztvevők közösen használnak. Az első országcsoport 2007. november 19-én tért át a TARGET2-rendszerre.

A fedezetkezelés terén az eurorendszer és a piac számos csatorna biztosításával segíti elő a fedezetek nemzeti határon túli használatát. Az eurorendszer a piaci szereplőkkel karöltve azoknak a felhasználói követelményeknek a meghatározásán dolgozik, amelyek az egységes európai technikai platformon, összehangolt folyamatok és eljárások alkalmazásával jegybankpénzben végzett értékpapír-elszámolási szolgáltatásokhoz (TARGET2-Értékpapír) fűződnek. Ezzel a kezdeményezéssel biztosítható, hogy az euroövezeten belül ne legyen különbség a belföldi és az országhatáron túli elszámolás között.

2.1 A TARGET-RENDSZER

A TARGET fontos szerepet játszik az egységes monetáris politika megvalósításában és az euro pénzpiac működésében. Tekintve, hogy valós idejű elszámolási szolgáltatást nyújt jegybankpénzben és a piac nagy részét lefedi, számos másfajta fizetési tranzakciót is rajta keresztül bonyolítanak. Rendelkezésre áll tehát felső, illetve alsó értékhatár nélkül minden euróban történő átutalásra a rendszertag bankok között. Az átutalások történhetnek ugyanazon tagállam bankjai között (tagállamon belüli forgalom)

és különböző tagállamok bankjai között (tagállamok közötti forgalom).

A 2007-ben is zökkenőmentesen működő rendszerben egyre nagyobb számú fizetési műveletet bonyolítottak euróban. Ez összhangban van az eurorendszer monetáris politikai céljával, hogy a jegybankpénzben történő teljesítést, mint egyedülállóan biztonságos fizetési módot, támogassa. 2007-ben a nagy értékű euro fizetési rendszerekben elszámolt műveletek 89%-át végezték a TARGET-en keresztül. A TARGET2 2007. november 19-i üzembe helyezése is problémamentesen zajlott (lásd a fejezet 2.2 pontját).

Körülbelül 9300 bank, bankfiók és leányvállalat használja a rendszert saját vagy ügyfelei fizetési forgalmának lebonyolítására. Összesen mintegy 52 000 intézmény, ideértve a tagok fiókjait, érhető el a bankazonosító kód alkalmazásával.

12. táblázat: A TARGET-ban lebonyolított fizetési forgalom¹

Volumenadatok (tranzakciók száma)	2006	2007	Változás (%)
Teljes			
Összesen	83 179 996	93 375 701	
Napi átlag	326 196	366 179	12,3
Tagállamon belüli²			
Összesen	64 162 211	72 574 446	
Napi átlag	251 617	284 606	13,1
Tagállamok közötti			
Összesen	19 017 785	20 801 255	
Napi átlag	74 580	81 574	9,4

Érték (milliárd EUR)	2006	2007	Változás (%)
Teljes			
Összesen	533 541	616 731	
Napi átlag	2 092	2 419	15,6
Tagállamon belüli²			
Összesen	348 764	395 412	
Napi átlag	1 368	1 551	13,4
Tagállamok közötti			
Összesen	184 777	221 319	
Napi átlag	725	868	19,7

Forrás: EKB.

1) 2006-ban és 2007-ben is 255 üzennap volt.

2) Beleértve a távoli résztvevők forgalmát.

A TARGET-BAN FELDOLGOZOTT MŰVELETEK

2007-ben a TARGET által napi átlagban feldolgozott fizetési tranzakciók volumene 12,3%-kal, értéke pedig 15,6% növekedett. A 12. táblázat a 2007-ben lebonyolított forgalomról nyújt áttekintést, összehasonlítva az előző évi adatokkal. A rendszer teljes rendelkezésre állása, azaz amikor a nyitvatartási idő alatt üzemzavartól mentesen állt a résztvevők rendelkezésére, 2007-ben elérte a 99,90%-ot, a tagállamok közötti átutalások 97,9%-át pedig öt percen belül feldolgozták.

RENDKÍVÜLI HELYZETRE KIDOLGOZOTT INTÉZKEDÉSEK A TARGET RENDSZERKOCKÁZATI SZEMPONTBÓL FONTOS FIZETÉSI FORGALMÁNAK KEZELÉSÉBEN

A TARGET-rendszer piacon játszott kulcsszerepe, valamint nagy piaci lefedettsége miatt elengedhetetlen, hogy megfelelő védelem álljon rendelkezésre a sokféle veszélyforrás ellen, ami a megbízható és zavartalan működést garantálja. Kiemelten fontos, hogy a rendszerkockázati szempontból fontos fizetési tranzakciókat még rendkívüli körülmények között is haladéktalanul elvégezzék. Ide azok a tranzakciók tartoznak, amelyek teljesítésének esedékességgel történő elmulasztása rendszerkockázatot gerjeszt, tehát a folyamatosan kapcsolt teljesítési rendszeren (CLS) és az EURO1-en keresztül elszámolt fizetési forgalom (lásd a 4. fejezet 4.1 pontját), valamint a pótfedezeti felhívások központi szerződő felek számára. Az eurorendszer az előre nem látható események kezelésére olyan intézkedéseket dolgozott ki, amelyek garantálják, hogy az említett fontos tranzakciók feldolgozása a TARGET üzemzavara esetén is rendben menjen. 2007-ben a központi bankok (gyakran kereskedelmi bankok bevonásával) számos kísérletet végeztek, amelyek bizonyították a kidolgozott intézkedések hatékonyságát. Ezzel igazolták, hogy az eurorendszer válsághelyzetben is biztosítani tudja a fizetési rendszerek és a pénzügyi piacok zavartalan működését.

TARGET-KAPCSOLAT AZ EU-HOZ 2004-BEN ÉS 2007-BEN CSATLAKOZOTT TAGÁLLAMOK NEMZETI KÖZPONTI BANKJAI RÉSZÉRE

A Kormányzótanács 2002 októberében úgy döntött, hogy az EU 2004. évi bővítését

követően az új tagállamok nemzeti központi bankjai számára lehetővé – de nem kötelezővé – teszik, hogy csatlakozzanak a meglévő TARGET-rendszerhez. A Narodowy Bank Polski és az Eesti Pank 2005-ben, illetve 2006-ban csatlakozott a Banca d'Italia VIBER-rendszerén keresztül. Szlovénia 2007. januári euroövezeti csatlakozása kapcsán a Banka Slovenije hatékonysági okokból úgy döntött, hogy nem fejleszt ki saját VIBER-t, hanem a Deutsche Bundesbank rendszerén keresztül tagozódik be a TARGET-rendszerbe. A TARGET2 2007. novemberi üzembe állítása után Ciprus, Lettország, Litvánia és Málta vette igénybe a közös egységes platformot (SSP).

KAPCSOLATOK A TARGET FELHASZNÁLÓIVAL ÉS MÁS VALUTAÖVEZETEK VIBER-RENDSZEREINEK ÜZEMELTETŐIVEL

A KBER szoros kapcsolatban áll a TARGET felhasználóival, igényeiket kellően figyelembe veszi, és megteszi a szükséges lépéseket. A korábbi évekhez hasonlóan, a TARGET-hoz kapcsolódó NKB-k és az országos felhasználói csoportok 2007-ben is rendszeresen találkoztak. Ehhez járultak még a KBER TARGET2 munkacsoportjának és az európai bankszektor TARGET munkacsoportjának közös értekezletei, amelyeken a TARGET működésével kapcsolatos kérdéseket, valamint a TARGET2 bevezetését és a rendszerre való áttérést vitatták meg. Stratégiai kérdésekről az Euro-pénzforgalmi Stratégia Kapcsolattartó Csoportjában (Contact Group on Euro Payments Strategy), egy kereskedelmi és központi bankok vezető tisztségviselőit tömörítő fórumon folyt egyeztetés. Az eurorendszer, amely a feldolgozott tranzakciók értékét tekintve a világ legnagyobb VIBER-ét üzemelteti, 2007-ben szoros kapcsolatokat ápolt a legnagyobb valutaövezetek hasonló rendszereinek üzemeltetőivel. A kölcsönös függőség növekedése – például a CLS-műveletekből eredően – megteremtette az igényt az operatív kérdések megvitatására.

2.2 TARGET2

A TARGET2-rendszert 2007. november 19-én helyezték üzembe, amikor az országok első csoportja (Németország, Ciprus, Lettország, Litvánia, Luxemburg, Málta, Ausztria és Szlovénia) rendszereit áthelyezték a közös egységes platformra. A második csoport (Belgium, Írország, Spanyolország, Franciaország, Hollandia, Portugália és Finnország) migrációja 2008. február 18-án történt meg, míg az utolsó csoportra (Dánia, Észtország, az Európai Központi Bank, Görögország, Olaszország, Lengyelország) 2008. május 19-én kerül sor.

A TARGET2 indulása igen sikeresnek bizonyult: a közös egységes platform (az eurorendszer nevében a Banque de France, a Banca d'Italia és a Deutsche Bundesbank üzemelteti) kiválóan teljesített. A TARGET fennmaradó elemeivel való technikai kommunikáció is problémamentesen működött. Az országok első csoportjának migrációjával a TARGET összforgalmának a volumen tekintve 50%-a, az értéket tekintve pedig 30%-a került át a TARGET2-be, a második csoporttal pedig mindkét tekintetben elérték a 80%-ot. A rendszer üzembe helyezésének köszönhetően lehetővé vált a bankközi beszedési tranzakciók és átutalások feldolgozása is. Ezenkívül a TARGET2 lehetővé teszi, hogy a kapcsolódó rendszerek az egységes közös platformon keresztül közvetlen teljesítést végezzenek, úgy hogy elvileg minden résztvevő egyetlen központi banki számlán keresztül tudja lebonyolítani a kívánt készpénzes elszámolást bármely kapcsolódó rendszerrel.

A TARGET2 üzembe helyezésének 2007 folyamán zajló előkészítése során véglegesítették a működési és jogi feltételrendszert, különös figyelmet szentelve a rendszer jövőbeli felhasználóival kapcsolatos vizsgálatoknak és a migráció előkészítésének. 2007. február és április között tesztelték, hogy a TARGET2 egységes közös platformja mennyiben felel meg az eurorendszer és a felhasználók által meghatározott rendszerleírásnak (általános működési leírás — general functional

specifications) és a részletes felhasználói működési leírásnak (user detailed functional specifications). A felhasználói vizsgálatokat a tervnek megfelelően 2007. május 2-án kezdték el, az eredményeket rendszeres helyzetjelentésekben foglalták össze. Ez arra is alkalmat biztosított, hogy megvizsgálják az átállási hétvégék menetrendjét; az első hétvégéről főpróbát is tartottak 2007. szeptember 29-én és 30-án az összes NKB bevonásával. Az eurorendszer a sikeres próbakör után 2007. november 9-én sajtóközleményben jelentette be, hogy az első országcsoport bankszektoraik készen állnak a migrációra, és megerősítette, hogy az új rendszert az eredeti tervnek megfelelően 2007. november 19-én állítják üzembe.

A Kormányzótanács 2007. június 22-én tette közzé a TARGET2 rendszerre vonatkozó negyedik fázisjelentését azzal a céllal, hogy a piaci szereplők naprakészek legyenek az eurorendszernek azon döntéseiről, amelyek a tarifarendszerre és a TARGET2 iránymutatás elfogadására vonatkoznak, valamint, hogy pontosítson néhány régebbi határozatot. A jelentés az általános működési leírás végleges változatát is tartalmazza, továbbá tájékoztat egyes jogi vonatkozásokról, a közös SSP-platform tervezett funkcionalitásában eszközölt újabb módosításokról, a vizsgálatokról és a migráció helyzetéről.

A Kormányzótanács 2007. október 29-én közzétette az ötödik fázisjelentést is, amely az eurorendszer által a fennmaradó operatív kérdésekről hozott döntésekről tájékoztatja a piaci szereplőket. A jelentés a TARGET2 felhasználóihoz, illetve a tarifarendszerről szóló kalauzt is magában foglal.

A felhasználói kalauzban foglalt szokásos információkból a TARGET2-t használó bankok és kapcsolódó rendszerek közelebről megismerkedhetnek a rendszer általános működésével, ami elősegíti a lehető legjobb hatékonyságot. Megválaszolja a leggyakoribb kérdéseket, és igyekszik megismertetni a felhasználókat a rendszernek mind a közös, mind az egyes országokra jellemző tulajdonságaival. A kalauzban emellett a normális és rendkívüli

helyzetben alkalmazott operatív eljárásokról szóló információk is megtalálhatók. A TARGET2 tarifarendszeréről szóló felhasználói kalauzból az árazási konstrukciók teljes köréről (alapszolgáltatások, közös likviditási számla, kapcsolódó rendszerek nyújtotta szolgáltatások) értesülnek a felhasználók, valamint megismerkedhetnek a különféle tranzakciófajtáknál érvényes számlázási elvekkel és a számlacímzett szervezetekkel.

A fázisjelentések, továbbá a vizsgálatok és a migráció lebonyolításában a felhasználókkal való szoros együttműködés mellett az EKB és az NKB-k honlapjukon a TARGET2-vel foglalkozó külön oldalakon nyújtanak további tájékoztatást, mégpedig a következő témakörökben:

- Hogy elősegítsék a felhasználók belső tervezési folyamatát és az eurorendszer elképzeléseivel való összehangolását, 2007-ben közzétettek és folyamatosan aktualizáltak egy TARGET2-tervet, amely elsősorban a felhasználói igényekkel foglalkozik.
- Az év folyamán rendszeres jelleggel felhasználói műhelyeket rendeztek az egyes országokban. Emellett 2007. június 14-én az EKB európai szintű tájékoztató konferenciát tartott szintén a felhasználók részére.
- A Kormányzótanács 2007. április 26-án elfogadta a TARGET2 iránymutatást, amely 2007. június 11-én az EU minden hivatalos nyelvén megjelent. Az iránymutatás azon tagállamok nemzeti központi bankjaihoz szól, amelyek bevezették az eurót („eurorendszerbeli NKB-k”), de egy külön megállapodás alapján azokra az euroövezeten kívüli uniós NKB-kra is érvényes, amelyek már csatlakoztak, illetve csatlakozni fognak a TARGET2-höz („csatlakozó NKB-k”). Az iránymutatás II. függeléké a TARGET2-beli részvétel összehangolt feltételeit tartalmazza, amelyeket a résztvevő és a csatlakozó NKB-k részvételi dokumentációjában érvényesíteni kell. Az iránymutatást az Európai Unió Hivatalos Lapjában 2007. szeptember 8-án tették közzé, de az

EKB honlapján is elérhető az unió összes hivatalos nyelvén.

- Az országos migrációs ismertetőket és a kapcsolódó rendszerekről szóló leírásokat az év folyamán rendszeresen aktualizálták. Az ismertetők minden egyes központi bank esetében leírják, mely SSP-modult fogja az adott bank használni, és hogy a TARGET2-re történő áttérés után a kapcsolódó rendszerek hogyan végzik az elszámolást.
- Az SSP információs és vezérlő modulja felhasználói kézikönyvének végleges változata 2007. november 2-án, a részletes felhasználói működési leírás végleges változata (az XML-üzenetekről és a megfelelő XML-rendszerfájlokról szóló 1., 2. és 4. könyv) pedig 2007. október 9-én jelent meg.

2.3 TARGET2-ÉRTÉKPAPÍR

A TARGET2-Értékpapír (T2É) kezdeményezés célja, hogy az értékpapír-elszámolási műveleteket és az euróban és jegybankpénzben végzett teljesítésüket egyetlen platformban koncentrálna, garantálja az értékpapírügyletek összehangolt, hatékony elszámolását. A T2É eltörölne minden különbséget az euroövezeten belül aszerint, hogy a résztvevő központi értéktár (CSD) azokat belföldön vagy országhatáron túl számolja el. Ezzel katalizátor szerepet töltené be Európában a kereskedés utáni pénzügyi szolgáltatások egységesítése és összehangolása terén. Ezzel élénkülne a verseny is, mivel az európai pénzügyi piacon egyenlő feltételek mellett, olcsóbban és összehangolt módon lehetne igénybe venni az elszámolási szolgáltatásokat.

A Kormányzótanács 2007. március 8-án megvalósíthatósági szempontból pozitívan értékelt a T2É-t⁸, és elindította a projekt következő

⁸ A projekt üzemi, műszaki, jogi és közgazdasági vetületeivel foglalkozó megvalósíthatósági tanulmány az EKB honlapján jelent meg.

fázisát, amely a felhasználói követelmények meghatározását tűzi ki célul a teljes körű átláthatóság jegyében, együttműködve a piaci szereplőkkel, elsősorban a központi értéktárakkal, illetve felhasználóikkal. 2007. április 26-án elindította az első nyilvános konzultációt a T2É általános alapelveiről, valamint a jellegét és hatáskörét meghatározó magas szintű javaslatokról, továbbá jóváhagyta a felhasználói követelmények szervezeti és irányítási feltételrendszerének létrehozását. A felhasználói követelmények felállításával megbízott tanácsadói csoport hat műszaki csoport között osztotta fel a konkrét műszaki feladatokat az elszámolással kapcsolatban. Az előkészítő munkát 2007 nyarának elején kezdték meg, összesen hét „minikonzultációt” rendeztek, amelyeken az országos felhasználói csoportok és az európai egyesületek észrevételeinek egybegyűjtésével a különféle piaci szegmensekben felhalmozódott tapasztalatokat és szakismeretet igyekeztek kamatoztatni. Az eredményeket és a fázisjelentéseket 2007. júniusban, augusztusban és novemberben rendezett három tájékoztatón tárták a piaci szereplők elé. A T2É-ről szóló összes dokumentum, ideértve a minikonzultációk, hírlevelek, fázisjelentések, ülésnapirendek és összefoglalók anyagát, az EKB honlapján megtekinthető. A rendszer irányítási struktúrája ebben a szakaszban összesen 77 szervezet⁹ több mint 188 munkatársát foglalja magában, ami lehetővé teszi, hogy a piaci szereplők számára szükséges összes felhasználói követelménnyel és funkcionálissal foglalkozzanak, illetve megfelelően figyelembe vegyék őket. A Kormányzótanácsnak közvetlenül alárendelt tanácsadói csoport 2007 decemberére állította össze a T2É felhasználói követelményeinek első tervezetét.

A Kormányzótanács 2007. március 8-án arról is határozott, hogy a rendszer teljes egészében az eurorendszer tulajdonában és fejlesztése alatt álló TARGET2 platformján álljon, ami lehetővé teszi az együttműködésből származó előnyök maximális kihasználását. Így a hitelintézetek az értékpapírokat és a jegybankpénzt egyetlen platformon tudnák összevonni, nem pedig több független országos platform között osztanák el őket, ami a TARGET2 és a T2É együttes

üzemeléséből eredő előny kihasználását jelentené. Ezzel hatékonyabbá válna a biztosítékezelés, a T2É rendszer pedig lehetővé tenné az értékpapírok és a jegybankpénz gyors újrafelhasználását, ami kedvező a piaci szereplőknek. Az övezet négy nemzeti központi bankja (Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia) már felkészült a T2É fejlesztésére és üzemeltetésére.

Az olyan közintézményeket mint az Európai Parlament, az ECOFIN-Tanács és az Európai Bizottság 2007 folyamán rendszeresen tájékoztatták a T2É-javaslatlalt kapcsolatos legújabb fejleményekről. A testületek egyértelműen támogatják a projektet.

2007 során átfogó felmérést készítettek a jogi kérdésekről, így az uniós és nemzeti jogalkotásról, illetve minden egyéb országos megállapodásról és gyakorlatról, amely jogi szempontból befolyásolhatja a T2É megvalósíthatóságát. A teljesítési folyamat, az adattárolási, adatszolgáltatási és ellenőrzési követelmények felmérése során nem találtak olyan nagyobb jogi akadályt, amely a kezdeményezés útjában állna.

2007 végén újabb nyilvános konzultáció indult a részletes felhasználói követelményekről és a közgazdasági hatáselemzés módszertanáról, amelyben arra kérték az érintett piaci szereplőket, hogy 2008. április 2-ig bezárólag tegyék meg észrevételeiket és javasolataikat. Ezután kerülhet sor a felhasználói követelmények véglegesítésére, a kezdeményezés közgazdasági, jogi és irányítási struktúrájának elemzésével párhuzamosan. A Kormányzótanács ezután hoz döntést arról, hogy kezdetét veheti-e a projekt következő fázisa.

Az eurorendszer a T2É bevezetésével az euróban és jegybankpénzben lebonyolított értékpapírügyletek elszámolása során élvezné a biztonságos, hatékony és határok nélküli infrastruktúra előnyeit. A szolgáltatásokat

⁹ Idetartozik az elszámolását euróban végző összes központi értéktár, valamint 33 letétkezelő bank.

igény szerint az EU és az EGT más országaiban található központi értéktárak, központi bankok és bankok is igénybe vehetnék. A pénzügyi piaci szereplőknek egyetlen, közös, összehangolt elszámolási eljárás- és folyamatcsomag állna rendelkezésre függetlenül székhelyüktől vagy az ügylet kezdeményezési helyétől.

2.4 A FEDEZETNYÚJTÁSSAL KAPCSOLATOS ELSZÁMOLÁSI ELJÁRÁSOK

Az elfogadható fedezet az eurorendszer hitelműveleteinek minden típusa esetében felhasználható fedezetként, nem csak belföldön, hanem határon kívül is, bár utóbbi esetben csak a központi bankok levelezőbanki modellje (LBM) közvetítésével, vagy az euroövezeti értékpapír-elszámolási rendszerek (ÉER) közötti elismert kapcsolatokon (eligible link) keresztül. Az LBM-et az eurorendszer biztosítja, az elfogadott kapcsolat pedig piacvezérelte megoldást jelent.

Az eurorendszer országhatáron kívüli fedezeteinek állománya 2007 decemberében az előzős év hasonló időszakában fennálló 514 milliárd euróról 683 milliárd euróra emelkedett. 2007 végén az országhatáron kívül nyújtott fedezet az eurorendszernek nyújtott összes fedezet 48,5 %-át tette ki.

KÖZPONTI BANKOK LEVELEZŐBANKI MODELLJE

Az LBM maradt az eurorendszer monetáris politikájában és a napközbeni hitelműveletekben a határon túli fedezet átutalásának fő csatornája. Az eurorendszernek 2007-ben nyújtott összes fedezet 39,6%-át közvetítette. Az LBM-en keresztül letétben tartott eszközök összege a 2006 végi 414 milliárd euróról 2007 végére 558 milliárd euróra emelkedett.

Sor került az LBM-rendszer felülvizsgálatára az euroövezet új belépőinek figyelembevételével, és 2007. november 22-én megállapodást kötöttek a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta-val és a Ciprusi Központi Bankkal.

Az LBM-rendszernek sikere és a pénzügyi integrációs folyamatot jelentősen ösztönző

szerepe ellenére hátrányai is vannak, elsősorban mivel eredetileg ideiglenes megoldásnak szánták és a minimális harmonizáció alapelvein nyugszik. A rendszer hátrányai az országhatáron túli fedezetnyújtás egyre erősebb térnyerésével párhuzamosan vezettek a Kormányzótanács 2007. március 8-i határozatához¹⁰, amelyben felülvizsgálja az eurorendszer aktuális fedezetkezelési eljárásait, és Központi Banki Fedezetkezelés (Collateral Central Bank Management – LBM2) néven új rendszert állít fel (a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique és a De Nederlandsche Bank meglévő rendszerei alapján). Az euroövezet nemzeti központi bankjai ebben önkéntes alapon vesznek részt.

Bár az LBM2 felállításával elsősorban az eurorendszerbeli központi bankok fedezetkezelésének hatékonyságát kívánják javítani mind a határon kívüli, mind a belföldi ügyletekben, a fedezetnyújtás optimalizálásával és a likviditásmenedzsment javításával az eurorendszer partnerei, különösen a több országban működő bankok számára is új lehetőségeket teremt. Tevékenységi köre tágabb, mint a mostani modellé, emellett megteremtí a SWIFT kommunikációs szabályain alapuló, összehangolt szolgáltatási színvonalon a belföldi és határon túli értékpapír- és hitelkövetelések átadásának és elfogadásának hatékony módszereit. Kialakítása a decentralizált hitelhez jutás alapelveit követi, és teljesen kompatibilis lesz a TARGET2- és a T2Ē-rendszerrel. A megbízások valós időben folyó, automatizált feldolgozása révén a TARGET2-ben valós időben megy végbe az értékpapírok átadása, amely a hitelt felszabadítja. Minden elismert értékpapír-elszámolási rendszerben és azokat összekapcsoló elfogadott linken keresztül fogadhat fedezetet. Hogy a szerződő felek igényeit egységesítse, az eurorendszer az LBM2-t a piaci szereplőkkel szorosan együttműködve fejleszti. A fejlesztési alapelvek első nyilvános konzultációja 2007. április 26-án kezdődött el, a kapott észrevételeket az új platform felhasználói

10 Lásd: <http://www.ecb.europa.eu/paym/coll/coll/ccbm2/html/index.en.html>.

követelményeinek meghatározásában használták fel. A témáról további konzultációra 2008 első felében kerül sor, amit az LBM2 felhasználói követelményeinek véglegesítése követ.

ELFOGADOTT KAPCSOLATOK A NEMZETI ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI RENDSZEREKKEL

A nemzeti értékpapír-elszámolási rendszerek összekötése szerződéses és üzemeltetési megállapodással történik, ami lehetővé teszi az elfogadható értékpapírok határon túli transzferét a rendszerek között. Miután az elfogadható értékpapírokat ilyen kapcsolatokon keresztül eljuttatják egy másik ÉER-nek, azok helyi szinten ugyanúgy használhatók, mint bármely más belföldi fedezet. Jelenleg 59 közvetlen és 5 közvetített kapcsolat (link) áll a partnerek rendelkezésére, azonban csak néhányat használnak közülük aktívan. Ráadásul ezek a kapcsolatok az euroövezetnek csak egy részére terjednek ki. A kapcsolatok akkor fogadhatók el az eurorendszer hitelműveleteiben, ha megfelelnek a felhasználói követelményeknek (lásd a 4. fejezet 4. pontját).

A kapcsolatokon keresztül feldolgozott fedezetállomány a 2006. decemberi 99 milliárd euróról 2007 decemberére 125 milliárd euróra emelkedett, de az eurorendszer 2007. évi (mind határon túli, mind belföldi) teljes fedezetállományának csak 8,9 %-át tette ki.

3 BANKJEGYEK ÉS ÉRMÉK

3.1 A BANKJEGYEK ÉS ÉRMÉK FORGALMA, PÉNZFELDOLGOZÁS

AZ EUROBANKJEGYEK ÉS -ÉRMÉK KERESLETE

2007 végén a forgalomban levő eurobankjegyek száma 12,1 milliárd, értéke pedig 676,6 milliárd euro volt, ami a 2006. végi szintekhez képest (11,3 milliárd bankjegy 628,2 milliárd euro értékben) 6,7%-os volumen- és 7,7%-os érték növekedésnek felel meg.

A forgalomban levő bankjegyek száma a 2002-es készpénzcseré óta folyamatosan nő, bár a növekedés üteme 2007-ben lassabb volt, mint korábban (lásd a 45. és a 46. ábrát). 2007-ben a forgalomban levő bankjegyek átlagértéke 55,85 euro volt (szemben az egy évvel korábbi 55,36 euróval).

Becslések szerint – értéküket tekintve – a forgalomban levő eurobankjegyek 10-20%-a, de inkább a sáv felső határához közelebbi hányada nem euroövezetbeli rezidensek birtokában van, akik továbbra is keresletet teremtenek az eurobankjegyek, elsősorban mint értékmegőrző vagy párhuzamos valuta iránt.

Ami a címletek összetételét illeti, az 50 és 100 eurós bankjegyek száma növekedett a leggyorsabban, 8,9%-kal, illetve 8,3%-kal,

utána következtek az 500 eurós bankjegyek 7,9%-kal. A forgalomban levő egyéb címletek számának növekedése 2% és 6% közé esett (lásd a 47. ábrát).

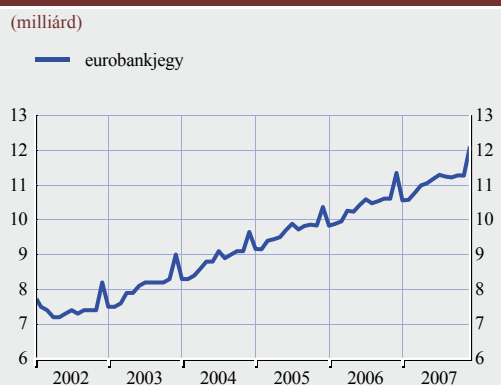
2007-ben a forgalomban levő euroérmék száma (azaz az NKB-k által tárolt készleteket nem tartalmazó nettó forgalom) 9,1%-kal, 75,8 milliárdra emelkedett, míg a forgalomban levő érmék értéke 7,6%-kal, 19,2 milliárdra nőtt. A kis címletek – az 1, a 2 és az 5 centesek – aránya a forgalomban levő érméken belül 58%-ra növekedett (egy évvel korábban 57,3% volt). Az anekdotikus bizonyítékok arra utalnak, hogy a kis címletű érmék iránt továbbra is megnyilvánuló élénk kereslet az elvesztett érmék viszonylag nagy arányának és a felhalmozásnak tudható be.

AZ EUORENDSZER BANKJEGYFELDOLGOZÁSA

A kibocsátott és a forgalomból kivont eurobankjegyek számának évek óta megfigyelhető lassú növekedése 2007-ben is folytatódott. 2007-ben az euroövezetbeli NKB-k 33,4 milliárd bankjegyet bocsátottak ki, míg a nekik visszajuttatott bankjegyek száma 32,7 milliárd volt. A forgalomban levő bankjegyek visszajuttatásának gyakorisága¹¹ a 2006-os 3,03-ról 2007-ben 2,93-ra csökkent.

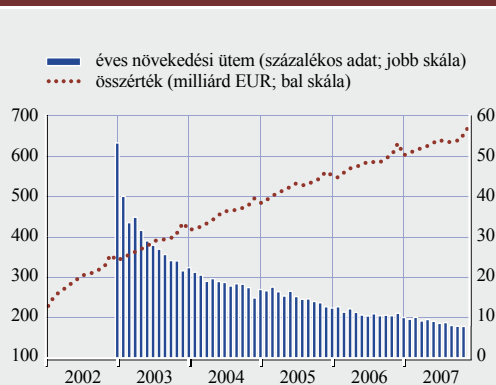
11 Az NKB-knak egy adott időszakban visszajuttatott bankjegyek teljes száma elosztva az adott időszak forgalomban levő bankjegyeinek átlagos számával.

45. ábra: A forgalomban levő eurobankjegyek teljes száma 2002 és 2007 között



Forrás: EKB.

46. ábra: A forgalomban levő eurobankjegyek összértéke 2002 és 2007 között



Forrás: EKB.

A forgalomból az euroövezeti NKB-khoz visszaküldött valamennyi eurobankjegyet megvizsgálják, és teljesen automatizált bankjegyfeldolgozó gépekkel ellenőrzik, hogy valódiak és forgalomképes állapotban vannak-e. A vizsgálat célja, hogy fenntartsák a forgalomban levő bankjegyek minőségét. 2007-ben az NKB-k 5,5 milliárd bankjegyet minősítettek alkalmatlannak az ismételt forgalomba hozatalra, és cseréltek ki ép bankjegyekre. Ez 5,1%-kal haladta meg a 2006 mennyiséget, miközben a forgalomképtelen bankjegyek aránya¹² 16,9%-ról 17,0%-ra növekedett.

3.2 BANKJEGYHAMISÍTÁS ÉS A PÉNZHAMISÍTÁS MEGAKADÁLYOZÁSA

HAMIS EUROBANKJEGYEK

Az elmúlt négy évben a forgalomból kivont hamis eurobankjegyek száma annak ellenére stabil maradt, hogy a forgalomban levő valódi bankjegyek száma növekedett. A 48. ábra a forgalomból kivont hamisítványok félévenkénti alakulását mutatja az euro bevezetése óta. A nemzeti bankjegyszakértői központokba¹³ került hamisítványok száma 2007-ben összesen mintegy 566 000¹⁴ volt. A forgalomban lévő valódi eurobankjegyek számához (2007-ben átlagosan több mint 11 milliárd) képest a hamisítványok mennyisége valóban elenyésző. A hamisítók legfőbb célpontja az 50 eurós volt, a hamisítványok csaknem fele ilyen címletben

készült. A 49. ábra részletes bontásban mutatja be a hamisítványok mennyiségének címletenkénti összetételét.

A lakosság bízhat az euro biztonságában, hiszen ezt a pénznemet nemcsak bonyolult biztonsági jellemzői, hanem az európai és nemzeti büntetőhatóságok is hatékonyan védik. Ez a bizalom persze sohasem adhat okot az elégedettségre, ezért az EKB mindenkinek azt tanácsolja, hogy legyen résen, és ne feledkezzen meg a „tapintsuk meg–vegyük szemügyre–mozgassuk meg” próbáról.¹⁵

A PÉNZHAMISÍTÁS MEGAKADÁLYOZÁSA

Az eurorendszer 2007-ben is szorosan együttműködött az eurohamisítás elleni harcban az Europollal és az Európai Bizottsággal (különösen az Európai Csaláselleni Hivatallal, az OLAF-fal). Az eurorendszer az EU-ban és azon kívül is aktív szerepet vállalt a készpénzfeldolgozással hivatásszerűen foglalkozók képzésében, hogy felismerjék és megfelelően kezeljék a hamis bankjegyeket.

12 Egy adott időszakban forgalomképtelenné minősített bankjegyek száma elosztva az ugyanabban az időszakban megvizsgált bankjegyek számával.

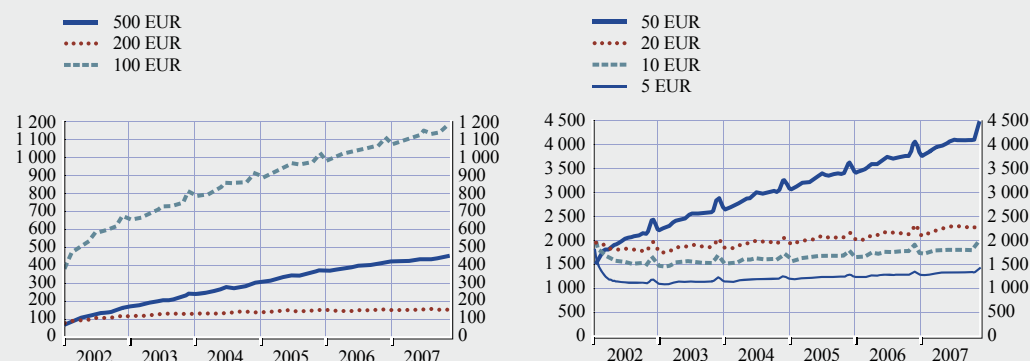
13 Ilyen központot minden EU-tagállam létesített, hogy először nemzeti szinten elemezze a hamis eurobankjegyeket.

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

15 Részleteket lásd: <http://www.ecb.europa.eu/bc/banknotes/security/html/index.en.html>.

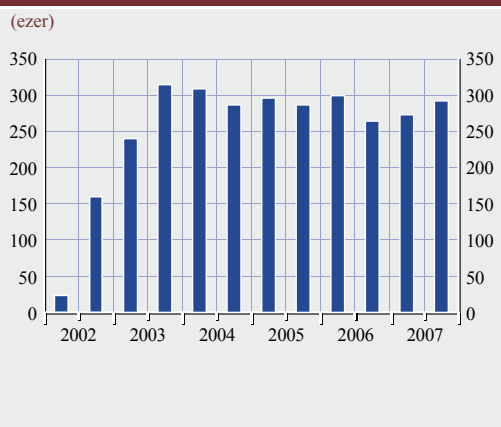
47. ábra: A forgalomban lévő eurobankjegyek száma 2002 és 2007 között

(millió)



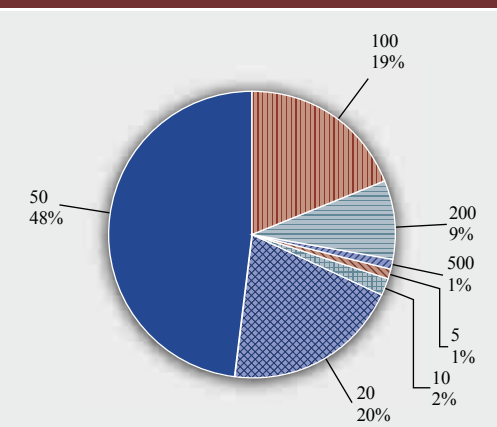
Forrás: EKB.

48. ábra: A forgalomból kivont hamis eurobankjegyek száma 2002 és 2007 között



Forrás: eurorendszer.

49. ábra: A hamis bankjegyek megoszlása címletek szerint



Forrás: EKB.

Az eurorendszer tevékenyen részt vesz a Központi Bankok Pénzhamisítás-elhárítási Csoportjának (Central Bank Counterfeit Deterrence Group – CBCDG) munkájában. (A G10 égisze alatt működő munkacsoport 30 központi bank és bankjegynyomó hatóság szakembereiből áll.) Az EKB otthont ad a Nemzetközi Hamisításelhárítási Központnak (International Counterfeit Deterrence Centre – ICDC), amely technikai központként működik valamennyi CBCDG számára. Fő feladata az, hogy technikai segítséget nyújtson, valamint egy olyan központosított kommunikációs rendszert működtessen, amely kiszolgálja a pénzhamisítás elleni rendszerek területén tevékenykedő valamennyi felet. Az ICDC-nek van egy nyilvános honlapja is, amelyen megtalálhatók a bankjegyutánszatok készítésével kapcsolatos információk, valamint országokhoz kapcsolódó linkeket is tartalmaz.

3.3 BANKJEGYKIBOCSÁTÁS ÉS -GYÁRTÁS

A BANKJEGYEK VISSZAFORGATÁSÁNAK RENDSZERE

Miután a bankjegyek forgalomba történő visszaforgatásának EKB-s rendszerét (*Banknote Recycling Framework – BRF*) egy kivétellel az euroövezet valamennyi NKB-ja nemzeti keretek közé helyezte át (az az egy átállás is folyamatban van), a hamisítványok felderítésére és a bankjegyek forgalomképesség szerinti

válogatására hivatott hitelintézetek és más hivatásos készpénzfeldolgozók türelmi időt kaptak, hogy az új rendszerhez igazítsák készpénzkezelési eljárásaikat.

A BRF átvételére az NKB-k különféle megközelítéseket alkalmaztak, amelyek figyelembe vették az egyes országok sajátosságait (például az eltérő gazdasági és jogi környezetet, a bankrendszer szerkezetét és az NKB szerepét a készpénzciklusban). Miközben néhány ország törvényt hozott a BRF bevezetéséről (amelyet az illetékes NKB-val kötelezően aláírandó szerződések egészítettek ki), más országok NKB-i kötelező érvényű utasításokat bocsátottak ki (amelyek egyes esetekben csak a hitelintézetekre vonatkoztak), vagy kétoldalú szerződéses megállapodásokat kötöttek (amelyekben a hitelintézetek kötelezték magukat, hogy betartják a BRF előírásait, és ezeket a szolgáltatóikkal megkötött szerződésekbe is belefoglalják). A Kormányzótanács 2007 decemberében elfogadott véleményében üdvözölte az Európai Bizottság javaslatát, hogy módosítsák az euro hamisítással szembeni védelméről szóló 1338/2001/EK tanácsi rendeletet. Ezzel a javaslattal összhangban a rendelet 6. pontja a hitelintézetek és más hivatásos készpénzfeldolgozók kimondott kötelességévé teszi, hogy ellenőrizzék azokat a hozzájuk kerülő eurobankjegyeket és

-értéket, amelyeket vissza akarnak juttatni a forgalomba, továbbá utal azokra az EKB által meghatározott eljárásokra, amelyek a visszaforgatott bankjegyek ellenőrzésének módszerére vonatkoznak.

Az EKB újabb erőfeszítéseket tett, hogy az euroövezeti NKB-kkal szorosan együttműködve az egész euroövezetben biztosítsa a BRF előírásainak egységes értelmezését, különösképpen a bankjegyeket kezelő gépek egységes tesztelését az eurorendszeren belül.

Ha a hitelintézetek és más hivatásos készpénzfeldolgozók a BRF előírásaihoz igazítják műveleteiket, még sikeresebben kiszűrhetik az esetleg hamis eurobankjegyeket. Így sokkal könnyebben teljesíthetik törvényi kötelezettségüket, hogy az esetleges hamisítványokat azonnal ki kell vonniuk a forgalomból, és további vizsgálatok céljából a bűnüldöző hatóságok rendelkezésére kell bocsátaniuk. A hitelintézetek ezzel azt is biztosítják, hogy jó fizikai állapotban levő bankjegyekkel látják el ügyfeleiket, így segítik őket a valódi és hamis bankjegyek megkülönböztetésében.

A HOSSZÚ LEJÁRATÚ LETÉTI KÉSZLET KÍSÉRLETI PROGRAM

A Kormányzótanács 2006-ban úgy határozott, hogy eurobankjegyekből álló, hosszú lejáratú letéti készlet (Extended Custodial Inventory – ECI) kísérleti programot indít Ázsiában. Az ECI magánbank (ECI bank) által fenntartott készpénzraktár, ahol letétbe helyezett valutát tárolnak. Az ECI-k minden bizonnyal megkönnyítik majd az eurobankjegyek nemzetközi elosztását, statisztikai adatokat szolgáltatnak majd az eurobankjegyek euroövezeten kívüli forgalmáról, és információkat a hamisítványokról. 2007-ben két nagy, a nemzetközi bankjegypiacon is aktív kereskedelmi bankban hoztak létre eurobankjegyeket tartalmazó ECI-t egyéves időtartamra: az egyik Hongkongban, a másik Szingapúrban működik.

A kísérleti program során az ECI-bankok szavatolták, hogy kizárólag forgalomképes bankjegyek kerültek vissza a forgalomba, a hamisítványokat pedig a BRF szabványaival összhangban kivonták a forgalomból. A felesleges és forgalomképtelen bankjegyeket a Deutsche Bundesbankba szállították, amely az ECI-bankok logisztikai és adminisztratív partnereként vett részt a programban. Az ECI zavartalanul működött, az ECI-bankok statisztikai adatszolgáltatása is rendben zajlott.

A kísérleti program alapján a Kormányzótanács 2008-ban dönti el, hogy állandó jelleggel folytassák-e az ECI-programot.

MENETREND AZ NKB-K KÉSZPÉNZSZOLGÁLTATÁSAINAK ERŐTELJESEBB KONVERGENCIÁJÁRA

2007 februárjában a Kormányzótanács menetrendet fogadott el, hogy középtávon fokozza az eurorendszer által kínált készpénzszolgáltatások konvergenciáját.

A fokozott konvergencia azért fontos, mert biztosítja a tisztességes versenyt, és lehetővé teszi az érintetteknek – elsősorban a jelentős határon túli készpénzforgalmat lebonyolítóknak –, hogy teljes mértékben kihasználják a közös valutából fakadó előnyöket. Az egyes országok különböző gazdasági és földrajzi környezetére való tekintettel az eurorendszer nem akar egyetlen készpénzellátási rendszert ráerőltetni mindenre. A konvergencia folyamata során az ügyfelek igényeit, a készpénz-infrastruktúrát és a megvalósítás átmeneti időszakait illetően szükség lesz némi rugalmasságra.

Az ütiterv részeként 2007 júliusa óta az NKB-k kérésre készpénzszolgáltatásokat nyújtanak a saját joghatóságukon kívül alapított euroövezeti hitelintézeteknek („nem rezidens bankoknak”), 2007 vége óta pedig valamennyi euroövezeti NKB elfogadja a hivatásos ügyfelek euroérmeletéit.

Az eurorendszer számos további lépést is fontolgat, többek között a készpénzletétekre

és -felvételre vonatkozó elektronikus adatcsere bevezetését az eurorendszer és a hitelintézetek között, az orientációtól független bankjegyletét és -felvétel mint közös ingyenes NKB-szolgáltatás bevezetését, valamint az NKB-k ingyenes készpénzszolgáltatásaira közös bankjegycsomagolási szabványok elfogadását.

Mivel ezek a kérdések érintik a készpénzciklus résztvevőit, valamint működési és költségvonzataik is lehetnek, nemzeti és európai szinten is tárgyalásokat folytatnak róluk.

A GYÁRTÁS ALAKULÁSA

2007-ben összesen 6,3 milliárd eurobankjegyet gyártottak, szemben a 2006. évi 7,0 milliárddal. Az előállított mennyiség csökkenése elsősorban annak tulajdonítható, hogy 2006-ban kissé lassabban nőtt a forgalom, mint a korábbi években, és a jövőbeli igények kielégítéséhez szükséges bankjegyek gyártása már 2006-ban elkezdődött.

Az eurobankjegyek gyártásának elosztása továbbra is a 2002-ben elfogadott, decentralizált közös gyártási rendszeren alapult. Ebben a rendszerben minden egyes euroövezeti NKB a bizonyos címletekre vonatkozó teljes igény ráeső részének beszerzéséért felelős (lásd a 13. táblázatot).

AZ EUROBANKJEGYEK MÁSODIK SOROZATA

A Kormányzótanács 2005 áprilisában elfogadta a második eurobankjegy-sorozat kifejlesztésének és bevezetésének átfogó tervét. Az EKB azóta az

érintettek bevonásával – például közvélemény-kutatásokkal és a bankjegyek vizuális érzékelésére és tapintására vonatkozó tudományos vizsgálatokkal – meghatározta a bankjegyek által teljesítendő funkcionális és technikai követelményeket. Ennek során összeállította azoknak a felhasználóbarát biztonsági elemeknek a listáját, amelyek közül kikerülhetnek a második bankjegysorozaton alkalmazandók. A következő szakaszban, az ipari jóváhagyás során szűkítették a listát: csak azok a biztonsági elemek maradtak meg, amelyek a nagybani gyártás körülményei között is kialakíthatók. Más szempontokat is figyelembe vettek, például a biztonsági elemek hamisítással szembeni védelmét, a minőségellenőrzési követelményeket, a költségeket, a szellemi termékek tulajdonjogát, az ellátási lánc jellegét, valamint különféle egészségügyi, munkavédelmi és környezetvédelmi szempontokat.

2007 augusztusára az ipari jóváhagyás szakasza nagyrészt lezárult. Ennek eredményeként kialakult a biztonsági jellemzők csomagja, amelyet 2007 októberében a Kormányzótanács elfogadott. A bankjegyek második sorozata a gyakorlatban hatékonyan bizonyult hagyományos biztonsági jellemzőkön kívül számos újszerű vizuális és géppel leolvasható biztonsági jellemzőt tartalmaz, hogy hatékonyan megakadályozzák a modern hamisítási technikák alkalmazását. A kiválasztott biztonsági elemeket már összhangba hozták az új bankjegyek külső megjelenésével, amely a jelenlegi sorozat „korok és stílusok” témáján alapul. A téma megőrzése a grafikai elemek áttervezése mellett is szavatolja, hogy az új bankjegyekről azonnal megállapítható legyen, hogy eurobankjegyek, ugyanakkor a készpénz felhasználói könnyen különbséget tehetnek a két bankjegysorozat között. 2007 decemberében a Kormányzótanács elfogadta az új bankjegysorozat vázlatteveit, ezzel utat nyitott a létrehozás¹⁶ (origination) szakasza felé. Az új sorozatot több év alatt bocsátják ki, az első címletek várhatóan néhány év múlva jelennek meg. Az EKB jó előre tájékoztatja a nagyközönséget az új bankjegyek kibocsátásának részleteiről.

13. táblázat: Az eurobankjegyek gyártásának megoszlása 2007-ben

Címlet	Mennyiség (millió bankjegy)	A gyártást megrendelő NKB
5 €	980,0	DE, ES, FR
10 €	1 280,0	DE, GR, FR, NL, AT
20 €	1 890,0	GR, ES, FR, IE, IT, PT, FI
50 €	1 730,0	BE, DE, ES, IT
100 €	230,0	IT, LU, NL
200 €	-	-
500 €	190,0	DE
Összesen	6 300,0	-

Forrás: EKB.

16 A „létrehozás” szakaszában elkészítik a bankjegyek jó minőségű képét, és a tervek alapján kialakítják a megfelelő gyártóeszközöket, például a nyomólemezeket.

4 STATISZTIKA

Az EKB a nemzeti központi bankok közreműködésével sokféle olyan statisztikai adatot fejleszt, gyűjt és tesz közzé, amelyek támogatják az euroövezet monetáris politikáját, valamint a KBER különféle feladatait. A pénzügyi piacok és a nyilvánosság is egyre gyakrabban igénybe veszi őket. Az euroövezet statisztikai adatszolgáltatása az elmúlt évekhez hasonlóan 2007-ben is zökkenőmentesen működött. Az EKB középtávú statisztikai stratégiája 2007 júniusában fontos mérföldkőhöz érkezett, amikor az Eurostattal közösen első ízben közzétett az euroövezet intézményi szektorairól negyedéves, integrált, nem pénzügyi és pénzügyi kimutatásokat. Ezenkívül a nemzeti központi bankokkal szorosan együttműködve folyamatosan szerepet vállal Európában a statisztikai fogalmak további harmonizálásában és az alapvető globális statisztikai standardok felülvizsgálatában.

4.1 AZ EUROÖVEZETRE VONATKOZÓ ÚJ, ILLETVE TOVÁBBFEJLESZTETT STATISZTIKÁK

2007 júniusában az EKB és az Eurostat első alkalommal publikált közösen az euroövezet nem pénzügyi és pénzügyi szektorairól integrált, negyedéves kimutatásokat 1999 első negyedévéől kezdődően. Az euroövezet „nemzeti számláinak” tekinthető kimutatásokat a két intézmény az országos statisztikai intézetekkel közösen állítja össze. Ezekkel lehetővé teszik többek között a gazdaság pénzügyi és nem pénzügyi folyamatai közötti kapcsolatok, valamint a gazdaság különböző szektorai (háztartások, nem pénzügyi vállalatok, pénzügyi vállalatok, államháztartás), továbbá e szektorok és a külföld közötti kölcsönös viszony átfogó elemzését.

Az euroövezeti kimutatások keretén belül lehetőség nyílik a nagyobb gyakoriságú adatok átfogóbb elemzésére is. Így a széles értelemben vett monetáris aggregátum 2007 novembere óta alkalmazott, szektorok szerinti felbontása tovább növelte a monetáris elemzés súlyát.

A rövid lejáratú európai értékpapírok (STEP) állományait bemutató havi statisztikák

2007 áprilisában napi hozamstatisztikával egészítették ki eredeti futamidő és kibocsátói szektor szerinti bontásban (lásd a 4. fejezet 3. pontját).

Az EKB 2007 júliusa óta naponta elektronikus úton hozamgörbéket tesz közzé, amelyek az euroövezetbeli központi kormányzatok euróban denominált és adósságviszonyt megtestesítő értékpapírjainak (a kamatláb és a piaci árfolyam alapján számított) implicit piaci hozamrátáit tükrözik 3 hónaptól 30 évig terjedő, széles lejáratú skálán. Az euroövezeti hozamgörbék lehetővé teszik közép- és hosszú távon a gazdaság és a pénzügyi szektor teljesítményével kapcsolatos piaci várakozások mérését.

Az EKB emellett kísérleti jelleggel a HICP-n alapuló havi becslést készített és közzétett az euroövezet szabályozott áráiról, amihez az Eurostat által közzétett HICP-alindexekkel kapcsolatos információkat és a KBER-en belül egyeztetett definíciókat használt fel.

A negyedéves fizetési mérleg pénzmozgásairól és a nemzetközi éves befektetési pozícióiról rendszeres sajtóközleményekben és az EKB online Statisztikai Adattárában (Statistical Data Warehouse – SDW)¹⁷ kibővített földrajzi bontás szerint¹⁸ is megjelennek adatok.

A monetáris és pénzügyi statisztikai adatgyűjtés jogi feltételrendszerét az EKB új határozattal erősítette meg, amely a (pénzpiaci alapok nélkül vett) befektetési alapok követeléseinek és kötelezettségeinek statisztikájáról szól, és amely 2009 elejétől előírja az alapok számára az összehangolt adatközlést. A Kormányzótanács elfogadta azt a monetáris pénzügyi intézményi és piaci statisztikákról szóló átdolgozott iránymutatást is, amelyet a befektetési alapok

¹⁷ Az euroövezeti statisztikák felhasználói üdvözltek az SDW nyilvános verzióját, amelyet 2006 végén tettek közzé az interneten. A jól terhelhető, könnyen használható felületeknek köszönhetően rövid idő alatt az internetes adatkeresés közkedvelt eszközzé vált. Havonta körülbelül 20 000-en tekintenek meg és töltnek le az euroövezetre vonatkozó, országos bontásban is megadott adatokat.

¹⁸ Brazília, Oroszország, India, Kína, Hongkongi Különleges Adminisztratív Régió.

követeléseire és kötelezettségeire, valamint a fizetési tranzakciókra vonatkozó statisztikákról szóló újabb rendelkezésekkel egészített ki. A Kormányzótanács módosította emellett a fizetési mérlegre és a nemzetközi befektetési pozícióra vonatkozó statisztikákról és a devizatartalékokra vonatkozó adatszolgáltatásról szóló EKB-iránymutatást és ajánlást is.

Számos területen folyik a munka, hogy az elkövetkező években tovább javuljanak az euroövezet monetáris és pénzügyi statisztikái. Kiemelendő, hogy megkezdtek a monetáris pénzügyi intézmények (MPI) értékpapírosításával és a speciális pénzügyi közvetítővállalatok működésével kapcsolatos egységesített módszertan előkészítését, ami jelentősen megkönnyíti a hitelek értékesítésére és értékpapírosítására vonatkozó adatokhoz való hozzáférést.

Az eurorendszer a biztosítótársaságokra és nyugdíjalapokra vonatkozó statisztikai adatok fejlesztésének megvalósíthatóságát is vizsgálja. Ugyancsak felülvizsgálat alatt van az MPI-kre vonatkozó mérlegstatisztika és kamatláb-statisztika szabályozása, amivel az új felhasználói igényekhez kívánnak igazodni, valamint a pénzügyi piacok gazdaságos fejlesztését szeretnék elősegíteni.

Az EKB folytatta a központi értékpapír-adatbázis (CSDB) fejlesztésére irányuló munkát, amellyel olyan KBER-szintű egységes adatbázist kíván létrehozni, amely a rendszer számára statisztikai szempontból fontos egyes értékpapírok viszonyításához használandó információkat tartalmaz. A projektnek kulcsszerepe van abban a folyamatban, amelynek célja az értékpapírokra külön-külön vonatkozó adatszolgáltatás, és amely remélhetőleg jelentősen enyhíti az adatszolgáltatók terheit, ezzel párhuzamosan javítja az euroövezeti statisztikák minőségét, rugalmasságát. Néhány nemzeti központi bank az országos pénzügyi statisztikák összeállításában már erre az adatbázisra támaszkodik.

4.2 EGYÉB STATISZTIKAI FEJLESZTÉSEK

Az eurorendszer 2007-ben részletesen elemezte azokat a szóba jöhető intézkedéseket, amelyek tovább javítanák az EKB statisztikai tevékenységének hatékonyságát, szem előtt tartva közben az adatszolgáltatási terhek minimalizálását. Ezzel összefüggésben tovább vizsgálták, hogy megvalósítható-e az elsősorban hitelnyilvántartásokban és mérlegadatokat gyűjtő központi hivatalokban már rendelkezésre álló mikroadatok újrafelhasználása. Tovább foglalkoztak emellett a statisztikai és felügyeleti elvek és adatok összhangba hozásával, kiindulásképp a hitelintézetek adatszolgáltatási követelményeit vették górcső alá.

2007-ben több publikációval is igyekeztek javítani az EKB és a KBER statisztikai adatgyűjtése és közzétevése során követett irányítási és minőségi normák transzparenciáját. „A KBER irányítási struktúrája a KBER-statisztikákra alkalmazva” című dokumentum az EKB és a nemzeti központi bankok statisztikai adatszolgáltatását meghatározó irányítási struktúráról nyújt tömör áttekintést. A bank honlapjának statisztika-menüpontja alatt az első oldalon olvasható „Nyilvános kötelezettségvállalás a KBER statisztikai feladatköréről” című nyilatkozat az EKB és az NKB-k által vállalt statisztikai alapelveket, etikai és minőségi normákat sorolja fel, „Az EKB statisztikai minőségi feltételrendszere” pedig a minőségi alapelveket taglalja. A minőségi feltételrendszer részeként rendszeres jelleggel minőségi vizsgálatokat és mennyiségi indikátorokat is közzétesznek, például az euroövezet mérlegére és nemzetközi befektetési pozíciójára vonatkozó statisztikák minőségéről szóló éves jelentésben.

Mind az EKB, mind az NKB-k honlapján az övezetre vonatkozó újabb táblázatok és a megfelelő országos adatok felvételével tovább javították az adatterjesztést. A pénzforgalmi statisztikákat is fejlesztették, a „Kék könyv kiegészítését” pedig az EKB honlapján idősorokkal és táblázatokkal váltották fel (lásd 2. fejezet 2. pontját). Idesorolandó még az értékpapír-kereskedésre és a központi szerződő felekre vonatkozó új adatok közzététele.

Az elmúlt évekhez hasonlóan bővült az EKB-kiadványokban szereplő információk köre, így például a „Pénzügyi integráció Európában” (Financial Integration in Europe) című éves jelentésben közölt sokféle mutatóval és a „Az Európai Unió euroövezeten kívüli tagállamai és a csatlakozó országok kötvénypiacai és hosszú lejáratú kamatai” (Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries) című publikációhoz fűzött kiegészítéssel (lásd a 4. fejezet 3. pontját). Tovább javultak a banki struktúrákról szóló éves adatok és a Pénzügyi stabilitási jelentés (Financial Stability Review) alapját képező negyedéves adatok is. Javult még az europénzpiaci felmérés adatainak minősége és közzétételük gyorsasága, és a számításuknál felhasznált adatsorokat felvették az SDW-be.

Az EKB 2007 júliusában megjelent „A fizetési mérleg és nemzetközi befektetési pozíció összehangolt statisztikája felé vezető út – az európai adatgyűjtők tapasztalatai” (Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compliers) című műhelytanulmánya a statisztikai adatgyűjtés, összeállítás és közzététel metodológiai kereteit és gyakorlati aspektusait tekinti át.

Az EKB továbbra is szorosan együttműködött az Eurostattal és más nemzetközi szervezetekkel, valamint fontos szerepet vállalt a globális statisztikai szabványoknak (a Nemzeti Számlák Rendszerén (SNA 93) és az IMF fizetésimérleg-kézikönyvén folyó és 2008-ban lezáruló munka keretében) folyó aktualizálásában. Az Eurostat az EKB támogatásával a közelmúltban kezdte meg a felkészülést az ESA 95 felülvizsgálatára, amelynek keretében a legtöbb módosítást az európai szintű SNA-n végzik. Az EKB aktív szerepet vállalt a közvetlen külföldi tőkebefektetésre adott OECD-referenciameghatározás (Benchmark Definition of Foreign Direct Investment) felülvizsgálatában, és tovább támogatta az adatcserére vonatkozó globális műszaki szabványok gyakorlati alkalmazását¹⁹.

4.3 FELKÉSZÜLÉS AZ EUROÖVEZET BŐVÍTÉSÉRE

A statisztika fontos szerepet játszik az egyelőre még az euroövezeten kívüli EU-tagállamok konvergenciájának nyomon követésében, így a konvergenciajelentések elkészítésében is (lásd az 5. fejezet 1.2 pontját).

Az Eurostat szolgáltatja mindazokat a statisztikai adatokat, amelyek alapján értékeli a tagállamoknak az árstabilitásra, a költségvetési pozícióra, az árfolyamra és a hosszú lejáratú kamatokra vonatkozó konvergenciakritériumok teljesítése terén elért eredményeit. Az EKB – az érintett központi bankokkal együttműködve – a hosszú lejáratú kamatokról biztosít adatokat az Eurostat számára, emellett további kiegészítő adatokat is gyűjt a négy fő konvergenciamutatóhoz.

Mivel a konvergenciafolyamat értékelése sokban múlik a felhasznált statisztikák minőségén és megbízhatóságán, az EKB gondosan nyomon követi a forrásul szolgáló adatgyűjtést, különös tekintettel az államháztartási statisztikára.

19 Például a statisztikai adatok és a metaadatok cseréje (SDMX), amely a BIS, az EKB, az Eurostat, az IMF, az OECD, az ENSZ és a Világbank által támogatott kezdeményezés a statisztikai információk cseréjére vonatkozó globális szabványok kidolgozásának előmozdítására.

5 KÖZGAZDASÁGI KUTATÁS

Az EKB-ban és az eurorendszerben a közgazdasági kutatás célja; i) olyan kutatási eredmények felmutatása, amelyek segítségével elvi-stratégiai tanácsokat lehet megfogalmazni a monetáris politikával, illetve az eurorendszer egyéb feladataival összefüggő kérdésekben, továbbá az ezekhez kapcsolódó modellek és elemzési eszközök kidolgozása és létrehozása; ii) a gazdasági előrejelzésekhez, valamint az alternatív elvi-stratégiai irányok hatásainak összevetésére ökonometriai modellek fenntartása és alkalmazása; iii) kapcsolattartás a tudományos élet képviselőivel, például a kutatási eredményeknek külső folyóiratokban való publikálásán, illetve kutatási konferenciák szervezésén keresztül.

5.1 FŐ KUTATÁSI IRÁNYOK

Az EKB-ban a közgazdasági kutatás elsősorban a Kutatási Főigazgatóság feladatkörébe tartozik, de más szakmai területek is végeznek kutatómunkát. A bank Kutatási Koordinációs Bizottságának feladata a kutatási munka összehangolása, vagyis a főbb kutatási irányok kijelölése és a kutatást kérelmező, illetve abban érintett szakmai területek koordinálása.

2007-ben a főbb kutatási irányok a következők voltak: az előrejelzési modell tökéletesítése; a pénzügyi szektorból érkező információk (hitelaggregátumok, monetáris aggregátumok) szerepe a monetáris politikai elemzésben; a monetáris politika transzmissziós mechanizmusának megértése; az európai pénzügyi rendszer hatékonysága; nemzetközi kérdések.

Az előrejelzési modellek fejlesztésének terén a figyelemközpontjában a strukturális dinamikus stochasztikus általános egyensúlyi modellek (DSGE) tökéletesítése és alkalmazása, valamint dinamikus faktormodellek meghonosítása volt rövid távú előrejelzés céljából. Az EKB már korábban is fejlesztett és alkalmazott DSGE-modellt számos, sőt egyre több elvi-stratégiai kérdés elemzésére. Ez a munka 2007-ben is folytatódott, a hangsúly elsősorban a strukturális

(pl. demográfiai) változások, a külső tényezők (pl. olajársokk), a termelékenység alakulása és pénzügyi kérdések (pl. hitelfrikció) hatásán volt. Folytatódott továbbá a munka két közepes nagyságrendű modellen, illetve ezeknek az elvi-stratégiai elemzésben való alkalmazásán: az egyik az új övezeti modell (New Area-Wide Model – NAWM), a másik a Christiano-Motto-Rostagno-féle modell volt. Előbbi előrejelzési és szimulációs eszköz, amelyet más modellekkel együtt az eurorendszer, illetve az EKB szakértőinek prognózisához fognak igénybe venni, utóbbi szintén szimulációs eszköz, amely elsősorban a pénzügyi tényezőkre helyezi a hangsúlyt. Ami az előrejelzési eszközöket illeti, folytatódott a tényezőalapú modellek fejlesztése, amelyeket egyre gyakrabban alkalmaznak a gazdasági folyamatok rövid távú értékelésére. Végül az EKB aktívan támogatta az euroövezeti üzleti ciklus hálózatot (Euro Area Business Cycle Network), amely a központi bankok, a tudományos világ közös vállalkozása, és amely a Gazdaságpolitikai Kutatóközpont (Centre for Economic Policy Research – CEPR) irányításával működik.

A monetáris politikai elemzéssel kapcsolatos kutatás elsősorban a monetáris elemzési célú kvantitatív módszerek tökéletesítésére és alkalmazására összpontosított, ezen belül a fő cél magas színvonalú elemzési eszközök létrehozása volt az elvi-stratégiai döntések előkészítéséhez. Kutatómunka zajlott továbbá a pénzalapú inflációs indikátormodellek kialakításával és a pénzkereslet elemzésével, valamint az említett strukturális modelleknek a monetáris politikai elemzési folyamatba való bevezetésével kapcsolatban.

A monetáris politika transzmissziós mechanizmusával a kutatók számos szempontból foglalkoztak. A KBER-kutatók úgynevezett bérdinamikai hálózata (Wage Dynamics Network – WDN) – amely a bérdinamika tulajdonságait és forrásait, illetve ezeknek az árakkal való kapcsolatát vizsgálja az euroövezetben – tovább kutatta mind a mikro-, mind az aggregált szintű folyamatokat. A WDN értékelő csoport ad hoc vizsgálatot

indított el 17 ország vállalati szektorában a bérekről, a munkaköltségről és az árazási magatartásról. A felmérés célja információkat gyűjteni az árazási és bérezési magatartásról, a lefelé irányuló bérmozgás merevségéről, valamint a bérek és az árak sokkhoz való alkalmazkodásáról. A kutatás első eredményeit egy 2008-ra tervezett konferencián ismertetik. Az ingatlanpiaccal kapcsolatban is születtek elemzések, csakúgy, mint a bankok és a hitel monetáris transzmissziós mechanizmusban játszott szerepéről. Folytatódtak a háztartások pénzügyi helyzetét érintő kutatások is: az eurorendszer háztartási pénzügyi és fogyasztási hálózata (Eurosystem Household Finance and Consumption Network) euroövezeti szintű felmérést tervez készíteni a témában. Egyéb kutatási témák ebben a témakörben: a központi bankok kommunikációs politikája; a várakozások és a kockázati prémium a hozamgörbén; a részvényárfolyam-dinamikát meghatározó tényezők.

Az EKB szakemberei vizsgáltak különböző pénzügyi stabilitási kérdéseket is, illetve ezek monetáris politikai hatásait, különösen az EKB „Pénzügyi stabilitási jelentésével” (Financial Stability Review) összefüggésben. A pénzügyi rendszert két szempontból (az integráció foka, a tőkepiaci folyamatok) elemezték.

A nemzetközi kérdések tekintetében az EKB kutatói a globális egyensúlyi problémákra és az euro nemzetközi szerepére összpontosították figyelmüket. Az előző témakörben vezetői szintű szemináriumot rendeznek 2008-ban, míg az utóbbival kapcsolatos munka eredményei „Az euro nemzetközi szerepének áttekintése” (Review of the international role of the euro) című kiadvány elemzői anyagát fogják gazdagítani. Ugyancsak erre a kutatási irányra vonatkozik, hogy nemzetközi szintre is kiterjesztették a NAWM-et.

5.2. KIADVÁNYOK, KONFERENCIÁK

Az EKB-ban zajló kutatások eredményeit az EKB-füzetek (Working Paper), kisebb részben



műhelytanulmányok (Occasional Paper) és a Jogi füzetek (Legal Working Paper) sorozatban tették közzé. Ezek közül az EKB-füzetek sorozatban – amely a monetáris politikai szempontból releváns házon belüli kutatások bevett orgánuma – több mint 140 munka látott napvilágot 2007-ben. Ezek közül kicsit több mint 100-at az EKB munkatársai publikáltak egyedül, illetve külső társszerzők közreműködésével, a többi dokumentum külső látogatók tollából származott, akik kutatói hálózatok keretében konferenciákon, szakmai műhelyeken vettek részt, vagy hosszabb időt töltöttek az EKB-ban valamely kutatási projekt befejezésére. Mára bevett gyakorlattá vált, hogy ezeket a publikációkat végül várhatóan vezető, szakmailag elbírált tudományos folyóiratokban is közzéteszik. 2007-ben az EKB munkatársainak 50 cikke jelent meg ilyen formában.

Az EKB-füzetekben ismertetett kutatási eredmények szélesebb körben való megismertetése céljából az EKB úgy döntött, hogy „Kutatási Szemle” (Research Bulletin) címmel a monetáris politikai kutatómunkáról új kiadványt indít, amely aktuális cikkeket és néhány kutatói tanulmány összefoglalóját tartalmazza. A 2007-es számokban megjelent cikkek a tökéletlen információknak és a tanulásnak a pénzügyi piaci árakra, a pénzügyi integrációra és a tőkeáramlásra gyakorolt hatásával foglalkoztak az EU-tagállamokban, és ugyanezen tényezőknek a termelékenység-növekedésre való hatására az euroövezetben.

Az EKB több mint tíz kutatási témájú konferencia, illetve szakmai műhely szervezője, illetve társszervezője volt. Társszervezőként a CEPR-rel, továbbá eurorendszerbeli és eurorendszeren kívüli központi bankokkal működött együtt. Számos olyan konferencia és szeminárium is megrendezésre került, amelyek célja az EKB-ban zajló kutatások megismertetése volt.

A legtöbb konferencia és szakmai műhely tematikáját az EKB kutatási prioritásai szabták meg. Az előrejelzési modell tökéletesítésének 2007-ben ugyanakkora figyelmet szenteltek, mint a korábbi években. Szeptemberben az EKB, a CEPR és a Banque de France az euroövezeti üzleti ciklus hálózat kertében közös szakmai műhelyt szervezett, amelynek témája az infláció dinamikájának változása és ennek az előrejelzésre gyakorolt hatása volt. A szakmai műhely végkövetkeztetései hasznos adalékul szolgáltak az EKB-ban az inflációs előrejelzéssel kapcsolatos munkához. Ebbe a témakörbe illeszkedik még az EKB által két évente megrendezett, az előrejelzési technikákkal foglalkozó szakmai műhely. A 2007-es összefoglaló a makroökonómiai és a pénzügyi előrejelzési bizonytalanság kérdéskörét járta körül, ezen belül arra a kérdésre keresett választ, hogy miként integrálhatók a kockázati mutatók az előrejelzésekbe, ami aktuális kérdés a központi bankok számára.

A monetáris politikai elemzés témakörében az EKB a Bank of Canadával rendezett közös konferenciát az EKB székházában 2007 novemberében. A rendezvény témája az árstabilitás meghatározása volt, ezen belül a lehetséges elméleti definíciók és a hozzájuk kapcsolódó gyakorlati tapasztalatok. Egy szintén 2007 novemberében tartott másik konferencia a pénzpiacok szerepét, hatásait és a velük kapcsolatos kihívásokat elemezte monetáris politikai szempontból, ami hozzájárult a monetáris politika transzmissziós mechanizmusának jobb megértéséhez. Egy 2007 májusában tartott konferencia a banki tevékenység és a vállalatfinanszírozás megváltozásának a monetáris transzmissziós mechanizmusban való lecsapódását vizsgálta.

A Bank of Englanddel közösen, a pénzforgalom és a monetáris és pénzügyi stabilitás problémakörében szervezett 2007. júniusi konferencia a pénzügyi stabilitással, a 2007. júliusi, a globalizáció és a makrogazdaság összefüggéseit taglaló konferencia pedig a nemzetközi kérdésekkel kapcsolatos kutatómunkát gazdagította.

A kutatási eredményeket az EKB szemináriumsorozatokon keresztül is terjesztette, amelyek közül különösen kettő releváns: a Deutsche Bundesbankkal és a Pénzügytani Központtal karöltve szervezett úgynevezett ebédidei közös szemináriumok, valamint meghívott előadók szemináriumai. Mindkét sorozatban hetente hallhatók előadások, amelyeken külsős kutatók mutatják be legfrissebb kutatási eredményeiket. Az EKB e két sorozaton kívül egyéb kutatói szemináriumokat is szervez ad hoc jelleggel.

6 EGYÉB FELADATKÖRÖK ÉS TEVÉKENYSÉGEK

6.1 A MONETÁRIS FINANSZÍROZÁS ÉS A KIVÁLTSÁGOS HOZZÁFÉRÉS TILALMA

A Szerződés 237. cikke (d) pontja értelmében az EKB feladata annak figyelemmel kísérése, hogy az EU 27 NKB-ja és az EKB megfeleljen-e a Szerződés 101. és 102. cikkében, valamint a 3603/93/EK és a 3604/93/EK tanácsi rendeletekben foglalt tiltásoknak. A 101. cikk megtiltja az EKB-nak és az NKB-knak, hogy folyószámlahiteleket vagy bármilyen más hitelt nyújtsanak kormányoknak és közösségi intézményeknek vagy testületeknek, valamint, hogy azoktól közvetlenül adósságinstrumentumokat vásároljanak. A 102. cikk megtilt minden olyan, nem prudenciális megfontoláson alapuló intézkedést, amely kormányok, valamint közösségi intézmények és testületek pénzintézetekhez való kiváltságos hozzáférését biztosítja. A Kormányzótanáccsal párhuzamosan az Európai Bizottság is figyelemmel kíséri, hogy a tagállamok betartják-e a fenti rendelkezéseket.

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

2007-ben a Kormányzótanács két olyan esetet talált, amikor nem feleltek meg a Szerződés fenti követelményeinek és a vonatkozó tanácsi rendeleteknek.

Az első eset az volt, amikor a Národná banka Slovenska az Európai Befektetési Bank (EIB) által kibocsátott adósságinstrumentumokat vásárolt az elsődleges piacon. Még pontosabban az történt, hogy 2007. február 6-án a Národná

banka Slovenska 50 millió USD értékben USD-ben denominált EIB-kötvényeket vett devizatartalék-kezelési céllal. Tekintve, hogy az EIB egy közösségi testület, az ilyen vásárlások a Szerződés 101. cikke és a 3603/93/EK tanácsi rendelet értelmében a monetáris finanszírozás tilalmának megszegését jelentik, így a Národná banka Slovenska az elsődleges piacon vásárolt EIB-adósságinstrumentumokat 2007. május 22-én eladta, és azonnali intézkedéseket hozott, hogy a jövőben ilyen esetek ne fordulhassanak elő.

A második esetben a Banka Slovenije túllépte az állami szektor számláján jóváírt központi banki érmeállományra vonatkozó korlátot. 2007. február 15-én a Banka Slovenije állami szektor által kibocsátott és a nemzeti állami szektor számláján jóváírt érmeállománya napi átlagos alapon túllépte a forgalomban levő érmék 10%-ának megfelelő határt, amelyet a 3603/93/EK tanácsi rendelet 6. cikke állapított meg. Azon a napon a Banka Slovenije által tartott és az állami szektor számláján jóváírt érmék értéke elérte a forgalomban levő érmék értékének 12,27%-át. Ez a szabályszegés annak a következménye volt, hogy 2007 februárjának első felében sok érme került vissza a Banka Slovenijéhez, miután 2006 őszén, az euro bevezetését megelőzően a bankok részére előszállították és kiosztották az érméket. A rendet teljes mértékben és haladéktalanul helyreállították, és azóta betartják a Szerződés rendelkezéseit.

6.2 TANÁCSADÓI FELADATKÖR

A Szerződés 105. cikkének (4) bekezdése előírja, hogy az EKB-val konzultálni kell a hatáskörébe tartozó bármely közösségi vagy nemzeti jogszabálytervezetről.²⁰ Az EKB véleményeit honlapján teszi közzé.

2007-ban az EKB 43 véleményt hagyott jóvá, ezek közül nyolcat EU-intézményekkel, 35-öt

²⁰ A Szerződéshez csatolt, Nagy-Britannia és Észak-Írország Egyesült Királyságra vonatkozó bizonyos rendelkezésekről szóló jegyzőkönyv szerint az Egyesült Királyság mentesül a konzultációs kötelezettség alól (HL C 191., 1992.7.29., 18. o.).

nemzeti hatóságokkal folytatott konzultációra reagálva. 2006-ban a konzultációk száma 62 volt. A 2007-ben és 2008 elején elfogadott vélemények listája e jelentés függelékében olvasható.

Az EU Tanácsának megkeresésére született EKB-vélemények közül a következők érdemelnek említést.

A Szerződés 105 (4) cikke értelmében elfogadott véleményeken kívül 2007. július 5-én az EKB véleményt adott ki a Szerződés 48. cikke értelmében az új Lisszaboni Szerződést²¹ létrehozó kormányközi konferencia megnyitására.²² Ebben az EKB üdvözölte, hogy az árstabilitás és a Gazdasági és Monetáris Uniónak, benne az eurónak mint közös fizetőeszköznek a létrehozása az Európai Unió célkitűzései között szerepel, továbbá, hogy a monetáris politikát az unió kizárólagos feladatkörei között említik (lásd az 5. fejezet 1.2 pontját). 2007. augusztus 2-án az új Szerződés szövegtervezetének nyilvánosságra hozatalát követően az EKB elnöke levelet²³ írt a kormányközi konferencia elnökségének, amelyben néhány javaslatot tett az EKB és a KBER intézményi státusával kapcsolatban.

Miután a Tanács feloldotta Ciprus és Málta derogációját, az EKB közös véleményt²⁴ adott ki az Európai Bizottságnak az euro bevezetéséről szóló 974/98/EK rendeletet, valamint az euro és az eurót bevezető tagállamok valutái közötti átváltási árfolyamokról szóló 2866/98/EK rendeletet módosító javaslatáról.²⁵

Kikérték az EKB véleményét a létfontosságú európai infrastruktúrák azonosításáról és kijelöléséről szóló tanácsi javaslattal²⁶ kapcsolatban, amelynek célja a terrorveszélyre való reagálás összehangolásának javítása. Véleményében az EKB megjegyezte, hogy az irányelvet megvalósító nemzeti intézkedéseknek összhangban kell lenniük a központi bankoknak a fizetési és értékpapír-elszámolási rendszerek és elszámolóházak felvigyázására vonatkozó felelősségi körével, továbbá el kell kerülni, hogy a központi bankok kétszer végezzék el

ugyanazokat a feladatokat. Az EKB kiemelte, hogy a létfontosságú európai infrastruktúrák listájának bizalmasnak kell maradnia.

Az EKB az euro pénzhamisítás elleni védelméről szóló 1338/2001/EK rendelet²⁷ módosításáról szóló tanácsi rendelettervezetet véleményezve emlékeztetett, hogy a büntetőjog kivételes esetekben közösségi feladatkörbe kerülhet, amennyiben azt a közösségi jog eredményességének biztosítása megkívánja. Megjegyezte, hogy az EKB és a nemzeti központi bankok elvben kapnak bankjegymintákat, még ha ezeket büntetőjogi eljárás bizonyítékként tartották is vissza, továbbá, hogy pontosabban kellene a javaslatban tükröződnie annak, hogy az EKB saját hatáskörben biztosítja az eurobankjegyek megbízhatóságát a Szerződés 106. cikkének (1) bekezdése, illetve a KBER-alapokmány 16. cikkének értelmében. Azoknak az EKB és a Bizottság által meghatározandó eljárásoknak a tekintetében, amelyek a kapott eurobankjegyek és -érmék kötelező valódiságvizsgálatára vonatkoznak, az EKB véleményében megjegyzi, hogy ezeknek az intézményeknek lenne a feladatuk lefektetni a tagállami megvalósítás határidejét. Az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak (az európai statisztikáról szóló) 322/97/EK rendelet²⁸ módosításáról szóló javaslatát véleményezve az EKB üdvözölte, hogy az érdekeltek felismerték, szoros együttműködésre van szükség az Európai Statisztikai Rendszer (European Statistical System) és a KBER között az európai statisztikák fejlesztése, összeállítása és közzététele terén.

21 CON/2007/35, 2007. november 14., HL C 291., 2007.5.12., 1. o

22 A Lámfalussy-féle megközelítés négylépcsős folyamat keretében fogadja el az értékpapírokra, bankjegyekre és biztosításra vonatkozó jogszabályokat. További részletek a „Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets” című, 2001. február 15-i jelentésben olvashatók az Európai Bizottság honlapján. Lásd még az EKB 2003. évi Éves jelentésének 111. oldalát.

23 CON/2007/33, CON/2007/6, CON/2007/13 és CON/2007/14.

24 CON/2007/8, CON/2007/14, CON/2007/23 és CON/2007/29.

25 CON/2007/12, CON/2007/16, CON/2007/34 és CON/2007/22.

26 CON/2007/39, CON/2007/28 és CON/2007/5.

27 CON/2007/33, CON/2007/21, CON/2007/41, CON/2007/2 és CON/2007/24.

28 CON/2007/17, CON/2007/31, CON/2007/32, CON/2007/33, CON/2007/15, CON/2007/23 és CON/2007/40.

Méltatta továbbá a bizalmas adatok cseréjére vonatkozó rendelkezéseket is.

2007 júniusában az Európai Bizottság, az EU Tanácsának Titkársága és az EKB képviselői alkotta munkacsoport jelentést készített a javasolt közösségi jogi aktusok EKB-val való konzultációjáról. A munkacsoportot az EKB elnökének javaslata nyomán hozták létre. A jelentés az érdekeltek belső eljárásrendjén kíván gyorsítani, hogy a jogalkotási folyamat minél korábbi szakaszában lehetőségük legyen az EKB-hoz fordulni, és kikérni véleményét. A jelentés készítői elismerik, hogy az EKB véleményét ki kell kérni a 2. Lámfalussy-szintbe²⁹ tartozó, az EKB feladatkörét érintő intézkedésekben, egyszersmind világosan kijelöli az EKB tanácsadói feladatkörét a prudenciális felügyelet és a pénzügyi stabilitás területén. A munkacsoport tagjai a tárgyalások során kölcsönösen elismerték, hogy együttműködésre van szükség a Közösség jogalkotási folyamatának hatékonyabbá tételére. A jelentés a tagok közös véleményét tükrözi, intézményeikre nézve hivatalosan nem kötelező érvényű.

Az EKB jogi szakvéleményét a tagállami hatóságok is kikérték a nemzeti központi bankok hatáskörébe tartozó kérdésekben, így a német, a görög, a magyar és az osztrák központi bank alapokmányának módosításával kapcsolatban.³⁰ Csehország, Magyarország, Portugália és Románia olyan kérdésekben fordultak az EKB-hoz, amelyeknek központi bankjuknak mint a KBER tagjának függetlenségét érinthetik.³¹

Monetáris politikai területen Lettország, Málta, Lengyelország és Románia kötelezőtartalék-rendszerével³², Ciprus, Lengyelország, Szlovénia pedig a fizetőeszközzel és a fizetési módokkal kapcsolatban³³ konzultált az EKB-val. Ausztria, Németország, Magyarország és Románia statisztikai kérdésekben kérték ki az EKB véleményét.³⁴

Felügyeleti területen Bulgária, Németország, Görögország, Olaszország, Ausztria, Lengyelország és Románia kérte az EKB-tól, hogy véleményezzen jogszabálytervezeteket,

amelyek a pénzügyi felügyelet keretrendszerét érintő jelentős reformokkal, valamint pénzügyi stabilitási kérdésekkel vannak összefüggésben.³⁵ Itt kell említést tenni az osztrák banktörvény, takarékszövetkezeti törvény, pénzügyi felügyeleti törvény és az Oesterreichische Nationalbankról szóló törvény módosításáról, amelynek célja az osztrák hitelintézetek felügyeleti keretrendszerének további fejlesztése, valamint a nemzeti központi bank szerepének megerősítése. A törvénycsomagról alkotott véleményében az EKB ismét kifejtette, hogy a témában született korábbi véleményeivel összhangban elengedhetetlennek tartja a felügyeleti szervek és a központi bankok közötti együttműködést (beleértve az információcserét) a makroprudenciális felügyeleti munka végzése, a fizetési rendszerek felvigyázása, továbbá az egyéb, a monetáris politika zavartalan működéséhez kulcsfontosságú piaci infrastruktúrák védelme szempontjából. Különösen pénzügyi stabilitási szempontból az EKB álláspontja szerint a nemzeti központi bankoknak szükségszerűen be kell kapcsolódniuk a pénzügyi piaci válságkezelésbe.

A fizetési és elszámolási rendszerek témakörében az EKB véleményét Hollandia, Magyarország, Lettország, Görögország, Szlovénia, Románia és Spanyolország kérte ki.³⁶ A holland pénzügyminisztérium az EKB-hoz fordult a klíring és elszámolási szolgáltatást nyújtó vállalatok rendszerszerű felvigyázásáról szóló jogszabálytervezettel kapcsolatban. Az EKB ismételtén kifejtette álláspontját, miszerint mivel a fizetési rendszerek össze vannak kapcsolva az

29 A Lámfalussy-féle megközelítés négylépcsős folyamat keretében fogadja el az értékpapírokra, bankügylekre és biztosításra vonatkozó jogszabályokat. További részletek a „Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets” című, 2001. február 15-i jelentésben olvashatók az Európai Bizottság honlapján. Lásd még az EKB 2003. évi Éves jelentésének 111. oldalát.

30 CON/2007/33, CON/2007/6, CON/2007/13 és CON/2007/14.

31 CON/2007/8, CON/2007/14, CON/2007/23 és CON/2007/29.

32 CON/2007/12, CON/2007/16, CON/2007/34 és CON/2007/22.

33 CON/2007/39, CON/2007/28 és CON/2007/5.

34 CON/2007/33, CON/2007/21, CON/2007/41, CON/2007/2 és CON/2007/24.

35 CON/2007/17, CON/2007/31, CON/2007/32, CON/2007/33, CON/2007/15, CON/2007/23 és CON/2007/40.

36 CON/2007/7, CON/2007/10, CON/2007/12, CON/2007/13, CON/2007/15, CON/2007/18, CON/2007/25 és CON/2007/27.

értékpapírklíring és -elszámolási rendszerekkel, komoly érvek szólnak a mellett, hogy a nemzeti központi bank végezze mind a fizetési, mind az értékpapírklíring és -elszámolási rendszerek felvigyázását. Megismételte továbbá ajánlását, miszerint a fizetési rendszerek felvigyázása, beleértve a piaci viselkedési szabályokét is, explicit módon kerüljön a De Nederlandsche Bank hatáskörébe, ami összhangban állna euorendszeri tagságával. Az EKB megjegyezte továbbá, hogy a nemzeti központi banknak mint prudenciális és rendszerszintű felügyeleti szervnek szerepet kellene kapnia annak értékelésében, hogy a klíring és elszámolási szolgáltatást nyújtó intézményekre vonatkozó szabályok között vannak-e olyan a feltételek, amelyek a kockázaton kívül más okok miatt korlátozzák a partnerek hozzáférését.

Az euro bevezetésének jogi feltételrendszeréről Ciprus fordult az EKB-hoz tanácsért.³⁷ Szlovákia az euro majdani bevezetését segítő és a Národná banka Slovenskáról szóló törvény módosításáról, valamint az EKB hatáskörébe tartozó, a Szerződéssel és a KBER alapokmányával való jogi konvergenciához szükséges további 27 törvénymódosításról konzultált az EKB-val.³⁸

2008-tól az Éves jelentés közölni fogja mindazokat az eseteket, amikor egy tagállam lényeges esetekben elmulasztja kikérni az EKB véleményét valamely nemzeti vagy közösségi jogszabálytervezettel kapcsolatban. 2007 során hat alkalommal nem kérték ki az EKB véleményét. Ilyen mulasztást követtek el a lengyel hatóságok, amikor nem kérték ki az EKB véleményét az adatközléssel kapcsolatos jogszabálytervezetről. A jogszabály értelmében bizonyos személyeknek nyilatkozniuk kell olyan 1944 és 1990 között végzett tevékenységükről, amely az állami titkosszolgálatral való együttműködésnek definiálható. A jogszabálytervezet egyes intézkedései sértették volna a központi banki függetlenséget, valamint módosították volna a központi banknak a Narodowy Bank Polskiról szóló törvény szerinti intézményi rendjét, a módosítás így a bank irányító testületeinek számos tagját és

a bank számos munkatársát is érintette. Az EKB, amennyiben kikéri véleményét, súlyos kifogásokat emelt volna a jogszabálytervezettel szemben. Az EKB levélben emlékeztette a Sejm marsallját (a lengyel parlament alsóházának elnöke) konzultációs kötelezettségére, ám utóbbi válaszában megkérdőjelezte az EKB illetékességét a kérdéses törvénytervezettel kapcsolatban. A lengyel alkotmánybíróság a későbbiekben érvénytelenítette az adatközlési törvénynek a KBER-rel összefüggő egyes rendelkezéseit.

Egy másik esetben a lett hatóságok valutaügyi törvényjavaslattal kapcsolatban mulasztották el kikérni az EKB véleményét, megsértve így a közösségi jogban előírtakat. A 2007. december 18-án elfogadott törvényjavaslat az Európai Unió közös valutájának nevérol szóló minisztertanácsi határozatot módosította. A határozatot – amiről a lett hatóságok szintén nem konzultáltak az EKB-val – eredetileg 2005. július 26-án hagyták jóvá. Míg az eredeti határozatban a közös valuta lett nevéként „euro” szerepelt, az új szerint a lett jogi dokumentumokban az „euro” elnevezést kell használni. Nem jogi szövegekben a közös valuta hivatalos elnevezése továbbra is „euro”. Az eredeti 2005-ös határozat elfogadását követően az EKB 2005. szeptember 1-jei keltezéssel levélben egyértelműen jelezte Lettország pénzügyminiszterének, hogy az Európai Bíróság egységes esetjoga alapján a tagállamok nem rendelkezhetnek a közvetlenül vonatkozó közösségi jogi aktusok által szabályozott kérdésekben, és kiemelte, hogy kizárólag a Közösségnek van hatásköre rendelkezni a közös valutáról és annak nevérol.

6.3 AZ EURÓPAI KÖZÖSSÉG HITELFELVÉTELI ÉS HITELNYÚJTÁSI MŰVELETEINEK ADMINISZTRÁCIÓJA

A Szerződés 123. cikke (2) bekezdésével és a 2002. február 18-i 332/2002/EK tanácsi

³⁷ CON/2007/1.

³⁸ CON/2007/43.

rendelet 9. cikkével összhangban az EKB továbbra is felelős az Európai Közösség hitelfelvételi és hitelnyújtási műveleteinek adminisztrációjáért a középtávú pénzügyi segítségnyújtási mechanizmus (Midium-Term Financial Assistance mechanism) keretében. 2007-ben az EKB nem végzett adminisztrációs feladatot. 2006 végén nem volt kinnlevőség, és 2007 folyamán nem kezdeményeztek új műveletet.

6.4 AZ EUORENDSZER TARTALÉKKEZELÉSI SZOLGÁLTATÁSAI

2007-ben továbbra is a szolgáltatások átfogó körét nyújtották a 2005 januárjában létrehozott keretrendszerben az euroövezeti ügyfelek euróban denominált tartalékeszközeinek kezelésére. Az euroövezeten kívüli központi bankok, monetáris hatóságok és állami szervek, valamint nemzetközi szervezetek számára elérhető szolgáltatások teljes körét harmonizált feltételekkel kínálják az eurorendszer külön erre a szolgáltatásra szakosodott központi bankjai (az eurorendszer szolgáltatói), összhangban az általános piaci szabványokkal. Az EKB általános koordináló szerepet tölt be, biztosítva a rendszer zökkenőmentes működését. 2006-hoz képest 2007-ben stabil maradt az eurorendszerrel üzleti kapcsolatban álló ügyfelek száma. Ami magukat a szolgáltatásokat illeti, növekedett az ügyfelek teljes készpénzegenlege, illetve értékpapír-állománya. 2007-ben az eurorendszer ügyfél-elégedettségi felmérést végzett, amely megerősítette, hogy üzleti partnerei összességében elégedettek mind a rendszer biztosította szolgáltatások körével, mind maguknak a szolgáltatásoknak a minőségével.



3. FEJEZET

**CIPRUS ÉS MÁLTA
BELÉPÉSE AZ
EUROÖVEZETBE**

I GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK CIPRUSON ÉS MÁLTÁN

2007. július 10-én az ECOFIN Tanács elfogadott egy határozatot, amely lehetővé tette Ciprus és Málta számára, hogy 2008. január 1-jétől saját valutájként bevezessék az eurót, 13-ról 15-re növelve ezáltal az euroövezetbeli országok számát. A Tanács döntése az EKB és az Európai Bizottság által 2007 májusában kiadott konvergenciajelentéseken alapult, és az után került rá sor, hogy az állam- vagy kormányfők alkotta Tanács megvitatta és az Európai Parlament véleményezte a kérdést, továbbá az Európai Bizottság megtette javaslatát. Ugyanazon a napon az ECOFIN Tanács elfogadott egy rendeletet, amelyben rögzítették a ciprusi font és a máltai líra euróval szembeni visszavonhatatlan átváltási árfolyamait. Az euróval szembeni átváltási árfolyamokat 0,585274 CYP-en és 0,429300 MTL-en állapították meg. Ezek az árfolyamok megegyeztek a 2005. május 2. óta, azaz e valuták ERM-II-be történt belépésük óta érvényes középárfolyamaival. A ciprusi font ez előtt az euróval szembeni középárfolyama közelében maradt az ingadozási sáv erős oldalán, míg a máltai líra a középárfolyamon maradt az ERM-II-ben való részvétele teljes idő-

szaka során. Az átváltási árfolyamok meghatározásának napján mindkét valutát ezen árfolyamokhoz nagyon közel, vagy ezeken az árfolyamokon jegyezték.

Az elmúlt tíz évre visszatekintve a HICP-infláció mind Cipruson, mind Máltán viszonylag visszafogott volt, és többnyire 2% és 3% között ingadozott (lásd 14. és 15. táblázat). Ezeket a viszonylag kedvező inflációs folyamatokat régóta fennálló rögzített árfolyamrendszerekkel összefüggésben kell látni. Cipruson a HICP-infláció 2000-ben és 2003-ban magasabb szinteken volt, nagyban tükrözve az energia- és élelmiszerárak erőteljes emelkedéseit, valamint azt, hogy az EU-s harmonizációval kapcsolatban a 2002–2003-as időszakban fokozatosan emelték az energia jövedéki adóit és az áfát 10%-ról 15%-ra. Máltán némileg magasabb HICP-inflációs rátákat regisztráltak 1997-ben és 1998-ban, nagyrészt a szállodai, éttermi és fuvarozási árak viszonylag erőteljes emelkedései miatt. 2007-ben az átlagos HICP-infláció Cipruson 2,2% volt, úgy, hogy az év első felének mérsékelt éves inflációs rátái 2007 végén 3% fölé emelkedtek, első-

14. táblázat: Főbb gazdasági mutatók - Ciprus

(eltérő jelzés hiányában éves százalékos változások)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Reál-GDP-növekedés	5,0	4,8	5,0	4,0	2,1	1,9	4,2	4,0	4,0	4,4
<i>Hozzájárulás a reál GDP-növekedéshez (százalékpontokban)</i>										
Belföldi kereslet, készletek kivételével	5,9	3,2	4,0	5,1	3,3	2,7	4,7	4,3	5,5	..
Nettó export	-0,5	2,7	-1,0	0,6	-2,2	0,1	-2,2	0,7	-1,2	..
HICP-infláció ¹⁾	2,3	1,1	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,3	2,2
Egy alkalmazottra jutó javadalmozás	3,1	4,5	6,0	3,7	4,8	7,7	1,9	1,8	2,7	..
Nominális fajlagos munkaerőköltség (egész gazdaság)	-0,3	1,5	2,7	1,9	4,8	9,7	1,5	1,4	0,5	..
Import deflátor (árak és szolgáltatások)	0,0	2,5	5,2	1,1	1,1	-0,3	2,3	4,5	2,3	..
Folyó- és tőkeszámla-egyenleg (a GDP százalékában) ²⁾	3,1	-1,7	-5,2	-3,3	-3,6	-2,0	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1
Teljes foglalkoztatás	1,6	1,8	1,7	2,2	2,1	3,8	3,8	3,6	1,7	1,5
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)	4,3	4,6	4,9	3,8	3,6	4,1	4,6	5,2	4,6	3,9
Államháztartási többlet (+)/hiány (-)	-4,1	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Államháztartási bruttó adósság	58,4	58,7	58,8	60,7	64,6	68,9	70,2	69,1	65,2	60,0
Három hónapos kamatláb (százalék/év) ¹⁾	..	6,2	6,4	5,9	4,4	3,9	4,7	4,2	3,4	4,2
Hosszú lejáratú, tízéves államkötvények hozama (%/év) ¹⁾	7,6	5,7	4,7	5,8	5,2	4,1	4,5
Árfolyam az euróval szemben ^{1),3)}	0,58	0,58	0,57	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58

Források: EKB és Eurostat.

1) Időszaki értékek átlaga.

2) A 2007. évi adatok a négy negyedéves átlagra utalnak 2007. harmadik negyedévéig.

3) Ciprusi font/EUR.

15. táblázat: Főbb gazdasági mutatók - Málta

(eltérő jelzés hiányában éves százalékos változások)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Reál-GDP-növekedés	..	..	..	-1,6	2,6	-0,3	0,2	3,3	3,4	3,1
<i>Hozzájárulás a reál-GDP-növekedéshez (százalékpontokban)</i>										
Belföldi kereslet, készletek kivételével	..	..	..	-2,1	-4,3	6,8	1,6	2,4	2,1	..
Nettó export	..	..	..	6,7	5,4	-5,3	-1,5	-2,2	1,2	..
HICP-infláció ¹⁾	3,7	2,3	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7
Egy alkalmazottra jutó javadalmasítás	..	..	..	5,4	3,1	4,6	1,4	1,8	2,5	..
Nominális fajlagos munkaerőköltség (egész gazdaság)	..	..	..	9,0	1,0	6,0	0,4	0,1	0,3	..
Import deflátor (árak és szolgáltatások)	..	..	..	-6,7	0,8	-2,4	-0,8	4,8	7,5	..
Folyó- és tőkeszámla-egyenleg (a GDP százalékában) ²⁾	-5,3	-2,8	-12,0	-3,8	2,6	-2,8	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2
Teljes foglalkoztatás	..	..	..	1,7	0,6	1,0	-0,8	1,6	1,1	1,4
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)	..	..	6,7	7,6	7,5	7,6	7,4	7,3	7,3	6,3
Államháztartási többlet (+)/hiány (-)	-9,9	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Államháztartási bruttó adósság	53,4	57,1	55,9	62,1	60,1	69,3	72,7	70,8	64,7	62,9
Három hónapos kamatláb (százalék/év) ¹⁾	5,4	5,2	4,9	4,9	4,0	3,3	2,9	3,2	3,5	4,3
Hosszú lejáratú, tízéves államkötvények hozama (százalék/év) ¹⁾	6,2	5,8	5,0	4,7	4,6	4,3	4,7
Árfolyam az euróval szemben ^{1),3)}	0,43	0,43	0,40	0,40	0,41	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43

Forrás: EKB és Eurostat.

1) Időszaki értékek átlaga.

2) A 2007. évi adatok a négy negyedéves átlagra utalnak 2007. harmadik negyedévéig.

3) Máltai líra/EUR.

sorban az energiaárak alakulását tükrözve. Máltán a HICP-infláció 2007-ben átlagosan alacsonyabb volt, mint 2006-ban, ami főként azt tükrözte, hogy az előző évben regisztrált magas szintekről az energiaárak jelentősen estek, valamint csökkentek a szállásárak. 2007 második felében az éves inflációs ráták folyamatosan emelkedtek, és decemberben éppen meghaladták a 3%-ot, aminek eredményeként a teljes évre vonatkozó átlagos inflációs ráta 0,7% volt. 2007 folyamán az élelmiszerárak mind Máltán, mind Cipruson hozzájárultak az infláció emelkedéséhez. Máltán az inflációnak ez az emelkedése, amely különösen az év utolsó negyedében vált láthatóvá, a ruházat és lábbelik, valamint a szállodák és éttermek alindexeiben bekövetkezett növekedéseket is tükrözte.

Az infláció alakulásának hátterében Cipruson az utóbbi évtized szilárd gazdasági növekedése áll, míg a növekedés Máltán lassúbb volt. Cipruson a reál-GDP az évtized elején körülbelül 5%-kal nőtt, mielőtt 2002-ben és 2003-ban mintegy 2%-ra mérséklődött, tükrözve a gyengülő idegenforgalmi keresletet. A belföldi kereslet megújult erejével összhangban, az utóbbi években a reál-

GDP-növekedés ismét fellendült, mintegy 4%-ra. A szilárd gazdasági növekedés 2000-ig tartó időszakát követően Máltán a kibocsátás növekedése jelentősen lassult, ami külső gyengeséget, a Málta exportpiacain fokozódó versenyt és a feldolgozóipari szektorban zajló szerkezetátalakítási műveleteket tükrözött. A későbbi években – főként a belföldi keresletnek köszönhetően – a kibocsátás növekedése ismét felgyorsult, és 3% körüli értéket ért el. Ami a külső folyamatokat illeti, az utóbbi tíz évben Ciprus és Málta átlagosan a GDP mintegy 3,5%-ának, illetve 4%-ának megfelelő folyófizetési- és tőkemérleg-hiányokat könyvelt el. 2007-ben Cipruson a folyó fizetési és a tőkemérleg hiánya a GDP 7,1%-ára nőtt, míg Máltán a GDP 3,2%-ára csökkent.

Az elmúlt évtizedben a munkaerő-piaci feltételek mindkét országban viszonylag stabilak maradtak. Cipruson a munkanélküliségi ráta 3% és 5% között ingadozott, míg Máltán többnyire 7% körül. Cipruson a foglalkoztatás növekedése viszonylag erőteljes volt, és csaknem 4%-ra emelkedett 2003 és 2005 között. Ugyanakkor Máltán ugyanebben az időszakban a foglalkoztatás

mérsékeltbben nőtt. Az utóbbi évek gazdasági fellendülését követően viszont a munkaerő-piaci feltételek 2007 folyamán mindkét országban erősödtek. A munkanélküliségi ráták mind Cipruson, mind Máltán csökkenő trendet követtek, és 2007 végén 3,9%-on, illetve 5,8%-on álltak. A munkaerőpiacok flexibilitását mindkét országban támogatja a külföldi munkások – köztük ideny-munkások – jelentős áramlása.

A fiskális politika az utóbbi években mind Cipruson, mind Máltán jobban támogatta az árstabilitás elérését, amint a két ország fiskális pozíciói jelentősen javultak. Magas szintekről indulva az államháztartási hiánynak a GDP-hez viszonyított aránya 2004-ben mindkét országban csökkenni kezdett. Cipruson a 2003-ban még 6,5%-os GDP-arányos deficitrátá 2007-ben 1,5%-os többletté alakult, míg Máltán a deficitrátá a GDP 2003. évi 9,8%-áról 2007-ben 1,6%-ra esett. Az állami költségvetés helyzetének javulását mindkét országban főként nem ciklikus tényezők vezérelték, bár az utóbbi években ideiglenes intézkedések is fontos szerepet játszottak. Az államháztartás GDP-arányos adóssága mindkét országban magas, de az utóbbi években csökkent. Cipruson az adósságrátá a GDP 70,2%-át jelentő 2004. évi csúcsról 2007-ben 60%-ra csökkent, míg Máltán ugyanebben az időszakban a GDP 72,7%-áról 62,9%-ra esett. Máltán további fiskális konszolidációra van szükség ahhoz, hogy az ország megfeleljen a Stabilitási és Növekedési Paktumban meghatározott középtávú célnak. Ezenkívül mindkét országban elegendő mozgásteret kell teremteni az állami pénzügyekben, hogy meg tudjanak birkózni a várhatóan rosszabbodó demográfiai helyzettel, amely valószínűleg az életkorral kapcsolatos állami kiadások növekedésével fog járn.

A monetáris politika fontos szerepet játszott Ciprus és Málta konvergenciafolyamatában. Mindkét országban régóta fennálló, az 1960-as évekre visszanyúló hagyománya van a rögzített árfolyamrendszereknek. Ezenkívül 2002-ben az árstabilitás fenntartása mint a monetáris politika elsődleges célja a Ciprusi Központi Bankról szóló törvény és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta-ról szóló tör-

vény részévé vált. A ciprusi fontot 1992-ben az ECU-hoz, míg 1999-ben az euróhoz rögzítették, $\pm 2,25\%$ -os ingadozási sávval. A tőke mozgások folyamatban levő fokozatos liberalizálásával összefüggésben 2001-ben a sávot $\pm 15\%$ -ra szélesítették. Ugyanakkor a Ciprusi Központi Bank nem használta ki a szélesebb sávot, és az árfolyam egy szűk tartományban mozgott. A Málta 1964-es függetlenné válását követő időszak nagyobbik részében a máltai lírát egy valutakosárhoz rögzítették, amelyben nagy súlyt kapott az ECU/euro, az angol font és az amerikai dollár. Mivel a kosárban az euro volt a legnagyobb súlyú (70%) valuta, a lírának az euróval szembeni árfolyam-ingadozásai viszonylag korlátozottak maradtak az ERM-II-be történt belépés előtti években. Mind a ciprusi font, mind a máltai líra 2005. május 2-án lépett be az ERM-II-be, a standard, $\pm 15\%$ -os ingadozási sávval. Akkor a máltai hatóságok kifejezték azt a szándékukat is, hogy egyoldalú kötelezettségvállalásként a líra árfolyamát az euróval szembeni középárfolyamon tartják.

A ciprusi és máltai központi bankok monetáris politikái 2007 folyamán is az árstabilitás elérésére irányultak. Mindkét központi bank támogatta az árfolyamrögzítést azzal, hogy irányadó hivatalos kamatlábait az EKB irányadó kamatlábai felett tartotta. A Ciprusi Központi Bank az év nagy részében változatlanul 4,5%-on tartotta a minimális ajánlati kamatlábát, míg a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta kétszer (januárban és májusban), összesen 50 bázisponttal, 4,25%-ra emelte központi intervenciós kamatlábát. A hivatalos kamatlábaknak az EKB kamatlábaihoz való igazítására Cipruson 2007. december 21-én, míg Máltán 2007. december 28-án került sor, lezárva ezzel a hivatalos kamatlábak konvergenciájának folyamatát. Cipruson és Máltán a pénzügyi kamatlábak nagyjából a hivatalos kamatlábakkal együtt mozogtak, aminek eredményeként 2007 decemberében befejeződött a piaci kamatlábak konvergenciája. A hosszú távú kamatok már 2006 eleje óta közel voltak az euroövezeti szintekhez. Ez mindkét országban az általános gazdasági folyamatokba vetett piaci bizalmat, valamint a monetáris és árfolyam-politikák hitelességét tükrözte.

Az euro bevezetése után mind Ciprus, mind Málta számára a legfőbb kihívást megfelelő nemzeti gazdaságpolitikák folytatása jelenti, a fenntartható konvergencia magas szintjének biztosítása érdekében. Mindkét ország számára különösen fontos, hogy tovább haladjanak a strukturális intézkedéseken alapuló fiskális konszolidáció fenntartható és hiteles útján, és adósrátáik kézzelfogható csökkentésével javítsák fiskális teljesítményüket. Ugyancsak fontos, hogy a munkatermelékenység növekedését, a munkaerő-piaci helyzetet és a konkurens országokban bekövetkező fejleményeket

figyelembe vevő mérsékelt bérfeljesztéseket hajtsanak végre. Ebben a tekintetben mindkét országban kulcsfontosságú a termékpiaci verseny erősítése és a munkaerőpiac működésének javítása. Cipruson például a bérek és bizonyos szociális (megélhetési költséggel kapcsolatos) juttatások indexálási mechanizmusát alaposan át kell vizsgálni, hogy csökkentsék az inflációs tehetetlenséghez kötődő kockázatokat. Máltán arra is figyelni kell, hogy leküzdjék a gazdasági növekedés és a munkahelyteremtés strukturális korlátait, méghozzá a munkaerő részvételének elősegítésével.

10. keretes írás

AZ EUROÖVEZET CIPRUSSEL ÉS MÁLTÁVAL TÖRTÉNT KIBŐVÍTÉSÉNEK STATISZTIKAI VONZATAI

Az euroövezet kiterjesztése Ciprusra és Máltára 2008. január 1-jétől a harmadik olyan alkalom volt, amikor az euroövezetre vonatkozó statisztikai sorokat módosítani kellett, hogy újabb tagországokat tartalmazzanak. Ahol szükséges volt, a kibővített euroövezetre vonatkozó statisztikák készítését koordinálták az Európai Bizottsággal.

Ciprus és Málta belépése az euroövezetbe azt jelenti, hogy ezen országok rezidensei az euroövezet rezidenseivé váltak. Ez befolyásolja azokat a statisztikákat, amelyeknél az euroövezeti aggregátumok nem egyszerűen csak a nemzeti adatok összegei, úgymint monetáris, fizetésimérleg- és nemzetközi befektetési pozícióra vonatkozó statisztikák, valamint pénzügyi mérlegek, mert most már konszolidálni kell a ciprusi és máltai, valamint más euroövezeti rezidensek közötti tranzakciókat.

Következésképpen 2008 januárjától Ciprus és Málta köteles teljesíteni az EKB valamennyi statisztikai követelményét, azaz teljesen harmonizált és összehasonlítható nemzeti adatokat szolgáltatni.¹ Tekintve, hogy az új statisztikák előkészítési munkája hosszú bevezetési időt igényel, Ciprus és Málta központi bankjai, valamint az EKB már jóval Ciprus és Málta EU-csatlakozása előtt megkezdte a statisztikai előkészületeket. Miután a KBER tagjaivá váltak, a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta intenzifikálta előkészületeit, hogy teljesítse az EKB követelményeit a monetáris, banki, fizetésimérleg-, állami finanszírozási, pénzügyimérleg- és más pénzügyi statisztikák terén. Néhány statisztikai területen akciótervet dolgoztak ki a két országgal, hogy biztosítsák az EKB valamennyi statisztikai követelményének fokozatos teljesítését 2008 folyamán. Ezenkívül Ciprus és Málta központi bankjainak végre kellett hajtaniuk a ciprusi és máltai hitelintézeteknek az EKB kötelezőtartalék-rendszerébe történő integrációjához szükséges előkészületeket, valamint teljesíteniük kellett a vonatkozó statisztikai követelményeket.

A többi euroövezetbeli tagország adatközlői és NKB-i számára az euroövezet bővítése azt jelentette, hogy 2008 januárjától a ciprusi és máltai rezidensekkel lefolytatott tranzakciókat (vagy állományváltozásokat) és a hozzájuk kapcsolódó pozíciókat az euroövezeti adatok részeként kell

¹ Az EKB statisztikai követelményeit az *ECB statistics: an overview* című, 2006. áprilisi dokumentum foglalja össze.

jelenteniük, nem pedig euroövezeten kívüli rezidensekkel kapcsolatos tranzakciókként és pozíciókként.

Ezenkívül Ciprusnak, Máltának és valamennyi többi euroövezetbeli országnak megfelelő földrajzi és szektorális részletességgel visszamenőleges adatokat kellett szolgáltatnia, legalább 2004-ig, vagyis Ciprus és Málta EU-csatlakozásának évéig visszamenően.

Az euroövezeti statisztikák publikálását illetően az EKB online hozzáférést biztosít a felhasználók számára két csoport idősorhoz. Az egyik a jelenlegi (tehát a Ciprust és Máltát is magában foglaló) euroövezetre vonatkozó adatokat tartalmazza a lehető legtovábbi múltba visszanyúlva, míg a másik összeköti az euroövezet különféle összeállításait az 1999-es 11 országgal kezdve.

2 A CIPRUSI KÖZPONTI BANK ÉS A BANK CENTRALI TA' MALTA/CENTRAL BANK OF MALTA EURORENDSZERBELI INTEGRÁCIÓJÁNAK JOGI SZEMPONTJAI

A Szerződés 122. cikke (2) bekezdése értelmében az EKB megvizsgálta, hogy a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta alapszabályai és az egyéb vonatkozó ciprusi és máltaai jogszabályok megfelelnek-e a Szerződés 109. cikkének. Amint azt a Ciprusról és Máltáról 2007 májusában kiadott Konvergenciajelentés közli, az EKB kedvezően ítélte meg a ciprusi és máltaai jogszabályok kompatibilitását a Szerződéssel és a KBER alapokmányával.

Azzal a céllal, hogy biztosítsák a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta 2008. január 1-jei integrációját az eurorendszerbe, az EKB, a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta számos jogi eszközt léptetett érvénybe. Az eurorendszer jogi kereteit az ECOFIN Tanács 2007. július 10-ei, Ciprus és Málta derogációjának megszüntetéséről szóló határozata¹ következményeként átalakították. Az euro Cipruson és Máltán történő bevezetése és központi bankjaik integrációja az eurorendszerbe néhány ciprusi és máltaai jogszabály megváltoztatását is megkövetelte.

2007 márciusában a Ciprusi Központi Bank alapszabályát összhangba hozták az EKB 2004. és 2006. évi konvergenciajelentéseinek ajánlásaival. Ciprus három alkalommal konzultált az EKB-val a Ciprusi Központi Bank alapszabálymódosításának tervezetéről. Az EKB elfogadott három, változtatásokat javasoló véleményt,² amelyek tükröződtek az alapszabályok végleges változataiban. 2007 folyamán az EKB-val ugyancsak konzultáltak egyéb ciprusi, valutaügyekre vonatkozó jogszabályok módosításáról is.³

Málta 2006. március 30-án konzultált az EKB-val a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta alapszabály-módosításainak tervezetéről. Az EKB elfogadott egy véleményt,⁴ amelyben számos, az alapszabály módosításában figyelembe vett változtatást javasolt. A Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta 2006. november 21-én is konzultált az EKB-val a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta alapszabályá-

nak további változtatásairól, hogy tükrözzék az EKB 2006. évi Konvergenciajelentésében megfogalmazott ajánlásokat. Az EKB elfogadott egy véleményt⁵ a változtatásokról, és a vélemény tükröződött a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta alapszabályának végleges változatában is. 2007. május 28-án ugyancsak kikérték az EKB véleményét a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta kötelező tartalékolási előírásokra vonatkozó 1. irányelvről, és az EKB elfogadott egy véleményt a módosításokról.⁶

Az ECOFIN Tanács 2007. július 10-i határozata szükségessé tette a 974/98/EK tanácsi rendelet módosításait, hogy lehetővé váljon az euro ciprusi⁷ és máltaai⁸ bevezetése, valamint a 2866/98/EK rendeletet módosító 1135/2007/EK⁹ és a 1134/2007/EK¹⁰ tanácsi rendeletek elfogadását, amelyek meghatározták az eurónak a ciprusi fonttal és a máltaai lírával szembeni viszszavonhatatlanul rögzített árfolyamát. A Tanács konzultált az EKB-val a javaslatokról mindkét rendeletre vonatkozóan, amelyekről az EKB véleményt fogadott el.¹¹ Az EKB-val ugyancsak konzultáltak az euróra történő ciprusi és máltaai átállást szabályozó nemzeti jogszabályokról.¹²

1 A Tanács 2007. július 10-i 2007/503/EK határozata a Szerződés 122. cikkének (2) bekezdésével összhangban a közös valuta Ciprus általi, 2008. január 1-jén történő bevezetéséről, HL L 186., 2007.7.18., 29. o., valamint a Tanács 2007. július 10-i 2007/504/EK határozata a Szerződés 122. cikkének (2) bekezdésével összhangban a közös valuta Málta általi, 2008. január 1-jén történő bevezetéséről, HL L 186., 2007.7.18., 32. o.

2 CON/2006/4, CON/2006/33 és CON/2006/50.

3 CON/2007/39 és CON/2008/1.

4 CON/2006/23.

5 CON/2007/58.

6 CON/2007/16.

7 A Tanács 2007. július 10-i 835/2007/EK rendelete a 974/98/EK rendeletnek az euro Cipruson való bevezetése tekintetében történő módosításáról, HL L 186., 2007.7.18., 1. o.

8 A Tanács 2007. július 10-i 836/2007/EK rendelete a 974/98/EK rendeletnek az euro Máltán való bevezetése tekintetében történő módosításáról, HL L 186., 2007.7.18., 3. o.

9 A Tanács 2007. július 10-i 1135/2007/EK rendelete a 2866/98/EK rendeletnek az euro ciprusi átváltási árfolyama tekintetében történő módosításáról, HL L 256., 2007.10.2., 2. o.

10 A Tanács 2007. július 10-i 1134/2007/EK rendelete a 2866/98/EK rendeletnek az euro máltaai átváltási árfolyama tekintetében történő módosításáról, HL L 256., 2007.10.2., 1. o.

11 CON/2007/19, HL C 160., 2007.7.13., 1. o.

12 CON/2006/10 és CON/2007/1.



A Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta eurorendszerbe történő integrációjának jogi előkészületeivel kapcsolatban az EKB elfogadta a szükséges jogi eszközöket, hogy gondoskodjon a maradék tőke befizetéséről, valamint a devizataralékok mindegyik bank általi átutalásáról az EKB részére.¹³ A KBER alapokmányának 27.1 cikke értelmében a Kormányzótanács ajánlásokat fogadott el a Ciprusi Központi Bank¹⁴ és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta¹⁵ éves beszámolójának külső könyvvizsgálóra vonatkozóan a 2008-as pénzügyi évvel kezdődően. Az EKB ugyancsak felülvizsgálta jogi kereteit, és ahol szükséges volt, módosításokat vezetett be a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta eurorendszerbeli tagsága következtében. Ide tartozott az eurorendszer monetáris politikára és a TARGET2-re vonatkozó jogi kereteinek végrehajtásával kapcsolatos ciprusi és máltai jogszabályok áttekintése. Ebből következően ciprusi és máltai ügyfelek 2008. január 2-ától vehettek részt az eurorendszer nyíltpiaci műveleteiben. Az EKB ugyancsak elfogadott egy rendeletet az euro ciprusi és máltai bevezetését követően a kötelező tartalékok EKB általi alkalmazására vonatkozó átmeneti rendelkezésekről.¹⁶ Végül, a Ciprusi Központi Bankkal és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta-val megszűntették az ERM-II megállapodást.¹⁷

13 EKB/2007/22 határozat (2007. december 31.) az Európai Központi Bank tőkéjének a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta általi befizetéséről, a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta devizataralékokat megtestesítő eszközeinek az Európai Központi Bank számára történő átadásáról, valamint a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta-nak az Európai Központi Bank tartalékaihoz és céltartalékaihoz való hozzájárulásáról, HL L 28., 2008.2.1., 36. o.

14 Az EKB/2007/12 ajánlása (2007. november 15.) az Európai Unió Tanácsa számára a Ciprusi Központi Bank külső könyvvizsgálóról, HL C 277., 2007.11.20., 1. o.

15 Az EKB/2007/17 ajánlása (2007. november 29.) az Európai Unió Tanácsa számára a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta külső könyvvizsgálóról, HL C 304., 2007.12.15., 1. o.

16 EKB/2007/11 rendelet (2007. november 9.) az euro ciprusi és máltai bevezetését követően a kötelező tartalékoknak az EKB által történő alkalmazására vonatkozó átmeneti rendelkezésekről, HL L 300., 2007.11.17., 44. o.

17 2007. december 14-i megállapodás az EKB és az euroövezeten kívüli tagállamok nemzeti központi bankjai között a gazdasági és monetáris unió harmadik szakaszában az árfolyam-mechanizmus eljárási szabályainak meghatározásáról szóló, az EKB és az euroövezeten kívüli tagállamok nemzeti központi bankjai közötti, 2006. március 16-i megállapodás módosításáról, HL C 319., 2007.12.29., 7. o.

3 A CIPRUSI KÖZPONTI BANK ÉS A BANK CENTRALI TA' MALTA/CENTRAL BANK OF MALTA EURORENDSZERBELI INTEGRÁCIÓJÁNAK OPERATÍV SZEMPONTJAI

Az ECOFIN Tanács 2007. július 10-i, a Ciprus és Málta által 2008. január 1-jén történő eurobevezetésről szóló határozatát követően az EKB technikai előkészületeket hajtott végre a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta eurorendszerbeli teljes integrációja céljából. A Szerződés rendelkezéseivel összhangban mindkét bank pontosan ugyanazokkal a jogokkal és kötelezettségekkel csatlakozott az eurorendszerhez, mint azon EU-tagállamok NKB-i, amelyek már korábban bevezették az eurót.

Ciprus és Málta központi bankjainak eurorendszerbe történő integrálásának technikai előkészületeit az EKB, valamint a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta közötti szoros együttműködéssel folytatták le, illetve, ahol indokolt volt, multilaterális módon, az euroövezet 13 NKB-jával együttműködve. Az előkészületek területek széles körét fedték le, úgymint pénzügyi jelentés és számvitel, monetáris politikai műveletek, devizatartalékok kezelése és devizaműveletek, fizetési rendszerek, statisztikák és bankjegygártás. A működés területén az előkészületek kiterjedtek a monetáris politika végrehajtását és a devizaműveleteket szolgáló eszközök és eljárások átfogó tesztelésére.

3.1 MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK

Az euro 2008. január 1-jei ciprusi és máltai bevezetésétől kezdődően az e két országban levő hitelintézetekre is vonatkoznak az eurorendszer tartalékolási előírásai. Ugyanakkor, mivel 2008. január 1. az eurorendszer 2007. december 12. és 2008. január 15. közötti rendszeres tartalékolási időszakának majdnem a közepére esett, átmeneti intézkedéseket kellett tenni a kötelező tartalékok ciprusi és máltai alkalmazását illetően ebben a tartalékolási időszakban. Ugyancsak szükség volt átmeneti intézkedésekre az érintett ügyfelek tartalékalapjának kiszámításához. 2007. december 31-én először tették közzé az EKB honlapján annak a 215 ciprusi és 22 máltai hitelintézetnek a listáját, amelyekre vonatkoznak az eurorendszer tartalékolási előírásai.

Ciprus és Málta csatlakozása az euroövezetbe kevesebb, mint 1%-kal (1,1 milliárd euróval, illetve 0,4 milliárd euróval) növelte meg az euroövezetbeli hitelintézetek aggregált kötelező tartalékait. A két központi bank mérlegének autonóm likviditási tényezői a 2008. január 1. és 15. közötti időszakban átlagosan 2,7 milliárd euróval csökkentették a teljes euroövezeti bankszektor likviditási szükségleteit. A fenti adat kiszámításakor a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta által az euroövezetbe történt belépés előtt indított likviditásszűkítő monetáris politikai műveleteket – amelyek egyébként január 4-ére mind lejártak – is autonóm tényezőkként kezelik. Ennek megfelelően, figyelembe véve mind a tartalékolási előírásokat, mind az autonóm tényezőket, Ciprus és Málta belépése az euroövezetbe az euroövezet bankszektorának teljes likviditási szükségletét 1,2 milliárd euróval csökkentette, amely az aggregált likviditási szükségletek 0,3%-ának felel meg.

Általában elmondható, hogy ezt az 1,2 milliárd euro likviditási többletet a bankközi piacon keresztül zökkenőmentesen áramoltatták a más euroövezetbeli országokban levő bankokba, hogy ott lehessen felhasználni a tartalékolási előírások teljesítésére. Ugyanakkor január 15-éig ciprusi szerződő felek napi átlagban mintegy 0,3 milliárd eurót a betéti rendelkezésre állásban is elhelyeztek.

Az EKB úgy vette figyelembe az euroövezet likviditási feltételeire gyakorolt hatást, hogy irányadó refinanszírozási műveleteiben a december 28-án elszámolt és január 4-én lejárt művelettől kezdődően kiigazította a kiosztott összegeket. Tekintettel a likviditási többletre, a ciprusi és máltai ügyfelek 2008 elején csak elhanyagolható összegű ajánlatokat nyújtottak be az irányadó refinanszírozási műveletek keretében. Ugyanakkor viszont 0,3 milliárd eurónak, illetve 0,5 milliárd eurónak az eurorendszerrel történt letétbe helyezésével részt vettek a január 2-án és 3-án lefolytatott likviditásszűkítő finomhangoló műveletekben.

Az euroövezetbe történő belépéssel Ciprus és Málta központi bankjai ugyancsak átvették az

eurorendszer fedezeti rendszerét. A Ciprusi Központi Bank 4,2 milliárd euro Cipruson levő eszközt, míg a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta 3,1 milliárd euro Máltán levő eszközt jelentett, amely 2008. január 1-jétől elfogadható volt fedezetként az eurorendszer hitelműveleteiben.

kapcsolatban a Ciprusi Központi Banknak és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta-nak az EKB-val szemben egy euróban denominált követelést írtak jóvá.

3.2 HOZZÁJÁRULÁS AZ EKB TŐKÉJÉHEZ, TARTALÉKAIHOZ ÉS DEVIZATARTALÉKOKAT MEGTESTESÍTŐ ESZKÖZEIHEZ

A KBER-hez történt 2004. május 1-jei csatlakozásakor a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta az EKB működési költségeihez való hozzájárulásként az EKB jegyzett részvénytőkéjéből ráeső részének 7%-át fizette be. A KBER alapokmányának 49. cikkével összhangban a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta 2008. január 1-jén befizette részvényjegyzésének maradék részét. Jegyzett részesedéseik teljes összegei 7,2 millió eurót, illetve 3,6 millió eurót tesznek ki, amelyek az EKB 2008. január 1-jei 5761 milliárd eurós jegyzett tőkéjének 0,1249%-ával, illetve 0,0622%-ával egyenlők.

2008 elején a KBER alapokmányának 30. és 49.1 cikkével összhangban a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta az EKB jegyzett tőkéjéből való részesedése alapján átutalta a többi euroövezetbeli NKB által az EKB-nak már átutalt devizatartalékokkal arányos devizatartalékokat (73,4 millió eurót, illetve 36,6 millió eurót). A teljes hozzájárulás 15%-a arany, 85%-a pedig amerikai dollárban denominált eszköz volt. Követve a 2007-ben teremtett precedenst, amikor a Banka Slovenije és a Banque centrale du Luxembourg egyesítették az EKB devizatartalékaiból rájuk eső rész kezelésének operatív tevékenységeit, a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta megállapodtak, hogy az EKB devizatartalékaiból rájuk eső rész kezelését szolgáló operatív tevékenységeiket egyesítik a Bank of Greece-szel, illetve a Central Bank and Financial Services Authority of Irelanddel. A devizatartalékok EKB-nak történő átadásával

4 A CIPRUSI ÉS MÁLTAI KÉSZPÉNZCSERE

Hat évvel az eurobankjegyek és -érmék 12 euroövezeti országban történt sikeres bevezetését követően, és egy évvel az után, hogy Szlovénia csatlakozott az eurorendszerhez, 2008. január 1-jén Cipruson és Máltán is egyszerre és sikeresen bevezették az eurobankjegyeket és -érméket. Az egy hónapig tartó átmeneti időszakot követően, amikor még a régi pénzek is forgalomban voltak, az euro teljesen felváltotta a ciprusi fontot és a máltai lírát.

Mint a korábbi készpénzcserék esetén is, a jól időzített és átfogó előkészületek döntő fontossággal bírtak az eurobankjegyek és -érmék zökkenőmentes bevezetésében. Mind Ciprus, mind Málta jóval az €-nap előtt elkészítette nemzeti szintű átállási tervét. Ezek a tervek – többek között – a Kormányzótanács által 2006 júliusában elfogadott jogi keretrendszeren alapultak, amely az euro-készpénzcserére való egyes előkészületekkel, valamint az eurobankjegyek és -érmék euroövezeten kívüli elő- és továbbszállításával kapcsolatos.

Az ECOFIN Tanács 2007. július 10-i, az euro 2008. január 1-jén Cipruson és Máltán történő bevezetéséről szóló határozata nyomán a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta jogosulttá vált arra, hogy a 2008. évi készpénzcserére és bankjegyszükségletekre készülve bankjegyeket vegyen kölcsön az eurorendszertől.

A készpénzcserre követelményeinek teljesítése érdekében készleteiből az eurorendszer 79,1 millió eurobankjegyet bocsátott a Ciprusi Központi Bank rendelkezésére 1730,0 millió euro névértékben, míg a Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta összesen 72,0 millió bankjegyet kapott 1566,0 millió euro névértékben. Földrajzi és logisztikai okokból a bankjegyek szállítását fizikailag a Bank of Greece, a Banca d'Italia és a Banco de Portugal teljesítette az eurorendszer nevében.

Az euroérméket illetően mindkét ország illetékes hatóságai úgy döntöttek, hogy a szükséges mennyiségeket nyilvános tendereljárás keretében szerzik be. Ciprus számára a Mint of

Finland gyártott 395,0 millió euroérmét 100,3 millió euro névértékben, míg Málta részére a Monnaie de Paris vert 200,0 millió euroérmét 56,1 millió euro névértékben.

A Ciprusi Központi Bank 2007. október 22-én kezdte meg az euroérmék előszállítását a hitelintézeteknek, míg az eurobankjegyek előszállítása 2007. november 19-én kezdődött. A kiskereskedők és a készpénzzel működő automatákat üzemeltetők részére a továbbszállítás az előszállítási művelettel azonos időben kezdődött. Az euroérmék széleskörű előzetes kiosztását segítette mintegy 40 000, egyenként 172 euro értékű, előre csomagolt érme kezdőkészlet összeállítása, amely 2007. december 3-ától volt kapható az üzleti és kiskereskedelmi felhasználók számára. Ugyanezen a napon kezdték árusítani a nagyközönség számára az egyenként 10 CYP értékű 250 000 darab minikészletet.

Máltán az euroérmék előszállítása 2007. szeptemberének végén kezdődött, míg az eurobankjegyeké október végén. A bankjegyek és érmék továbbszállítása az üzleti és kiskereskedelmi felhasználók számára – beleértve az egyenként 131 euro értékű érme kezdőkészletek forgalmazását – 2007. december 1-jén kezdődött. A nagyközönség 2007. december 10-étől kezdődően vásárolhatott az egyenként 11,65 euro értékű 330 000 minikészletből.

Az elő- és továbbszállítási műveletek – amelyek hozzájárultak az eurokészpénz bevezetés előtti széleskörű terjesztéséhez – mindkét országban az előzetes ütemterv szerint fejeződtek be, és kulcsszerepet tölthettek be a teljes folyamat zökkenőmentes lebonyolításában. A ciprusi és máltai készpénzcserét elősegítette a bankjegykiadó automaták gyors átállítása, amelyre vagy az €-nap előtt vagy 2008. január 1-jén került sor. Ezenkívül a kiskereskedők az első naptól kezdve csak euro készpénzben adtak vissza.

Mindkét országban a „nagy robbanás” forgatókönyve szerint került forgalomba az euro, azaz az eurobankjegyeket és -érméket fizikailag az euro törvényes fizetőeszközzé válásával egyidejűleg vezették be. A Ciprusi Központi Bank és a

Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta régi bankjegyeit tíz évig, míg érméit két évig váltja vissza.

Az euro ciprusi és máltai bevezetésével kapcsolatban az euroövezeti NKB-k 2008 első munkanapjától kezdődően névértéken váltották a ciprusi font és máltai líra bankjegyeket euróra, és ezt a gyakorlatot ingyenes szolgáltatásként 2008. február 29-éig folytatják.¹⁸ Az átváltást bármely félre/tranzakcióra vonatkozóan napi 1000 euróra korlátozták.

A Ciprusi Központi Bankkal és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta-val együttműködve az EKB átfogó információs kampányokat tervezett és valósított meg az euro 2008. január 1-jei ciprusi és máltai bevezetésének előkészítésére. E közös euro információs kampányok célja az volt, hogy megismertessék a közvéleményt az eurobankjegyek és -érmék vizuális megjelenésével és biztonsági jellemzőivel, valamint a készpénzcserevel kapcsolatos körülményekkel. Külön figyelmet szenteltek a hivatásos készpénzkezelőknek és a gyengén látóknak, akik számára speciális képzéseket és anyagokat fejlesztettek ki.

Az „€ a mi pénzünk” logo – amely az eurobankjegyek és -érmék 2002. évi bevezetésének információs kampányához használt logón alapul – szerepelt a ciprusi és máltai készpénzcserevel kapcsolatos valamennyi közös kommunikációs tevékenységben.

A közös euro információs kampányokban egy kommunikációs mixet alkalmaztak, amelybe kutatási tevékenységek, kiadványok, sajtó- és közönségkapcsolati program és egy partnerségi program, valamint célorientált honlapok tartoztak. A 2006-ban elvégzett páneurópai kvalitatív kutatást követően erős humán elemet alkalmaztak az eurokészpénzzel kapcsolatos kommunikációban. Ciprusi és máltai állampolgárokat készpénzkezelési helyzetekben ábrázoló képeket használtak a tájékoztató anyagokban, hogy az eurót közelebb hozzák az emberekhez. A kampányokban figyelembe vették a szlovéniai euro információs kampánnyal kapcsolatos tanulságokat, ahol az alkalmazott kommuniká-

ciós mixet egy 2007 februárjában lefolytatott felmérés megerősítette.

Az EKB csaknem 1,8 millió görög, máltai, angol és török nyelvű kiadványt készített, amelyeket a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta osztott szét. Cipruson és Máltán minden háztartás kapott az 560 000 „közérdekű információt tartalmazó szórólapból”. E szórólapokkal együtt a ciprusi háztartások kaptak egy euro számológépet és két eurobankjegykártyát, míg a máltaiak két eurokonverziós kártyát kaptak. Ezek pénztárca méretű kártyák, amelyek két váltakozva láthatóvá váló képet mutatnak, amikor a kártyát megbillentik. Máltán a kártyák standard euro és máltai líra összegek átváltási táblázatát mutatták, míg a másik oldaluk a 20 eurós bankjegyet és annak biztonsági jellemzőit. Cipruson mind a 20, mind az 50 eurós bankjegy látható volt, biztonsági jellemzőikkel együtt.

Külön figyelmet szenteltek a gyengén látó állampolgároknak. A „beszélő €-kártya” – amely egy innovatív, a zenélő születésnap kártyák elvén működő termék – egy előre felvett három perces üzenetet hordozó elektronikus csipet tartalmazott, amely ismertette az euro főbb jellemzőit és a helyi készpénzcsere körülményeit.

A számos közönségkapcsolati és sajtóesemény széles körű sajtóvisszhangot kapott: euroszólok a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta épületein, eurokonferencia Máltán az euro gazdasági és gyakorlati szempontjairól szóló párbeszéd elősegítésére, előadás a tudományos világ számára Cipruson, valamint euroünnepek 2008. január 12-én Máltán és 18-án Cipruson. 2007 szeptemberében az EKB Frankfurtban egy kétnapos szemináriumot szervezett ciprusi és máltai újságírók számára, hogy hiteles információt nyújtson az EKB/eurorendszer szervezetről, feladatairól és tevékenységeiről.

¹⁸ A KBER alapokmányának 52. cikke előírja az EKB Kormányzótanácsa számára, hogy tegye meg a szükséges intézkedéseket annak biztosítása érdekében, hogy az euróhoz visszavonhatatlanul rögzített árfolyamú pénznemekben denominált bankjegyeket az euroövezetbeli NKB-k névértéken váltsák be. Ezzel összefüggésben 2006. július 24-én a Kormányzótanács elfogadott egy iránymutatást az ilyen bankjegyek beváltásáról.



4. FEJEZET

PÉNZÜGYI STABILITÁS, PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ

I PÉNZÜGYI STABILITÁS

Az eurorendszer hozzájárul ahhoz, hogy az illetékes nemzeti hatóságok zökkenőmentesen folytathassák a hitelintézetek prudenciális felügyeletére és a pénzügyi rendszer stabilitására irányuló politikájukat. Az eurorendszer továbbá tanácsot ad a hatóságoknak és az Európai Bizottságnak az ezekre a területekre vonatkozó közösségi jogszabályok érvényességével és végrehajtásával kapcsolatban.

I.1 A PÉNZÜGYI STABILITÁS NYOMON KÖVETÉSE

Az EKB a KBER Bankfelügyeleti Bizottságával (Banking Supervision Committee – BSC) együttműködve őrökdi a pénzügyi rendszer stabilitása felett.¹ Ide kapcsolódó legfontosabb tevékenysége a pénzügyi stabilitást fenyegető kockázatok figyelemmel kísérése és a pénzügyi rendszer sokkelnyelő-képességének értékelése. A figyelem középpontjában a bankok állnak, hiszen még mindig ők a pénzeszközök elsődleges közvetítói, egyszersmind a kockázatok terjedésének fő potenciális csatornái a pénzügyi rendszerben. A pénzügyi piacok és az egyéb pénzügyi intézmények szerepének növekedése, illetve bankokhoz fűződő kapcsolata miatt a KBER-nek figyelnie kell a pénzügyi rendszer ezen elemeinek sebezhető pontjaira is.

A KONJUNKTURÁLIS FEJLEMÉNYEK

A nemzetközi pénzügyi piacok 2007 második félévi nyugtalansága számos kérdést felszínre hozott az euroövezet pénzügyi stabilitásával kapcsolatban. A legfontosabb folyamatokat, ezek kölcsönhatásait és a belőlük levonható tanulságokat e jelentés másik fejezete (1. fejezet, 2. pont), valamint az EKB a témával foglalkozó számos kiadványa, köztük a Pénzügyi stabilitási jelentése (Financial Stability Review) ismerteti. A nyugtalanság ellenére az euroövezet pénzügyi rendszere összességében változatlanul szilárd és ellenálló volt 2007-ben. Komolyan próbára tették viszont sokkelnyelő-képességét a második félév egy hosszabb időszakának eseményei. Jóllehet a makrogazdasági környezet a pénzügyi stabilitás szempontjából egész évben jórészt kedvező maradt, júliusban és augusztusban váratlanul

megváltozott a pénzügyi piaci helyzet. Ebben az időszakban – amelyet az amerikai másodlagos jelzálogpiacon a nem teljesítési ráta megugrása indított el – számos piacon átázazódtak a hitelkockázatok, és végül zavar keletkezett az alapvető finanszírozási piacok működésében.

A kedvezőtlen eseményeket megelőzően az euroövezet pénzügyi rendszerének pénzügyi pozíciója szilárd volt, amit a bankszektor korábbi évekbeli és 2007. első félévi nagyfokú nyereségességének lehetett betudni, a bankrendszernek így kellő mozgásteret maradt a zavar enyhítésére. Az euroövezet nagy bankjainak profitabilitása elsősorban a nem kamatjellegű bevételek erőteljes bővülése miatt javult 2007 első félévében, a nettó kamatbevételekre ugyanakkor továbbra is nyomás nehezedett, miközben a magánszektorban nyújtott hitelek erőteljes, bár lassuló növekedésének ellenére a hozamgörbe lapos volt. A nagy euroövezeti bankok azért is lehettek ilyen nyereségesek, mert továbbra is alacsony volt a hitelekre elszámolt értékvesztés. Az év második felében viszont a hitelkockázat átázazódása és a likviditáshoz jutás piaci feltételeinek szigorodása kedvezőtlenül befolyásolta a jövedelmezőségi szintet, ami részben a másodlagos és a strukturált hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok és a tőkeáttételes hitelkötelezettségek értékelésében bekövetkezett változásoknak tudható be. A hitelpiaci nyugtalanság különösen a bankok nem kamatjellegű bevételforrásait érintette, ám a pénz- és tőkepiaci forrásokat igénybe vevő bankok nettó kamatbevételi forrásaikat is nehezebben tudták bővíteni.

2007 első felében a változatlanul magas jövedelmezőség pozitívan járult hozzá a bankok tőkájéhez, ugyanakkor némileg csökkentek a szolvenciamutatók, mivel a kockázattal súlyozott

¹ A 2004. év vége óta az EKB évente kétszer Financial stability review (Pénzügyi stabilitási jelentés) címmel jelentést tesz közzé az euroövezet pénzügyi rendszerének stabilitásáról. 2007-ben két másik jelentés, az EU banking sector stability (Az EU bankszektoraának stabilitása) és az EU banking structures (EU-beli bankstruktúrák) hatodik kiadása is megjelent. Ezek az EKB honlapján megtekinthető kiadványok a Bankfelügyeleti Bizottság rendszeres megfigyeléseinek fő eredményeit mutatják be a bankszektor szerkezetéről és stabilitásáról.

eszközök állománya gyorsabb ütemben bővült a bankok tőkebázisánál. A szolvenciaszint azonban még így is bőven meghaladta a minimális szabályozási követelményt 2007 első felében. A jövedelmezőség második félévi kedvezőtlen alakulásának ellenére a pénzügyi piaci nyugtalanság közvetlen hatásai várhatóan nem befolyásolják jelentősen az euroövezet nagy bankjainak 2007-es szolvenciamutatóit, ami arra utal, hogy ezen bankok sokkelnyelőképessége továbbra is kielégítő.

A hitelpiaci nyugtalanság lehetséges következményein túl az eurorendszer bankrendszerét fenyegető jövőbeli kockázatok elsősorban abból adódnak, hogy a hitelciklusban kedvezőtlen folyamatok alakulhatnak ki, amelyek negatívan befolyásolhatják a bankok eszközminőségét és a hitelekre elszámolt értékvesztést. Mindezek mellett változatlanul globális pénzügyi stabilitási kockázatforrás, hogy a globális egyensúlyi problémák középtávon turbulenssé válhatnak.

2007 első felében tovább javult az euroövezeti biztosítási szektor pénzügyi helyzete, megerősítve a 2004 óta megfigyelt javulást. A növekedés mozgatórugója a biztosítási díjak további emelkedése, a költségek féken tartása és a veszteségek visszaszorulása volt. Szintén javította a biztosítók jövedelmezőségét a befektetésből származó bevételek emelkedése, amely 2007 első felének kedvező tőzsdei folyamataiból adódott. Ennek ellenére az ágazatban továbbra is számos kockázattal kell számolni, amelyek az utóbbi időszakban akár növekedhettek is. Ezek közül a legnagyobb a pénzügyi piaci kockázat. Jóllehet az euroövezeti biztosítótársaságok a jelek szerint csak korlátozott mértékben vannak kitéve a másodlagos jelzáloghitelek és a strukturális hiteltermékek alakulásának, a feszült hitelpiaci helyzet másodlagos hatásai gondot jelenthetnek. Különösen a nem életbiztosítás jellegű termékek szegmensében további kockázatok adódhatnak a kiélezettebb versenyből, ami a lassulás irányába befolyásolhatja a díjbevétel növekedését.

A globális fedezeti alapok (hedge fund) 2007-ben összességében tovább növekedtek,



noha év közben a nettó tőkebeáramlás igen eltérően alakult: az első félévben – a februári végi, március eleji rövid pénzügyi piaci zavar ellenére – rendkívül dinamikus volt a beáramlás, a második félévben azonban a folyamatot kedvezőtlenül befolyásolta a hitelpiaci nyugtalanság, majd az augusztusban széles körben elszenvedett veszteségek. Mindezek a folyamatok a fedezeti alapok összes befektetési stratégiájára kihatottak, az ágazat egészének időarányos hozammutatója azonban még így is a pozitív tartományban maradt 2007 harmadik negyedévének végén.

STRUKTURÁLIS FOLYAMATOK

A bankszektorban zajló strukturális folyamatoknak – amelyek jellemzően hosszabb időt vesznek igénybe – fontos pénzügyi stabilitási következményei lehetnek. 2007-ben folytatódott a legfontosabb hosszú távú konszolidációs és közvetítői trendek. Az egyes EU-tagállamok bankpiaci struktúrája továbbra is jelentősen eltér egymástól.

A hitelintézetek számának csökkenésében megnyilvánuló konszolidáció aggregált szinten tovább folytatódott, jóllehet lassuló ütemben. 2006 végén 2%-kal kevesebb hitelintézet volt az Európai Unió 25 tagállamában, mint 2005-ben. A bankok teljes eszközállományával mért banki

közvetítői tevékenység ugyanakkor továbbra is gyorsabb ütemben növekedett a nominális GDP-nél. A hitelintézetek számának csökkenése és a banki eszközállomány bővülése együttesen arra utal, hogy egyre jelentősebbé válnak a nagyobb hitelintézetek.

A hitelintézetek számának csökkenése szorosan összefüggött az EU bankrendszerén belüli főként belföldi egyesülési és felvásárlási (M&A) tevékenységgel. Ugyanakkor 2007-ben is folytatódott a fúziók és felvásárlások trendjében 2000 óta megfigyelhető lassulás. Kivételek voltak ez alól a hitelintézetek EU-n belüli és azon kívüli, országhatáron átnyúló ügyletei, amelyek körében különösen az elmúlt két évben növekedés volt tapasztalható. Ami viszont az M&A értékét illeti, 2007-ben növekedésről lehet beszámolni, amely néhány nagyobb EU-n belüli tranzakciónak tudható be. Az ABM Amrónak a Royal Bank of Scotland, a Santander és a Fortis alkotta konzorcium általi felvásárlásával az EU-n belüli határon átnyúló ügyletek új dimenzióba léptek, ami rávilágít arra az immár 2004 óta tartó jelenségre, hogy a bankpiacot viszonylag kis számú, ám nagyszabású tranzakció uralja.

A lakossági bankok értékesítési csatornáival kapcsolatban számos közelmúltbeli folyamatról lehet beszámolni. A fiókhálózat mind az elhelyezkedés, mind a szolgáltatás szempontjából átalakuláson megy keresztül, amelynek célja a gazdaságosság javítása, valamint a jobb beilleszkedés a hitelintézetek által igénybe vett új értékesítési csatornába. Szintén gyorsan fejlődnek az elektronikus csatornák, de nem csupán az információs és tranzakciós szolgáltatást nyújtók, hanem a banki termékek népszerűsítésére és értékesítésére használtak is. A bankok a lakossági hitelek piacán kialakult kielezett versenyben egyre szívesebben működnek együtt harmadik féllel, köztük kiskereskedőkkel, pénzügyi vállalatokkal, pénzügyi ügynökségekkel/ szolgáltatói csoportokkal. Ezek a folyamatok, különösen az elektronikus csatornák egyre gyakoribb igénybevétele, másfajta kockázatokat (működési, reputációs, likviditási, jogi, stratégiai) hordozhatnak magukban. Egyelőre

azonban nem észlelhetők a pénzügyi stabilitást veszélyeztető komolyabb aggodalmak, mivel a bankok nagy részében továbbra is korlátozott az elektronikus csatornák jelentősége.

1.2 PÉNZÜGYI STABILITÁSI INTÉZKEDÉSEK

Ebben a témakörben a legfontosabb események a 2006. áprilisban EU-szerte végrehajtott pénzügyiválság-szimulációs vizsgálat eredményeinek kiértékeléséhez kapcsolódtak.² A Gazdasági és Pénzügyi Bizottság (Economic and Financial Committee – EFC) égisze alatt működő EU pénzügyi stabilitási ad hoc munkacsoport – amely azt a feladatot kapta, hogy tekintse át a vizsgálat legfontosabb eredményeit, és amelyben az EKB is képviseltette magát – 2007 szeptemberében nyújtotta be zárójelentését, amely a későbbiekben az EFC által is támogatott számos ajánlást fogalmazott meg. A tárgyalásokon az EKB mindvégig hangsúlyozta, hogy a munka során elsősorban a pénzügyi válság megelőzésére kell összpontosítani, noha nem lehet figyelmen kívül hagyni a már bekövetkezett válságok kezeléséhez és felszámolásához kapcsolódó kérdéseket sem. Ezen erőfeszítés részeként a Bankfelügyeleti Bizottság (Banking Supervision Committee – BSC) az Európai Bankfelügyelők Bizottságával (Committee of European Banking Supervisors – CEBS) karöltve közös elemzési keretrendszerrel dolgozott ki a pénzügyi válságok rendszerkockázati szempontból érdekes vonatkozásainak értékelésére. A keretrendszer közös tárgyalási platform szerepét hivatott betölteni a nemzetközi pénzügyi válságok által érintett országok hatóságai között, ezáltal az érintett nemzeti hatóságok eredményesebben foglalkozhatnak egy adott válságnak a saját pénzügyi rendszerüket és reálgazdaságukat érintő hatásával.

² A Gazdasági és Pénzügyi Bizottság által szervezett vizsgálat célja annak az egyetértési megállapodásnak a tesztelése volt, amely pénzügyi válsághelyzetben biztosít együttműködést a bankfelügyelők, a központi bankok és a pénzügyminisztériumok között. További részletek az EKB 2006-os Éves jelentésének 138–139. oldalán olvashatók.

Az EFC ajánlására az ECOFIN Tanács tagjai 2007 októberében megállapodtak, hogy stratégiai menetrendet dolgoznak ki az EU-n belüli pénzügyi stabilitási rendszer megerősítésére mind uniós, mind tagállami szinten. Ennek első lépéseként a tanács közös alapelveket fogadott el a nemzetközi pénzügyi válságok kezelésére. A közös alapelvek belekerülnek abba az uniós központi bankok, felügyelet és pénzügyminisztériumok között várhatóan 2008 tavaszán megszületendő egyetértési megállapodásba, amely a 2005-ben aláírt megállapodás kibővített változata lesz. A kibővített megállapodás mellett, hogy a fent említett elemzési keretrendszer is magában foglalja, gyakorlati útmutatásokat is ad a válságkezeléshez. Az útmutatások az aláírók közös álláspontját tükrözik a tekintetben, hogy nemzetközi válsághelyzetben milyen intézkedésekre van szükség. Az ECOFIN Tanács egyszersmind arra buzdította a pénzügyi stabilitási félelmeket osztó tagállamokat, hogy dolgozzanak ki és írjanak alá olyan „önkéntes, konkrét együttműködési megállapodásokat”, amelyek összhangban állnak a kibővített uniós megállapodással, és amelyek a válságmegelőzésre vonatkozó nemzetközi felügyeleti megállapodásokon alapulnak. Az Európai Bizottság azt a megbízást kapta, hogy a tagállamokkal szorosan együttműködve az információcsere, a pénzeszközök határon átnyúló átruházása, a bankcsoportok felszámolása és a kötvénygarancia-konstrukciók témakörében vizsgálja meg, hol van lehetőség a rendszer javítására, és ahol szükséges, javasolja a szabályozás módosítását. A Bizottság jelenleg vizsgálja felül a hitelintézetek átszervezéséről és felszámolásáról szóló 2001/24/EK rendeletet, és munkája során figyelembe veszi az EKB technikai jellegű észrevételeit. A Bizottság célja, hogy 2008 során megszülessenek a javaslatok, amelyeknek eredményeként tovább javulhatnak az uniós bankcsoportok válságkezelési és -felszámolási rendszerei.

2 PÉNZÜGYI ELLENŐRZÉS, PÉNZÜGYI FELÜGYELET

2.1 ÁLTALÁNOS KÉRDÉSEK

Az elmúlt évek első számú feladataként eredményessé és hatékonyá kellett tenni az EU pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó szabályozási és felügyeleti keretrendszerét. Az úgynevezett Lámfalussy-keretrendszer³ – amelyet 2002-ben az értékpapírokra vonatkozóan léptettek életbe, majd 2005-ben a banki és a biztosítási szektorra is kiterjesztettek – kidolgozásának célja a megfelelő szabályozási és felügyeleti intézményrendszer kialakítása volt.

Az uniós intézmények gondosan nyomon követik a keretrendszer jegyében a konvergencia és az együttműködés irányába tett lépéseket. A keretrendszer első teljes körű, a pénzügyi szektorokat átfogó felülvizsgálatára 2007 második felében került sor, amelynek lezárásaként az ECOFIN Tanács 2007. december 4-i ülésén elfogadta a vizsgálat megállapításait. A vizsgálatot számos uniós intézmény és fórum értékelte, köztük az Európai Bizottság, az Intézményközi Monitoring Bizottság (Inter-Institutional Monitoring Group), a Pénzügyi Szolgáltatások Bizottsága (Financial Services Committee – FSC) és az Európai Parlament. Az eurorendszer – amely a kezdetektől támogatta a Lámfalussy-féle megközelítést, egyszersmind gondosan nyomon követte alakulását azon feladatköréhez híven, miszerint hozzá kell járulnia a hitelintézetek prudenciális felügyeletére és a pénzügyi rendszer stabilitására vonatkozó politika zavartalan megvalósításához – 2007. november 30-i kiadványában fejtette ki véleményét.

Ebben megjegyezte, hogy a piaci folyamatok – a bankszektor egyre szorosabb integrációja, a jelentős nemzetközi tevékenységet kifejtő uniós bankcsoportok szerepének növekedése, valamint az egyre inkább központosuló üzleti funkciók – megerősítik a vélekedést, miszerint haladéktalanul növelni kell a tagállamok közötti konvergenciát és együttműködést az uniós bankfelügyeletben. Ily módon ugyanis eredményesen figyelemmel lehetne kísérni a nemzetközi pénzügyi kockázatokat, és ugyancsak hatékonyan reagálni rájuk, ugyanakkor korszerű

felügyeleti keretet és egyenlő játékszabályokat lehetne biztosítani a piaci szereplők számára. E célok eléréséhez előrelépés szükséges a szabályozási és felügyeleti folyamat minden egyes szakaszán.

Az eurorendszer szükségesnek tartja továbbá, hogy növekedjen a CEBS szerepe az EU intézményrendszerében, és hogy még nagyobb hangsúlyt kapjon a CEBS tagjainak az unión belüli konvergencia és együttműködés előmozdítására vonatkozó feladatköre. Ezzel párhuzamosan világosabban meg kell fogalmazni az EU elvi-stratégiai célkitűzéseit. Ami a szabályozási keretrendszert illeti, az eurorendszer szükségesnek tartja az uniós banki jog további közelítését. Jóllehet a hazai és a vendéglátó felügyeleti hatóságok közötti együttműködés területén az elsődleges feladat a tőkekövetelmény-irányelvben (Capital Requirements Directive – CRD)⁴ meghatározott továbbfejlesztett szabályozási rendszer átültetése lesz a mindennapi gyakorlatba, bizonyos kérdéseket még egyértelműbbé kell tenni. Különös figyelmet érdemel a hazai és a vendéglátó intézmény közötti együttműködés (home-host cooperation) kérdésköre, különös tekintettel annak biztosítására, hogy a vendéglátó ország kellő szerepet kapjon a nagy külföldi fiókok felügyeletében. A felügyeleti követelmények közelítésének előmozdítására az eurorendszer a következőket tartja fontosnak: a CEBS döntéshozatali folyamatainak javítása,

3 A Lámfalussy-féle megközelítésnek négy szintje van. Az elsőt a rendes jogalkotási folyamattal – amely az Európai Parlamentnek és az EU Tanácsának az Európai Bizottság javaslatával kapcsolatos közös döntéshozatali eljárását foglalja magában – lefedtetik a jogszabály alapelveit. A második szinten az első szintű jogszabályok végrehajtásáról szóló intézkedések elfogadása és módosítása zajlik gyorsított eljárás keretében. A harmadik szint az ehhez a szinthez tartozó bizottságok munkáját foglalja magában, amely a felügyeleti konvergencia és az együttműködés megerősítésére irányul. A negyedik szint pedig az Európai Bizottság azon intézkedéseit jelenti, amelyek az EU-s jogszabályok alkalmazására vonatkoznak. További információk a „Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets” című, 2001. február 15-i jelentésben olvashatók az Európai Bizottság honlapján. Lásd még az EKB 2003. évi Éves jelentésének 111. oldalát.

4 A CRD két átdolgozott irányelvet foglal magában: a 2006/48/EK irányelvet a hitelintézetek tevékenységének megkezdéséről és folytatásáról, valamint a 2006/49/EK irányelvet a befektetési vállalkozások és hitelintézetek tőkeköveteléséről.

a megvalósításban a „tartsd be vagy indokold” elv érvényesítése, az eredményes felügyeleti közzététel és a kölcsönös felülvizsgálat (peer review) alkalmazása. Végül, az utóbbi időben számos intézkedés született a felügyeleti folyamatok konvergenciájának előmozdítására, elsősorban a CEBS-szabványok és irányelvek következetes napi megvalósításával, az uniós bankcsoportokért felelős felügyeleti kollégiumok közötti „operatív hálózatépítéssel”, a felügyeleti közötti közvetítéssel és a feladatok delegálásával, valamint a közös felügyeleti kultúra kialakításával összefüggésben. Az eurorendszer fontosnak tartja az intézkedések eredményes végrehajtását és további tökéletesítését az elkövetkező időszakban.

2.2 BANKI TEVÉKENYSÉG

Az EKB és a BSC közösen foglalkozott a bankok likviditáskockázat-kezelési tevékenységével. Az év első negyedévében véglegesítésre került az EU-n belüli nemzetközi bankcsoportok likviditáskockázat-kezelési tevékenységéről szóló jelentés, amely éppen idejében adalékul szolgált az Európai Bizottság likviditási kockázattal kapcsolatos szabályozói munkájához. A jelentést a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottsághoz (Basel Committee on Banking Supervision) és a CEBS-hez is benyújtották, segítve a két testületnek e témába vágó munkáját.

A jelentés egyszerűsített változata 2007 októberében, az EKB „EU banking structures” című jelentésének speciális rovataként is megjelent. Olyan kérdéseket jár körül, mint a likviditásszabályozás, a nemzetközi bankok likviditáskockázat-kezelési rendszereinek alakulása, valamint ezek lehetséges pénzügyi stabilitási vonatkozásai. A jelentés legfontosabb megállapításai a következőképpen foglalhatók össze. Először: a nemzetközi bankok nem érzékelik, hogy a likviditási kockázatra vonatkozó uniós szabályozás szétaprózódása feleslegesen korlátozná a csoporton belüli likviditás határon túli kezelését. Jelezték viszont, hogy a hazai és

a vendéglátó hatóság közötti együttműködéssel kapcsolatos egyéb szabályozás, valamint a magas kockázati limitek akadályozhatják a likviditási kockázat hatékony kezelését. Másodsor: noha a nemzetközi bankok hasznosnak tartják azokat a központi banki kezdeményezéseket, amelyek a nemzetközi tőke mozgással és a határon túli fedezethasználattal kapcsolatos problémák orvoslására irányulnak, felhívják a figyelmet arra, hogy továbbra is bizonyos akadályok nehezítik a likviditásoösszevonást (pooling) és a fedezet más országban való igénybe vételét. Harmadsor: a nemzetközi bankok likviditáskockázat-kezelésében fennálló különbségek ellenére megerősítést nyert az a tendencia, amely a likviditáskezelési politikák és eljárások centralizálásának, valamint ezzel párhuzamosan a napi likviditáskezelés decentralizálásának irányába mutat. Negyedsor: a bankok továbbra sem alkalmaznak széles körben kifinomult belső likviditáskockázat-kezelés módszereket, míg azok a nagyobb bankok, ahol meghonosítottak ilyeneket, szívesen használnák őket szabályozási célra is. A kisebb bankok viszont jelenleg a belső likviditási kockázat kezeléséhez is szabályozási likviditási rátákra támaszkodnak. Végül, a bankok fizetési kötelezettségeinek időbeli rövidülésével likviditáskockázat-kezelésüket a piaci folyamatok közül legjelentősebben a piaci alapú és potenciálisan volatilisabb finanszírozási források igénybe vétele, valamint a minőségi fedezet iránti növekvő igény alakítja.

Az EKB és a BSC a jövőben is folytatja munkáját ezen a lényeges területen, ennek keretében a BSC elemezni fogja az uniós bankok likviditási kockázati stressztesztjeivel kapcsolatos gyakorlatot és a vészhelyzet esetén alkalmazandó finanszírozási terveket.

Az EKB jelenleg vizsgálja a tőkekövetelmény-irányelv lehetséges cikluserősítő hatásait. Az irányelv értelmében az Európai Bizottság a tagállamokkal együttműködve és az EKB véleményét figyelembe véve azt a meghatalmazást kapta, hogy időről időre vizsgálja meg, nincs-e jelentős konjunktúralis hatása a minimum tőkekövetelményeknek, és amennyiben van, javasoljon lépéseket az ilyen

hatások semlegesítésére. Ennek jegyében a BSC és a CEBS elemzési keretrendszeren dolgozik, amelynek segítségével értékelni lehet majd az új szabályozásitőke-rendszer cikluserősítő hatásait.

2.3 ÉRTÉKPAPÍROK

Az EKB az Európai Értékpapírbizottságon (European Securities Committee) keresztül kapcsolódott be az értékpapírokkal kapcsolatos uniós szabályozói munkába. Megfigyelőként részt vett továbbá az Európai Értékpapír-piaci Szakcsoport (European Securities Market Expert Group – ESME) munkájában. A testületet az Európai Bizottság hívta életre, feladata tanácsadás az értékpapír-ágazattal kapcsolatos kérdésekben.

A közintézmények figyelme 2007-ben a pénzügyi eszközök piacáról és az átláthatóságról szóló irányelvek tagállami megvalósítására, valamint a további szabályozói beavatkozás szükségességének felmérésére összpontosult.

Az EKB konkrétan aktív szerepet játszott abban a több nemzetközi fórumon zajló vitában, amely a fedezeti alapokkal összefüggő lehetséges szabályozói intézkedésekről folyt lévén, hogy a fedezeti alapok egyre nagyobb szerephez jutnak a pénzügyi rendszerben, továbbá tevékenységüknek pénzügyi stabilitási vonatkozásai is lehetnek. A Pénzügyi Stabilitási Fórumnak (Financial Stability Forum – FSF) a nagy tőkeáttétellel működő pénzügyi intézményekről szóló jelentése alapján megerősítést nyert az a nemzetközi konszenzus, miszerint fenn kell tartani az eddigi, úgynevezett közvetett szabályozói megközelítést, amely a fedezeti alapoknak a partnerek – elsősorban bankok – és a befektetők általi szigorú ellenőrzésére épít. Az EKB maradéktalanul támogatja mind a közvetett megközelítést, mind a legjobb gyakorlat piaci szereplők általi követését. Az FSF gondosan nyomon követi a felügyeleti hatóságoknak, partnereknek, befektetőknek és a fedezeti alapoknak tett ajánlásainak megvalósítását, és már be is számolt a G10 központi banki elnökeinek és pénzügyminisztereinek az ezen a területen elért eredményekről.

3 PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ

Az eurorendszer fokozottan érdekelt Európa pénzügyi integrációjában, hiszen a jól integrált pénzügyi rendszer egyfelől eredményesebben közvetíti a monetáris politikai impulzusokat az euroövezetben, másfelől egyes vonatkozásai összefüggenek az eurorendszernek a pénzügyi stabilitás megőrzésére vonatkozó feladatkörével. A pénzügyi integráció emellett hozzájárul a fizetési és értékpapír-elszámolási rendszerek hatékony és zökkenőmentes működéséhez, valamint az Európai Unió kiemelt célkitűzéseként elősegítheti a pénzügyi rendszer fejlődését, javítva így a gazdaság növekedési potenciálján.

Az eurorendszer négy tevékenységi körben járul hozzá az európai pénzügyi integráció előmozdításához: i) terjeszti a pénzügyi integrációról szóló ismereteket és nyomon követi a pénzügyi integrációt; ii) a közös fellépés előmozdításával egyfajta katalizátorszerepet tölt be a magánszféra vonatkozásában; iii) tanácsot ad a pénzügyi rendszer jogi és szabályozási kereteiről, illetve közvetlenül rendelkezik ilyen kérdésekben; iv) központi banki szolgáltatásokon keresztül mozdítja elő a pénzügyi integrációt. Az EKB 2007 során mind a négy területen folytatta tevékenységét.

A PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓRÓL SZÓLÓ ISMERETEK TERJESZTÉSE, A PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ NYOMON KÖVETÉSE

2007 márciusában „Financial integration in Europe” címmel az EKB új éves kiadvánnyal jelentkezett. A jelentés fő célja az európai pénzügyi integráció előmozdítása, valamint a nagyközönség tájékoztatása az eurorendszernek ebben játszott szerepéről. A dokumentum három fejezetre tagolódik. Az elsőben az EKB értékelése olvasható az euroövezet pénzügyi integrációjának jelenlegi állásáról. Az értékelés a pénzügyi rendszer számos aspektusát (pénz-, kötvény-, részvény- és bankpiacok, piaci infrastruktúra) érintő kvantitatív mutatókon alapul (a technikai részletek a statisztikai függelékben olvashatók), amelyeket félévente az EKB honlapján, éves gyakorisággal pedig ebben az új jelentésben tesznek közzé. A második fejezet „Special features” című része mélyrehatóbb elemzéseket tartalmaz bizonyos

témákban, amelyeket aszerint választanak ki, hogy mennyire jelentősek az unió pénzügyi integrációja szempontjából, illetve mennyiben kapcsolódnak az EKB feladataihoz. Az első jelentés második fejezete a következő kérdéskörökkel foglalkozik: monetáris politika és pénzügyi integráció, a nemzetközi bankokra vonatkozó uniós keretrendszer megerősítése és az egységes euro-pénzforgalmi övezet (SEPA) és ennek pénzügyi integrációs vonatkozásai. A jelentés utolsó fejezete azt tekinti át, hogy az eurorendszer mennyiben járult hozzá az előző naptári évben Európa pénzügyi piacainak integrációjához és fejlődéséhez.

Az EKB 2007-ben is részt vett az európai tőkepiacokkal és pénzügyi integrációval foglalkozó kutatási hálózatban (Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe), amelyet a frankfurti egyetem Pénzügytani Központjával közösen üzemeltet. A hálózat 2007-ben folytatta a tudósokat, piaci szereplőket és döntéshozókat felvonultató konferenciasorozatot, amelybe a nemzeti központi bankok is aktívan bekapcsolódtak. A Central Bank and Financial Services Authority of Ireland által szervezett és 2007. október 8–9-én Dublinban megtartott kilencedik konferencia témája a következő volt: „Vagyonkezelés, private equity vállalatok, nemzetközi tőkemozgások – Szerepük a pénzügyi integrációban és a hatékonyságban”. A hálózattal összefüggésben az EKB minden évben öt „Lámfalussy ösztöndíjat” ítél oda fiatal kutatóknak. Mivel a pénzügyi integrációnak várhatóan hatása van a pénzügyi rendszer fejlődésére és a gazdasági növekedésre, az EKB pénzügyi integrációval összefüggő tevékenysége szorosan összefügg a pénzügyi rendszerek megfelelő működését alátámasztó tényezők átfogóbb elemzésével. E területen 2007-ben is folytatódott a munka, amelynek célja koncepció kidolgozása volt a pénzügyi rendszer fejlődésének mérésére.

KATALIZÁTOR SZEREP A MAGÁNSZFÉRA VONATKOZÁSÁBAN

Az európai pénzügyi integráció előrehaladása nagyban függ a magánszféra azon

kezdeményezéseitől, amelyek a meglévő lehetőségeket igyekeznek kiaknázni a határon átnyúló ügyletek terén. Az állami hatóságok támogatják a magánszféra ilyen jellegű erőfeszítéseit.

Az eurorendszer 2007-ben is támogatta az egységes euro-pénzforgalmi övezet SEPA kialakítására irányuló kezdeményezést. A projekt 2007-ben legfontosabb szakaszához, vagyis a SEPA 2008 januári üzembe helyezésének előkészítéséhez érkezett. Az eurorendszer erősített katalizátorszerepén azáltal, hogy folyamatos párbeszédben állt a bankokkal és az egyéb érdekelt felekkel, továbbá hogy fokozta koordinációs tevékenységét az Európai Bizottsággal. 2007 júliusában az eurorendszer kiadta a SEPA-ról szóló ötödik fázisjelentését, amelyben valamennyi fontos kérdésben kifejtette álláspontját. A jelentés a SEPA fizetési módok és a SEPA-háttérrendszerek állapotával, illetve a velük kapcsolatos ajánlásokkal, az eurorendszernek a megvalósítási intézkedésekre és a SEPA-áttérésre vonatkozó álláspontjával, a SEPA jogi háttérével, valamint a kapcsolódó konstrukciók és rendszerek irányításával foglalkozik. Az eurorendszer rendkívül szorosan együttműködik az Európai Bizottsággal, különösen a pénzforgalmi szolgáltatásokra vonatkozó irányelv (Payment Services Directive – PSD)⁵ támogatásában. A jogszabályt az Európai Parlament 2007. április 24-én, az EU Tanácsa 2007. október 15-én hagyta jóvá. Az EKB és a Bizottság közös nyilatkozatban üdvözölte a PSD-t, amelyet mérföldkőnek tart a SEPA megvalósításának útján. Ami a SEPA megvalósítását illeti, a nemzeti központi bankok közvetlenül bekapcsolódnak az országos hatóságoknak a SEPA-ra való áttéréssel összefüggő munkájába. Összeurópai szinten pedig az EKB elemzési keretrendszert dolgozott ki, amelynek segítségével össze lehet hasonlítani a tagállami megvalósítási terveket. Az eurorendszer számos fórumnak otthont adott, amelyek célja a nyílt párbeszéd kialakítása volt a bankokkal, felhasználókkal, háttérrelátókkal, egyszersmind támogatta a bankok és a Bizottság hasonló kezdeményezéseit. Az eurorendszer információs füzetekben, valamint saját és a

nemzeti központi bankok honlapján tájékoztatta az érdekelteket, továbbá linkgyűjteményt állított össze a SEPA-val kapcsolatban.

2008 elejétől biztosítani kellett, hogy az európai eurós kártyakonstrukciók megfeleljenek a SEPA kártyás fizetésforgalmi keretrendszer követelményeinek, a SEPA átutalási konstrukció pedig 2008. január 28-án lépett életbe. A mérföldkőnek számító esemény megünneplésére az EKB, az Európai Bizottság és az Európai Pénzforgalmi Tanács január 28-án ünnepélyes megnyitót tartott az érdekeltek és a média képviselői számára.

Az EKB a kezdetektől, vagyis 2001 óta támogatta a STEP-kezdeményezést (Short-Term European Paper – rövid lejáratú európai értékpapír). A STEP-piac 2006. júliusi sikeres megnyitása óta az eurorendszer két területen támogatta a kezdeményezést. Először: az EKB kilenc euroövezeti nemzeti központi bankkal karöltve 2008 júniusáig technikai segítséget nyújt a STEP titkárságának a STEP címkézési folyamatában. Ugyanakkor a STEP-címkék odaítélésében és visszavonásában a végső felelősség a titkárságé. Másodszor: az EKB honlapján rendszeresen közzétesz hozam- és volumenadatokat a STEP-piacról. Az átláthatóság növelésével a STEP-statisztika várhatóan fontos szerepet játszik majd e piac integrációjának előmozdításában. 2006 szeptembere óta az EKB havonta közöl adatokat a STEP-forgalomról, 2007 áprilisa óta pedig bizonyos adatszolgáltatókról napi hozamadatokat publikál. A tervek szerint 2008-tól valamennyi adatszolgáltató tekintetében megvalósul a napi adatközlés.

TANÁCSADÓI SZEREP A PÉNZÜGYI RENDSZER JOGALKOTÁSI ÉS SZABÁLYOZÁSI KERETEIRE VONATKOZÓAN, KÖZVETLEN SZABÁLYALKOTÁS

Az eurorendszer tanácsadói szerepkörben rendszeres jelleggel kiveszi részét az EU jogalkotási és szabályozási keretrendszerének

5 Az Európai Parlament és a Tanács 2007/64/EK irányelve (2007. november 13.) a belső piaci pénzforgalmi szolgáltatásokról, a 97/7/EK, a 2002/65/EK, a 2005/60/EK és a 2006/48/EK irányelv módosításáról és a 97/5/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről (HL L 319., 2007.12.5., 1. o.).



alakításából, amelyen belül az éppen zajló főbb elvi-stratégiai folyamatokra és kezdeményezésekre koncentrálnak.

2007-ben az EU pénzügyi felügyeleti keretrendszerével kapcsolatban a figyelem homlokterében a Lámfalussy-keretrendszer átfogó felülvizsgálata állt. Ebből a munkából az eurorendszer is kivette részét (lásd még e fejezet 2. pontját). Az EKB tanácsadó szerepének részeként, valamint a Szerződés 105. cikkének (4) bekezdésével összhangban rendszeresen tanácsot ad a Bizottság 2. szintű jogalkotást érintő javaslataival kapcsolatban (lásd a 2. pontot).

Miután az eurorendszer 2005 végén segített kidolgozni az Európai Bizottságnak az európai jelzálogpiacok integrációjáról szóló zöld könyvét, az EKB folytatta ez irányú tevékenységét. Az EKB több okból is gondosan figyelemmel kíséri a jelzálogpiacok további integrációját és alakulását. A jelzálogpiacok ugyanis egyfelől az euroövezet monetáris transzmissziós mechanizmusához kapcsolódnak, illetve pénzügyi stabilitási szempontból is fontos a szerepük, a jelzálogalapú értékpapírok pedig az eurorendszernek az elfogadható fedezetekre vonatkozó keretrendszerén keresztül játszanak szerepet a monetáris politika megvalósításában. A zöld könyv konzultációját követően a Bizottság 2007. december 18-án fehér könyvet adott ki. Az EKB különböző bizottsági szakértői csoportokban és az Európai Pénzügyi Piaci Jogászcsoporthoz (European Financial Market

Lawyers Group – EFMLG) képviselteti magát és közreműködik ezen a területen. 2007. május 7-én az EFMLG jelentést tett közzé az EU-n belüli határon átnyúló értékpapírosítási jogi akadályairól.⁶

Az EKB tanácsadóként az értékpapír-elszámolási rendszerek és fizetési rendszerek integrációjával kapcsolatos témákban is megnyilvánult, így aktívan bekapcsolódott az „Elszámolási és teljesítési etikai kódex” kidolgozásába. A kódex lehetővé teszi a felhasználók számára, hogy szabadon válasszák ki a számukra legmegfelelőbb szolgáltatót a tranzakciós lánc bármely pontján. Ennek biztosítására három területen (árak átláthatósága; hozzáférés és az egyes rendszerek közötti együttműködési képesség [interoperabilitás]; szolgáltatás-felosztás és a könyvelés elkülönítése) ró kötelezettségeket a szolgáltatókra. Mivel az etikai kódex az önszabályozás egyik eszköze, szigorú felügyeleti mechanizmus biztosítja, hogy az intézkedéseket megfelelően és időben életbe léptessék. A mechanizmus elvben külső könyvvizsgálóra, valamint az Európai Bizottságból, az Európai Értékpapír-szabályozók Bizottságából (Committee of European Securities Regulators) és az EKB-ből álló ad hoc monitoring csoportra támaszkodik. Mivel az etikai kódex célja végső soron nem más, mint választási lehetőséget biztosítani a felhasználóknak, ehhez maradéktalanul fel kell számolni a hatékony elszámolás és

⁶ Megtekinthető a www.efmlg.org internetes címen.

teljesítés útjában álló ügynevezett Giovanni-akadályokat (nevüket az őket 2001-ben feltáró bizottságról kapták), amelyek az eltérő műszaki szabványokból és üzleti gyakorlatból, a jogi bizonytalanságból és az adózási rend eltéréseiből adódnak. Az akadályok első csoportjának felszámolásával az Elszámolási és Teljesítési Tanácsadói Monitoring Szakértői Csoport (Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group – CESAME) foglalkozik. A fiskális jellegű akadályok elgördítéséért a Fiskális Megfelelési Szakértői Csoport (Fiscal Compliance Expert Group), a jogiakéért pedig a Jobbiztonsági Csoport (Legal Certainty Group) felel. Az EKB továbbra is részt vett a CESAME és a Jobbiztonsági Csoport munkájában. Végül ezen a területen bekapcsolódott a globális szintű munkába is (pl. Unidroit), amivel azt kívánta biztosítani, hogy az értékpapírlíringet és -elszámolást érintő európai uniós kezdeményezések kiegészítsék a nemzetközi szervezetekben kialakuló megközelítést, illetve összhangban legyenek velük.

A pénzügyi eszközök piacáról szóló irányelv 65. cikkének (1) bekezdése értelmében az Európai Bizottságnak felül kell vizsgálnia az irányelvben meghatározott átláthatósági rendelkezéseknek a részvényeken kívül más pénzügyi eszközökre, elsősorban a kötvényekre való kiterjesztésének lehetőségét, majd a felülvizsgálat eredményeit be kell terjesztenie az Európai Parlament és az EU Tanácsa elé. A piaci szereplők és szabályozók alaposan megvitatták a nagyobb kereskedelmi átláthatóság következményeit a nem részvény jellegű pénzügyi eszközökre, elsősorban a vállalati kötvényekre vonatkozóan. Az EKB álláspontja szerint nincs egyértelmű bizonyíték arra, hogy a kötvénypiacon a kereskedést követő, korlátozott átláthatóság jelenleg piaci kudarchoz vezetne. Ellenben arra sincs bizonyíték, hogy az átláthatóság korlátozása hatékony piaci működéssel párosul. Az EKB 2007. szeptember 11-én a Bizottság nyilvános meghallgatásán és az ESME 2007-es ülésén javasolta, hogy az európai tapasztalathányt piacvezérelt kontrollkísérlettel próbálják meg pótolni a vállalati és a magánbefektetők piacán. Ennek a célja az lenne, hogy megvizsgálják

a kereskedést követő transzparencia fokozatos bevezetésének hatásait bizonyos kötvények piacain.

A PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓT ELŐMOZDÍTÓ KÖZPONTI BANKI SZOLGÁLTATÁSOK

A TARGET2 2007. november 19-i sikeres beindítása újabb lendületet adott Európa pénzügyi integrációjának. A TARGET2-vel olyan egységes műszaki infrastruktúra jön létre, amely lehetővé teszi, hogy a szolgáltatás szintje egységes legyen, és amely egyenlő feltételeket biztosít az összes európai bank számára. Az egységes tarifarendszer mind a belföldi, mind az országhatáron kívüli tranzakciókra érvényes. A TARGET2 továbbá harmonizált, jegybankpénzben végzett készpénzes teljesítési szolgáltatásokat biztosít valamennyi kapcsolódó rendszer tekintetében. A rendszer új funkcióinak köszönhetően a multinacionális bankok konszolidálhatják belső folyamataikat (így a treasury és a back office funkciókat), valamint még jobban integrálhatják eurós likviditáskezelésüket. Ehhez járul még, hogy valamennyi TARGET2-felhasználó átfogó elektronikus információkhoz juthat a likviditásfelügyeleti intézkedésekről (lásd a 2. fejezet 2.2 pontját).

Az eurorendszer a TARGET2 előnyeinek kiaknázására a piaci szereplőkkel együtt tovább vizsgálta, lehetőség van-e egy új szolgáltatás, az ügynevezett TARGET2-értékpapír (TARGET2-Securities – T2S) bevezetésére. A szolgáltatás célja közös műszaki infrastruktúra kialakítása lenne az euróban végzett értékpapíros tranzakcióknak a központi értéktárak (central securities depositories) általi jegybankpénzes kiegyenlítéséhez, továbbá mind az értékpapíros, mind a készpénzes teljesítés egységes műszaki platformon történő feldolgozásához (lásd a 2. fejezet 2.3 pontját).

Végül a fedezetkezelés témakörében folyik az egységes megosztható platform (CCBM2) fejlesztése a piaci szereplőkkel szoros együttműködésben (lásd a 2. fejezet 2.4 pontját).

4 A PIACI INFRASTRUKTÚRA FELVIGYÁZÁSA

Az eurorendszer egyik fő feladata a fizetési rendszerek felvigyázása. E tevékenységgel, különösen a rendszerkockázati szempontból fontos rendszerek⁷ felvigyázásával javítja a gazdaságban a pénzügyi infrastruktúrák biztonságát és hatékonyságát, ezáltal az áruk, a szolgáltatások és a pénzügyi eszközök ellenértékét képviselő pénzforgalom hatékonyságát. A fizetési rendszerek és az értékpapírlíring- és elszámolási rendszerek közötti szoros kapcsolat azt jelenti, hogy a központi bankok általában, az eurorendszer pedig különösen érdekelt az értékpapírlíringben és -elszámolásban. Az eurorendszer átfogó célja a rendszerkockázat minimalizálása.

Alapvetően fontos, hogy a központi bankok úgy gondoskodjanak a fizetési, valamint az értékpapírlíring- és elszámolási rendszerek helyes és hatékony működéséről, hogy a rendszerekkel kapcsolatos minden információ a rendelkezésükre álljon. Ezt a célt szolgálja az EKB néhány évente kiadott összefoglaló leírása az EU-tagállamok legfontosabb rendszereiről. A „Kék könyv” néven ismert jelentés negyedik kiadása 2007. augusztus 14-én jelent meg.

Ehhez járul a pénzforgalomról, valamint az értékpapír-kereskedelemtől, -líringről és -elszámolásról szóló éves statisztikai kiadvány, amely régebben a Kék könyv kiegészítéseként jelent meg. A kiegészítő kiadvány a 2006-os adatok 2007. november 16-i publikációjától számítva már nem jelenik meg nyomtatásban, az adatsorok mostantól az EKB honlapján a Statisztikai Adattárból (Statistical Data Warehouse) (<http://sdw.ecb.europa.eu/>) tölthetők le.

4.1 A NAGY ÖSSZEGŰ EUROFIZETÉSI RENDSZEREK ÉS INFRASTRUKTÚRA FELVIGYÁZÁSA

Az eurorendszer felvigyázói tevékenysége kiterjed valamennyi nagyobb fizetési rendszerre és infrastruktúrára, amely eurotranzakciókat dolgoz fel, illetve számol el, beleértve az általa irányított rendszereket is. Saját rendszereire is ugyanazon felvigyázói normákat alkalmazza, mint

a magánkézben levőkre. Ezek a normák alkotják a „Rendszerkockázati szempontból jelentőséggel bíró fizetési rendszerek működésének alapelveit”, amelyeket a G10-hez tartozó Fizetési és Elszámolási Rendszerek Bizottsága (Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS) határozott meg és a Kormányzótanács fogadott el 2001-ben. Az alapelveket a Kormányzótanács által 2006 májusában elfogadott „A működésfolytonossággal kapcsolatos felvigyázói elvárások a rendszerkockázati szempontból fontos fizetési rendszerek (SIPS) tekintetében” (Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems) című jelentés egészíti ki.

Az eurorendszer ezen alapelvek és a működésfolytonossággal kapcsolatos felvigyázói elvárások alapján 2007-ben közös módszertant dolgozott ki a rendszerkockázatilag és kiemelten fontos euroalapú fizetési rendszerek felvigyázói vizsgálatára. A közös módszertannal az eurorendszerbeli fizetési rendszerek felvigyázóinak szeretnének a rendszerek vizsgálatához és a felvigyázói jelentések készítéséhez világos és átfogó útmutatást nyújtani. Ezzel a rendszertervezőknek és az üzemeltetőknek lehetőségük nyílik arra, hogy közelebbről megismerkedjenek a felvigyázók biztonsági és hatékonysági problémáival, ami további ösztönzőket teremt a rendszereket veszélyeztető kockázatok csökkentését és korlátozását szolgáló munkában, ami végső soron a problémamentes üzemeltetést támogatja. A közös felvigyázói vizsgálati metodológiával foglalkozó nyilvános konzultáció után 2007. november 12-én tették közzé a „Feltételek a rendszerkockázatilag és kiemelten fontos euroalapú fizetési rendszerek felvigyázói vizsgálatához az alapelvek tükrében”⁸, továbbá

7 Egy rendszert akkor tartanak rendszerkockázati szempontból fontosnak, ha az abban bekövetkező zavar további zavarokat okozhat vagy továbbíthat a résztvevők között, és végső soron a szélesebb értelemben vett pénzügyi rendszerben.

8 Egy fizetési rendszert akkor tekintenek kiemelten fontosnak, ha a kis összegű fizetési forgalom feldolgozásában és elszámolásában kiemelt szerepet játszik, és ha a rendszerben fellépő zavarnak jelentős kihatása lehet a gazdaságra és alááshatja a nyilvánosságnak a fizetési rendszerbe, illetve általában a fizetőszeközbe vetett bizalmát.

„A SIPS-en belüli működésfolytonossággal kapcsolatos felvigyázói elvárások” című dokumentumok végleges változatát.

Mivel az eurorendszernek kézben kell tartania az euro feletti végső ellenőrzést, sem általános szakpolitikai, sem rendszerkockázati megfontolások miatt elvi okokból nem engedheti meg, hogy az euróban denominált ügyleteket végző, de euroövezeten kívüli fizetési infrastruktúrák nagyobb fizetési rendszerekké tömörüljenek, különösen ha ez veszélyeztetné az eurorendszer euróval kapcsolatos irányító szerepét. Az EKB 2007. július 19-én hozta nyilvánosságra „Az eurorendszer irányelvei az euróban denominált tranzakciókat elszámoló infrastruktúrák székhelye és működése tekintetében” című kiadványt. Az irányelvekben nem jeleznek új monetáris politikai irányvonalat, csak kifejtik az eurorendszer 1998-ban alkotott álláspontját az euróban működő, de az euroövezeten kívüli székhelyű fizetési és elszámolási rendszerekről, továbbá a központi szerződő fél általi elszámolás konszolidációjára vonatkozó 2001-ben lefektetett stratégiáról. Az irányelvek azokra a meglévő vagy potenciális fizetési infrastruktúrákra vonatkoznak, amelyek az euroövezeten kívül találhatóak és euroügyletet számolnak el.

TARGET

A közös TARGET felvigyázói rendszerrel és célokkal összhangban az EKB és az NKB-k rendszeres és a változások által vezérelt felvigyázói tevékenységet folytatnak a TARGET-ben részt vevő vagy hozzá kapcsolódó országos valós idejű, bruttó elszámolási rendszerek, valamint az EKB fizetési mechanizmusa (EPM) tekintetében. Ahogy 2007. novemberben bevezették a TARGET2-rendszert, a TARGET-rendszer csak igen korlátozott mértékben változott, ezért a felvigyázási tevékenység olyan rendszeres folyamatokra koncentrálódott, mint a nemkívánatos eseményekkel kapcsolatos beszámoló és további intézkedések.

A TARGET2-t a 2007. november 19-i bevezetés előtt átfogó felvigyázói vizsgálatnak vetették alá, amely a harmadik negyedévben zárult le. A

vizsgálat az egyes Alapelvekkel kapcsolatban számos megállapítást tett, és ezeket a TARGET2 üzemeltetői által felállított cselekvési terv alapján a felvigyázókkal egyeztetve kívánják kezelni. Egyes aspektusok további feltárására azonban csak az üzembeállítás után lesz lehetőség, amikor rendelkezésre állnak az első tapasztalatok. Az eurorendszer meglévő irányelveinek megfelelően a TARGET2 felvigyázói értékelését 2008 folyamán kívánják közzétenni.

EURO1

Az EURO1 a legnagyobb magánkézben levő fizetési rendszer az euroövezetben működő euroátutalások céljára, amelyet az Euro Banking Association elszámolóháza, az EBA CLEARING üzemeltet. A multilaterális nettósító hálózatként működő rendszerben a résztvevők napvégi pozícióit végül a TARGET rendszeren keresztül jegybankpénzben teljesítik. Mivel az EKB felvigyázói tevékenysége nem változott sokat 2007-ben, elsősorban a szabályos működés megfigyelésére irányult. Az EKB megállapítása szerint 2007-ben semmilyen probléma nem merült fel, amely akadályozta volna, hogy az EURO1 továbbra is megfeleljen az Alapelveknek.

FOLYAMATOSAN KAPCSOLT TELJESÍTÉSI RENDSZER

A Folyamatosan Kapcsolt Teljesítési Rendszert (CLS) 2002-ben többféle devizanemben végrehajtott devizaügyletek teljesítésére hozták létre. Jelenleg a világ 15 nagyobb devizanemében nyújt elszámolási szolgáltatást. A CLS Bank International által üzemeltetett rendszer gyakorlatilag kiküszöböli a devizaelszámolási kockázatot, mivel a devizaügyletekben szereplő két valutaoldalt egyidejűleg teljesíti, azaz „fizetés fizetés ellenében” (PvP) alapon, és csak amennyiben elegendő pénzüsszegek állnak rendelkezésre.

A CLS Bankot az egyben fő felvigyázói hatáskört is gyakorló Federal Reserve System (Fed) szabályozza, mivel székhelye az Egyesült Államokban van. A Fed együttműködik minden olyan központi bankkal, így az EKB-val is, amelynek devizaneme CLS-elszámolásra jogosult. A kooperációval működő felvigyázói

folyamatban az euróban végrehajtott tranzakciók elszámolásában az EKB tölti be a fő felvigyázó szerepét (az euroövezeti NKB-kkal szorosan együttműködve). A CLS 2007-ben saját rendszerét is felmérte az Alapelvek tükrében.

A CLS Bank 2007-ben szabályozói jóváhagyást kapott a Fedtől, hogy szolgáltatásai közé felvegye a teljesítéssel nem járó határidős ügyletekhez (NDF) kapcsolódó egy devizanemes (nem PVP) fizetési megbízások elszámolását, valamint megkapta a központi elszámolói jogot a DTCC Deriv/SERV kereskedési információtár által számított vagy egyeztetett összes tőzsdén kívüli hitelderivatívához kapcsolódó fizetési megbízás esetében. Az eurorendszer beleyezett, hogy a CLS Bank szolgáltatásai az euróban végzett NDF ügyletek és tőzsdén kívüli hitelderivatívák elszámolását is magában foglalja, mivel a CLS-rendszer továbbra is megfelel mind az Alapelveknek, mind az eurórendszer azon irányelveinek, amelyek az euróban denominált fizetési megbízások elszámolását végző infrastruktúrák székhelyére és működésére vonatkoznak.

Rendkívül fontos az eurorendszer számára, hogy a CLS folyamatosan biztonságosan és hatékonyan működjön, és hogy megfeleljen az eurorendszer stratégiai irányelveinek, mivel az értéket tekintve ez a legnagyobb fizetési rendszer, amely az euroövezeten kívül euróban teljesít tranzakciót. 2007 decemberében naponta átlagosan 381 436 devizaügyletet teljesített, napi átlagban 2,9 billió eurónak megfelelő teljesítési értékben.⁹ Az CLS-ben elszámolt összes tranzakcióból való 20%-os részesedéssel az amerikai dollár (45%) után továbbra is az euro a második legfontosabb elszámolási devizanem. Az euróban teljesített CLS tranzakciók átlagos napi értéke 564 milliárd eurót tett ki.

A BIS 2007-ben az eurorendszer közreműködésével konzultációs jelentést tett közzé „A deviza-elszámolási kockázat csökkentésében elért eredmények” címmel. Ebben annak a nagyobb devizapiaci szereplőkkel készített 2006-os felmérésnek az eredményeit közlik, amelyet a CLS-ben

elszámolt devizanemekhez tartozó központi bankok készítettek a teljesítési kockázatok nagyságáról, időtartamáról, koncentrációjáról és ellenőrzéséről. A jelentés megállapítása szerint az egyes intézmények, ipari csoportok és központi bankok részéről további lépésekre van szükség a rendszerszinten jelentkező kockázatok kezelésében, amelyek a devizaelszámolási kockázatból erednek. A végleges változat publikációja 2008-ban várható.

MŰKÖDÉSFOLYTONOSSÁG

A piaci infrastruktúrák működésfolytonosságáról 2006. szeptemberben az EKB szervezésében tartott konferencián a piaci szereplők azt kérték az eurorendszertől, illetve a KBER-től, hogy szervezzen működésfolytonossági gyakorlatokat az egyes országok és rendszerek bevonásával. A kérés eredményeképpen kialakították a gyakorlatok feltételrendszerét és metodológiáját, és 2007-ben először belső válságkommunikációs vizsgálatok elvégzésére került sor, 2008-ra pedig komplexebb gyakorlatokat terveznek. A KBER kidolgozott egy javaslatot arról is, hogyan oszthatják meg az uniós központi bankok a piaci szereplőkkel azokat a nem titkos információkat, amelyek a folyamatos működéssel kapcsolatosak, egymás között pedig a nem nyilvános adatokat. A KBER ennek kapcsán több ízben végzett tényfeltárást azzal a céllal, hogy információkat gyűjtsön olyan különféle témakörökről, mint például a nemzetközi és országos szabványok, kezdeményezések és országos működésfolytonossági gyakorlatok. A nyilvános információkat az egyes központi bankok honlapján külön erre a célra létrehozott működésfolytonossági oldalon teszik majd közzé. Az EKB várhatóan 2008-ban nyitja meg honlapján az említett weblapot.

SWIFT

A SWIFT-re irányuló felvigyázói tevékenység olyan célokat ellenőriz, mint a SWIFT-infrastruktúra biztonsága, működésének megbízhatósága, rugalmassága és

⁹ Az egyes devizaügyletek pénzbeli teljesítése mindig két fizetési tranzakciót foglal magában, egyet-egyet mindkét devizanemben. Így 2007 decemberében a CLS napi átlagban körülbelül 190 718 darab 1,5 billió euro értékű ügyletet bonyolított le.

működésfolytonossága. A felvigyázók úgy bizonyosodnak meg az említett célok teljesüléséről, hogy rendszeresen felméri, gondoskodik-e a SWIFT a megfelelő irányítás, struktúrák, folyamatok, kockázatkezelési eljárások és szabályok alkalmazásáról, amelyek lehetővé teszik számára, hogy a pénzügyi stabilitást és a pénzügyi infrastruktúrák kielégítő működését veszélyeztető kockázatokat kezelni tudja. Az EKB, mint a SWIFT egyik felvigyázó szervezete, a G10-országok központi bankjaival együtt 2006-ban elkezdte a SWIFT értékeléséhez használandó magas szintű felvigyázói elvárások kidolgozását, amelyek tekintettel vannak a SWIFT aktuális szerkezetére, folyamataira, ellenőrző rendszereire és eljárásaira. A 2007 júniusában véglegesített és a felvigyázói csoport kockázati alapú módszertanába beépített öt elvárás a következő:

- 1: A kockázat azonosítása, kezelése: a SWIFT-tel szemben elvárás, hogy azonosítsa és kezelje az alapvető szolgáltatásokat övező működési és pénzügyi kockázatokat és gondoskodjon a kockázatkezelési folyamat hatékonyságáról.
- 2: Adatbiztonság: további elvárás, hogy megfelelő stratégiai elveket és eljárásokat vezessen be, és hogy elegendő erőforrás felhasználásával biztosítsa az információk titkos kezelését és megbízhatóságát, valamint nélkülözhetetlen szolgáltatásainak elérhetőségét.
- 3: Megbízhatóság, rugalmasság: a SWIFT globális pénzügyi rendszerben betöltött fontos szerepének megfelelően elvárás, hogy megfelelő irányelveket és eljárásokat alkalmazzon, és elegendő erőforrást igénybe véve biztosítsa a nélkülözhetetlen szolgáltatások elérhetőségét, megbízhatóságát, ellenálló képességét, valamint hogy működésfolytonossági rendszere és katasztrófa-helyreállítási programja lehetővé tegye, hogy üzemleállás esetén a kulcsfontosságú szolgáltatásokat kellő gyorsasággal újra tudják indítani.

- 4: Technológiatervezés: elvárás, hogy a SWIFT nagy teherbírású módszerekkel rendelkezzen, amelyekkel tervezni tud az alkalmazott technológiák teljes életciklusára és a technológiai szabványok kiválasztása során.
- 5: Kommunikáció a felhasználókkal: fontos, hogy a SWIFT transzparens legyen a felhasználók számára, és hogy megfelelően tájékoztassa őket a SWIFT használatából eredő kockázatok kezelésével járó feladataikról.

A SWIFT jelenleg belső felmérést végez a magas szintű elvárásokkal kapcsolatban, amely alapján beszámol a központi bankoknak, hogy mennyiben felel meg a felvigyázói elvárásoknak. A felvigyázók a felsorolt öt elvárás alkotta feltételrendszerre alapozzák tevékenységüket és állítják fel a kockázatalapú felvigyázói terveket. Az elvárások és a feltételrendszer mögötti megfontolások részletes leírása a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique 2007. júniusi pénzügyi stabilitási jelentésében olvasható.

4.2 A KIS ÉRTÉKŰ FIZETÉSI FORGALOM

Az eurorendszer felvigyázói tevékenysége a kis értékű fizetési megbízásokat teljesítő fizetési rendszerekre és fizetési módokra is kiterjed. Az EKB 2007-ben is figyelemmel kísérte az első páneurópai, nagy tömegű euro fizetési forgalmat lebonyolító automatizált elszámolóház, a STEP2 zökkenőmentes működését. A STEP2-t az EBA CLEARING irányítja és üzemelteti.

Az EKB a nagy tömegű fizetési megbízásokat feldolgozó iparág ellenőrzése részeként a Federal Reserve Bank of Kansas City bankkal közösen összehasonlító tanulmányt készített arról, milyen szerepet játszanak a nem banknak minősülő szervezetek az Egyesült Államokban és néhány európai országban a kis összegű és nagy tömegű fizetési tranzakciók feldolgozásában.

4.3 KÁRTYÁS FIZETÉSI KONSTRUKCIÓK

Az eurorendszer, összhangban azzal a jogszabályban meghatározott szerepével, hogy támogatja az euroövezet fizetési rendszereinek problémamentes működését, felvigyázói rendszert dolgozott ki az euróban denominált pénzforgalmat feldolgozó kártyás fizetési konstrukciókhoz. Ezzel szeretné elősegíteni, hogy a lakosság kártyás fizetésbe vetett bizalma fennmaradjon, és hogy a kártyás konstrukciók euroövezet minden pontján azonos játékszabályok szerint működjenek.

A „Felvigyázói feltételrendszer-tervezet kártyás fizetési konstrukciókhoz – követelmények” című jelentésről nyilvános konzultációra került sor, majd a kapott észrevételek alapján átdolgozták a dokumentumot. Definiálták az eurorendszer kártyás konstrukciókra vonatkozó, tervezett felvigyázói hatáskörét, és javaslatot tettek olyan követelmények felállítására, amelyek betartásával segíteni lehet a konstrukciók megfelelő működését. A követelmények az eurorendszer által végzett kockázati elemzésen alapulnak. A feltételrendszer minden olyan kártyás fizetési szolgáltatásra érvényes, amelyben terhelési vagy hitelkártyát használnak.

A kártyás fizetésre vonatkozó felvigyázói normák végleges változatát 2008 januárjában fogadta el a Kormányzótanács, és ugyancsak 2008 folyamán tervezik bevezetésüket.

4.4 ÉRTÉKPAPÍRKLÍRING ÉS -ELSZÁMOLÁS

Az eurorendszer erősen érdekelt abban, hogy az értékpapírklíring és -elszámolási rendszerek zökkenőmentesen működjenek, ugyanis a fedezetek kölcsönös beszámításában, elszámolásában és letétjében fellépő zavar veszélyezteti a monetáris politika megvalósítását, a fizetési rendszerek zavartalan működését és a pénzügyi stabilitás fenntartását.

Az eurorendszer mint az euroövezet értékpapír-elszámolási rendszereinek (ÉER) egyik felhasználója méri fel, milyen mértékben

felelnek meg az ÉER rendszerek és a közöttük levő kapcsolatok (linkek) az „Előírások az EU értékpapír-elszámolási rendszereinek KBER-en belüli hitelműveletekben való alkalmazásáról” (közismertebb nevén „Az eurorendszer felhasználói normái” – Eurosystem user standards) című szabályzatnak.¹⁰

A kapcsolatok (linkek) akkor fogadhatók el az eurorendszer hitelműveleteiben, ha megfelelnek a rendszer kilenc felhasználói normájának. Az eurorendszer ezek alapján értékeli minden új kapcsolatot, illetve aktualizál már elfogadott kapcsolatot. 2007-ben három elfogadott kapcsolat aktualizálására és pozitív értékelésére került sor. Ezenkívül öt közvetített, azaz kettőnél több ÉER részvételével működő link használatát vizsgálták meg. Mivel a vizsgálat semmiféle konkrét kockázatot nem tárt fel, a Kormányzótanács mind az öt vizsgált közvetített kapcsolat részvételét elismerte az eurorendszer hitelműveleteiben alkalmazott fedezetnyújtási folyamatban.

Ciprus és Málta 2008. január 1-jei euroövezeti csatlakozásának előkészületeként a Kormányzótanács a két ország értékpapír-elszámolási rendszereit is értékelt. A részletes elemzés alapján megállapították, hogy összességében mindkét rendszer megfelel a felhasználói normáknak, tehát alkalmazható az eurorendszer monetáris politikai és napközbeni hitelműveleteiben.

2007 márciusában a Fizetési és Elszámolási Rendszerek Bizottsága (CPSS) az EKB közreműködésével „Tőzsdén kívüli derivatívák klíringjével és elszámolásával kapcsolatos új fejlemények” címmel jelentést adott ki. A bankokkal való konzultációt követő jelentésben a következő hat kérdést elemezték: azok a kockázatok, amelyeket az ügyletek dokumentálásában és visszaigazolásában való restancia idéz elő; a hitelkockázat csökkentését szolgáló fedezet használatával kapcsolatos kérdések; a központi szerződő felek szerepe

¹⁰ Az EU értékpapír-elszámolási rendszereinek a KBER hitelműveleteiben történő alkalmazására vonatkozó standardok, 1998. január.

a partnerkockázat csökkentésében; az elsődleges ügynöki tevékenységben (prime brokerage) rejlő kockázatok; az érvénytelen szerződésmegújításokból eredő kockázatok és azok az esetleges piaci fennakadások, amelyeket egy vagy több nagy szerződő fél fizetéképtelenségét követő eladás okozhat.

az Európai Bizottsággal közösen 2008 kora tavaszára dolgozzon ki a Tanács elé terjeszthető megoldási javaslatokat a témában”.¹¹ A munkában az EKB is szerepet vállal.

AZ EURÓPAI UNIÓ ÉRTÉKPAPÍRKLÍRINGGEL ÉS -ELSZÁMOLÁSSAL KAPCSOLATOS KÖVETELMÉNYEINEK ALAKULÁSA

A Kormányzótanács 2001-ben jóváhagyta a KBER és a CESR közötti értékpapírlíring és -elszámolás terén való együttműködés keretrendszerét. 2004-ben a KBER-CESR munkacsoport elkészítette „Az értékpapírlíring és -elszámolás normái az Európai Unióban” (Standards for securities clearing and settlement in the European Union) című jelentéstervezetet azzal a céllal, hogy a CPSS-IOSCO értékpapír-elszámolásra vonatkozó ajánlásait az EU-s környezetre alkalmazza. A következő évben a munkacsoport tovább dolgozott egy „értékelési módszertan” kifejlesztésén, amely útmutatást adna a normák hatékony megvalósításához. Ezzel párhuzamosan a központi szerződő feleknek szóló ajánlásokat is átdolgozták, de néhány nyitott kérdés miatt 2005 vége óta megtorpant a folyamat. Az Európai Bizottság azonban 2007-ben az ECOFIN-Tanács, a Gazdasági és Pénzügyi Bizottság és a Pénzügyi Szolgáltatások Bizottsága fórumán új lendületet adott a tanácskozásonak. Ezek eredményeként az ECOFIN-Tanács elismerte, hogy „a tőzsdei kereskedést követő szolgáltatások (post-trading) szektorában a befektetők védelme és a prudenciális biztonság, ideértve a kockázatkezelést is, fontos megvitatandó kérdés, továbbá hogy a kockázatokról és pénzügyi stabilitásról szóló magatartási kódex kiegészítéseképpen olyan konkrét lépéseket kell fontolóra venni, mint például a normákról és szabályozói intézkedésekről való megállapodás”. Az ECOFIN Tanács emellett felszólította a Pénzügyi Szolgáltatások Bizottságát, hogy „kellően figyelembe véve az esélyegyenlőség fontosságát mélyítse el a normák körén, jogi bázisán és tartalmán folytatott munkát, valamint

¹¹ Az ECOFIN Tanács konklúziói a klíringről és elszámolásról, a Gazdasági és Pénzügyi Tanács 2822. ülése, Luxembourg, 2007. október 9.



5. FEJEZET

EURÓPAI
ÉS NEMZETKÖZI
KAPCSOLATOK

I EURÓPAI KITEKINTÉS

Az EKB 2007-ben is rendszeres kapcsolatokat ápolt a különféle európai intézményekkel és fórumokkal, kiváltképp az Európai Parlamenttel, az ECOFIN Tanáccsal, az Eurosoporttal és az Európai Bizottsággal (lásd a 6. fejezetet). Az EKB elnöke részt vett az ECOFIN Tanács ülésein, amikor a KBER céljaival és feladataival kapcsolatos kérdésekről tárgyaltak, és ott volt az Eurosoport ülésein is. Az Eurosoport elnöke, valamint a gazdasági és monetáris ügyek biztosa jelen volt a Kormányzótanács ülésein, amikor azt helyénvalónak ítélte.

I.1 GAZDASÁGPOLITIKAI KÉRDÉSEK

STABILITÁSI ÉS NÖVEKEDÉSI PAKTUM

A kedvező makrogazdasági környezet 2007-ben a legtöbb országban elősegítette, hogy javuljon a költségvetési egyenleg, így számos esetben megszüntették a túlzott hiányra vonatkozó eljárást. Amíg 2006 végén még tizenegy országban volt túlzott a deficit, 2007 végén már csak hatban. Az ECOFIN Tanács 2007 januárjában véget vetett a Franciaország ellen folytatott túlzottdeficit-eljárásnak, majd 2007 júniusában ugyanígy cselekedett Németország, Görögország és Málta vonatkozásában is. Az utóbbi ország esetében ez azt jelentette, hogy elhárult egy komoly akadály az euro 2008-as bevezetése elől. Végül 2007 októberében az ECOFIN Tanács az Egyesült Királyság ellen folytatott túlzottdeficit-eljárást is megszüntette. A túlzott hiány lefaragása után elengedhetetlen, hogy a tagállamok középtávú céljuk elérésére a Stabilitási és növekedési paktum előírásaival összhangban folytassák költségvetésük szerkezetének konszolidációját. Ez hozzájárulhat ahhoz is, hogy a költségvetési hiány a konjunktúra szokásos ciklikus ingadozása hatására se haladja meg ismét a GDP 3%-ának megfelelő referenciaértéket. 2007 végén két euroövezetbeli ország (Olaszország és Portugália), valamint négy nem euroövezetbeli tagország (Csehország, Magyarország, Lengyelország és Szlovákia) ellen még mindig folyamatban volt a túlzott hiány esetén követendő eljárás.

A cseh költségvetés alakulása aggodalomra adott okot. 2007 júliusában az ECOFIN Tanács a Bizottság ajánlására megállapította: Csehország intézkedései nem elégségesek ahhoz, hogy költségvetési hiánya 2008-ban a 3%-os küszöb alá kerüljön. Csehország márciusban módosított konvergenciaprogramja is jelezte, hogy a hiány nemcsak 2008-ban, hanem 2009-ben is meg fogja haladni a GDP 3%-át. 2007 októberében a Tanács a Szerződés 104. cikke (7) bekezdésével összhangban ismét azt ajánlotta, hogy Csehország legkésőbb 2008-ra csökkentse a deficitet a GDP 3%-a alá, költségvetési egyenlegében pedig 2007-ről 2008-ra érjen el 0,75%-os strukturális javulást. Az Európai Bizottság 2007. őszi előrejelzése szerint a deficit 2008-ban valóban a GDP 3%-a alá süllyed.

Olaszország (amelynek az ECOFIN Tanács 2007-es ajánlása értelmében meg kellett volna szüntetnie a túlzott hiányát), Magyarország (2009), Lengyelország (2007), Portugália (2008) és Szlovákia (2007) esetében az ellenük folyó túlzottdeficit-eljárásokkal kapcsolatban nem tettek újabb lépéseket, mert az újabb adatok és előrejelzések tanúsága szerint az érintett országok jó úton haladnak afelé, hogy a Tanács legújabb ajánlásaival összhangban csökkentsék a túlzott hiányt.

2007 októberében az ECOFIN Tanács az Európai Bizottságnak az „Államháztartás a GMU-ban – 2007” című jelentéssel kapcsolatos közleményében foglalt javaslatai alapján megtárgyalta, hogy mennyire hatékony a Stabilitási és növekedési paktum preventív ága. A miniszterek állásfoglalása szerint azoknak az országoknak, amelyek még nem teljesítették a középtávú célt, fokozniuk kell a deficit és az adósság csökkentésének ütemét, és a nem várt bevételeket erre a célra kell fordítaniuk. Ismét aláhúzták a nemzeti előírásokon nyugvó, több évre érvényes költségvetési keretek kidolgozásának és a nemzeti parlamentek megfelelő bevonásának jelentőségét. Felkérték továbbá a tagállamokat, hogy stabilitási és konvergenciaprogramjaikban határozzák meg, miként érik el középtávú céljaikat, és ehhez

milyen további intézkedéseket kell hozniuk. A Bizottságot felkérték, hogy dolgozzon tovább az ilyen intézkedések alapjául szolgáló költségvetési pozíciók mérésén. Az államháztartás hosszú távú fenntarthatósága kapcsán az ECOFIN Tanács felkérte a Bizottságot: 2008-ban terjesszen elő javaslatokat arra, hogy miként lehetne a népesség előregedésével kapcsolatos költségvetési terheket beépíteni a középtávú célok definíciójába.

A LISSZABONI STRATÉGIA

A lisszaboni stratégia, az EU átfogó gazdasági, társadalmi és környezetvédelmi reformprogramja az EU gazdaságpolitikai vitáinak középpontjában maradt. Az EU Tanácsa a 2005-ben elfogadott, három évre szóló integrált iránymutatásokat (Integrated Guidelines) változatlanul hagyta, ugyanakkor szorgalmazta, hogy a gyorsabb növekedés és a munkahelyteremtés átfogó céljának elérése érdekében fordítsanak nagyobb figyelmet a stratégia végrehajtására.¹

A fenti iránymutatásokat az EU Tanácsa 2007 tavaszán minden egyes tagállam számára testre szabott ajánlásokkal, az euroövezetbeli országok számára pedig horizontális iránymutatással egészítette ki. A tagállamok 2007 őszén benyújtották a 2005–2008-as nemzeti reformprogramjuk végrehajtásában elért eredményeikről szóló második jelentésüket. Ezekből a jelentésekből kitűnt, hogy mennyire haladtak előre strukturális reformjaik stratégiáinak megvalósításában. Ezek a stratégiák többek között az államháztartás fenntarthatóságát és egészséges alakulását, az üzleti világ szabályozási környezetének javítását, a kutatásba, fejlesztésbe és innovációba történő befektetések ösztönzését, a foglalkoztatottak arányának növelését és a munkaerőpiac rugalmasságának fokozását szolgálja (lásd még az 1. fejezetet). A nemzeti reformprogramok végrehajtásában elért eredményekről szóló jelentéseket az ECOFIN Tanács, valamint az Európai Bizottság értékelt; az utóbbi 2007 decemberében egy „Stratégiai jelentést” is közzétett. Ezek az értékelések képezik az alapját a 2008–2010-es időszakra 2008-ban kidolgozandó új integrált iránymutatásoknak. Ugyanakkor a 2007 végén

korszerűsített közösségi szintű lisszaboni program számos kulcsfontosságú közösségi feladatot határozott meg a 2008–2010-es időszakra, összhangban az Európai Tanács 2006. tavaszi ülésén jóváhagyott négy fő reformcélal (tudás és innováció, üzleti lehetőségek feltárása, munkaerőpiacok, energiapolitika).

Az EKB ismételten hangsúlyozta a strukturális reformok végrehajtásának jelentőségét, és üdvözölte a Bizottság és a tagállamok eltökéltségét, hogy uniós és nemzeti szinten is megvalósítsák a megújított lisszaboni stratégiát. Különösen fontos, hogy az euroövezetbeli országok átfogó reformintézkedéseket hajtsanak végre, mivel közös a felelősségük a GMU zökkenőmentes működéséért.

1.2 INTÉZMÉNYI KÉRDÉSEK

A LISSZABONI SZERZŐDÉS

2007. december 13-án az EU-tagállamok állam-, illetve kormányfői aláírták az Európai Unióról szóló szerződést és az Európai Közösséget létrehozó szerződést kiegészítő Lisszaboni Szerződést. Az új Szerződés mind a 27 tagállam által történő ratifikálása folyamatban van. Az a szándék, hogy a szerződés 2009. január 1-jén hatályba lépjen, feltéve, hogy addigra befejeződik a ratifikációs folyamat. Ha ez nem így történik, a Szerződés az azt követő hónap első napján lép hatályba, hogy az utolsó tagállam is ratifikálta.

Az új szerződés módosítja az Európai Közösséget létrehozó szerződést és az Európai Unióról szóló szerződést. Az EU működése továbbra is ezen a két szerződésen alapul. Az új Szerződés értelmében a Közösség helyébe a jogi személyiséggel bíró unió lép. Az EKB üdvözli, hogy ezzel egyszerűsítették az EU jogi és intézményi kereteit.

¹ A lisszaboni stratégia 2005-ös felülvizsgálatával összhangban az integrált iránymutatásokat három évre határozták meg, és ezen időszak alatt évről évre korszerűsítik (lásd az EKB 2005. évi Éves jelentését, 140–141. o.)



Az EKB elengedhetetlennek tartotta, hogy az árstabilitás ne csak az EKB és a KBER elsődleges célja maradjon, hanem az EU deklarált céljai közé is bekerüljön. Az új Szerződésben ez meg is történt. A dokumentum azt is kinyilvánítja, hogy az EU egyik célja az eurót közös valutaként alkalmazó Gazdasági és Monetáris Unió megerősítése.

A jelenleg még közösségi intézményként működő EKB uniós intézmény lesz. Az EKB feladatai sikeres teljesítése szempontjából elengedhetetlennek tartotta, hogy mind maga, mind a KBER megőrizhesse sajátos intézményi vonásait. Az új Szerződés teljesíti ezt a követelményt, hiszen ismételten rögzíti a KBER feladatait és összetételét, az EKB és az NKB-k függetlenségét, valamint az EKB jogi személyiségét, szabályozási jogkörét és pénzügyi függetlenségét. Az új Szerződés értelmében az EKB Igazgatóságának tagjait az Európai Tanács tagjainak minősített többségével, nem pedig a jelenlegi gyakorlat szerint, azaz az állam-, illetve kormányfői szinten képviselt tagállamok kormányainak közös megegyezésével nevezik ki. Az EKB kérésére az „eurorendszer” kifejezés is belekerült a szerződésekbe.

Az új Szerződés a gazdasági irányítás területén is számos újítást vezet be. Elismeri például az Eurosoportot, amely megőrzi jelenlegi, nem hivatalos jogállását. Elnöke két és fél évig tölti be tisztségét. Komolyabb szerepet kapnak az euroövezetbeli országok. Bár a Bizottság javaslata alapján továbbra is az EU Tanácsa dönti el, hogy egy tagország bevezetheti-e az eurót, az euroövezetbeli országok ajánlásokat tesznek az ilyen döntések előtt. A túlzott hiányra vonatkozó előírásokat és az Átfogó gazdaságpolitikai iránymutatásokat be nem tartó euroövezetbeli országokról szóló döntéseket kizárólag az euroövezetbeli országok hozzák, az érintett tagállam nélkül. Végezetül egy új kikötés lehetővé teszi, hogy az euroövezetbeli

országok minősített többséggel új intézkedéseket hozzanak, amelyekkel megerősítik költségvetési fegyelmük koordinációját és felügyeletét, valamint specifikus gazdaságpolitikai iránymutatásokat fogalmazzanak meg az euroövezetbeli országok számára.

Az EKB úgy véli, hogy az új szerződés egészében megerősíti a GMU jelenlegi rendszerét, ezért üdvözölni fogja a ratifikációs folyamat sikeres befejezését.

KONVERGENCIAJELENTÉSEK

Ciprus és Málta kérésére, a Szerződés 122. cikkével összhangban mind az EKB, mind az Európai Bizottság készített egy-egy konvergenciajelentést arról, hogy milyen eredményeket ért el e két ország az euroövezethez történő csatlakozás feltételeinek teljesítésében. A 2007. május 16-án közzétett konvergenciajelentések és a Bizottság javaslata alapján 2007. július 10-én az ECOFIN Tanács határozatban engedélyezte, hogy Ciprus és Málta 2008. január 1-jétől saját pénznemként bevezesse az eurót (lásd a 3. fejezetet).

1.3 AZ EU TAGJELÖLT ORSZÁGOKBAN ZAJLÓ FOLYAMATOK ÉS A VELÜK FENNTARTOTT KAPCSOLATOK

Az EKB folytatta együttműködését a tagjelölt országok központi bankjaival, hogy az intézményi és gazdasági kritériumok teljesítése esetére biztosítsa az EU-ba történő zökkenőmentes monetáris integráció feltételeit. Ez az együttműködés az EU és az érintett országok között folyó átfogó intézményes párbeszéddel párhuzamosan zajlott.

Horvátországgal 2005 októberében kezdődtek el a csatlakozási tárgyalások. Az EU közösségi vívmányainak (acquis communautaire) egyes fejezeteit 2006 júniusától kezdve nyitották meg tárgyalásra. A folyamat 2007-ben is zökkenőmentesen zajlott, az év végéig a 35 fejezet jelentős részéről tárgyaltak.

Az EKB tovább erősítette kétoldalú kapcsolatait a Horvát Nemzeti Bankkal. Munkatársai 2007. áprilisában Zágrábba látogattak, 2007. októberében pedig az EKB az évenkénti magas szintű, csatlakozás előtti párbeszéd keretében vendégül látta a Horvát Nemzeti Bank elnökét.

A Törökországgal folytatandó csatlakozási tárgyalások 2005. október 3-i megnyitása után az Európai Bizottság 2006. június 12-én kezdte meg a tárgyalásokat az EU közösségi vívmányainak egyes fejezeteiről. 2006. decemberében az Európai Tanács úgy döntött, hogy az EU-csatlakozási folyamat 35. fejezete közül nyolcra felfüggeszti a tárgyalásokat, mert nem történt előrelépés a vámunió EU-tagállamokra történő kiterjesztésében. Öt fejezetet – vállalkozás és iparpolitika, statisztika, pénzügyi ellenőrzés, transzeurópai hálózatok, egészségügy és fogyasztóvédelem – 2007-ben nyitottak meg tárgyalásra. Az EU intézményei továbbra is vizsgálják, hogy a török törvények mennyire vannak összhangban az EU közösségi vívmányaival, és készülődnek a további fejezetek lehetséges megnyitására. Az EKB folytatta régóta fennálló magas szintű szakpolitikai párbeszédét a Török Köztársaság Központi Bankjával. Ennek keretében 2007. június 1-jén, a török központi bank megalapításának 75. évfordulója alkalmából Ankarába látogatott az EKB elnöke. A megbeszélések középpontjában a legújabb törökországi makrogazdasági és pénzügyi fejlemények, a Török Köztársaság Központi Bankjának monetáris politikája, valamint az euroövezet gazdasági és monetáris helyzete állt. Az EKB 2007-ben a török központi bank kérésére technikai segítséget is nyújtott, például a belső pénzügyi és fizetési rendszerek területén.

Macedónia Volt Jugoszláv Köztársaság 2005. decemberében kapta meg a tagjelölti státust. Ugyanakkor az Európai Tanács számos feltétel teljesülésétől, például az EU-val aláírt stabilizációs és társulási megállapodás hatékony végrehajtásától tette függővé a tárgyalások megindítását, pontos időpontot nem is határozott meg. A Bizottság élénk figyelemmel kíséri az

előrehaladást. Miközben elismerte, hogy számos lépést tettek a helyes irányba, a reform több olyan területét is felsorolta, ahol fokozottabb erőfeszítésekre van szükség. Az EKB és a Macedón Köztársaság Nemzeti Bankja között munkatársi szinten erősödtek a kapcsolatok.

2 NEMZETKÖZI KÉRDÉSEK

2.1 A NEMZETKÖZI MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI RENDSZER LEGFONTOSABB FOLYAMATAI

A VILÁGGAZDASÁG MAKROGAZDASÁGI POLITIKÁINAK FELÜGYELETE

Figyelembe véve a gazdasági és pénzügyi integráció gyors ütemét, a világgazdasági környezet egyre nagyobb hatással van az euroövezeti gazdaságpolitikára. Az eurorendszer ezért élénk figyelemmel kíséri és elemzi az euroövezeten kívüli országok makrogazdasági politikáját és fejlődési folyamatait. Fontos szerepet játszik továbbá a makrogazdasági politikák nemzetközi multilaterális felügyeletének folyamatában, amely elsősorban az olyan nemzetközi intézmények ülésén zajlik, mint a BIS, az IMF és az OECD, valamint olyan fórumokon, mint a G7 és a G20 pénzügyminisztereinek és központi banki elnökeinek találkozói. Az EKB jelentős intézményekben és fórumokon kapott tagságot (például a G20-ban) vagy megfigyelői státuszt (például az IMF-nél). Az EKB azzal a szándékkal értékeli a nemzetközi fejleményeket, hogy hozzájáruljon egy stabil makrogazdasági környezet és a kiegyensúlyozott makrogazdasági és pénzügyi politikák kialakulásához.

2007-ben a nemzetközi gazdasági környezetet továbbra is a nagy globális folyó fizetésimérleg-hiányok jellemezték, bár az Egyesült Államok és a kőolajexportáló országok némi kiigazítást hajtottak végre.² Az Egyesült Államokban a folyó fizetési mérleg hiánya enyhén csökkent, a GDP 5,7%-ára mérséklődött a 2006-os 6,2%-kal szemben, ami elsősorban a globális kereslet kiegyensúlyozottabb növekedését és az árfolyamok kedvező alakulását tükrözi. Az egyesült államokbeli kiigazítások ugyanakkor nem hatottak közvetlenül az ázsiai gazdaságok folyó fizetési mérlegeinek pozícióira. Az ázsiai országok folyó fizetésimérleg-többletei jelentősek maradtak, átlagosan elérték a GDP 6,1%-át, míg 2006-ban a GDP 5,3%-ának feleltek meg. Ezen belül Kína folyó fizetésimérleg-többlete 11,7%-ra, Japáné pedig 4,5%-ra nőtt. Ugyanakkor az olajexportáló országok, amelyek szintén jócskán hozzájárulnak az Egyesült Államok folyó fizetési mérlegének hiányához, a GDP 16,1%-áról (2006) 11,9%-ra csökkentették folyó fizetési mérlegeik

többségét. Egyes ázsiai és olajexportáló gazdaságok változatlanul jelentős mennyiségben gyűjtöttek devizatartalékokat. Kína továbbra is hatalmas mennyiségben halmoz fel tartalékokat: az ország devizatartalékainak szintje jócskán meghaladta az 1 billió amerikai dollárt. A többlettel rendelkező gazdaságok devizatartalékainak gyarapodása következtében megnőtt a nemzetivagyon-alapok jelentősége a globális pénzügyi piacokon.

Különböző alkalmakkor az eurorendszer ismételt hangsúlyozta az ilyen egyensúlyi problémák fennmaradásával összefüggő kockázatokat és torzulásokat. Megerősítette, hogy teljes mértékben támogatja a kérdés együttműködésen alapuló megközelítését, azt, hogy az összes érintett gazdaság hajtsa végre a globális egyensúlyi problémák fegyelmet kiigazításához szükséges politikát. Az egyensúlyhiányok fokozatos és fegyelmet kiigazítása támogatja és erősíti a globális növekedés és stabilitás kilátásait. A nemzetközi napirenden szereplő szakpolitikák célja, hogy növeljék a magán- és állami megtakarításokat a fizetésimérleg-hiánnyal küszködő országokban, sürgessék a további szerkezeti reformok végrehajtását a viszonylag kis növekedési potenciállal rendelkező érett gazdaságokban, valamint hangsúlyozzák a belföldi kereslet növelésének és a tőke jobb allokációjának szükségességét a feltörekvő piacgazdaságokban. Mivel az árfolyamoknak a gazdasági fundamentumokat kell tükrözniük, az árfolyamok rugalmasságának megerősítése továbbra is elsődleges feladat azokban a nagy országokban és térségekben, ahol ez hiányzik. A nagyobb rugalmasság Kínában is kívánatos; tekintetbe véve a fizetési mérleg egyre növekvő többletét és a belföldi inflációt, szükség lenne az effektív árfolyam gyorsított felértékelésére. Jóllehet 2007-ben számos fejlemény és monetáris szakpolitikai intézkedés a helyes irányba mutatott, a globális egyensúlyi problémák számottevő csökkentéséhez további kiigazításokra lenne szükség.

² E részben a 2007-re vonatkozó becslések az IMF által 2007 szeptemberében kiadott World Economic Outlook prognózisain alapulnak.

2007 második felében romlottak a globális hitelpiaci feltételek, mert az egyesült államokbeli másodlagos jelzálogpiacon mutató feszültségek kapcsán átázott hitelkockázatok miatt megugrottak a hozamok, és a bankközi piac egyes szegmenseiben súlyos zavarok támadtak a likviditási feltételekben. Bár ezek a fejlemények a feltörekvő gazdaságokat is érintették, ottani hatásuk jóval enyhébb volt, mint a korábbi globális pénzügyi zavarok idején. Ez az ellenálló képesség részben az adott országok gazdaságpolitikai rendszerének tökéletesedését tükrözi, de az is magyarázza, hogy a pénzügyi zavar az újszerű hitelinstrumentumok piacában gyökerezett, ezek az instrumentumok pedig kevésbé terjedtek el a feltörekvő gazdaságokban, mint a fejlett pénzügyi rendszerekkel rendelkező érett gazdaságokban.

Végezetül maga az euroövezet felett is gyakorolnak nemzetközi elvi-stratégiai felügyeletet. 2007-ben mind az IMF, mind az OECD Gazdasági Fejlődést Vizsgáló Bizottsága (Economic and Development Review Committee) lefolytatta az euroövezet monetáris, pénzügyi és gazdaságpolitikájának rendszeres felülvizsgálatát, ezzel kiegészítve az egyes euroövezetbeli országok felülvizsgálatát. Az IMF által a IV. cikk alapján folytatott konzultációk, valamint az OECD Gazdasági Fejlődést Vizsgáló Bizottságának áttekintése lehetővé tette, hogy e nemzetközi szervezetek hasznos eszmecserét folytassanak az EKB-val, az Eurosoport elnökségével és az Európai Bizottsággal. E tárgyalásokat követően mind az IMF, mind az OECD értékelő jelentést készített az euroövezet szakpolitikáiról.³ Az euroövezet részt vett az IMF első multilaterális konzultációs fórumán is, amely a globális egyensúlyi problémákra összpontosított (további részletek a következő pontban olvashatók).

NEMZETKÖZI PÉNZÜGYI SZERKEZET

Az év folyamán újabb erőfeszítéseket tettek, hogy az IMF-et középtávú stratégiájával összhangban megreformálják. A különféle kezdeményezések végrehajtása különböző ütemben történik, a legjelentősebb vívmány a bilaterális

felügyeletről szóló új határozat⁴ elfogadása volt. A reform további kulcsfontosságú területe volt az IMF irányítása (kvóták és szavazatok), a Valutaalap bevételeinek és kiadásainak keretrendszere, illetve Valutaalapnak a feltörekvő piacgazdaságokban betöltött szerepe. Ezekről a kérdésekről az IMF-en belül, illetve más fórumokon, például a G7 és a G20 ülésein folytatott megbeszélések során állapodtak meg. A KBER szerepe abban nyilvánult meg, hogy figyelemmel kísérte ezeket a megbeszéléseket, és ha helyénvalónak tartotta, hozzászólt ezekhez a témákhoz.

Az IMF egyik legújabb vívmánya a felügyelet tökéletesítése. A 30 éve érvényben levő felügyeleti határozat helyébe lépő, 2007 közepén elfogadott új határozat, amely a tagok szakpolitikáinak bilaterális felügyeletéről rendelkezik, átláthatóbbá, pártatlanabbá és igazságosabbá teszi a rendszert, valamint fokozza a felelősségvállalást. Az új határozat alapján a külső stabilitást tekintik a felügyelet szervező elvének, hogy nagyobb figyelmet fordíthassanak a döntések nemzetközi következményeire. A külső stabilitást az árfolyam figyelembevételével határozzák meg, ezért annak elemzése a felügyeleti folyamat kulcsfontosságú elemévé válik. Mivel az euroövezetnek egyetlen közös valutája van, az euroövezet külső stabilitását az övezet egészének szintjén kell értékelni, miközben az egyes tagállamok nemzeti szakpolitikáira összpontosító bilaterális országfelügyelet ebben az összefüggésben is jelentős marad. A technikai és fogalmi nehézségeket is figyelembe véve erőfeszítéseket tesznek az új határozat hatékony végrehajtására.

Eközben az első multilaterális konzultációs folyamat a monitoring szakaszba érkezett.

3 „Euro area policies: Staff report for the 2007 article IV consultation” („Euroövezetbeli politikák: szakértői jelentés a IV. cikk szerinti 2007. évi konzultációhoz”), 2007. július, és „Economic survey of the euro area” („Az euroövezet gazdasági felmérése”), OECD, 2007. január.

4 Az Igazgatóság által 2007. június 15-én elfogadott „Bilateral Surveillance over Members’ Policies” („A tagok politikájának bilaterális felügyelete”) című határozata a „Surveillance over Exchange Rate Policies” („Az árfolyampolitikák felügyelete”) című 1977-es határozat helyébe lép.

A multilaterális konzultációk a felügyelet új módszerét testesítik meg. Céljuk az, hogy a kulcsfontosságú feleket összehozza egy bizalmas környezetben folytatandó őszinte párbeszédre, így megkönnyítse a rendszerszintű vagy regionális jelentőségű problémák megoldását szolgáló intézkedések kidolgozását. Az első multilaterális konzultáció, amelyet Kína, az euroövezet, Japán, Szaúd-Arábia és az Egyesült Államok részvételével rendeztek meg, a globális egyensúlyi problémák kérdésével foglalkozott. A fórum hasznos keretet biztosított az egyensúlyhiányok okaival és megoldásaival kapcsolatos nézetek és elképzelések megvitatására. A hangsúly azóta a párbeszédről a szakpolitikák végrehajtására tolódott el; az IMF szakemberei figyelemmel kísérik az előrehaladást, megállapításaikat bilaterális és multilaterális jelentésekben teszik közzé.

A középtávú stratégia más elemeiben is történt előrelépés. Ami a kvóták és szavazatok reformját illeti, a megbeszélések egy új kvótaképlet kidolgozására, az ad hoc kvótaemelések második fordulójának több országra történő kiterjesztésére és az alapszavazatok számának növelésére irányultak. A reformok két fő célja az, hogy a tagországok kvótáját jóval arányosabbá tegyék a világ gazdaságban betöltött relatív súlyukkal és szerepükkel, valamint az IMF-en belül növeljék az alacsony jövedelmű országok beleszólását és részvételét. A csomag fő elemeiről a 2008 tavaszán megrendezendő üléseken várható megegyezés. Az intézmény szilárdabb pénzügyi alapokra helyezése érdekében is történnek erőfeszítések. A bevételi oldalon a Kimagasló Személyek Bizottságának (Committee of Eminent Persons) jelentésében foglalt ajánlások képezik a javaslatok alapját. (A bizottságot az IMF hosszú távon fenntartható finanszírozásának vizsgálatára hozták létre.) Ami a kiadási oldalt illeti, a jelentős költségvetési megtakarításokat előíró új kiadási keretek meghatározásánál a Valutaalap alapvető feladatának figyelembevételéből és a prioritások körültekintő kiválasztásából indulnak ki. Végezetül a Valutaalpnak a feltörekvő piacgazdaságokban történő szerepvállalásával kapcsolatos munka is folytatódik. A

Valutaalap hatékonyabb segítséget nyújtott a sebezhető pontok meghatározásában és az adósságkezelésben, és továbbra is fontolgatta egy válságmegelőzést szolgáló új likviditási instrumentum lehetőségét.

Az IMF reformjain kívül a válságmegelőző és a válságok rendezett megoldását elősegítő mechanizmusok támogatása is a nemzetközi pénzügyi közösség napirendjén maradt. Ebben az összefüggésben folytatódott azoknak a G20 által 2004-ben elfogadott elveknek a végrehajtása, amelyek a feltörekvő piacokon a stabil tőkeáramlásokra és a méltányos adósságátalakításra vonatkoznak. E piaci alapú és önkéntes elveknek az a céljuk, hogy a állampapír-kibocsátóknak és magánhitelezőiknek iránymutatást nyújtsanak az információk megosztása, a párbeszéd és a szoros együttműködés kapcsán követendő magatartást illetően. Egyre több pénzügyi intézmény és kibocsátó ország jelezte, hogy támogatja az elveket, és különösen érdekelt azok megvalósításának elősegítésében. Az elvek megvalósításának és továbbfejlesztésének irányítására 2006-ban létrehozták a Megbízottak Csoportját (Group of Trustees), amely a nemzetközi pénzvillág rangos képviselőiből áll. A csoport a legutóbbi, 2007 októberében Washingtonban megtartott ülésén áttekintette, hogy a nemzetközi pénzügyi szerkezet keretein belül milyen mértékben sikerült megvalósítani az alapelveket.

2007-ben több más, pénzügyi piacokkal összefüggő kezdeményezés is történt. A magánszektor fenti elvekkel kapcsolatos példájának nyomán néhány vezető londoni fedezeti alap (hedge fund) kidolgozta a fedezeti alapok magatartási kódexét. Az önkéntes kódex célja, hogy fokozza az átláthatóságot és a kockázatkezelés hatékonyságát. A G8 cselekvési tervet fogadott el a feltörekvő piacgazdaságok és a fejlődő országok helyi kötvénypiacainak fejlesztésére. A cselekvési terv számos olyan kulcsfontosságú szakpolitikai kérdést is meghatározott, amely további alapos vizsgálatot igényel. Ilyen többek között a piaci infrastruktúrák erősítése, az államadósság

hatékonyabb kezelése, a befektetők körének szélesítése és változatosabbá tétele, a származékos értékpapírok (derivatívák) és a swapügyletek piacának fejlesztése, az adatbázisok tökéletesítése és a regionális kezdeményezések támogatása. A cselekvési terv célja, hogy bővítse a helyi kötvénypiacokat és javítsa hatékonyságukat, alkalmassá téve őket arra, hogy teljes mértékben betöltsék a pénzügyi közvetítésben, pénzügyi stabilitásban és fenntartható gazdasági fejlődésben rájuk háruló szerepet. Végezetül a nemzetivagyon-alapok szerepe és működése iránt megnyilvánuló egyre élénkebb érdeklődést látva a Nemzetközi Monetáris és Pénzügyi Bizottság kérte, hogy az IMF kezdeményezzen párbeszédet a hitelfelvevő országok alap- és tartalékezelőivel. Az első kerekasztal-megbeszélést 2007 novemberében hívták össze.

2.2 EGYÜTTMŰKÖDÉS AZ EU-N KÍVÜLI ORSZÁGOKKAL

Az eurorendszer – nemzetközi tevékenysége részeként – továbbfejlesztette kapcsolatait az EU-n kívüli központi banki közösséggel, ami elsősorban szemináriumok és szakmai műhelyek szervezésében nyilvánult meg. A technikai együttműködés fontos eszközévé vált az intézményi fejlesztés támogatásának, valamint az EU-n kívüli intézmények európai és nemzetközi normáknak való hatékony megfelelése elősegítésének.

Az eurorendszer 2007 októberében Moszkvában, az Orosz Föderáció Központi Bankjának szervezésében tartotta negyedik kétoldalú magas szintű szemináriumát. A szeminárium résztvevői eszmét cseréltek az oroszországi monetáris és árfolyam-politika jelenlegi kihívásairól, a pénzügyi szolgáltatások bővülésének (financial deepening) folyamatáról, valamint annak a monetáris politika transzmissziós mechanizmusára gyakorolt hatásairól Oroszországban, illetve más érett és feltörekvő piacgazdaságokban. Az EU és az euroövezet bővítésével összefüggő kihívások és kilátások áttekintése után megtárgyalták



azt is, hogy milyen következményekkel jár mindez Oroszországra. Hasonló eseményeket rendszeresen fognak szervezni, a következő szemináriumra 2009 tavaszán Bécsben kerül sor.

Az eurorendszer és az Orosz Központi Bank 2006 októberében Drezdában megtartott magas szintű szeminárium után az orosz központi bank 2007. június 14-én Tulában rendezett szakértői műhelyfoglalkozást az orosz gazdaság hosszú távú növekedési kilátásairól. Az Orosz Központi Bank munkatársai, az orosz kormány és pénzügyi élet más szakemberei, valamint az eurorendszer közgazdászai megvitatták, hogy milyen tényezők határozzák meg az orosz gazdaság növekedését és milyenek a növekedés kilátásai. A workshopon többek között az alábbi témákról hangzottak el előadások: „Az orosz gazdaság hosszú távú kihívásai: olajjárfüggőség és a holland betegség”, illetve „A GDP növekedésének előrejelzése és a szakpolitikák szerepe”.

Az Orosz Központi Bankkal folytatódik a technikai együttműködés. 2007 októberében például két magas szintű tanulmányutat szerveztek az EKB-ba a piaci műveletek és a belső pénzügyek témakörében. Az Orosz Központi Bank, az EKB és az euroövezeti NKB-k a 2003 és 2005 között végrehajtott nagyszabású bankfelügyeleti képzési program nyomán is folytatták szoros együttműködésüket. A tervek szerint 2008. április 1-jén az Európai Bizottság finanszírozásával új központi banki együttműködési program indul, amely 2010 decemberében fejeződik be. A program egyik célja, hogy a kockázatalapú belső ellenőrzések terén szerzett európai uniós ismeretek és tapasztalatok átadásával növelje az Orosz Központi Bank belső ellenőrzési kapacitását. További cél, hogy konzultációk révén

elősegítsék a Bázel II bankfelügyeletre vonatkozó elveinek fokozatos megvalósítását Oroszországban, és megosszák az EU tőkekövetelményekről szóló irányelvnek végrehajtása terén szerzett európai uniós tapasztalatokat. A fizetési rendszerekkel kapcsolatos tanácsokat a Kazah Nemzeti Bank által 2007. szeptemberében megrendezett szemináriumon a Független Államok Közösségéhez is eljuttatták.

Az EU euro-mediterrán partnerei központi bankjainak elnökeivel tartott negyedik magas szintű eurorendszer-szemináriumra 2007. március 28-án Valenciában került sor, míg az ötödiket 2008. november 26-án Kairóban rendezik meg. A valenciai megbeszélések többek között a földközi-tengeri országok költségvetési politikájára és az euro-mediterrán kereskedelemre összpontosultak. Az EKB munkatársai többször ellátogattak a Maghreb-országok központi bankjaiba, így például jártak a Bank of Algeria (2007. február), a Bank Al-Maghrib (2007. november) és a Tunéziai Központi Bank (2007. november) intézményeiben.

Az EKB tovább mélyítette kapcsolatait az Öböl Mentí Arab Államok Együttműködési Tanácsa (Gulf Cooperation Countries – GCC)⁵ tagállamainak központi bankjaival és monetáris hatóságaival. Az EKB a fizetési rendszerek és a bankjegyek témakörében szintén segítette a GCC munkáját. A Deutsche Bundesbankkal karöltve 2008. március 11–12-én Mainzban magas szintű eurorendszer-szemináriumot szervez a GCC központi bankjai és monetáris hatóságai számára.

2007. november 25-én az EKB és négy euroövezeti NKB (Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banque de France és Banca d'Italia) befejezte az Egyiptomi Központi Bankkal (Central Bank of Egypt) folytatott kétéves együttműködési programját, amelyet az Európai Bizottság finanszírozott. A program támogatta az Egyiptomi Központi Bank átfogó reformjait, elsősorban a bankfelügyelet kockázatalapú megközelítésének bevezetését és a felügyeleti kapacitások fejlesztését. E célból hat projektet indítottak a folyamatos felügyelet, a vizsgálatok

és ellenőrzések, a makroprudenciális felügyelet, a jogi ügyek és a normák meghatározása, a képzés, valamint az informatika témakörében. Ezeken a területeken mind a négy NKB mentori szerepet vállalt, és szorosan együttműködött az Egyiptomi Központi Bank egy-egy szakcsoportvezetőjével.

Az EKB és számos NKB tovább mélyítette kapcsolatait a nyugat-balkáni országokkal. 2007. október 1–2-án Frankfurtban az EKB szervezésében tartották a térségről szóló második gazdasági konferenciát, amelyen valamennyi közép-, kelet- és délkelet-európai ország képviselői részt vettek. A rendezvényen az EU-tagállamok és a délkelet-európai országok vezető központi banki szakértői, valamint az Európai Bizottság, a különféle nemzetközi szervezetek és a tudományos élet képviselői vitatták meg a térség reálkonvergenciájának különféle szempontjait és legfontosabb problémáit.

Az EKB nyolc NKB-val (Deutsche Bundesbank, Eesti Pank, Görög Nemzeti Bank, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Oesterreichische Nationalbank és Banka Slovenije) karöltve elemző jelentést készített Bosznia és Hercegovina Központi Bankjának arról, hogy az EU-csatlakozás előkészületeként milyen előrehaladást kell elérni a kiválasztott központi banki területeken. A jelentést, amely egy 2007. március 1-jén kezdeményezett misszió lezárását jelentette, hivatalosan 2007. szeptember 12-én tette közzé az eurorendszer. A jelentés azokon a területeken fogalmaz meg ajánlásokat, ahol az elkövetkező években Bosznia és Hercegovina központi bankjának előrehaladást kell elérnie, hogy összhangba hozza normáit a KBER által elfogadott normákkal. A programot az újjáépítést, fejlődést és stabilizációt elősegítő közösségi programon (CARDS) keresztül az Európai Bizottság finanszírozta, és az EKB koordinálta.

5 Bahrein, Egyesült Arab Emírségek, Katar, Kuvait, Omán és Szaúd-Arábia.



6. FEJEZET

FELELŐSSÉG

I FELELŐSSÉGVÁLLALÁS A KÖZVÉLEMÉNY, VALAMINT AZ EURÓPAI PARLAMENT FELÉ

A központi banki függetlenség az elmúlt évtizedekben az iparosodott és a feltörekvő gazdaságok monetáris politikai keretrendszerének alapvető elemévé vált. A függetlenség megadásáról szóló döntést az elméleti közgazdaságtan és a tapasztalati bizonyítékok is szilárdan alátámasztják, hiszen ezek azt mutatják, hogy központi banki függetlenség elősegíti az árstabilitás fenntartását. Ugyanakkor a demokratikus társadalmak egyik alapelve, hogy a közintézmények felelősek (elszámoltathatók) legyenek az választók felé, akiktől végső soron a megbízatásukat kapták. Egy független központi bank felelőssége alatt általában azt a kötelezettséget értjük, hogy a bank megindokolja az állampolgároknak és választott képviselőiknek azt, hogy miként élt jogkörével, és milyen döntéseket hozott.

Az EKB mindig is teljes mértékben elismerte a monetáris politikai döntéseiért való felelősség alapvető fontosságát, ezért rendszeres párbeszédet folytat az EU állampolgáraival és az Európai Parlamenttel. Az EKB többlet teljesít, mint a Szerződésben lefektetett jelentési követelmények, például az előírt negyedéves jelentés helyett havi jelentéseket ad ki. A hónap első kormányzótanácsi jelentése után sajtóértekezletet is tart. Az EKB-nak a felelősség elve iránti elkötelezettségét tanúsítja a bank számos kiadványa, valamint a Kormányzótanács tagjai által 2007-ben elmondott számtalan beszéd, amelyekkel az EKB monetáris politikai döntéseit magyarázták.

Intézményi szinten a legitimitását közvetlenül az EU állampolgáraitól megszerző Európai Parlament játszik kulcsszerepet az EKB elszámoltatásában. Az EKB elnöke – a Szerződés rendelkezéseivel összhangban – az EKB 2006. évi Éves jelentését 2007-ben az Európai Parlament plenáris ülése elé terjesztette. Ezenkívül az elnök a Gazdasági és Monetáris Ügyek Bizottsága előtti meghallgatásokon továbbra is rendszeresen, negyedévenként beszámolt az EKB monetáris politikájáról és egyéb feladatairól. A bizottság egy további meghallgatásra is meghívta az elnököt, hogy magyarázza el, milyen pénzügyi műveletekkel

reagál az EKB a pénzügyi piacokon 2007 második felében mutatkozó zavarokra, és tárgyalják meg, milyen tanulságokkal szolgálhatnak az események a pénzügyi szabályozás, a felügyelet és a stabilitás szempontjából. Az elnök az Európai Parlament és a nemzeti parlamentek közös ülésén is megjelent, hogy a résztvevőkkel eszmét cseréljen az euroövezetbeli gazdasági konvergenciáról.

Az Igazgatóság más tagjait is számos alkalommal felkérték, hogy jelenjenek meg az Európai Parlament előtt. Az EKB 2006. évi Éves jelentését az alelnök nyújtotta be a Gazdasági és Monetáris Ügyek Bizottságához. Gertrude Tumpel-Gugereit kétszer jelent meg a bizottság előtt, hogy ismertesse az értékpapírkliing és elszámolás, valamint a TARGET2-Értékpapír projekt terén lezajlott legújabb fejleményeket.

Az elmúlt évekhez hasonlóan a Gazdasági és Monetáris Ügyek Bizottságának küldöttsége 2007-ben is felkereste az EKB-t, hogy az Igazgatóság tagjaival tárgyaljon. Az EKB – önként vállalt gyakorlatát folytatva – továbbra is válaszolt az Európai Parlament tagjainak írásban feltett kérdéseire, amelyek a bank hatáskörével kapcsolatos ügyekre vonatkoztak.

2 AZ EURÓPAI PARLAMENTTEL FOLYTATOTT MEGBESZÉLÉSEKEN MEGVITATOTT EGYES TÉMÁK

Az Európai Parlament és az EKB közötti eszmecsere számos témát érintettek. Az Európai Parlament által felvetett kulcsfontosságú kérdéseket az alábbiakban ismertetjük.

A PÉNZÜGYI SZABÁLYOZÁS, FELÜGYELET ÉS STABILITÁS EURÓPAI UNIÓS KERETEI

Az Európai Parlament és az EKB továbbra is intenzív párbeszédet folytatott a pénzügyi integrációval és stabilitással összefüggő ügyekről. Bár a Parlament a 2005–2010-es időszakbankövetendő, pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó szakpolitikákról szóló határozatában elismerte, hogy a fedezeti alapok (hedge fund) pótlólagos likviditási és piaci diverzifikációs forrást nyújthatnak, valamint lehetőségeket kínálnak a vállalati hatékonyság fokozására, osztotta egyes központi bankok és felügyeleti szervek aggodalmát, miszerint ezek az alapok rendszerkockázati forrást jelenthetnek. Ennek megfelelően felszólította a felügyeleti hatóságokat, hogy fokozzák együttműködésüket a Pénzügyi Stabilitási Fórum ajánlásainak érvényesítésében, és sürgette, hogy a befektetők, a kulcsfontosságú közvetítők és az állami hatóságok értékeljék a fedezeti alapok kapcsán esetleg jelentkező ügyfélkockázatokat. Az Európai Parlament a hitelminősítő ügynökségek szektorában érzékelhető nagyfokú koncentrációra is felhívta a figyelmet, és javasolta, hogy e szervezetek munkamódszereit tegyék átláthatóbbá. Ami a pénzügyi felügyeletet illeti, a Parlament aggodalmát fejezte ki amiatt, hogy a jelenlegi keretek alkalmatlanná válhatnak a pénzügyi piacok dinamikájának követésére. Hangsúlyozta, hogy a pénzügyi felügyeletet megfelelő koordináció mellett elegendő forrással és jogkörrel kell felruházni ahhoz, hogy szakszerű és gyors válaszokat adhasson a határon átnyúló nagy válságokra, amelyeknek a rendszert érintő vonzatai is vannak. Ezért szükségesnek tartotta, hogy a Lámfalussy-féle keretrendszer¹ viszonylag új, 2. és 3. szintű konstrukcióinak elfogadtatására időt hagyjon, ugyanakkor vizsgálják meg, hogy kívánatos és megvalósítható-e a prudenciális felügyelet EU-szintű végrehajtása, amennyiben erre a jövőben szükség lesz.

Az EKB elnöke hangsúlyozta: a kockázatok 2007 második felében lezajlott ártértékelése azt tükrözte, hogy az EKB és más központi bankok által korábban jelzett sebezhetőségek egy része materializálódott. Kifejtette, hogy a bonyolult pénzügyi termékek esetében fokozni kell az átláthatóságot, és tökéletesíteni kell a kockázatkezelést. Az elnök elismerte, hogy a globális hitelminősítő ügynökségek kis száma valóban problémát jelent a pénzügyi működése szempontjából. Ugyanakkor hangsúlyozta, hogy a befektetők sohasem tekinthetik a hitelminősítők álláspontját olyasvalaminek, amivel megtakaríthatják a saját hitelelemzésüket és az átvilágítást. Az elnök aláhúzta, hogy a fedezeti alapok pozitív szerepet játszottak a pénzügyi piacok hatékonyságának és likviditásának fokozásában, ugyanakkor elismerte, hogy kockázati forrást jelenthetnek a pénzügyi rendszer stabilitása szempontjából. Ezért szorgalmazta a Pénzügyi Stabilitási Fórum ajánlásainak gyors végrehajtását, és támogatta a javaslatot, hogy az árfolyam-fedezeti szektor törekedjék a legjobb módszerek (best practices) alkalmazására, aminek az ágazati normák követése lehet a megfelelő eszköze. Emlékeztetett rá, hogy sokkal jobban meg kell ismerni a nem szabályozott vállalkozásokat, például az ún. konduitokat (conduits) és a speciális célú társaságokat (special purpose vehicles), valamint kérte, hogy továbbra is alaposan vizsgálják e vállalkozások működését. Az EKB elnöke végezetül hangsúlyozta: mielőtt bármilyen nagyszabású intézményi változás szóba kerülne, a lehető legjobban ki kell aknázni

¹ A Lámfalussy-féle megközelítésnek négy szintje van. Az elsőt a rendes jogalkotási folyamattal – amely az Európai Parlamentnek és az EU Tanácsának az Európai Bizottság javaslatával kapcsolatos közös döntéshozatali eljárását foglalja magában – lefedtetik a jogszabály alapelveit. A második szinten az első szintű jogszabályok végrehajtásáról szóló intézkedések elfogadása és módosítása zajlik gyorsított eljárás keretében. A harmadik szint az ehhez a szinthez tartozó bizottságok munkáját foglalja magában, amely a felügyeleti konvergencia és az együttműködés megerősítésére irányul. A negyedik szint pedig az Európai Bizottság azon intézkedéseit jelenti, amelyek az EU-s jogszabályok alkalmazására vonatkoznak. További információk a „Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets” című, 2001. február 15-i jelentésben olvashatók az Európai Bizottság honlapján. Lásd még az EKB 2003. évi Éves jelentésének 112. oldalát.



a Lámfalussy-féle keretrendszer lehetőségeit (lásd a 4. fejezetet).

ÁLLAMHÁZTARTÁS

Az Európai Parlament és az EKB tárgyalásain nagy figyelmet fordítottak a költségvetési politikára. Az Európai Bizottság „Államháztartás a GMU-ban – 2006” című jelentésével kapcsolatos határozatában az Európai Parlament támogatta a Stabilitási és növekedési paktumban foglaltak szigorú alkalmazását, és további erőfeszítéseket sürgetett, hogy a gazdasági fellendülést kihasználva készítsék fel államháztartásukat a jövő kihívásaira, például a lakosság előregedésére. A Bizottság euroövezeti éves jelentéséről szóló határozatában az Európai Parlament ezért üdvözölte az Eurocsoportnak az euroövezetbeli tagállamok költségvetési politikáival kapcsolatban 2007 áprilisában elfogadott iránymutatásait, amelyek emlékeztettek rá, hogy a „kedvező időket” kihasználva aktívan konszolidálni kell az államháztartást, a nem várt bevételeket pedig a deficit és az adósság csökkentésére kell fordítani.

Az EKB elnöke hangsúlyozta, hogy az euroövezet országainak a kedvező gazdasági időszakot gyorsan kihasználva fel kell számolniuk a ma még meglévő költségvetési egyensúlyi problémáikat, középtávú céljaik elérése érdekében pedig fokozott kiigazításokat kell tenniük. Ennek fényében szorgalmazta, hogy valamennyi euroövezetbeli ország teljesítse az Eurocsoportban vállalt kötelezettségét, és mihamarabb, de

legkésőbb 2010-re (lásd az 5. fejezet 1.1 pontját) érje el középtávú költségvetési céljait.

FIZETÉSI ÉS ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI RENDSZEREK

Az EKB továbbra is tájékoztatta az Európai Parlamentet a fizetési rendszerek, valamint az értékpapírklíring és -elszámolási rendszerek területén folyó tevékenységről. Gertrude Tumpel-Gugerell kétszer is megjelent a Gazdasági és Monetáris Ügyek Bizottsága előtt, hogy számot adjon a TARGET2-Értékpapír nevű jegybankpénzben nyújtott értékpapír-elszámolási szolgáltatásokhoz szükséges eurorendszeri infrastruktúra kiépítésében elért eredményekről. Az EKB szintén üdvözölte, hogy az Európai Parlament és az EU Tanácsa 2007-ben elfogadta a pénzforgalmi szolgáltatásokról szóló irányelv (Payment Services Directive), hiszen az megteremtí az Egységes Euro-pénzforgalmi Övezet (SEPA) jogi alapját (lásd a 4. fejezet 3. pontját).

Az EKB 2006-os Éves jelentéséről saját kezdeményezésére elfogadott határozatában az Európai Parlament teljes támogatásáról biztosította az EKB erőfeszítéseit, hogy a magánszektorbeli kezdeményezések, például a SEPA katalizátoraként elősegítse a pénzügyi integrációt. A parlament azt is figyelembe vette, hogy a TARGET2-Értékpapírprojektelősegítheti az európai értékpapír-elszámolási infrastruktúra integrációját, fokozhatja hatékonyságát és erősítheti biztonságát. Ugyanakkor egy megfelelő irányítási keretrendszer kialakítását

is elengedhetetlennek tartotta. A 2005–2010-es időszakbankövetendő, pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó szakpolitikáról szóló határozatában az Európai Parlament további lépéseket sürgetett a Giovannini-csoportnak a határon túli elszámolási és teljesítési megállapodásokról szóló jelentésében (lásd a 2. fejezet 2. pontját) szereplő akadályok megszüntetésére.



7. FEJEZET

KÜLSŐ KOMMUNIKÁCIÓ

I KOMMUNIKÁCIÓS POLITIKA

Az EKB kommunikációjának az a célja, hogy jobban megértesse a közvéleménnyel a bank döntéseit. A kommunikáció az EKB monetáris politikájának és egyéb tevékenységeinek szerves részét képezi. Két kulcsfontosságú jellemzője, a nyitottság és az átláthatóság egyaránt hozzájárul az EKB monetáris politikájának hatékonyságához, eredményességéhez és hitelességéhez, valamint elősegíti, hogy a bank teljes mértékben számot adjon mindenfajta tevékenységéről, amint azt a 6. fejezet részletesen is ismerteti.

A monetáris politikai értékelések és döntések valós idejű, rendszeres és átfogó magyarázatainak 1999 óta érvényesített elképzelése egyedülállóan nyitott és átlátható központi banki kommunikációt tesz lehetővé. Miután a Kormányzótanács meghozza monetáris politikai döntéseit, azonnal sajtótájékoztatót tartanak, ahol megmagyarázzák azokat. A sajtókonferencián az elnök részletes bevezetőt mond, amelyben indokolja a Kormányzótanács döntéseit. Ezután az alelnökkel együtt a sajtó rendelkezésére áll, és válaszol az újságírók kérdéseire. 2004 decembere óta a Kormányzótanács által hozott döntéseket – a kamatdöntések kivételével – havonta teszik közzé az eurorendszer központi bankjainak honlapjain.

Az EKB jogi aktusait, valamint az eurorendszer pénzügyi kimutatásait az EU valamennyi hivatalos nyelvén elérhetővé teszik.¹ Az EKB Éves jelentését és a Havi jelentés negyedévenkénti számait ugyancsak lefordítják az EU hivatalos nyelveire.² A konvergenciajelentést vagy teljes egészében, vagy összefoglaló formájában teszik közzé az EU valamennyi hivatalos nyelvén.³ A nyilvánosság előtti elszámoltathatóság és az átláthatóság érdekében az EKB a kötelezően megjelentetendő kiadványokon kívül egyéb dokumentumokat is közzétesz néhány vagy minden hivatalos nyelven, elsősorban a monetáris politikai döntéseket bejelentő sajtóközleményeket, a szakértők makrogazdasági prognózisait⁴, valamint a közvélemény számára fontos monetáris politikai álláspontokat és

információs anyagokat. Az EKB legfontosabb kiadványai nemzeti nyelveken megjelenő változatainak előkészítése, kiadása és terjesztése az NKB-kkal szoros együttműködésben történik.

1 Az ír nyelvre derogáció van érvényben.

2 Az ír és a máltai nyelv kivételével. Az ír nyelvre derogáció van érvényben. Málta esetében külön megállapodás született a Central Bank of Máltával, miután a derogáció 2007 májusában megszűnt.

3 Lásd 2. lábjegyzet.

4 Az EKB szakértőinek prognózisait 2004 szeptembere, az eurorendszer szakértőinek prognózisait 2000 decembere óta.

2 KOMMUNIKÁCIÓS TEVÉKENYSÉG

Az EKB-nak különféle közönségeket kell megszólítani (pénzügyi szakértőket, a médiát, kormányokat, parlamenteket és a közvéleményt), akiknek eltérőek a pénzügyi és közgazdasági ismeretei. Feladatait és döntéseit ezért különböző kommunikációs eszközök és tevékenységek segítségével ismerteti, amelyeket állandóan finomít, hogy azok a különböző célközönségeket figyelembe véve a lehető leghatékonyabbak legyenek.

Az EKB számos tanulmányt és jelentést ad ki, köztük az Éves jelentést, amely az EKB előző évi tevékenységeinek áttekintését adja, és ezzel elősegíti, hogy az EKB tevékenységét számon lehessen kérni. A Havi jelentés az EKB-nak a gazdasági és monetáris folyamatok alakulásáról szóló rendszeres, legfrissebb értékelését, valamint a döntéseit megalapozó részletes információkat tartalmazza, míg a Pénzügyi stabilitási jelentés abból a szempontból méri fel az euroövezet pénzügyi rendszerének stabilitását, hogy miként képes kezelni a káros sokkokat.

Az Európai Parlament és a nemzeti parlamentek előtti beszámolókkal, nyilvános beszédekkel és a médiának adott interjúkkal a Kormányzótanács valamennyi tagja közvetlenül elősegíti, hogy a közvélemény jobban ismerje és értse az eurorendszer feladatait és szakpolitikáit. 2007-ben az EKB elnöke hét alkalommal jelent meg az Európai Parlament előtt, és ezeket a meghallgatásokat az EKB honlapján most már online is meg lehetett tekinteni.

2007-ben az Igazgatóság tagjai különféle közönségek előtt mintegy 220 beszédet mondtak, számos interjút adtak, és cikkeket jelentettek meg a különféle folyóiratokban, magazinokban és újságokban.

Az EKB 2007-ben 15 szemináriumot szervezett a nemzetközi és a nemzeti média számára. Hármat közülük az Európai Bizottsággal, négyet pedig az EU NKB-ival karöltve rendezett.

EKB-füzetek és műhelytanulmányok kiadásával, valamint tudományos konferenciák, szemináriumok és szakmai műhelyek szervezésével az EKB



továbbra is hozzájárult a kutatási eredmények megismertetéséhez (lásd a 2. fejezet 5. pontját).

Az euroövezetbeli NKB-k fontos szerepet játszanak abban, hogy az eurorendszer információi és üzenetei eljussanak országuk közvéleményéhez és az érdekelt felekhez. Saját nyelvükön és környezetükben szövegileg meg országuk vagy azok egyes térségeinek célközönségét.

2007-ben az EKB a ciprusi és a máltai központi bankkal együttműködve információs kampányt szervezett, hogy előkészítse az euro 2008. január 1-jei ciprusi és máltai bevezetését. A ciprusi és máltai készpénzcserével összefüggő valamennyi közös kommunikációs tevékenység során az eurobankjegyek és -érmék 2002-es bevezetésének információs kampányában használt logón alapuló „€ A MI pénzünk”⁵ logót alkalmazták. A kampányok menetét a Szlovénia 2007. január 1-jei euroövezetbe lépésére kidolgozott kommunikációs stratégia szabta meg. Céljuk az volt, hogy megismertessék a készpénzkezelőket és a közvéleményt az eurobankjegyek és -érmék vizuális megjelenésével és biztonsági elemeivel, valamint a készpénzcseré folyamatával (lásd a 3. fejezetet).

Az EKB 2007-ben körülbelül 13 500 látogatót fogadott frankfurti székházában. A látogatók az EKB szakértői által tartott előadásokon és bemutatókon első kézből kaptak információkat. Többségük az egyetemi hallgatók és a pénzügyi szektor szakemberei közül került ki. Az EKB által kiadott valamennyi dokumentum és az EKB tevékenységeinek bemutatása megtalálható az EKB honlapján. A honlapra 2007-ben 15 millióan látogattak (15 millió alkalommal töltötték

⁵ Az információs csomag az EKB honlapján a <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/pricestab/html/index.en.html> cím alatt érhető el.

le valamelyik dokumentumot). Különösen a fiatal tizenéveseknek és tanáraiknak szánt, „Az árstabilitás – Miért fontos számokra is?” című tájékoztató csomag keltett élénk érdeklődést a felhasználók körében. A csomag, amelyet az EKB és a vele együttműködő euroövezetbeli NKB-k készítettek az EU valamennyi hivatalos nyelvén, egy nyolcperces animációs filmből, valamint diákoknak szánt tájékoztató füzetekből és egy tanári kézikönyvből áll. A film az árstabilitás fogalmával ismerkedő két középiskolás diákról, Annáról és Alexről szól. A tájékoztató füzetek könnyen érthető áttekintést nyújtanak a témáról, a tanári kézikönyv pedig részletesebben is kifejti azt.

2007-ben a nagyközönség mintegy 60 000 alkalommal kért és kapott információt az EKB-tól a bank tevékenységének különböző szempontjaival kapcsolatban.

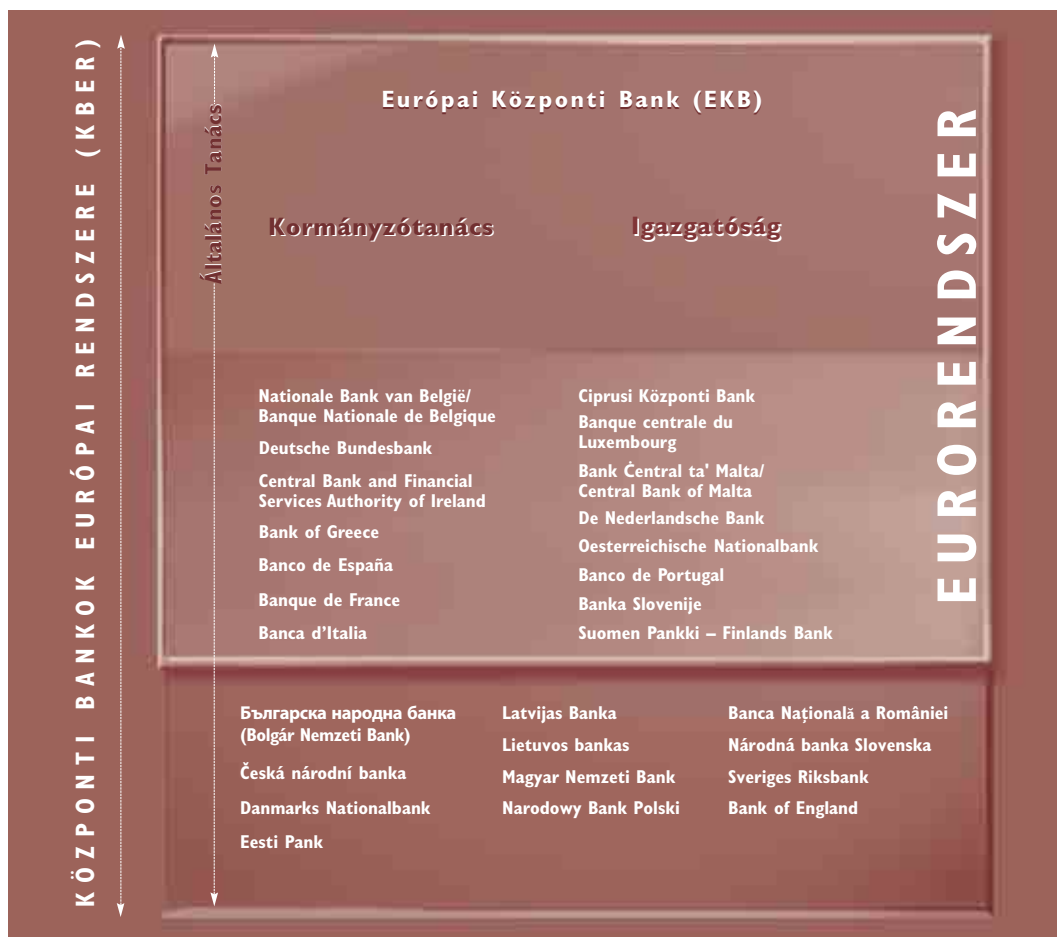
Az EKB évente Kulturális napok címmel programsorozatot szervez, amelynek célja, hogy az EU-tagállamok kulturális sokszínűségét közelebb hozza az EKB és a KBER szakembereihez, a frankfurti nemzetközi pénzügyi közösséghez, valamint Frankfurt és térsége lakosságához. A kezdeményezés minden évben egy-egy EU-s ország kulturális életének gazdagságát mutatja be, hogy elősegítse a népek közötti megértést az EU-ban. 2007-ben a Kulturális napok programja Görögországról szólt, míg a korábbi években Ausztriát, Magyarországot, Lengyelországot és Portugáliát mutatták be. A 2007. október 24. és november 13. között lebonyolított eseményeket a Görög Nemzeti Bankkal szoros együttműködésben szervezték.



**INTÉZMÉNYI KERET,
SZERVEZETI FELÉPÍTÉS,
ÉVES BESZÁMOLÓ**

I AZ EKB DÖNTÉSHOZÓ SZERVEI ÉS SZERVEZETIRÁNYÍTÁSI RENDSZERE

I.1 AZ EUORENDSZER ÉS A KÖZPONTI BANKOK EURÓPAI RENDSZERE



Az eurorendszer az euroövezet központi bankjainak rendszere. Tagjai az EKB és azon EU-tagállamok nemzeti központi bankjai, amelyeknek pénzneme az euro (2008. január 1. óta 15 ilyen ország van). Az „eurorendszer” fogalmát a Kormányzótanács azért vezette be, hogy világosabbá tegye az euroövezetbeli központi banki tevékenység szerkezetét. Az elnevezés a valamennyi tagra kiterjedő közös identitást, csapatmunkát és együttműködést hangsúlyozza. Az „eurorendszer” kifejezés elsőként a Lisszaboni Szerződésben jelent meg (lásd az 5. fejezet 1.2 pontját).

A KBER az EKB-ból és valamennyi EU-tagállam (2007. január 1. óta ezek száma 27) nemzeti központi bankjából áll, vagyis azon tagállamok központi bankjait is magában foglalja, amelyek még nem vezették be az eurót.

Az EKB az eurorendszer és a KBER központi intézménye. A két rendszer feladatait saját hatáskörében vagy a nemzeti központi bankokon keresztül végzi, illetve végezteti. A nemzetközi közjog értelmében jogi személy.

A nemzeti központi bankok saját országuk nemzeti jogrendszerének megfelelően jogi személyek. Az eurorendszer szerves részeként azokat a feladatokat látják el, amelyeket az EKB döntéshozó szervei által megállapított szabályoknak megfelelően az eurorendszer rájuk ruházott. Emellett azzal is hozzájárulnak az eurorendszer és a KBER működéséhez, hogy részt vesznek az eurorendszer/KBER szakbizottságainak munkájában (lásd a fejezet 1.5 pontját). Saját felelősségükre az eurorendszerhez nem kapcsolódó feladatokat is elláthatnak, de csak abban az esetben, ha a

Kormányzótanács szerint ezek nem ütköznek az eurorendszer céljaival és feladataival.

Az eurorendszert és a KBER-t az EKB döntéshozó szervei, vagyis a Kormányzótanács és az Igazgatóság irányítja. Az EKB harmadik döntéshozó szerve az Általános Tanács, amely mindaddig működni fog, amíg lesznek olyan EU-tagállamok, amelyek nem vezették be az eurót. A döntéshozó szervek működését a Szerződés, a KBER alapokmánya és a vonatkozó eljárási szabályzat rendelkezései szabályozzák.¹ Jóllehet az eurorendszer és a KBER döntéshozatali rendszere központosított, az EKB és az euroövezet nemzeti központi bankjai – stratégiai és működési szempontból – együttesen járulnak hozzá az eurorendszer közös céljainak eléréséhez, a KBER alapokmányának megfelelően tiszteletben tartva a decentralizáció elvét.

1.2 A KORMÁNYZÓTANÁCS

A Kormányzótanács az EKB Igazgatóságának tagjaiból és az eurót már bevezetett tagállamok nemzeti központi bankjainak elnökeiből áll. A Szerződés értelmében a Kormányzótanács fő feladatai a következők:

- az eurorendszerre ruházott feladatok ellátásához szükséges irányelvek kialakítása, döntések meghozatala;
- az euroövezet monetáris politikájának kialakítása. Ehhez kapcsolódóan a közbülső monetáris célokra, az irányadó kamatokra és az eurorendszer jegybanki tartalékképzésére vonatkozó döntéshozatal, valamint végrehajtási irányelvek meghatározása.

A Kormányzótanács rendszerint havonta két alkalommal ülésezik az EKB székházában, a németországi Majna-Frankfurtban. Havi első ülésén egyebek közt mélyrehatóan elemzi a monetáris és gazdasági folyamatokat, továbbá meghozza a velük kapcsolatos döntéseket, míg a második ülésen általában az EKB és az eurorendszer egyéb feladataira és felelősségi körére vonatkozó kérdésekkel foglalkozik.

2007-ben a testületnek két kihelyezett ülése volt: az elsőnek a Central Bank and Financial Services Authority adott otthont Dublinban, míg a másodikra az Oesterreicheische Nationalbankban került sor Bécsben.

Amikor a Kormányzótanács tagjai monetáris politikai döntést hoznak, illetve az EKB és az eurorendszer egyéb feladataival kapcsolatban döntenek, a tagok nem országuk képviselőjeként, hanem teljességgel független személyként járnak el. Ezt tükrözi a kormányzótanács szavazáskor alkalmazott „egy tag, egy szavazat” elv.

¹ Az EKB eljárási szabályzatával kapcsolatban lásd a 2004. február 19-i EKB/2004/2 határozatot az Európai Központi Bank eljárási szabályzatának elfogadásáról (HL L 80., 2004.3.18., 33. o.); a 2004. június 1-jei EKB/2004/12 határozatot az EKB Általános Tanácsa eljárási szabályzatának elfogadásáról (HL L 230., 2004.6.30., 61. o.); valamint az 1999. október 12-i EKB/1999/7 határozatot az EKB Igazgatóságának eljárási szabályzatáról (HL L 314., 1999.12.8., 34. o.). Az eljárási szabályzatok az EKB honlapján is megtekinthetők.

A KORMÁNYZÓTANÁCS TAGJAI



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

Első sor (balról jobbra):

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

Jean-Claude Trichet

az EKB elnöke

Lucas D. Papademos

az EKB alelnöke

Lorenzo Bini Smaghi

az EKB Igazgatóságának tagja

Michael C. Bonello²

a Central Bank of Malta elnöke
(2008. január 1-től)

Vítor Constâncio

a Banco de Portugal elnöke

Mario Draghi

a Banca d'Italia elnöke

Miguel Fernández Ordóñez

a Banco de España elnöke

Nicholas C. Garganas

a Görög Nemzeti Bank elnöke

Mitja Gaspari

a Banka Slovenije elnöke
(2007. január 1-től március 31-ig)

José Manuel González-Páramo

az EKB Igazgatóságának tagja

John Hurley

a Central Bank and Financial Services Authority
of Ireland elnöke

Marko Kranjec

a Banka Slovenije elnöke (2007. július 16-tól)

Klaus Liebscher

az Oesterreichische Nationalbank elnöke

Erkki Liikanen

a Suomen Pankki/Finlands Bank elnöke

Yves Mersch

a Banque centrale du Luxembourg elnöke

Christian Noyer

a Banque de France elnöke

Athanasios Orphanides²

a Ciprusi Központi Bank elnöke
(2008. január 1-től)

Guy Quaden

a Nationale Bank van België/Banque Nationale
de Belgique elnöke

Andrej Rant

a Banka Slovenije megbízott elnöke
(2007. április 1-től július 15-ig)

Jürgen Stark

az EKB Igazgatóságának tagja

Gertrude Tumpel-Gugerell

az EKB Igazgatóságának tagja

Axel A. Weber

a Deutsche Bundesbank elnöke

Nout Wellink

a De Nederlandsche Bank elnöke

² A Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta és a Ciprusi Központi Bank elnöke 2007 során mint „különleges meghívott” részt vett a Kormányzótanács ülésein az után, hogy az ECOFIN Tanács 2007. július 10-i döntésével és 2008. január 1-jei hatállyal feloldotta Málta derogációját.

1.3 AZ IGAZGATÓSÁG

Az Igazgatóság az EKB elnökéből, alelnökéből és az eurót már bevezetett tagállamok állam-, illetve kormányfőinek közös megegyezésével kinevezett további négy tagból áll. Az általában heti rendszerességgel ülésező testület fő feladatai a következők:

- előkészíti a Kormányzótanács üléseit;
- megvalósítja az euroövezet monetáris politikáját a Kormányzótanács iránymutatásának és döntéseinek megfelelően, továbbá megadja a szükséges utasításokat az euroövezet nemzeti központi bankjainak;

– viszi az EKB napi ügyeit;

– gyakorolja a Kormányzótanács által ráruházott hatásköröket, ideértve néhány szabályozási természetűt is.

Az Igazgatóság munkáját a bank vezetésével, üzleti terveivel és éves költségvetési eljárásaival kapcsolatos ügyekben a Vezetői Bizottság (Management Committee) segíti, amely a bizottság elnöki tisztségét betöltő egy igazgatósági tagból és több felső vezetőből áll.

Hátsó sor (balról jobbra):
Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

Első sor (balról jobbra):
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



AZ IGAZGATÓSÁG TAGJAI

Jean-Claude Trichet

az EKB elnöke

Lucas D. Papademos

az EKB alelnöke

Lorenzo Bini Smaghi

az EKB Igazgatóságának tagja

José Manuel González-Páramo

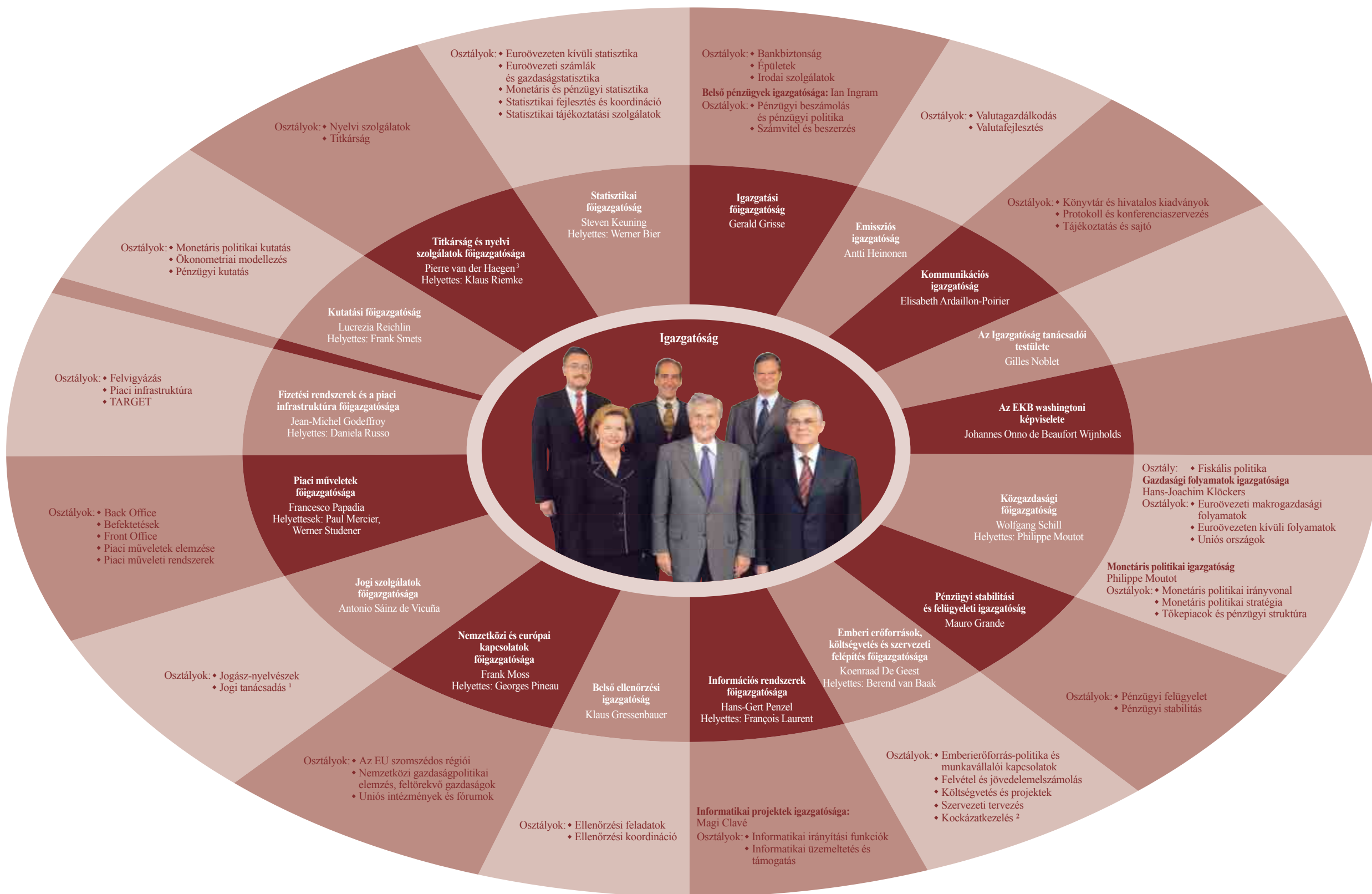
az EKB Igazgatóságának tagja

Jürgen Stark

az EKB Igazgatóságának tagja

Gertrude Tumpel-Gugerell

az EKB Igazgatóságának tagja



Igazgatóság

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)

¹ Idetartozik az adatvédelmi funkció.

² Közvetlenül az Igazgatóságnak számol be.

³ Az Igazgatóság, a Kormányzótanács és az Általános Tanács titkára.

I.4 AZ ÁLTALÁNOS TANÁCS

Az Általános Tanács tagjai az EKB elnöke, alelnöke, valamint az EU-tagállamok nemzeti központi bankjainak elnökei. Elsősorban azokat az EMI-től átvett feladatokat látja el, amelyeket az EKB-nak továbbra is el kell végezni, mivel még nem minden tagállam vezette be az eurót.

2007-ben az Általános Tanács öt alkalommal ült össze. 2007 januárja óta a Българска народна банка (Bolgár Nemzeti Bank) és a Banca Națională a României elnökei is a testület tagjai.



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 Isărescu

Első sor (balról jobbra):

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

AZ ÁLTALÁNOS TANÁCS TAGJAI

Jean-Claude Trichet

az EKB elnöke

Lucas D. Papademos

az EKB alelnöke

Leszek Balcerowicz

a Narodowy Bank Polski elnöke
(2007. január 10-ig)

Nils Bernstein

a Danmarks Nationalbank elnöke

Michael C. Bonello

a Central Bank of Malta elnöke

Christodoulos Christodoulou

a Ciprusi Központi Bank elnöke
(2007. május 2-ig)

Vítor Constâncio

a Banco de Portugal elnöke

Mario Draghi

a Banca d'Italia elnöke

Miguel Fernández Ordóñez

a Banco de España elnöke

Nicholas C. Garganas

a Görög Nemzeti Bank elnöke

Mitja Gaspari

a Banka Slovenije elnöke (2007. március 31-ig)

John Hurley

a Central Bank and Financial Services Authority
of Ireland elnöke

Stefan Ingves

a Sveriges Riksbank elnöke

Mugur Constantin Isărescu

a Banca Națională a României elnöke

Ivan Iskrov

a Българска народна банка (Bolgár Nemzeti
Bank) elnöke

Zsigmond Járai

a Magyar Nemzeti Bank elnöke
(2007. március 2-ig)

Mervyn King

a Bank of England elnöke

Marko Kranjec

a Banka Slovenije elnöke (2007. július 16-tól)

Klaus Liebscher

az Oesterreichische Nationalbank elnöke

Erkki Liikanen

a Suomen Pankki/Finlands Bank elnöke

Andres Lipstok

az Eesti Pank elnöke

Yves Mersch

a Banque centrale du Luxembourg elnöke

Christian Noyer

a Banque de France elnöke

Athanasios Orphanides

a Ciprusi Központi Bank elnöke

(2007. május 3-tól)

Guy Quaden

a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique elnöke

Andrej Rant

a Banka Slovenije megbízott elnöke

(2007. április 1-jétől július 15-ig)

Ilmārs Rimševičs

a Latvijas Banka elnöke

Reinoldijus Šarkinas

a Lietuvos bankas Igazgatóságának elnöke

Sławomir Skrzypek

a Narodowy Bank Polski elnöke

(2007. január 11-től)

András Simor

a Magyar Nemzeti Bank elnöke

(2007. március 2-től)

Ivan Šramko

a Národná banka Slovenska elnöke

Zdeněk Tůma

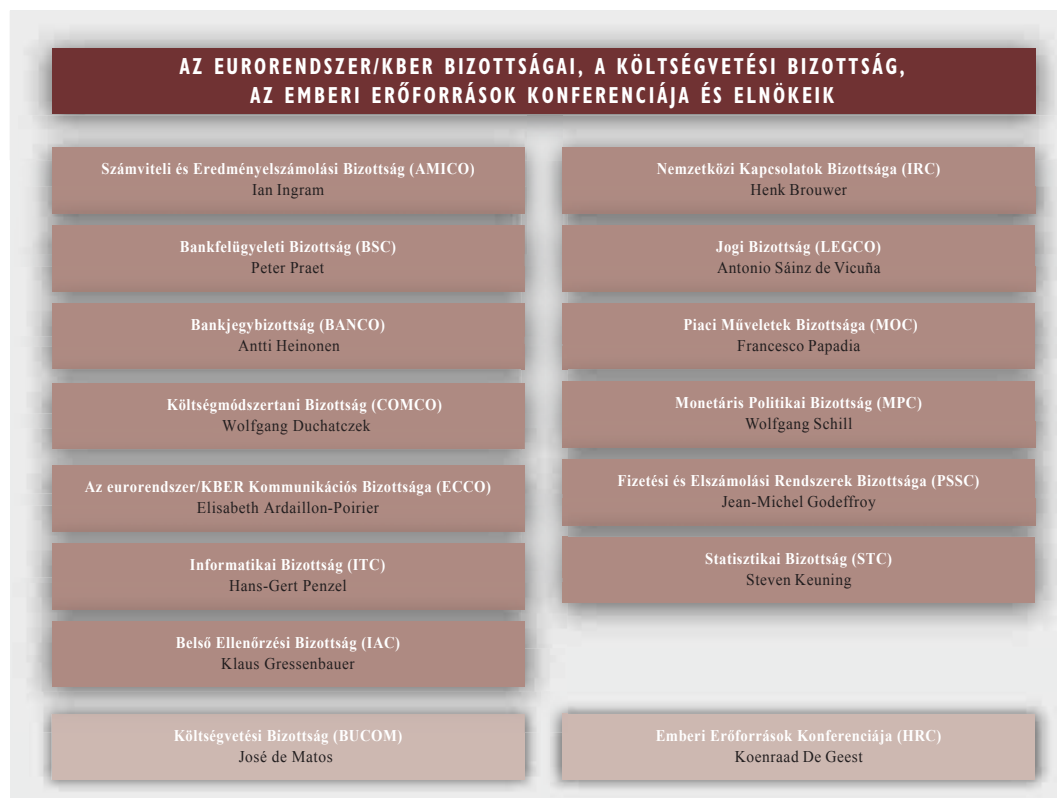
a Česká národní banka elnöke

Axel A. Weber

a Deutsche Bundesbank elnöke

Nout Wellink

a De Nederlandsche Bank elnöke

1.5 AZ EUORENDSZER/KBER SZAKBIZOTTSÁGAI, A KÖLTSÉGVETÉSI BIZOTTSÁG, AZ EMBERI ERŐFORRÁSOK KONFERENCIÁJA ÉS AZ EUORENDSZER INFORMATIKAI OPERATÍV BIZOTTSÁGA

Az eurorendszer/KBER szakbizottságai továbbra is nagy segítséget nyújtanak az EKB döntéshozó szerveinek feladataik végrehajtásában. A Kormányzótanács és az Igazgatóság felkérésére szakmai tapasztalataikkal járulnak hozzá a döntéshozatalhoz. Rendszerint kizárólag az eurorendszer központi bankjainak munkatársai lehetnek bizottsági tagok. Az eurót még be nem vezetett tagállamok nemzeti központi bankjai részt vehetnek viszont azokon a bizottsági üléseken, amelyeken az Általános Tanács felelősségi körébe tartozó kérdésekről tárgyalnak. Indokolt esetben más érintett testületeket is meghívhatnak: a Bankfelügyeleti Bizottság (Banking Supervision Committee) egyes ülésein például a nemzeti felügyeleti szervek képviselői is jelen lehetnek. Az EKB eljárási szabályzatának 9.1 cikke alapján 2007 júliusában megalakult a Költségmódszertani Bizottság (Committee on Cost Methodology), így tizenháromra emelkedett az ennek a cikknek az alapján létrehozott eurorendszer-/KBER-szakbizottságok száma.

Az eljárási szabályzat 15. cikke alapján létrejött Költségvetési Bizottság (Budget Committee) az EKB költségvetésével kapcsolatos kérdésekben segíti a Kormányzótanács munkáját. Az Emberi Erőforrások Konferenciáját (Human Resources Conference) 2005-ben hívták életre a szabályzat 9.a cikke alapján azzal a céllal, hogy emberierőforrás-gazdálkodási fórumként szolgáljon a tapasztalatok, a szakértelem és az információk megosztásához az eurorendszer/KBER központi bankjai között.

2007 augusztusában a Kormányzótanács létrehozta az Eurorendszer Informatikai Operatív Bizottságát (Eurosystem IT Steering Committee – EISC), amely azt a feladatot kapta, hogy irányítsa az eurorendszerben a folyamatos informatikai fejlesztéseket, különös tekintettel az eurorendszer informatikai irányításával kapcsolatos feladatkörökre, így: az informatikai infrastruktúrára és biztonságra vonatkozó politika kidolgozására és aktualizálására; az informatikai igények meghatározására; az informatikai projektek portfóliójának menedzmentjére és prioritásainak felállítására; az informatikai

projektek tervezésére, megvalósítására és ellenőrzésére; az informatikai rendszerek és üzemeltetés felügyeletére. A bizottság a kormányzótanácsi vitát megelőzően mérlegeli a KBER szakbizottságainak és az eurorendszer nemzeti központi bankjainak javaslatait, majd ezeket jelentések formájában a Kormányzótanács elé terjeszti, ezáltal várhatóan eredményesebbé és hatékonyabbá teszi az eurorendszer fő döntéshozó szervének az eurorendszer/KBER-beli informatikai projektekkel és üzemeltetéssel kapcsolatos döntéshozatalát. A bizottság az Igazgatóságon keresztül a Kormányzótanácsnak számol be.

1.6 SZERVEZETIRÁNYÍTÁSI RENDSZER

Az EKB szervezetirányítási rendszere az eurorendszer döntéshozó szerveken kívül számos külső és belső ellenőrzési szintet, három magatartási kódexet, valamint a nyilvánosságnak EKB-dokumentumokba való betekintését szabályozó előírásokat foglal magában.

A KÜLSŐ ELLENŐRZÉS SZINTJEI

A KBER alapokmánya az ellenőrzés két szintjét határozza meg: a külső könyvvizsgálót, aki (a 27.1 cikk értelmében) az EKB éves beszámolót auditálja, valamint az Európai Számvevőszéket, amely (a 27.2 cikk értelmében) az EKB gazdálkodásának működési hatékonyságát vizsgálja. Az Európai Számvevőszék éves jelentését az EKB erre adott válaszával együtt az EKB honlapján és Az Európai Unió Hivatalos Lapjában teszik közzé. Az EKB külső könyvvizsgálójának függetlenségéről rotációs rendszer alkalmazásával biztosítják a lakosságot.³

A BELSŐ ELLENŐRZÉS SZINTJEI

Az EKB belső ellenőrzési rendszere funkcionális megközelítésen alapul. Az egyes szervezeti egységek (szekció, osztály, igazgatóság, illetve főigazgatóság) maguk felelnek saját kockázataik

3 A 2003-as pénzügyi évtől a 2007-esig az EKB külső könyvvizsgálója a PMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft volt. Az elfogadott rotációs rendszernek megfelelően, illetve a tender eredményeként a 2008-tól 2012-ig terjedő időszakra új külső könyvvizsgálót neveznek ki.

kezeléséért, az ellenőrzésért, valamint a hatékonyságért és az eredményességért. Saját felelősségi körükön belül maguk léptetik életbe a működési ellenőrzési eljárásokat az Igazgatóság által előzetesen meghatározott kockázati toleranciaszintnek megfelelően. Például a „kínai nagy falnak” nevezett szabály- és eljárásrendszer hivatott megakadályozni, hogy a monetáris politikáért felelős területekről bennfentes információk kerüljenek az EKB devizatartalék- és sajáttőke-portfóliójának kezelőihöz. Az EKB 2007-ben átfogó keretrendszert hozott létre a működési kockázat kezelésére, ezzel tökéletesítve ez irányú tevékenységét. A keretrendszer több kockázati és ellenőrzési irányelvet, eljárást és eszközt összevonva lehetővé teszi a működési kockázatok egységes, strukturált és integrált kezelését. Az Emberi Erőforrások, Költségvetés és Szervezeti Felépítés Főigazgatósága ezen kívül figyelemmel kíséri a kockázatok összességét és a belső ellenőrzési struktúrát, továbbá javaslatokat tesz az EKB-ban a kockázatazonosítás, -értékelés és -kezelés hatékonyságának javítására.

Az EKB belső ellenőrzési struktúrájától és kockázatkövető rendszerétől függetlenül a Belső Ellenőrzési Igazgatóság is végrehajt könyvvizsgálatot az Igazgatóság közvetlen felügyelete alatt. Az EKB Ellenőrzési Chartájában⁴ meghatározott meghatalmazással összhangban a belső könyvvizsgálók független és objektív biztosítási és tanácsadói szolgáltatást nyújtanak, szisztematikus megközelítést biztosítva a kockázatkezelési, ellenőrzési és szervezeti irányítási folyamatok értékeléséhez, valamint eredményességük javításához. A Belső Ellenőrzési Igazgatóság „A belső ellenőrzés szakmai gyakorlatának nemzetközi normái” (International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing) szerint jár el, amelyeket a Belső Ellenőrök Intézete (Institute of Internal Auditors – IIA) állít össze.

Az EKB és a nemzeti központi bankok belső ellenőrzési vezetőit tömörítő Belső Ellenőri Bizottság (Internal Auditors Committee – IAC) feladata az eurorendszer/KBER közös projektjeit

és működési rendszereit érintő ellenőrzések összehangolása.

A szervezeti irányítási rendszer javítására a Kormányzótanács 2007. áprilisával létrehozta az EKB Könyvvizsgálói Bizottságát. A háromtagú testület elnöke John Hurley, a Central Bank and Financial Services Authority of Ireland elnöke.

MAGATARTÁSI KÓDEXEK

Az EKB-nak három magatartási kódexe van. Az első, a Kormányzótanácsra vonatkozó kódex alap gondolata, hogy a tagok felelősséggel tartoznak az eurorendszer feddhetetlenségének és hírnevének megőrzéséért, valamint működése eredményességének biztosításáért.⁵ A dokumentum útmutatást nyújt, valamint etikai irányelveket állít fel a Kormányzótanács tagjai és helyettesei számára, amikor azok a Kormányzótanács tagjaiként látják el feladataikat. A Kormányzótanács ezen kívül egy tanácsadót is kinevezett, aki a szakmai etika egyes aspektusairól ad eligazítást a testület tagjainak. A második az EKB magatartási kódexe, amely az alkalmazottaknak és az Igazgatóság tagjainak nyújt útmutatást, mércét, azzal az elvárással, hogy feladataikat példamutatóan, a szakmai etikai irányelvek szerint lássák el.⁶ A bennfentes kereskedelmet tiltó szabályok értelmében az EKB alkalmazottai és az Igazgatóság tagjai nem élhetnek vissza a rendelkezésükre álló belső információkkal, amikor saját vagy harmadik fél kockázatára és számlájára magánjellegű pénzügyi tevékenységet folytatnak.⁷ A harmadik kódex „Az etikai követelmények kiegészítő kódexe az Igazgatóság tagjai számára”,⁸

4 Az könyvvizsgálói rendszer átláthatóságát növelendő, az EKB a chartát honlapján is közzétette.

5 A Kormányzótanács tagjai számára szóló magatartási kódex, illetve ennek módosítása a Hivatalos Lapban (HL C 123., 2002.5.24., 9. o., illetve HL C 10., 2007.1.16., 6. o.) és az EKB honlapján olvasható.

6 Az Európai Központi Banknak az Európai Központi Bank eljárási szabályzatának 11.3 cikkével összhangban megalkotott magatartási kódexe a Hivatalos Lapban (HL C 76., 2001.3.8., 12. o.) és az EKB honlapján olvasható.

7 Az EKB személyzeti szabályzatának a szakmai etika és titoktartás szabályait tartalmazó 1.2 fejezete a Hivatalos Lapban (HL C 92., 2004.4.16., 31. o.) és az EKB honlapján olvasható.

8 Az Európai Parlament és a Tanács 1999. május 25-i 1073/1999/EK rendelete az Európai Csaláselleni Hivatal (OLAF) által lefolytatott vizsgálatokról, HL L 136., 1999.5.31., 1. o.

amely az Igazgatóság tagjaira vonatkozó etikai szabályokat részletezi tovább. Ezek egységes értelmezését az Igazgatóság által kinevezett etikai tanácsadó biztosítja.

CSALÁSELLENES INTÉZKEDÉSEK

1999-ben az Európai Parlament és az EU Tanácsa rendeletet⁹ hozott a csalással, a korrupcióval, valamint a Közösségek pénzügyi érdekeit sértő jogellenes cselekedetekkel szembeni küzdelem fokozásáról. A rendelet többek között felhatalmazza az Európai Csaláselleni Hivatalt (OLAF), hogy gyanú esetén tartson belső vizsgálatot a közösség intézményeinél, testületeinél, hivatalaiban és ügynökségeinél.

Az OLAF-rendelet előrevetíti, hogy a fenti intézmények meg hozzák majd azokat a határozatokat, amelyek alapján a hivatal náluk is lefolytathatja vizsgálatait. 2004 júniusában a Kormányzótanács határozatot¹⁰ fogadott el az Európai Központi Bankban lefolytatandó OLAF-vizsgálatok feltételeiről, amelyek 2004. július 1-jén léptek életbe.

BETEKINTÉS AZ EKB DOKUMENTUMAIBA

Az EKB dokumentumainak hozzáférhetőségéről szóló, 2004. márciusi határozat¹¹ összhangban áll más közösségi intézmények hasonló célkitűzéseivel és előírásaival. Növeli az átláthatóságot, ugyanakkor figyelembe veszi az EKB és a nemzeti központi bankok függetlenségét, továbbá gondoskodik arról, hogy a konkrétan az EKB feladatainak ellátásához kapcsolódó információk bizalmasak maradjanak.¹²

A betekintésre vonatkozó kérések száma 2007-ben is korlátozott volt.

⁹ Az Európai Parlament és a Tanács 1999. május 25-i 1073/1999/EK rendelete az Európai Csaláselleni Hivatal (OLAF) által lefolytatott vizsgálatokról (HL L 136., 1999.5.31., 1. o.).

¹⁰ Az Európai Csaláselleni Hivatalnak az Európai Központi Bankot érintő, a csalás, a korrupció és az Európai Közösségek pénzügyi érdekeit sértő bármely más jogellenes tevékenység megelőzésével kapcsolatos vizsgálatának szabályairól, valamint az Európai Központi Bank munkatársai alkalmazási feltételeinek módosításáról szóló EKB/2004/11 határozat (HL L 230., 2004.6.30., 56. o.). A határozat az Európai Bíróságnak a Bizottság kontra Európai Központi Bank ügyben (Case-11/00) hozott, 2003. július 10-i ítélete nyomán született (ECR I-7147).

¹¹ HL L 80., 2000.12.17., 42. o.

¹² Az EKB, összhangban a nyitottság és az átláthatóság iránti elkötelezettségével, honlapjának „Archívum” menüpontjában hozzáférhetővé tette régebbi dokumentumait.

2 SZERVEZETI VÁLTOZÁSOK

2.1 EMBERI ERŐFORRÁSOK

Az EKB 2007-ben átalakította emberierőforrás-politikájának feltételrendszerét, hogy nagyobb hangsúlyt helyezzen a bank számára fontos értékekre és az alapvető EE-alapelvekre.¹³ A rendszer emellett segít megérteni az egyes EE-irányelvek kiválasztása mögötti megfontolásokat és a köztük levő összefüggéseket. Az új feltételrendszerben az emberierőforrás-gazdálkodással kapcsolatos irányelvek négy fő területet foglalnak magukban:

VÁLLALATI KULTÚRA

Mínthogy az EKB munkavállalói az EU 27 tagállamból érkeznek, a sokszínűség kezelése szerves részét képezi a bank emberierőforrás-gyakorlatának, hogy az egyéni szakértelem megfelelő elismerésben részesüljön, és teljes mértékben hasznosuljon a szervezet céljainak megvalósításában. A tevékenység a 2006-ban útnak indított sokszínűségi stratégián alapul, amelynek célja az alkalmazottak iránti tiszteletteljes bánásmód és érdemekben alapuló teljesítményértékelés biztosítása.

Az EKB hat közös értékét (szakértelem, eredményesség és hatékonyság, feddhetetlenség, csapatszellem, átláthatóság és felelősségvállalás, valamint Európa ügyének előmozdítása) még erősebben integrálták az EE-irányelvekbe, hogy hatásuk a mindennapi viselkedés alakításában és a jobb teljesítményben is lecsapódhasson.

A MUNKAVÁLLALÓI KÉPESSÉGEK FEJLESZTÉSE

Azután, hogy 2006-ban általános mobilitási elveket vezettek be, amelyek arra ösztönzik a dolgozókat, hogy minden szolgálatban eltöltött ötödik év után munkakört váltsanak, a belső mobilitás jelentős lendületet vett. Ez lehetőséget ad az alkalmazottaknak szakismereteik és készségeik fejlesztésére, továbbá az egyes szervezeti egységekben elősegíti a munkavállalói tudatosság fejlődését és az együttműködésből fakadó előnyök jobb kihasználását. Ebben a tekintetben a belső felvételi politika, amely az átfogó szakértelemre helyezi a hangsúlyt, a bankon belüli szakember-mobilitás további ösztönzését szolgálja. 2007-ben működésbe

lépett az úgynevezett mobilitásablak (mobility window), amelynek felhasználásával lehet lebonyolítani a munkatársak cseréjét, és például a távollevő kollégák helyettesítése miatti ideiglenes belső áthelyezést. 2007-ben összesen 152 alkalmazott – köztük 31 menedzser és tanácsadó – került ideiglenesen vagy hosszútávra „házon belül” más pozícióba.

Az EKB külső munkatapasztalat-szerzésre kiépített rendszere lehetővé teszi szakemberek áthelyezését az EU 27 nemzeti központi bankjának valamelyikébe vagy megfelelő pénzügyi szervezethez (pl. az IMF-hez és a BIS-hez) kettőtől tizenkét hónapig terjedő időtartamra. Ennek keretében 2007-ben 23 szakembert helyeztek át. Ezenkívül 36 munkavállaló maximum három évre fizetés nélküli szabadságot vett ki, közülük többen (19) nemzeti központi bankban, nemzetközi szervezetben vagy magánszektorbeli vállalatnál helyezkedtek el, míg a többiek tanulmányi szabadságon voltak.

Az EE-stratégia a mobilitás, beleértve a vezetői rotáció szorgalmazása mellett továbbra is központi szerepet szánt az EKB vezetősége fejlesztésének, különös tekintettel a menedzseri képességek terén való továbbképzésekre és a személyre szabott foglalkozásokra. Ez a továbbképzés a vezetői képességek fejlesztését, a teljesítmény és a szervezeti változások kezelését, valamint az EKB sokszínűségi stratégiájának alapvető pillérét jelentő „munkahelyi méltóság” megteremtését tűzte ki célul.

Ezen túlmenően a vezetők kötelező jelleggel részt vettek egy több forrásból érkező visszajelzéseken alapuló éves felmérésben, amelyben közvetlen beosztottak, hasonló beosztásban levők és külső munkatársak véleményéből rajzolódnak ki azok a területek, ahol az egyes vezetőknek még fejlődniük kell. A felmérés eredményei alapján a vezetők egyéni képzésre kapnak lehetőséget.

¹³ Az EE-alapelvek a következők: szervezeti igények, decentralizált munkaerő-gazdálkodás, érdem, sokszínűség, vonzó foglalkoztatási feltételek, kölcsönös elkötelezettség.

Az EKB EE-stratégiájának sarokköve továbbra is a munkavállalói készségek és a szakértelem folyamatos bővítése. Az alapelv az, hogy a tanulás és fejlődés a munkavállalók és az intézmény közös felelőssége. Az EKB biztosítja a költségvetési feltételeket és a képzési kereteket, a vezetők pedig meghatározzák az egyes munkavállalók aktuális pozíciója támasztotta képzési igényt. De a munkavállalóknak is meg kell tenniük a szükséges lépéseket a továbbképzés terén, hogy megőrizzék szakértelmük magas színvonalát. A dolgozók számos bankon belüli lehetőség mellett továbbra is igénybe vettek külső képzési lehetőségeket a speciálisabb jellegű egyéni képzési igények kielégítésére. Hasznosak voltak számukra a közös KBER-programokként szervezett vagy nemzeti központi bankok által kínált képzési lehetőségek is.

Az EKB a továbbképzési politika keretében 22 munkavállalónak adott lehetőséget olyan végzettség megszerzésére, amely a jelenlegi pozíciója által megkövetelnél magasabb szakképzettséget biztosít.

MUNKAERŐ-FELVÉTEL

Az állandó pozíciók betöltésére a bankon kívülről határozott időtartamra kötött szerződésekkel történt: vezetői munkakörbe öt évre, a többi munkakörbe három évre. Az állandó pozíciókra ajánlott határozott idejű szerződések, egy szervezeti megfontolásokat és egyéni teljesítményt

figyelembe vevő felülvizsgálati eljárás keretében, határozatlan idejűvé alakíthatók. 2007-ben 27 külső pályázó kapott határozott időre szóló és átalakítható szerződést. Ezenkívül 56 esetben kötöttek olyan határozott időre szóló és egy évnél tovább távollevő munkavállaló helyettesítésére szerződést, amely nem átalakítható, valamint 114 rövid időtartamú szerződést egy évnél rövidebb ideig, fizetés nélküli vagy szülői szabadságon levők helyettesítésére. Az alábbi táblázatban látható a dolgozói létszám 2007-es alakulása.

Az NKB-kból és a nemzetközi szervezetekből érkező szakértők rövid időtartamra szóló szerződésai révén gazdagodnak mind a bank, mind az illető szervezetek tapasztalatai, egyszersmind erősödik a csapatszellem a KBER-en belül.

A széles képzési háttérrel rendelkező friss diplomások második csoportja 2007 szeptemberében csatlakozott a posztgraduális programhoz kétéves, át nem alakítható szerződés keretében.

Az EKB a szakmai gyakorlati programot elsősorban közgazdasági, statisztikai, vállalatvezetői, jogi és fordítói háttérrel rendelkező hallgatóknak és diplomásoknak kínálja.

A Wim Duisenberg kutatási ösztöndíjprogram részeként öt ösztöndíjat osztottak szét vezető közgazdászok között, továbbá ugyancsak ötöt fiatal kutatóknak a Lámfalussy-ösztöndíjprogram keretében.

ALKALMAZÁSI FELTÉTELEK

Az EKB nagyszabású projektet indított, amelynek célja egy vállalati erőforrások megtervezését szolgáló rendszer bevezetése. A SAP-re épülő ISIS rendszer (az integrált adatok, karcsúsított folyamatok, információk és megosztás kifejezések angol megfelelőinek első betűjéből képzett mozaikszó) beindulása jelentős hatással lesz az emberierőforrás-menedzsmenttel összefüggő számos feladatra. A különféle adminisztrációs folyamatok leegyszerűsítése

A dolgozói létszám alakulása

	2007	2006
EKB-szerződéses munkavállalók, teljes munkaidős pozíció ¹⁾	1375	1342
NKB-ból, illetve nemzetközi szervezetektől érkező szakértők rövid időre szóló szerződésai	106	93
A posztgraduális programban részt vevő munkavállalók	10	6
Gyakornoki pozíciók	145	173

Forrás: EKB.

1) A 2007. december 31-i állapot szerint a jóváhagyott dolgozói létszám 1348 volt. Az eltérés elsősorban annak tudható be, hogy a 12 hónapnál tovább távollevő munkatársak helyettesítését határozott időre szóló szerződésekkel oldották meg.

mellett lehetővé teszi a munkatársak és a vezetők számára, hogy számos feladatot „önkiszolgáló üzemmódban” végezzenek, ami növeli a szervezet hatékonyságát.

A bank, tekintettel a várható élettartam utóbbi időbeli alakulására, kezdeményezte a munkavállalók nyugdíjrendszerének felülvizsgálatát. A vizsgálat eredményei alapján a rendszer megváltoztatására várhatóan 2009 elején kerül sor.

A szakmai és a magánélet egyensúlyának, valamint a bank rugalmasságának javítása áll az Igazgatóság azon döntésének háttérében, hogy kísérleti jelleggel, és fokozatosan növekvő munkaidőben bevezeti a távmunkát. A projekt lezárultával gondosan kiértékelik az előnyöket és hátrányokat, majd ez alapján döntenek a rendszer kiterjesztéséről.

AZ EMBERI ERŐFORRÁSOK KONFERENCIÁJA, AZ EURORENDSZER KÜLDETÉSI NYILATKOZATÁHOZ KAPCSOLÓDÓ TEVÉKENYSÉG

Az Emberi Erőforrások Konferenciáját (Human Resources Conference – HRC) 2005-ben hozták

létre, az eurorendszer, illetve a KBER központi bankjai közötti együttműködést és csapatszellem megerősítésére az EE-menedzsment terén. A konferencia 2007-es működése a munkavállalók képzésének és fejlesztésének különféle aspektusaival foglalkozott, ideértve a KBER-en belüli képzéseket és a nagyobb mobilitást szolgáló intézkedéseket.

A tapasztalatcserét és a legjobb gyakorlat követését elősegítendő, szakmai műhelyeket és prezentációkat rendeztek például a munkaerő-felvételi és kiválasztási eljárások, az értékelő központok, a belső mobilitás, valamint a karrierépítés témakörében. Emellett konferenciát rendeztek a szervezeti változások vezetéséről, továbbá új munkacsoportot hoztak létre, amely emberierőforrás-kezelésre vonatkozó információkkal foglalkozik a KBER-en belül.

2.2 AZ EKB ÚJ SZÉKHÁZA

Az EKB új székházával kapcsolatos munkálatok 2007-ben a tervek szerint haladtak. A 2007.



február 20-ával kezdődő részletes tervezési szakasz eredményeit 2007. október 8-án tették közzé. Az építési engedélyek kérelmezéséhez szükséges terveket 2007. október 22-én nyújtották be Frankfurt illetékes városi hatóságaihoz.

Bár a részletes tervezési szakaszban az épületegyüttes általános megjelenését nem változtatták meg, tovább finomították a terveket. Elvégezték a Grossmarkthalle (nagybani vásárcsarnok) építéséhez használt eredeti épületelemek és anyagok helyszíni elemzését, amivel a cél a megfelelő restaurálási módszerek kifejlesztése volt. A csarnok belső terében végzendő munkákat is pontosították, különös figyelmet szentelve a tűzvédelmi és biztonsági követelményeknek, továbbá a funkcionális terek strukturális elemeivel kapcsolatos részleteket is kidolgozták.

Meghatározták az új székház belső tereinek átfogó koncepcióját, kitérve a felhasználandó anyagokra és felületekre. Hogy a fő épületelemekhez kiválasztott alapanyagokat minőségi és funkcionális szempontból tesztelhesék, mintaépítményeket emeltek. A műszaki, funkcionális és építészeti megoldásokat úgy ellenőrizték, hogy az eljövendő telephelyen a déli irodatorony középső elemének homlokzatát és a szomszédos átriumot ábrázoló, tényleges méretű kétemeletes makettet helyeztek el.

Frankfurt városa tervezési főosztálya az EKB-val közösen 2007-ben továbbfejlesztette azt a földhasználati tervet, amely lehetővé teszi a fenntartható városfejlesztést. A tervet a demokratikus törvényesség érdekében a nyilvánosság és a hatóságok bevonásával készítik el. A dokumentum a város hivatalos lapjában, az „Amtsblatt”-ban való 2007. november 13-i közzététellel jogi erőre emelkedett.

Az EKB 2007 augusztusában nemzetközi és nyílt fővállalkozói pályázatot írt ki az EKB új épületegyüttesének megépítésére. A felhívást az Európai Unió Hivatalos Lapjában és a bank honlapján tették közzé. A szerződés megkötésére előreláthatólag 2008 októberében kerül sor, az

érdemi építkezés pedig az ütemezés szerint az utolsó negyedévben indulhat. Az előkészítő helyszíni munkálatok 2008 első negyedében elkezdődnek, a székház átadását pedig 2011 végére tervezik.

Frankfurt városa 2008-ban pályázatot hirdet olyan emlékhely kialakítására, amely a Grossmarkthalleből deportált zsidó lakosokról szóló megemlékezést és tájékoztatást szolgálja.

2.3 AZ EUORENDSZER BESZERZÉSI KOORDINÁCIÓS HIVATALA

2007 júliusában a Kormányzótanács felállította az Eurorendszer Beszerzési Koordinációs Hivatalát (Eurosystem procurement Coordination Office – EPCO), amelynek feladata az eurorendszerbeli együttműködés megerősítése a beszerzés terén. Az EPCO fő feladatai a legjobb gyakorlat meghonosításának és cseréjének elősegítése az eurorendszerben, a vásárlóerő összevonását lehetővé tevő infrastruktúrák (tudás, funkcionális eszközök, informatikai folyamatok) fejlesztése és az eurorendszer beszerzési feladatainak összehangolása. Az eurorendszer központi bankjai önkéntes alapon vesznek részt a folyamatban. 2007 decemberében a Banque centrale du Luxembourg-ot jelölték ki az EPCO házigazdájának szerepére a 2008. január 1. és 2012. december 31. közötti időszakra.

3 A KBER TÁRSADALMI DIALÓGUSA

A KBER Társadalmi Dialógusa konzultációs fórum, amelyen az EKB és a KBER központi banki munkavállalóinak, valamint az európai szakszervezetek szövetségeinek¹⁴ képviselői vesznek részt. A párbeszéd célja a tájékoztatás és az eszmecsere elősegítése azokban a kérdésekben, amelyeknek számottevő hatása lehet a KBER központi bankjainak alkalmazási feltételeire.

A Társadalmi Dialógus 2007 júniusában és decemberében ülésezett. A megbeszéléseken a bankjeggyártáshoz, a bankjegyforgalomhoz, a fizetési rendszerekhez (TARGET2, TARGET2 Értékpapír, CCBM2) és a pénzügyi felügyelethez kapcsolódó kérdések mellett az eurorendszer küldetési nyilatkozatához, stratégiai céljaihoz és szervezeti alapelveihez fűződő intézkedések megvalósításával, valamint ezeknek az eurorendszer munkatársainak napi munkájában játszott szerepével foglalkoztak. A munkavállalók képviselőit tájékoztatták továbbá az Emberi Erőforrások Konferenciájának munkájáról is.

Az EKB 2007-ben is félévente megjelentette hírlevelét, amellyel célja a munkavállalók képviselőinek tájékoztatása volt a fenti témákat érintő legfrissebb fejleményekről.

2007-ben kezdeményezték az EKB és az európai szakszervezeti szövetségek között 2006-ban elfogadott intézkedések megvalósítását, amelyre 2008-ban kerül majd sor.

¹⁴ Az Európai Központi Bankok Szakszervezeteinek Állandó Bizottsága (Standing Committee of European Central Bank Unions – SCECBU), a Szakszervezetek Nemzetközi Hálózata – Europa Finance (Union Network International) és a Köszolgáltatói Szakszervezetek Európai Szövetsége (European Federation of Public Service Unions – EPSU).

4 AZ EKB ÉVES BESZÁMOLÓJA

VEZETŐI JELENTÉS A 2007. DECEMBER 31-ÉVEL ZÁRULÓ ÉVRŐL

1 ALAPTEVÉKENYSÉG

Az EKB 2007. évi tevékenységét részletesen az *Éves jelentés* megfelelő fejezetei mutatják be.

2 CÉLOK, FELADATOK

Az EKB céljait és feladatait a KBER alapokmánya (2. és 3. cikk) ismerteti. A célokat az EKB elnöke is áttekinti az *Éves jelentéshez* fűzött előszavában.

3 FŐ ERŐFORRÁSOK, KOCKÁZATOK, TEVÉKENYSÉGEK

AZ EKB IRÁNYÍTÁSI RENDSZERE

Az EKB szervezeti irányításával az *Éves jelentés* 8. fejezete foglalkozik.

IGAZGATÓSÁGI TAGOK

Igazgatósági tagnak jelölhető mindazon személy, akinek monetáris és banki ügyekben nagy szakmai tekintélye és tapasztalata van. A tagokat az EU Tanácsának ajánlására, az Európai Parlamenttel és az EKB Kormányzótanácsával történt egyeztetést követően a tagállamok állam-, illetve kormányfőinek közös megegyezésével nevezik ki.

A tagok foglalkoztatási feltételeit a Kormányzótanács határozza meg egy bizottság javaslata alapján. E bizottságba három tagot a Kormányzótanács, hármat az EU Tanácsa nevez ki.

Az igazgatósági tagok javadalmazását az éves beszámoló „Személyi jellegű ráfordítások” című 29. pontja tárgyalja.

MUNKAVÁLLALÓK

Az EKB-ban határozott, illetve határozatlan szerződéssel foglalkoztatottak (teljes állású munkaerőnek megfelelő) átlagos száma a 2006-os 1360-ról 2007-ben 1394-re emelkedett.

Az év végén a banknak 1417 dolgozója volt. A dolgozói létszámmal kapcsolatban további információk az éves beszámoló „Személyi jellegű ráfordítások” című 29. pontjában, valamint a 8. fejezet 2. pontjában olvashatók, amely az EKB emberierőforrás-stratégiáját is leírja.

BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉG, KOCKÁZATKEZELÉS

Az EKB devizatartalék-portfóliója azokból a devizatartalék-eszközökből, illetve a hozzájuk kapcsolódó bevételekből áll, amelyeket az euroövezet NKB-i a Központi Bankok Európai Rendszere és az Európai Központi Bank alapokmánya 30. cikkének értelmében az EKB-nak átadtak. A portfólió célja az EKB devizapiaci műveleteinek finanszírozása a Szerződésben meghatározott esetekben.

Az EKB saját vagyonalap-portfóliója a befizetett tőkéből, a devizaárfolyam-, kamat- és árfolyamkockázatra képzett céltartalék ellenoldali tételéből, az általános tartalékalapból és a portfólió múltban felhalmozott jövedelméből származó befektetéseket tartalmazza. Ez a bevételi forrás hozzájárul az EKB működési költségeinek finanszírozásához.

Az EKB befektetési tevékenységéről és a kapcsolódó kockázatok kezeléséről a 2. fejezet ír részletesebben.

AZ EKB KÖLTSÉGVETÉSÉNEK ELKÉSZÍTÉSE

Az EKB pénzügyi irányításának kulcsszereplője az EKB és az euroövezeti NKB-k szakértőit tömörítő Költségvetési Bizottság (BUCOM). Az EKB eljárési szabályzatának 15. cikke értelmében a BUCOM azzal segíti a Kormányzótanács munkáját, hogy részletesen értékeli az EKB éves költségvetési javaslatait, az Igazgatóság kiegészítő költségvetési finanszírozásra benyújtott kérelmeit, mielőtt azok a Kormányzótanács elé kerülnének elfogadásra. A költségvetés kiadási tételeinek betartását (az EKB belső ellenőrzési részlegének tanácsaira támaszkodva) az Igazgatóság és (a BUCOM bevonásával) a Kormányzótanács felügyeli.

4 PÉNZÜGYI EREDMÉNY

PÉNZÜGYI MÉRLEG

A KBER alapokmányának 26.2 cikke értelmében az EKB éves beszámolóját az Igazgatóság készíti el a Kormányzótanács által lefektetett alapelveknek megfelelően. A beszámolót a kormányzótanácsi elfogadást követően hozzák nyilvánosságra.

DEVIZAÁRFOLYAM-, KAMATLÁB- ÉS ARANYÁRFOLYAM-KOCKÁZATRA KÉPZETT CÉLTARTALÉK

Mint ahogy az EKB legtöbb eszközét és kötelezettségét bizonyos időközönként átértékelik az aktuális devizapiaci árfolyamok és értékpapír-árfolyamok alapján, az árfolyamkockázatok és, kisebb mértékben, a nyitott kamatpozíciók az EKB jövedelmezőségét jelentősen befolyásolják. Ezek a kockázatok elsősorban az EKB USA-dollárban, japán jenben és aranyban tartott devizatartalék-eszközeiből erednek, amelyeket a bank jellemzően kamatozó instrumentumokba fektet be.

2005-ben a Kormányzótanács az EKB jelentős kockázati pozícióit és az átértékelési számlák nagyságát figyelembe véve úgy döntött, hogy a devizaárfolyam-, a kamatláb- és az aranyárfolyam-kockázat fedezésére céltartalékot képez. A 2006. december 31-i állapot szerint a deviza-, kamat- és aranyárfolyam-kockázat ellen képzett céltartalék 2 371 395 162 eurót tett ki. A KBER alapokmányának 49.2 cikke értelmében 2007. január 1-jei hatállyal a Banka Slovenije is befizetett 10 947 042 eurót a céltartalékba. A Kormányzótanács helyzetértékelése alapján úgy döntött, hogy 2007. december 31-én további 286 416 109 eurót utal át a céltartalékba, amelynek értéke így 2 668 758 313 euróra emelkedett, és 2006-hoz hasonlóan éppen nullára csökkentette a nettó nyereséget.

A céltartalékot a realizált és nem realizált veszteségek, különösen az átértékelési számlák által nem fedezett értékelési veszteségek finanszírozására fordítják. Az állomány méretét és folyamatos szükségességét évente áttekintik.

A vizsgálat során számos tényezőt figyelembe vesznek, köztük a kockázatos eszközök állományának nagyságát, az adott pénzügyi évben realizálódott kockázati pozíciókat, a következő évre prognosztizált eredményt, valamint egy időben konzisztensen alkalmazott kockázatértékelést, amely a kockázatos eszközök értékének (Values at Risk – VaR) kiszámítását jelenti. A Kormányzótanács úgy döntött, hogy a céltartalék és az EKB általános tartalékalapja együttesen nem haladhatja meg az euroövezeti nemzeti központi bankok által befizetett tőke értékét.

A 2007-ES PÉNZÜGYI EREDMÉNY

Ha a devizaárfolyam-, kamatláb- és aranyárfolyam-kockázatra képzett céltartalékot 2007-ben nem bővítették volna, az EKB nettó nyeresége 286 millió euro lett volna.

Az euro USA-dollárral és kisebb mértékben a jennel szembeni felértékelődése miatt mintegy 2,5 milliárd euróval le kellett értékelni 2007-ben az EKB ezen devizákban denominált eszközeinek euroértékét, amit az eredménykimutatásban számoltak el.

A nettó kamatbevétel a 2006-os 1972 millió euróról 2007-ben 2421 millió euróra emelkedett, aminek oka elsősorban a forgalomban lévő eurobankjegyek számának növekedése és az EKB irányadó refinanszírozási kamatlábának emelkedése, amely alapján az eurorendszerbeli bankjegykibocsátásban fennálló részesedése kamatozik.

A pénzügyi műveletekből származó nettó realizált nyereség a 2006. évi 475 millió euróról 779 millió euróra emelkedett 2007-ben, ami (a) az amerikai kamatlábak 2007-es csökkenésének, és ebből következően az értékpapír-eladásból származó éves nettó realizált nyereség növekedésének, valamint (b) az aranyár-emelkedésnek és az aranyeladás nyomán realizált nyereség ebből adódó növekedésének tudható be. Az aranyeladást az aranyra vonatkozó, 2004. szeptember 27-én az EKB által is aláírt központi bankok közötti megállapodás alapján hajtották végre.

Az EKB igazgatási összköltsége az értékcsökkenést is beleértve a 2006-os 361 millió euróról 385 millió euróra emelkedett 2007-ben.

AZ EKB TŐKÉJÉNEK MEGVÁLTOZÁSA

A KBER-alapokmány 49.3 cikkével összhangban, amellyel a Csatlakozási Szerződés egészítette ki az alapokmányt, az EKB jegyzett tőkéje valamely új tagállam csatlakozásával automatikusan megemelkedik, ahogy az illető nemzeti központi bank belép a KBER-be. A tőkeemelés megkívánja valamennyi KBER-tag NKB tőkejegyzésikus-súlyának kiszámítását a KBER-alapokmány 29.1 cikkének analógiájára és a 29.2 cikkben előírtak szerint. Ennek megfelelően 2007. január 1-jén, Bulgária és Románia uniós csatlakozásakor (a) módosult az NKB-k tőkerészesedése az Európai Központi Bank tőkejegyzési kulcsának módosításához alkalmazandó statisztikai adatokról szóló, 2003. július 15-i 2003/517/EK tanácsi határozat alapján; továbbá (b) az EKB jegyzett tőkéje 5761 millió euróra emelkedett.

A KBER alapokmányának 49.1 cikkével összhangban a Banka Slovenije az euro 2007. január 1-jei szlovéniai bevezetésekor befizette jegyzett tőkéjének fennmaradó részét, míg a Bolgár Nemzeti Bank/Българска народна банка és a Banca Națională a României a többi euroövezeten kívüli NKB-hoz hasonlóan jegyzett tőkéje 7%-ának befizetésével járult hozzá az EKB működési költségeihez.

E két esemény eredőjeként az EKB befizetett tőkéje a 2006. december 31-i 4089 millió euróról 4127 millió euróra emelkedett 2007. január 1-jén. A változásokkal kapcsolatban további részletek az éves beszámoló „Saját tőke” című 15. pontjában olvashatók.

AZ EKB MÉRLEGE A 2007. DECEMBER 31-I FORDULÓNAPON

ESZKÖZÖK	A FEJEZET KAPCSOLÓDÓ PONTJA	2007 €	2006 €
Aranykészletek és aranykövetelések	1	10 280 374 109	9 929 865 976
Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakövetelések	2		
Az IMF-fel szembeni követelések		449 565 998	414 768 308
Bankokkal szembeni számlakövetelések, értékpapír-befektetések, euroövezeten kívüli hitelek és egyéb euroövezeten kívüli eszközök		28 572 614 853	29 313 377 277
		29 022 180 851	29 728 145 585
Euroövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakövetelések	2	3 868 163 459	2 773 828 417
Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni követelések euróban	3		
Bankokkal szembeni számlakövetelések, értékpapír-befektetések, hitelek		25 128 295	4 193 677
Euroövezetbeli hitelintézetekkel szembeni egyéb követelések euróban	4	100 038 774	33 914
Eurorendszeren belüli követelések	5		
Az eurorendszeren belüli eurobankjegyelosztással kapcsolatos követelések		54 130 517 580	50 259 459 435
Eurorendszeren belüli egyéb követelések (nettó)		17 241 183 222	3 545 868 495
		71 371 700 802	53 805 327 930
Egyéb eszközök	6		
Tárgyi eszközök		188 209 963	175 180 989
Egyéb pénzügyi eszközök		9 526 196 135	8 220 270 389
Mérlegen kívüli tételek átértékelési különbözetei		34 986 651	29 518 315
Aktív időbeli elhatárolások		1 557 414 330	1 094 509 354
Egyéb tételek		69 064 934	5 580 697
		11 375 872 013	9 525 059 744
Eszközök összesen		126 043 458 303	105 766 455 243

FORRÁSOK	A FEJEZET KAPCSOLÓDÓ PONTJA	2007 €	2006 €
Forgalomban lévő bankjegyek	7	54 130 517 580	50 259 459 435
Egyéb euroövezetbeli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban	8	1 050 000 000	1 065 000 000
Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban	9	14 571 253 753	105 121 522
Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek	10		
Betétek, egyenlegek, egyéb kötelezettségek		667 076 397	330 955 249
Eurorendszeren belüli kötelezettségek	11		
Devizatartalék-átadás mértékének megfelelő kötelezettségek		40 041 833 998	39 782 265 622
Egyéb források	12		
Mérlegen kívüli tételek átértékelési különbözetei		69 589 536	0
Passzív időbeli elhatárolások		1 863 461 316	1 262 820 884
Egyéb tételek		659 763 920	899 170 800
		2 592 814 772	2 161 991 684
Céltartalékok	13	2 693 816 002	2 393 938 510
Átértékelési számlák	14	6 169 009 571	5 578 445 671
Saját tőke	15		
Tőke		4 127 136 230	4 089 277 550
Tárgyévi nyereség		0	0
Források összesen		126 043 458 303	105 766 455 243

AZ EKB EREDMÉNYKIMUTATÁSA A 2007. DECEMBER 31-ÉVEL ZÁRÓDÓ ÉVRŐL

	A FEJEZET KAPCSOLÓDÓ PONTJA	2007 €	2006 €
Devizataralékok utáni kamatbevétel		1 354 887 368	1 318 243 236
Az eurobankjegyek eurorendszeren belüli elosztásából származó kamatbevétel		2 004 355 782	1 318 852 000
Egyéb kamatbevétel		4 380 066 479	2 761 697 060
<i>Kamatbevétel</i>		<i>7 739 309 629</i>	<i>5 398 792 296</i>
Az NKB-k devizataralék-átadással kapcsolatos követelése után fizetett kamat		(1 356 536 045)	(965 331 593)
Egyéb kamatráfordítás		(3 962 006 944)	(2 461 625 254)
<i>Kamatráfordítás</i>		<i>(5 318 542 989)</i>	<i>(3 426 956 847)</i>
Nettó kamatbevétel	23	2 420 766 640	1 971 835 449
Pénzügyi műveletekből származó realizált nyereség/vesztés	24	778 547 213	475 380 708
Pénzügyi eszközök és pozíciók értékvesztése	25	(2 534 252 814)	(718 467 508)
Deviza- és egyéb árfolyamkockázattal kapcsolatos céltartalék-képzés ill. céltartalék-felszabadítás		(286 416 109)	(1 379 351 719)
Pénzügyi műveletek, értékvesztés és kockázati céltartalék-képzés nettó eredménye		(2 042 121 710)	(1 622 438 519)
Díjak és jutalékok nettó ráfordítása	26	(621 691)	(546 480)
Részvényekből és részesedésekből származó bevétel	27	920 730	911 866
Egyéb bevétel	28	6 345 668	11 407 583
Nettó bevétel összesen		385 289 637	361 169 899
Személyi jellegű ráfordítás	29	(168 870 244)	(160 847 043)
Igazgatási költségek	30	(184 589 229)	(166 426 595)
Tárgyi eszközök értékcsökkenése		(26 478 405)	(29 162 141)
Bankjegy-előállítási költségek	31	(5 351 759)	(4 734 120)
Tárgyévi nyereség		0	0

Majna-Frankfurt, 2008. február 26.

EURÓPAI KÖZPONTI BANK

Jean-Claude Trichet
elnök

AZ EKB SZÁMVITELI POLITIKÁJA¹

A PÉNZÜGYI BESZÁMOLÓ MEGJELÉNÉSE ÉS FELÉPÍTÉSE

Az Európai Központi Bank (EKB) pénzügyi beszámolójának valós, megbízható képet kell adnia az EKB pénzügyi helyzetéről és működésének eredményéről. A pénzügyi beszámoló az alábbi – a Kormányzótanács megítélése szerint a központi banki tevékenység sajátosságainak megfelelő – számviteli elvekkel² összhangban került összeállításra.

SZÁMVITELI ELVEK

Az alkalmazott főbb számviteli elvek: a valódiság, a világosság, az óvatosság, a teljesség (a mérlegfordulónap után bekövetkezett gazdasági események kimutatása), a lényegesség, az időbeli elhatárolás elve, a folytonosság, a következetesség és az összehasonlíthatóság.

AZ ESZKÖZÖK ÉS FORRÁSOK KIMUTATÁSA

Valamely eszköz vagy forrás a mérlegben csak akkor kerül kimutatásra, ha valószínűsíthető, hogy az EKB-nak a jövőben hozzá kapcsolódóan gazdasági haszna vagy ráfordítása keletkezik, ha az eszközzel vagy forrással összekapcsolható minden kockázat, illetve haszon/hozadék lényegében átszállt az EKB-ra, valamint az eszköz költsége vagy értéke, illetve a kötelezettség összege megbízhatóan mérhető.

AZ ELSZÁMOLÁS ALAPJA

A beszámoló készítésénél az EKB a beszerzési értéken alapuló elszámolást alkalmazza, azzal a módosítással, hogy a forgalomképes értékpapírok, aranykészletek és egyéb más mérlegben szereplő és mérlegben kívüli devizaeszközök és -források piaci értéken kerülnek kimutatásra. A pénzügyi eszközöket és forrásokat érintő gazdasági események a teljesítés napjával kerülnek a könyvekbe.

2007. január 1-jei hatállyal megváltozott az eurorendszer központi bankjainak pénzügyi beszámolóiban a devizaügyletek, a devizában denominált pénzügyi instrumentumok és a

kapcsolódó időbeli elhatárolások kimutatásának alapja. A korai alkalmazást engedélyezték, így az EKB 2006. október 1-jei hatállyal bevezette a változtatást a következők tekintetében. Az ügyletek – az értékpapírok kivételével – mérlegben kívüli tételként az üzletkötés napján kerülnek kimutatásra. A teljesítés napjával a mérlegben kívüli tételeket vissza kell vezetni, és az ügyleteket a mérlegben kell kimutatni. A devizakereskedelem a nettó devizapozíciót az üzletkötés napján befolyásolja, ami eltér a korábbi gyakorlattól, amely alapján a teljesítés napján érvényes azonnali árfolyamot vették számításba. Az eladásokból realizált nyereséget szintén az üzletkötés napján számítják. A devizában denominált pénzügyi instrumentumokhoz kapcsolódóan felhalmozódott kamatot, ársziót és diszársziót naponta számítják és rögzítik, ezek az időbeli elhatárolások tehát naponta befolyásolják a devizapozíciót, azaz az előző rendszertől eltérően nem csak akkor változik, amikor tényleges kamat-pénzmozgás történik.

ARANY- ÉS DEVIZAESZKÖZÖK, ILLETVE -KÖTELEZETTSÉGEK

A devizában denominált eszközök és kötelezettségek euróra történő átváltása a mérlegkészítés napján érvényes árfolyamon történik. A bevétel és a ráfordítás a kimutatás napján érvényes devizaárfolyamon kerül átváltásra. A devizaeszközök és -kötelezettségek átértékelése mind a mérlegben szereplő, mind a mérlegben kívüli instrumentumok esetében devizanemenként történik.

- ¹ Az EKB számviteli politikáját részletesen az EKB/2002/11-es módosított határozat rögzítette (HL L 58., 2003.3.3., 38. o.) A 2007. január 1-jei hatállyal hatálytalanított határozatot az EKB/2006/17 módosított határozat váltotta fel (HL L 348., 2006.12.11., 38. o.)
- ² Az elvek összhangban állnak a KBER alapokmánya 26.4 cikkének rendelkezéseivel, amelyek az eurorendszer műveleteire vonatkozó számviteli és pénzügyi beszámolók szabályainak összehangolt módszertanát rendelik el.

A devizaeszközök és -források piaci értékelését az árfolyamváltozás miatti átértékeléstől elkülönítve kell kezelni.

Az aranyat az év végén érvényes piaci árfolyamon kell kimutatni. Az arany esetében nincs megkülönböztetve az ár és az árfolyam szerinti átértékelésből adódó különbözet. Ehelyett az arany értékelése az arany unciánkénti euro-ára alapján történik, amelyet a 2007. december 31-ével záruló évre a 2007. december 31-én érvényes euro/USA-dollár árfolyamból számítanak.

ÉRTÉKPAPÍR

Minden forgalomképes értékpapírt és hasonló eszközt értékpapíronként külön-külön vagy a mérlegkészítés időpontjában érvényes piaci középárfolyamon, vagy az ekkor érvényes hozamgörbe alapján kell értékelni. A 2007. december 31-ével záruló évben a 2007. december 28-án érvényes középárfolyamokat alkalmaztuk. A nem piacképes értékpapírok bekerülési értéken, míg a nem likvid részvények értékvesztéssel módosított bekerülési értéken kerülnek kimutatásra.

AZ EREDMÉNYELSZÁMOLÁS SZABÁLYAI

A bevételeket és a ráfordításokat a keletkezés, illetve a felmerülés időszakában kell kimutatni. A deviza-, arany- és értékpapír-eladáson realizált nyereség és veszteség az eredménykimutatásban kerül elszámolásra. Ezt a realizált nyereséget/veszteséget az adott eszköz átlagos bekerülési értékének figyelembevételével kell kiszámítani.

A nem realizált nyereség nem kerül bevételként elszámolásra, hanem közvetlenül egy átértékelési számlára van átvezetve.

A nem realizált veszteséget abban az esetben kell az eredménykimutatásba átvezetni, ha értéke meghaladja a megfelelő átértékelési számlán nyilvántartott korábbi átértékelési nyereséget. A valamely értékpapírból, devizából vagy aranyból származó nem realizált

veszteséget nem nettósítják a más értékpapírból, devizából vagy aranyból származó nem realizált nyereséggel szemben. Amennyiben az év végén bármely tétel esetében nem realizált veszteség áll fenn, az adott tétel átlagos bekerülési értéke az év végi deviza- és/vagy piaci árfolyamra csökken.

A megvásárolt értékpapírokon keletkező ázsíót, illetve diszázsíót a kamatbevétel részeként kell kiszámítani és szerepeltetni, és a lejáratig hátralévő futamidő alatt kell az eredményben elszámolni.

PENZIÓS ÜGYLETEK

A penziós ügyletek olyan műveletek, amelyekkel az EKB visszavásárlási megállapodás alapján eszközöket vásárol vagy ad el, vagy biztosíték fedezete mellett hitelműveleteket végez.

A visszavásárlási megállapodás (repoügylet) keretében értékpapírok eladására kerül sor készpénzfizetés ellenében azzal az egyidejű megállapodással, hogy az értékpapírokat a partnertől egy meghatározott jövőbeli időpontban a megegyezés szerinti áron visszavásárolják. A visszavásárlási megállapodások a mérlegben a forrásoldalon fedezeti biztosítékkal ellátott fogadott betétként, az eredménykimutatásban pedig a kamatráfordítások között szerepelnek. A megállapodás keretében eladott értékpapírok az EKB mérlegében maradnak.

A passzív visszavásárlási megállapodás értelmében értékpapírok vételére kerül sor készpénzfizetés ellenében azzal az egyidejű megállapodással, hogy az értékpapírokat egy meghatározott jövőbeli időpontban a megegyezés szerinti áron újra eladják a partnernek. A passzív visszavásárlási megállapodás mint fedezett hitel a mérleg eszközoldalán kerül kimutatásra, ám nem képezi részét az EKB értékpapír-állományának. Az eredménykimutatásban kamatbevételt generál.

Az automatizált értékpapír-kölcsönzési program (automated security lending programme – ASLP) alapján lebonyolított penziós ügyletek (ideértve az értékpapír-kölcsönügyleteket) csak

akkor szerepelnek a mérlegben, ha a művelet futamidejére az EKB készpénzfedezetet kap. 2007-ben az EKB nem kapott készpénzfedezetet egyetlen ilyen tranzakció futamideje alatt sem.

MÉRLEGEN KÍVÜLI TÉTELEK

A devizainstrumentumokat, nevezetesen a határidős devizaügyleteket, a devizaswapügyleteket határidős lábát és más olyan devizaeszközöket, amelyek egy devizának egy későbbi időpontban egy másikra történő átváltását foglalják magukban, a devizanyereségek és -veszteségek számítása céljából a nettó devizapozíció részének kell tekinteni.

Az egyes kamatlábak változásától függő instrumentumok átértékelése tételenként történik. A tőzsdei határidős nyitott kamatlábkontraktusok változó letételének napi ingadozásából származó eredményt az eredménykimutatásban kell elszámolni. A határidős értékpapírügyletek és kamatlábswapok értékelése általánosan elfogadott módszerek alapján történik, amelyek a megfigyelhető piaci árfolyamokat, illetve kamatokat, valamint az elszámolás és az értékelés napja közötti időszak diszkonttényezőit alkalmazzák.

MÉRLEGFORDULÓNAP UTÁNI GAZDASÁGI ESEMÉNYEK

Az eszközöket és kötelezettségeket korrigálni kell a mérlegforduló napja és a pénzügyi beszámoló Kormányzótanács általi elfogadása közé eső eseményekkel, amennyiben ezek lényegesen befolyásolják az eszközöknek és kötelezettségeknek a mérlegforduló napján fennálló állapotát.

KBER-EN/EURORENDSZEREN BELÜLI KÖVETELÉSEK/KÖTELEZETTSÉGEK

A KBER-en belüli ügyleteken olyan országhatáron túli tranzakciókat értünk, amelyek két uniós központi bank között jönnek létre. A tranzakciókat elsősorban a TARGET/TARGET2, vagyis a transeurópai automatizált valós idejű bruttó elszámolási rendszeren (lásd a 2. fejezetet)

keresztül dolgozzák fel, és a rendszerhez kapcsolódó uniós központi bankok között bilaterális számlakövetelések és -kötelezettségek létrejöttét eredményezik. A kétoldalú számlaegyenlegeket naponta átadják az EKB-nak, végül az egyes NKB-k csak az EKB-val szemben rendelkeznek egyetlen nettó bilaterális pozícióval. Az EKB könyveiben ez a pozíció az egyes NKB-eknek a KBER-rel szemben fennálló nettó követelését, illetve kötelezettségét mutatja.

Az euroövezetbeli nemzeti központi bankoknak a KBER-en belüli ügyletekből származó és az EKB-nál vezetett követelései, illetve kötelezettségei (az EKB tőkéje és a devizatartalék átadásából eredő pozíciók kivételével) az eurorendszeren belüli követelésnek, illetve kötelezettségnek számítanak, és az EKB mérlegében nettó követelés, illetve kötelezettség pozícióként szerepelnek.

Azok az eurorendszeren belüli egyenlegek, amelyek az eurobankjegyek eurorendszeren belüli elosztásából származnak, „Az eurobankjegyek eurorendszerbeli elosztásával kapcsolatos követelések” soron egyetlen nettó eszközként szerepelnek (lásd a számviteli politika „Forgalomban levő bankjegyek” című pontját).

Az euroövezeten kívüli NKB-eknek a TARGET/TARGET2 rendszerben való részvételük³ eredményeképpen a KBER-en belül létrejött és az EKB-val szembeni egyenlegeit az „Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban” soron kell kimutatni.

A TÁRGYI ESZKÖZÖKKEL KAPCSOLATOS ELSZÁMOLÁS

A tárgyi eszközöket a föld kivételével az értékcsökkenéssel csökkentett bekerülési értéken kell kimutatni. A föld bekerülési értéken kerül kimutatásra. Az értékcsökkenés a beszerzést

3 2007. december 31-én a következő euroövezeten kívüli nemzeti központi bankok vettek részt a TARGET-ben/TARGET2-ben: a Danmarks Nationalbank, a Ciprusi Központi Bank, a Latvíai Banka, a Lietuvos bankas, Central Bank of Malta és a Bank of England.

követő negyedévtől kezdődően a tárgyi eszköz használhatóságának várható időszaka alatt lineáris módszerrel kerül kiszámításra az alábbi módon:

Számítógép, kapcsolódó hardver, szoftver, gépjármű	4 év
Berendezési tárgyak, bútor, üzemi felszerelés	10 év
10 000 eurónál kisebb bekerülési értékű tárgyi eszköz	A beszerzés évében leírva

Az EKB jelenlegi épületein végzett fenntartási és karbantartási munkák aktivált költségének hasznos élettartamát csökkentették annak érdekében, hogy ezek az eszközök teljesen leíródjanak, mielőtt az EKB átköltözik az új székházba.

AZ EKB NYUGDÍJRENDSZERE ÉS A VOLT MUNKATÁRSAKNAK FIZETETT EGYÉB JUTTATÁSOK

Az EKB a munkavállalók részére járadékkal meghatározott nyugdíjrendszert működtet. A rendszert az ún. hosszú távú munkavállalói juttatások alapján elhelyezett eszközökből finanszírozza.

MÉRLEG

A járadékkal meghatározott nyugdíjrendszerrel kapcsolatos, mérlegben kimutatott kötelezettség a mérleg fordulónapján fennálló, meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettség jelenértékének, valamint a kötelezettség finanszírozását szolgáló, el nem számolt aktuáriusi nyereséggel és veszteséggel kiigazított eszközök valós értékének *különbségével* egyezik meg.

A meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettséget évről évre független aktuáriusok számítják ki a halmozott jogosultságok (projected unit credit) módszerével. A meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettség jelenértékét a jövőbeni pénzáramlás becült értékének diszkontálásával olyan jó besorolású, euróban denominált vállalati kötvények kamatlábát alkalmazva határozzák meg, amelyek lejáratukat tekintve hasonlítanak az adott nyugdíjfizetési kötelezettséghez.

Az aktuáriusi nyereség és veszteség tapasztalaton alapuló kiigazításokból (a tényleges eredmény eltér a korábbi feltételezéstől) és az aktuáriusi feltételezések megváltozásából fakadhat.

EREDMÉNYKIMUTATÁS

Az eredménykimutatásban szereplő nettó összeg a következő tételekből áll:

- (a) az év folyamán felhalmozódó juttatások mostani szolgálati költsége;
- (b) a meghatározott összegű járulékfizetési kötelezettség diszkontrátán számított kamata;
- (c) a rendszer eszközeinek várható megtérülése;
- (d) az eredménykimutatásban a „10%-os sáv” módszerével elszámolt aktuáriusi nyereség és veszteség.

A „10%-OS SÁV” MÓDSZERE

Azt az el nem számolt nettó aktuáriusi nyereséget és veszteséget, amely 10%-kal meghaladja (a) a meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettséget vagy – amennyiben ez nagyobb – (b) a rendszer eszközeinek valós értékét, a résztvevő munkavállalók várhatóan hátralevő élettartamára elosztva írják le.

AZ IGAZGATÓSÁG TAGJAINAK NYUGDÍJA ÉS EGYÉB NYUGDÍJJELEGGŰ KÖTELEZETTSÉGEK

Az Igazgatóság tagjainak nyugdíját és a munkatársak rokkantsági nyugdíját nem tökefedezeti társadalombiztosítási rendszerekből fedezik. A juttatások várható költségeinek fedezete az igazgatósági tagok/munkatársak hivatali vagy alkalmazási ideje alatt halmozódik fel, a járadékkal meghatározott rendszereknél alkalmazott módszerhez hasonlóan. Az aktuáriusi nyereséget és veszteséget a korábban ismertetett módon számolják el.

Ezeket a kötelezettségeket évről évre független aktuáriusok értékelik, hogy a

pénzügyi kimutatásokban megfelelő adatok szerepeljenek.

FORGALOMBAN LÉVŐ BANKJEGYEK

Az eurorendszer tagjai – az EKB és az euroövezet nemzeti központi bankjai – eurobankjegyeket bocsátanak ki.⁴ A forgalomban levő bankjegyek összértékét egy elosztási kulcs⁵ alapján, a hónap utolsó munkanapján osztják ki az eurorendszer központi bankjainak.

Az EKB-nak a forgalomban levő bankjegyek összértékének 8%-a jár, ez a mérleg forrásoldalán a „Forgalomban levő bankjegyek” soron szerepel. Az EKB részesedése a teljes eurobankjegy-emisszióból az NKB-kkal szembeni követelések által realizálódik. Ezeket a kamatozó követeléseket⁶ az „Eurorendszeren belüli követelések” soron belül „Az eurobankjegy-elosztással kapcsolatos követelések” altételben kell feltüntetni (lásd a számviteli politika „KBER-en/euroövezeten belüli követelések/kötelezettségek” című pontját). A fenti követelések kamatbevétele a „Nettó kamatbevétel” soron szerepel. Ezt a bevételt a keletkezés pénzügyi évében számolják el a nemzeti központi bankoknak, a tényleges kiosztására pedig a következő év második munkanapján kerül sor.⁷ A bevételek végül teljes mértékben elosztásra kerülnek kivéve, ha az EKB tárgyévi nettó nyeresége kisebb a forgalomban levő bankjegyekből származó bevételénél, továbbá, ha a Kormányzótanács a devizaárfolyam-, kamatláb- és az aranyárfolyamkockázatra képzett céltartalékba való átvezetést választja, vagy úgy dönt, hogy a bevételt az eurobankjegyek kibocsátásából és kezeléséből az EKB-ra háruló költségekkel csökkenti.

EGYÉB KÉRDÉSEK

Az Igazgatóság, tekintettel az EKB központi banki szerepére, úgy vélekedik, hogy egy cash flow-kimutatás közzétételével nem juttatnák a pénzügyi beszámoló olvasóit további érdemleges információkhoz.

A KBER alapokmánya 27. cikkével összhangban, valamint a Kormányzótanács ajánlása alapján az Európai Unió Tanácsa elfogadta a KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft független könyvvizsgálói kinevezését öt éves időtartamra a 2007-es pénzügyi év végéig.

4 Módosított EKB/2001/15-ös határozat (2001. december 6.) (HL L 337, 2001.12.20., 52. o.).

5 „Bankjegyelosztási kulcs”: az a százalékos arány, amely az EKB bankjegy-kibocsátási részesedésének levonását követően a tőkejegyzési kulcs alapján határozza meg az egyes NKB-k részesedési arányát az eurobankjegyek összkibocsátásában.

6 Módosított EKB/2001/16 határozat (2001. december 6.) a részt vevő tagállamok nemzeti központi bankjai 2002. pénzügyi évből származó monetáris jövedelmének elosztásáról (HL L 337, 2001.12.20., 55. o.).

7 Az EKB határozata (2005. november 17.) az Európai Központi Banknak a forgalomban levő eurobankjegyekből származó jövedelme elosztásáról a részt vevő tagállamok nemzeti központi bankjai között (EKB/2005/11), HL L 311, 2005.11.26., 41. o. Ez a határozat lépett az EKB/2002/9-es határozat helyébe.

A MÉRLEGSOROKAT LEÍRÓ, RÉSZLETEZŐ ADATOK

I ARANYKÉSZLETEK ÉS ARANYKÖVETELÉSEK

2007. december 31-én az EKB tulajdonában 18 091 733 uncia arany volt (2006-ban 20 572 017 uncia). A csökkenés hátterében a következő események álltak: (a) 2 539 839 uncia arany eladása a 2004. szeptember 27-én hatályba lépett központi bankok közötti megállapodás alapján, amelyet az EKB is aláírt; (b) a Banka Slovenije részéről 59 555 uncia arany átadása az EKB-nak⁸ Szlovénia eurocsatlakozásához kapcsolódóan, összhangban a KBER alapokmányának 30.1 cikkével. Az aranyállomány euroértékének az említett tranzakciók miatti csökkenésénél jelentősen nagyobb mértékben emelkedett az arany ára 2007-ben (lásd a számviteli politika „Az arany- és devizaeszközök, illetve -források” című pontját).

2 AZ EUROÖVEZETEN KÍVÜLI ÉS EUROÖVEZETBELI REZIDENSEKKEL SZEMBENI DEVIZAKÖVETELÉSEK

AZ IMF-FEL SZEMBENI KÖVETELÉSEK

Ez a tétel az EKB SDR-állományának 2007. december 31-i értékét mutatja. A követelés a Nemzetközi Valutaalappal (IMF) fennálló kétirányú SDR adásvételi megállapodásból ered, amelynek értelmében az IMF fel van hatalmazva, hogy az EKB nevében SDR-t adjon el és vásároljon euróért egy minimális és maximális állományszint között. Az SDR valutakosár, amelynek értékét a négy főbb devizanem (euro, japán jen, font sterling, USA-dollár) árfolyamának súlyozott összege adja. A számviteli kimutatásokban az SDR-t devizaként kezelik (lásd a számviteli politika „Az arany- és devizaeszközök illetve -források” című pontját).

BANKOKKAL SZEMBENI SZÁMLAKÖVETELÉSEK, ÉRTÉKPAPÍR-BEFEKTETÉSEK, EUROÖVEZETEN KÍVÜLI HITELEK ÉS EGYÉB EUROÖVEZETEN KÍVÜLI ESZKÖZÖK; EUROÖVEZETBELI REZIDENSEKKEL SZEMBENI DEVIZAKÖVETELÉSEK

Ez a két mérleg sor a bankokkal szembeni követelésekből, devizahitelekből, USA-dollárban, illetve jenben denominált értékpapír-befektetésekből áll a következők szerint:

Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni követelések	2007 €	2006 €	Változás €
Folyószámlák	761 073 851	1 388 630 590	(627 556 739)
Pénzpiaci betétek	688 783 688	1 352 326 756	(663 543 068)
Passzív repoügyletek	543 247 188	330 983 321	212 263 867
Értékpapír-befektetések	26 579 510 126	26 241 436 610	338 073 516
Összesen	28 572 614 853	29 313 377 277	(740 762 424)

Euroövezetbeli rezidensekkel szembeni követelések	2007 €	2006 €	Változás €
Folyószámlák	574 945	18 535	556 410
Pénzpiaci betétek	3 867 588 514	2 621 949 594	1 245 638 920
Passzív repoügyletek	0	151 860 288	(151 860 288)
Összesen	3 868 163 459	2 773 828 417	1 094 335 042

Az USA-dollár és a jen 2007-es euróval szembeni leértékelődésének ellenére ezeknek a pozícióknak a nettó értéke növekedett, elsősorban (a) az aranyeladásból származó bevételek japán jenbe és kisebb mértékben USA-dollár portfólióba való fektetése (lásd az „Aranykészletek és aranykövetelések” című 1. pontot); és (b) az elsősorban az USA-dollár portfólióban keletkezett bevétel miatt.

Ehhez járult még, hogy Szlovénia 2007. január 1-jei eurobevezetésével a Banka Slovenije 162,9 millió euro értékben

⁸ A 28,7 millió euro értékű tranzakciót 2007. január 1-jei hatállyal hajtották végre.

USA dollárt adott át az EKB-nak, összhangban a KBER alapokmányának 30.1 cikkével.

Az EKB birtokában lévő dollárban és jenben denominált nettó devizaállomány⁹ a 2007. december 31-i állapot szerint a következőképpen alakult:

	(millió valutaegység)
USA-dollár	37 149
Japán jen	1 076 245

3 EUROÖVEZETEN KÍVÜLI REZIDENSEKKEL SZEMBENI KÖVETELÉSEK EURÓBAN

2007. december 31-én ezek a követelések 20,0 millió euro értékű pénzügyi betétből, valamint euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni folyószámla-egyenlegekből tevődtek össze.

4 EUROÖVEZETBELI HITELINTÉZETEKSEL SZEMBENI EGYÉB KÖVETELÉSEK EURÓBAN

2007. december 31-én ezek a követelések 100,0 millió euro értékű pénzügyi betétből, valamint euroövezeten belüli rezidensekkel szembeni folyószámla-egyenlegekből tevődtek össze.

5 EURORENDSZEREN BELÜLI KÖVETELÉSEK

AZ EUROBANKJEGYEK EURORENDSZEREN BELÜLI ELOSZTÁSÁVAL KAPCSOLATOS KÖVETELÉSEK

Ez a tétel az EKB-nak azokat a követeléseit tartalmazza, amelyek az euroövezetbeli NKB-kal szemben az eurobankjegyek eurorendszeren belüli elosztásából származnak (lásd a számviteli politika „Forgalomban levő bankjegyek” című pontját).

EURORENDSZEREN BELÜLI EGYÉB KÖVETELÉSEK (NETTÓ)

Ez a tétel az euroövezetbeli NKB-knak az EKB-val szembeni TARGET/TARGET2 kötelezettségeit/követeléseit tartalmazza (lásd

a számviteli politika „KBER-en/eurorendszeren belüli követelések/kötelezettségek” című pontját). E pozíció emelkedése elsősorban az NKB-kal folytatott egymást követő swapügyletek euroága teljesítésének tudható be, amelyekre az USA-dollárban nyújtott jegybanki aukciós hitelkonstrukció (Term Auction Facility) kapcsán került sor (lásd az „Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni eurokötelezettségek” című 9. pontot).

	2007 €	2006 €
Euroövezetbeli NKB-k által fizetendő, a TARGET/TARGET2-höz kapcsolódóan	145 320 642 526	83 764 470 700
Euroövezetbeli NKB-knak fizetendő, a TARGET/TARGET2-höz kapcsolódóan	(128 079 459 304)	(80 218 602 205)
Eurorendszeren belüli egyéb követelések (nettó)	17 241 183 222	3 545 868 495

6 EGYÉB ESZKÖZÖK

TÁRGYI ESZKÖZÖK

2007. december 31-én az alábbi fő tételeket sorolták a fenti kategóriába:

9 A megfelelő devizában denominált eszközállomány és forrásállomány különbsége, amelyre devizaátértékelés vonatkozik. Ezeket az „Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakövetelések”, az „Euroövezeti rezidensekkel szembeni devizakövetelések”, az „Aktív időbeli elhatárolások”, az „Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek”, a „Mérlegen kívüli tételek átértékelési különbözetei” (forrásoldal) és a „Passzív időbeli elhatárolások” sorokban mutatják ki, figyelembe véve a határidős deviza- és devizaswapügyleteket is a mérlegen kívüli tételek között. Nem tartozik ide az árfolyam-átértékelésből származó nyereség devizában denominált pénzügyi instrumentumokra gyakorolt hatása.

	2007 €	2006 €	Változás €
Költségtétel			
Ingatlan	156 964 236	160 272 602	(3 308 366)
Számítógépes hardver és szoftver	168 730 634	157 573 338	11 157 296
Berendezés, bútor, üzemi felszerelés, gépjármű	27 105 564	26 670 476	435 088
Folyamatban lévő beruházás	59 791 855	28 790 200	31 001 655
Egyéb tárgyi eszközök	1 195 290	1 232 143	(36 853)
Költségek összesen	413 787 579	374 538 759	39 248 820
Értécsökkenési leírás			
Ingatlan	(49 672 589)	(39 696 727)	(9 975 862)
Számítógépes hardver és szoftver	(150 195 777)	(135 057 096)	(15 138 681)
Berendezés, bútor, üzemi felszerelés, gépjármű	(25 562 068)	(24 471 251)	(1 090 817)
Egyéb tárgyi eszköz	(147 182)	(132 696)	(14 486)
Értécsökkenési leírás összesen	(225 577 616)	(199 357 770)	(26 219 846)
Könyv szerinti nettó érték	188 209 963	175 180 989	13 028 974

Az „Ingatlan” költségtétel bekerülési érték szerint elsősorban azért csökkent, mert 2007. januárban eladták az EKB elnöke részére 2001-ben vásárolt hivatali rezidenciát. Az új rezidenciát 2006. decemberben vásárolták meg.

A „Folyamatban levő beruházások” tétel növekedése elsősorban az EKB új székházával kapcsolatos első munkálatokkal függ össze. Az ebben a kategóriában szereplő eszközök használatba vételük után kerülnek át a megfelelő tárgyi eszközök közé.

EGYÉB PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK

E tétel fő komponensei a következők:

	2007 €	2006 €	Változás €
Értékpapírok euróban	8 815 612	7 303 413	1 512 198
Passzív repoügyletek euróban	668 392	874 669	(206 276 627)
Egyéb pénzügyi eszközök	42 190 576	42 187	167
Összesen	9 526 196	8 220 270	1 305 925
	135	389	746

(a) Az „Értékpapírok euróban” és a „Passzív repoügyletek euróban” sorok alkotják az EKB saját vagyonalapjának befektetését (lásd az „Egyéb források” című 12. pontot). Az értékpapír-állomány növekedése elsősorban abból adódott, hogy az EKB 2006-ban létrehozott deviza-, kamat- és aranyárfolyam-kockázatra képzett céltartaléknak ellenoldali tételét befektették a saját vagyonalap-portfólióba.

(b) Az EKB 3211 darab részvényt birtokol a Nemzetközi Fizetések Bankjából (BIS), ami 41,8 millió eurós bekerülési költségen van elszámolva.

MÉRLEGEN KÍVÜLI TÉTELEK ÁTÉRTÉKELÉSI KÜLÖNBÖZETE

Ez a tétel elsősorban a 2007. december 31-én fennálló, devizában denominált swapügyletek és határidős ügyletek értékelési változásaiból áll (lásd a „Devizaswapügyletek és határidős ügyletek” című 21. pontot). A különbség abból adódik, hogy az ügyleteket a mérlegfordulónapi árfolyamon váltják át euróba, ami eltér attól az értéktől, amit az adott deviza beszerzési átlagos árfolyamán történő átváltással kapunk (lásd a számviteli politika „Arany- és devizaeszközök, illetve források” című pontját).

Ez a tétel tartalmazza az értékpapírban végzett határidős ügyletek értékelési nyereségét is.

AKTÍV IDŐBELI ELHATÁROLÁSOK

2007-ben ez a sor 545,8 millió euro értékű felhalmozódott kamatkövetelést

foglalt magában, amely az EKB-nak az eurobankjegyek eurorendszerbeli elosztásához kapcsolódó követeléséből származott az utolsó negyedévben (lásd a számviteli politikáról szóló fejezet „Forgalomban lévő bankjegyek” című pontját), valamint a TARGET/TARGET2 követeléseken/kötelezettségeken 2007 utolsó hónapjában felhalmozódott 481,6 millió euro kamatot, amelyet az euroövezeti NKB-knak kell megfizetniük.

Itt van elszámolva az értékpapírokon és egyéb pénzügyi eszközökön felhalmozódott kamat is, beleértve a diszkontamortizációt.

EGYÉB TÉTELEK

Ez a tétel elsősorban a 2007. december 31-én érvényes, devizában denominált swapügyletek és határidős ügyletek különbségét tartalmazza (lásd a „Devizawapügyletek és határidős ügyletek” című 21. pontot). A különbséget abból adódik, hogy ezeket a tranzakciókat az illető devizanem mérleg-fordulónapi átlagos költsége szerint váltják át euróra, ami eltér az eredetileg rögzített euroértéktől (lásd a számviteli politika „Mérlegen kívüli instrumentumok” című pontját).

Ebbe a sorba tartozik az a Német Szövetségi Pénzügyminisztériummal szembeni követelés is, amely a kifizetett, de visszatérítendő áfához és egyéb közvetett adókhöz kapcsolódik. Az Európai Közösségek kiváltságairól és mentességeiről szóló jegyzőkönyv 3. cikkének értelmében az ilyen adónemek visszatérítendőek. Ez a szabály a KBER-alapokmány 40. cikke értelmében az EKB-ra is alkalmazandó.

7 FORGALOMBAN LÉVŐ BANKJEGYEK

Ez a tétel az EKB részesedését (8%) tartalmazza a teljes forgalomban lévő eurobankjegy-állományból (lásd a számviteli politika „Forgalomban lévő bankjegyek” című pontját).

8 EGYÉB EUROÖVEZETBELI REZIDENSEKKEL SZEMBENI KÖTELEZETTSÉGEK EURÓBAN

Ez a tétel az Euro Bankszövetség (Euro Banking Association – EBA) tagjai által elhelyezett betétekből áll, amelyek az EKB számára nyújtanak biztosítékot az EBA fizetési megbízásainak a TARGET/TARGET2 rendszerben való elszámolásával kapcsolatban.

9 EUROÖVEZETEN KÍVÜLI REZIDENSEKKEL SZEMBENI KÖTELEZETTSÉGEK EURÓBAN

A sor elsősorban a Federal Reserve rendszerrel (Fed) szembeni 13,9 milliárd dolláros kötelezettségből áll, amely az USA-dollárban nyújtott jegybanki aukciós hitelkonstrukció (Term Auction Facility) igénybevételéből ered. A program keretében a Fed 20 milliárd USA-dollárt adott az EKB-nak egy ideiglenes és kölcsönös devizamegállapodás (swapkeret) felhasználásával, aminek az volt a célja, hogy az eurorendszer partnerei rövid lejáratú forráshoz jussanak USA-dollárban. Az EKB ezzel párhuzamosan egymást követő swapügyleteket kötött az eurót már bevezetett NKB-kal, amelyek a kapott források segítségével likviditásnyújtó műveleteket bonyolítottak le az eurorendszer partnereivel. Az egymást követő swapügyletek eredménye az EKB és az NKB-k közötti, az eurorendszeren belüli nem kamatozó állományok, amelyek az „Eurorendszeren belüli egyéb követelések (nettó)” soron vannak kimutatva.

Ezenkívül ez a sor tartalmazza azokat az EKB-nál vezetett számlákat is, amelyek az euroövezeten kívüli NKB-knak a TARGET/TARGET2 rendszerben feldolgozott tranzakcióit tükrözik (lásd a számviteli politikáról szóló fejezet „KBER-en/eurorendszeren belüli követelések/kötelezettségek” című pontját).

10 EUROÖVEZETEN KÍVÜLI REZIDENSEKKEL SZEMBENI DEVIZAKÖTELEZETTSÉGEK

Ez a pozíció az euroövezeten kívüli rezidensekkel végrehajtott, az EKB devizatartalék-kezelési tevékenységéhez kapcsolódó repoügyletekből tevődik össze.

11 EUORENDSZEREN BELÜLI KÖTELEZETTSÉGEK

Ezek azok az euroövezetbeli NKB-kkal szembeni kötelezettségek, amelyek abból származnak, hogy az NKB-k az eurorendszerhez való csatlakozáskor devizatartalékot megtestesítő eszközöket adtak át az EKB-nak. Ezek kamatozását az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveletének legfrissebb rendelkezésre álló és az aranykomponens nulla hozama alapján kiigazított marginális kamatlába alapján számítják ki (lásd a „Nettó kamatbevételek” című 23. pontot).

A fenti kötelezettségek 259 568 376 euróval emelkedtek, ami annak tudható be, hogy az Európai Unió Bulgáriával és Romániával bővült, ezzel párhuzamosan kiigazították az NKB-követelések összlimitjét és az EKB tőkejegyzési kulcsában való súlyukat (lásd a „Saját tőke” című 15. pontot), valamint a Banka Slovenije Szlovénia euroövezeti csatlakozásával devizatartalék-eszközöket adott át az EKB-nak.

	2006. december 31-ig €	2007. január 1-től ¹ €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1 419 101 951	1 423 341 996
Deutsche Bundesbank	11 761 707 508	11 821 492 402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	513 006 858	511 833 966
Bank of Greece	1 055 840 343	1 046 595 329
Banco de España	4 326 975 513	4 349 177 351
Banque de France	8 275 330 931	8 288 138 644
Banca d' Italia	7 262 783 715	7 217 924 641
Banque centrale de Luxembourg	87 254 014	90 730 275
De Nederlandsche Bank	2 223 363 598	2 243 025 226
Oesterreichische Nationalbank	1 157 451 203	1 161 289 918
Banco de Portugal	982 331 062	987 203 002
Banka Slovenije	-	183 995 238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717 118 926	717 086 011
Összesen	39 782 265 622	40 041 833 998

1) A táblázatban egész euróra kerekített összegek szerepelnek. A kerekítés miatt az összesen adat nem feltétlenül egyezik az egyes elemek összegével.

A Banka Slovenije követelését 183 995 238 euróban állapították meg, biztosítandó, hogy a többi euroövezeti NKB aggregált követeléséhez viszonyított aránya megegyezzen a szlovén központi banknak az EKB tőkejegyzési kulcsában való súlya és az euroövezeti NKB-k megfelelő aggregált súlya közötti aránnyal. A követelés és az átadott eszközök értékének különbségét (lásd az „Aranykészletek és aranykövetelések” című 1. pontot és „Az euroövezeten kívüli és euroövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakövetelések” című 2. pontot) úgy tekintették, mint a Banka Slovenije befizetését az EKB 2006. december 31-i állapot szerinti tartalékának megfelelő tartalék- és céltartalék-számlára, ahogy azt a KBER alapokmányának 49.2 cikke előírja (lásd a „Céltartalékok” című 13. pontot és az „Átértékelési számlák” című 14. pontot).

12 EGYÉB FORRÁSOK

MÉRLEGEN KÍVÜLI TÉTELEK ÁTÉRTÉKELÉSI KÜLÖNBÖZETEI

Ez a tétel elsősorban a 2007. december 31-én érvényes devizában denominált swapügyletek és határidős ügyletek értékelési változásaiból áll (lásd a „Devizában denominált swapügyletek és határidős ügyletek” című 21. pontot). A különbség abból adódik, hogy az ügyleteket a mérleg-fordulónapi árfolyamon váltják át euróba, ami eltér attól az értéktől, amit az adott deviza beszerzési átlagos árfolyamán történő átváltással kapunk (lásd a számviteli politika „Arany- és devizaeszközök, illetve források” című pontját, valamint „Az egyéb eszközök” című 6. pontot).

Ez a tétel tartalmazza a határidős értékpapírügyletek és kamatswapügyletek értékelési veszteségét is.

PASSÍV IDŐBELI ELHATÁROLÁSOK

Ezt a tételt jórészt az NKB-knak fizetendő 1,4 milliárd euro kamat alkotja, amelyet az EKB az átadott devizatartalékok után fizet (lásd az „Eurorendszeren belüli kötelezettségek” című 11. pontot). Az egyenleg szintén tartalmazza az NKB-knak a TARGET/TARGET2 rendszerrel kapcsolatban járó összegek és a pénzügyi instrumentumok utáni időbeli elhatárolást, beleértve a kamatszelvesvényes kötvények hozamának értékcsökkenését, valamint egyéb időbeli elhatárolásokat.

EGYÉB TÉTELEK

Ez a tétel elsősorban az EKB saját vagyonalapja kezelésének keretében végzett visszavásárlási ügyletek 517 millió eurós állományát (lásd az „Egyéb eszközök” című 6. pontot) és az EKB nyugdíjrendszerrel kapcsolatos nettó kötelezettségeit tartalmazza (lásd alább).

AZ EKB NYUGDÍJRENDSZERE ÉS A VOLT MUNKATÁRSÁKNAK FIZETETT EGYÉB JUTTATÁSOK

Az EKB nyugdíjfizetési kötelezettségeivel összefüggésben a mérlegben a következő tételeket számolják el (lásd a számviteli politika „Az EKB nyugdíjrendszere és a volt munkatársaknak fizetett egyéb juttatások” című pontját):

	2007 millió €	2006 millió €
<i>Kötelezettségek jelenértéke</i>	285,8	258,5
A nyugdíjrendszer eszközeinek valós értéke	(229,8)	(195,3)
<i>Mérlegben elszámolt kötelezettség</i>	91,4	80,5

A kötelezettségek jelenértéke az Igazgatóság tagjainak nyugdíjával és a munkavállalók rokkantsági nyugdíjával kapcsolatos 36,8 millió euro értékű (2006-ban 32,6 millió euro) nem tőkefedezeti kötelezettséget tartalmazza.

A 2007. és a 2006. évi eredménykimutatásban a „Folyó szolgálati költség”, a „Kötelezettségek kamata” és „A rendszer eszközeinek várható megtérülése” sorban feltüntetett összegek a következők:

	2007 millió €	2006 millió €
Folyó szolgálati költség	26,5	27,3
Kötelezettségek kamata	8,6	6,8
A rendszer eszközeinek várható megtérülése	(7,9)	(6,7)
Elszámolt éves nettó aktuáriusi (nyereség)/veszteség	0	0
Összesen a „Személyi jellegű ráfordítások” tételben	27,2	27,4

A „10 százalékos sáv módszere” értelmében (lásd a számviteli politika „Az EKB nyugdíjrendszere és a volt munkavállalóknak fizetett egyéb juttatások” című pontját) a 2007-es eredménykimutatásban nem számoltak el nettó aktuáriusi nyereséget.

A meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettség jelenértéke a következőképpen változott:

	2007 millió €	2006 millió €
Meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettség nyitó értéke	258,5	223,5
Szolgálati költség	26,5	27,3
Kamatköltség	8,6	6,8
A nyugdíjrendszer tagjainak járuléka	14,2	10,4
Egyéb nettó változások a nyugdíjrendszer-tagok járulékait megtestesítő forrásokban	2,5	3,7
Kifizetett juttatások	(2,5)	(2,6)
Aktuáriusi (nyereség)/veszteség	(22,0)	(10,6)
Meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettség záró értéke	285,8	258,5

Az eszközök valós értéke a következőképpen változott:

	2007 millió €	2006 millió €
Eszközök nyitó valós értéke	195,3	161,2
Várható megtérülés	7,9	6,7
Aktuáriusi nyereség/(veszteség)	(4,0)	0,2
Munkáltató hozzájárulásai	16,2	15,4
A nyugdíjrendszer tagjai által fizetett járulékok	14,1	10,3
Kifizetett juttatások	(2,2)	(2,2)
Egyéb nettó változások a nyugdíjrendszer-tagok járulékait megtestesítő eszközökben	2,5	3,7
Eszközök valós záró értéke	229,8	195,3

Az e pontban említett értékelések elkészítésekor az aktuáriusok az Igazgatóság számviteli és közzétételi célra elfogadott feltevéseiből indultak ki.

A munkavállalóknak fizetendő járadék összegének kiszámításánál az aktuáriusok a következő fő feltevésekkel dolgoztak. A rendszer eszközeinek várható megtérülési rátáját az eredménykimutatásban elszámolt éves összeg kiszámítására használják.

	2007 %	2006 %
Diszkontráta	5,30	4,60
A rendszer eszközeinek várható megtérülése	6,50	6,00
Jövőbeni fizetésemelés	2,00	2,00
Jövőbeni nyugdíjemelés	2,00	2,00

13 CÉLTARTALÉKOK

A Kormányzótanács a 2005. december 31-i állapot szerint az EKB által viselt jelentős devizaárfolyam-, kamatláb- és aranyárfolyam-kockázatot, valamint az átértékelési számlák nagyságát figyelembe véve szükségesnek látta, hogy céltartalékot képezzen a fenti kockázatokra. A kockázati céltartalékot a jövőbeli realizált és nem realizált veszteség, különösen az átértékelési számlák által nem fedezett értékelési veszteség finanszírozására fordítják. A céltartalék nagyságát és szükségességét az EKB évről évre felülvizsgálja, az említett kockázatok mértéke alapján. A vizsgálat során számos tényezőt figyelembe vesznek, köztük a kockázatos eszközök állományának nagyságát, az adott pénzügyi évben realizálódott kockázati pozíciókat, a következő évre prognosztizált eredményt, valamint egy időben konzisztensen alkalmazott kockázatértékelést, amely a kockázatos eszközök értékének (Values at Risk – VaR) kiszámítását jelenti.¹⁰ A céltartalék és az EKB általános tartalékalapja együttesen nem haladhatja meg az euroövezeti nemzeti központi bankok által befizetett tőke értékét.

A 2006. december 31-i állapot szerint a deviza-, kamat- és aranyárfolyam-kockázat ellen képzett céltartalék 2 371 395 162 eurót tett ki. A KBER alapokmányának 49.2 cikke értelmében 2007. január 1-jei hatállyal a Banka Slovenije is befizetett 10 947 042 eurót a céltartalékba. A Kormányzótanács helyzetértékelése alapján úgy döntött, hogy 2007. december 31-én további 286 416 109 eurót utal át a céltartalékba, amelynek értéke így 2 668 758 313 euróra emelkedett, és 2006-hoz hasonlóan éppen nullára csökkentette a nettó nyereséget.

Ezen a soron van feltüntetve néhány egyéb céltartalékfajta mellett az EKB szerződésben vállalt kötelezettségének teljesítésére képzett összeg, amellyel a végleges székházba való átköltözés után a mostani épületeket eredeti állapotukba visszaállítja.

¹⁰ Lásd még az EKB Éves jelentésének 2. fejezetét.

14 ÁTÉRTÉKELÉSI SZÁMLÁK

Ezek a számlák az átértékelési állományokat foglalják magukban, amely az eszközökön és forrásokon nem realizált nyereségből adódik. A KBER alapokmányának 49.2 cikke értelmében a Banka Slovenije 2007. január 1-jei hatállyal 26 millió eurót fizetett ebbe a tételbe.

	2007 €	2006 €	Változás €
Arany	5 830 485 388	4 861 575 989	968 909 399
Deviza	0	701 959 896	(701 959 896)
Értékpapír	338 524 183	14 909 786	323 614 397
Összesen	6 169 009 571	5 578 445 671	590 563 900

Az év végi átértékeléshez a következő devizaárfolyamokat használták fel:

Árfolyam	2007	2006
USD/euro	1,4721	1,3170
Jen/euro	164,93	156,93
Euro/SDR	1,0740	1,1416
Euro/uncia arany	568,236	482,688

15 SAJÁT TŐKE

TŐKE

(A) AZ EKB TŐKEJEGYZÉSI KULCSÁNAK MEGVÁLTOZTATÁSA

A KBER alapokmányának 29. cikke értelmében az egyes NKB-knak az EKB tőkejegyzési kulcsában fennálló részesedését úgy súlyozzák, hogy az adott tagállamnak az EU össznépességében, illetve GDP-jében való részesedését egyenlő mértékben veszik figyelembe, amint arról az Európai Bizottság az EKB-t tájékoztatta. A súlyok kiigazítására ötévente kerül sor, illetve abban az esetben, amikor új tagállam csatlakozik az Európai Unióhoz. Az Európai Központi Bank tőkejegyzési kulcsának¹¹ módosításához alkalmazandó statisztikai adatokról szóló, 2003. július 15-i 2003/517/EK tanácsi határozat alapján

	2004. május 1.– 2006. december 31. %	2007. január 1-jétől %
<i>Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique</i>	2,5502	2,4708
Deutsche Bundesbank	21,1364	20,5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	0,8885
Bank of Greece	1,8974	1,8168
Banco de España	7,7758	7,5498
Banque de France	14,8712	14,3875
Banca d' Italia	13,0516	12,5297
Banque centrale de Luxembourg	0,1568	0,1575
De Nederlandsche Bank Oesterreichische Nationalbank	3,9955	3,8937
Nationalbank	2,0800	2,0159
Banco de Portugal	1,7653	1,7137
Banka Slovenije	-	0,3194
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	1,2448
Euroövezeti NKB-k összesen	71,4908	69,5092
Bolgár Nemzeti Bank/ Българска народна банка	-	0,8833
Česká národní banka	1,4584	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,5663	1,5138
Eesti Pank	0,1784	0,1703
Ciprusi Központi Bank	0,1300	0,1249
Latvijas Banka	0,2978	0,2813
Lietuvos bankas	0,4425	0,4178
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	1,3141
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0647	0,0622
Narodowy Bank Polski	5,1380	4,8748
Banca Națională a României	-	2,5188
Banka Slovenije	0,3345	-
Národná banka Slovenska	0,7147	0,6765
Sveriges Riksbank	2,4133	2,3313
Bank of England	14,3822	13,9337
Euroövezeten kívüli NKB-k összesen	28,5092	30,4908
Összesen	100,0000	100,0000

2007. január 1-jén Bulgária és Románia uniós

¹¹ HL L 181., 2003.7.19., 43. o.

csatlakozása alkalmából a következőképpen módosították az egyes NKB-k részesedését:

(B) AZ EKB JEGYZETT TŐKÉJE

A KBER alapokmány 49.3 cikkével összhangban, amellyel a Csatlakozási Szerződés egészítette ki az alapokmányt, az EKB jegyzett tőkéje valamely új tagállam csatlakozásával automatikusan megemelkedik, ahogy nemzeti központi bankja a Központi Bankok Európai Rendszere tagja lesz. A növekményt úgy határozzák meg, hogy a jegyzett tőke aktuális értékét (2006. december 31-én 5565 millió eurót) megszorozzák a csatlakozó NKB(k) súlyának, illetve a már KBER-tag NKB-k súlyának a kibővített tőkejegyzési kulcson belüli arányával. Ennek megfelelően az EKB jegyzett tőkéjét 2007. január 1-jén 5761 millió euróra emelték.

A KBER-alapokmány 49.1 cikke, valamint a Kormányzótanács által 2006. december 30-án elfogadott jogszabály¹² értelmében a Banka Slovenije 2007. január 1-jén befizette tőkerészesedésének fennmaradó 17 096 556 eurós részét.

Az euroövezeten kívüli nemzeti központi bankok jegyzett tőkéjük 7%-át kötelesek befizetni hozzájárulásként az EKB működési költségeihez. Tehát 2007. január 1-jével a Bolgár Nemzeti Bank és a Banca Națională a României 3 561 869 eurót, illetve 10 156 952 eurót fizetett be erre a célra. Ezzel a befizetés 2007 végén összesen 122 952 830 euróra emelkedett. Az euroövezeten kívüli NKB-k nem részesülhetnek az EKB felosztható nyereségéből – beleértve az eurobankjegyek eurorendszerbeli szétosztásából származó bevételt –, ugyanakkor nem kötelesek finanszírozni az EKB veszteségeit sem.

A három esemény együttes hatásaként az EKB befizetett tőkéje a 2006. december 31-i 4 089 277 550 euróról 2007. január 1-jén 4 127 136 230 euróra emelkedett (lásd alábbi táblázatot):¹³

12 Az EKB határozata (2006. december 30.) az Európai Központi Bank tőkéjének a Banka Slovenije általi befizetéséről, a Banka Slovenije devizatartalékokat megtestesítő eszközeinek az EKB számára történő átadásáról és az Európai Központi Bank általános tartalékaihoz és céltartalékaihoz való hozzájárulásáról (EKB/2006/30), HL L 24., 2007.1.31., 17. o.

13 A táblázatban egész euróra kerekített összegek szerepelnek. A kerekítés miatt a részösszegek nem feltétlenül egyeznek a végösszegekkel.

	2006. december 31-ig jegyzett tőke €	2006. december 31-ig befizetett tőke €	2007. január 1-jétől jegyzett tőke €	2007. január 1-jétől befizetett tőke €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	141 910 195	141 910 195	142 334 200	142 334 200
Deutsche Bundesbank	1 176 170 751	1 176 170 751	1 182 149 240	1 182 149 240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	51 300 686	51 300 686	51 183 397	51 183 397
Bank of Greece	105 584 034	105 584 034	104 659 533	104 659 533
Banco de España	432 697 551	432 697 551	434 917 735	434 917 735
Banque de France	827 533 093	827 533 093	828 813 864	828 813 864
Banca d' Italia	726 278 371	726 278 371	721 792 464	721 792 464
Banque centrale de Luxembourg	8 725 401	8 725 401	9 073 028	9 073 028
De Nederlandsche Bank	222 336 360	222 336 360	224 302 523	224 302 523
Oesterreichische Nationalbank	115 745 120	115 745 120	116 128 992	116 128 992
Banco de Portugal	98 233 106	98 233 106	98 720 300	98 720 300
Banka Slovenije	-	-	18 399 524	18 399 524
Suomen Pankki – Finlands Bank	71 711 893	71 711 893	71 708 601	71 708 601
Euroövezeti NKB-k összesen	3 978 226 562	3 978 226 562	4 004 183 400	4 004 183 400
Bolgár Nemzeti Bank (Българска народна банка)	-	-	50 883 843	3 561 869
Česká národní banka	81 155 136	5 680 860	79 957 855	5 597 050
Danmarks Nationalbank	87 159 414	6 101 159	87 204 756	6 104 333
Eesti Pank	9 927 370	694 916	9 810 391	686 727
Ciprusi Központi Bank	7 234 070	506 385	7 195 055	503 654

	2006. december 31-ig jegyzett tőke €	2006. december 31-ig befizetett tőke €	2007. január 1-jétől jegyzett tőke €	2007. január 1-jétől befizetett tőke €
Latvijas Banka	16 571 585	1 160 011	16 204 715	1 134 330
Lietuvos bankas	24 623 661	1 723 656	24 068 006	1 684 760
Magyar Nemzeti Bank	77 259 868	5 408 191	75 700 733	5 299 051
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	3 600 341	252 024	3 583 126	250 819
Narodowy Bank Polski	285 912 706	20 013 889	280 820 283	19 657 420
Banca Națională a României	-	-	145 099 313	10 156 952
Banka Slovenije	18 613 819	1 302 967	-	-
Národná banka Slovenska	39 770 691	2 783 948	38 970 814	2 727 957
Sveriges Riksbank	134 292 163	9 400 451	134 298 089	9 400 866
Bank of England	800 321 860	56 022 530	802 672 024	56 187 042
Euroövezeten kívüli NKB-k összesen	1 586 442 685	111 050 988	1 756 469 003	122 952 830
Összesen	5 564 669 247	4 089 277 550	5 760 652 403	4 127 136 230

16 MÉRLEGFORDULÓNAP UTÁNI GAZDASÁGI ESEMÉNYEK

CIPRUS ÉS MÁLTA BELÉPÉSE AZ EUROÖVEZETBE

A Szerződés 122. cikkének (2) bekezdése alapján hozott 2007. július 10-i 2007/503/EK tanácsi határozat értelmében Ciprus és Málta 2008. január 1-jén bevezette a közös valutát. A KBER alapokmányának 49.1 cikke és a Kormányzótanács által 2007. december 31-én hozott jogszabályok¹⁴ értelmében a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta 2008. január 1-jei hatállyal jegyzett tőkéjük hátralévő részeként 6 691 401 eurót, illetve 3 332 307 eurót fizetett be az EKB-nak. A KBER alapokmánya 30.1 cikkének megfelelően a két központi bank 2008. január 1-jei hatállyal összesen 109 953 752 eurónak megfelelő devizaeszközt adott át az EKB-nak. Az összeget úgy határozták meg, hogy a már átadott devizatartalékot megtestesítő eszközök 2007. december 31-i árfolyamon meghatározott euroértékét megszorozták a két központi bank által jegyzett részvények és az eltéréssel nem rendelkező többi NKB által már befizetett részvények számarányával. A devizaeszközök 85/15 arányban USA-dollárból (készpénz), illetve aranyból álltak.

A két központi bank számláján jóváírták a befizetett tőkének és az átadott devizatartalék-eszközöknek megfelelő értékű követelést.

Utóbbit az euroövezeti NKB-k fennálló követeléseivel azonos módon kell kimutatni (lásd az „Eurorendszeren belüli követelések” című 11. pontot).

MÉRLEGEN KÍVÜLI TÉTELEK

17 AUTOMATIZÁLT ÉRTÉKPAPÍR-KÖLCSÖNZÉSI PROGRAM

Az EKB saját vagyonalapjának kezelése keretében automatizált értékpapír-kölcsönzési programról kötött megállapodást, amelynek értelmében egy kijelölt megbízott az EKB nevében értékpapír-kölcsönzési ügyletet kezdeményezhet a bank által elismert több partnerrel. A megállapodás értelmében kötött penziós ügyletek 2007. december 31-én fennálló állománya 3,0 milliárd euro volt (2006-ban 2,2 milliárd euro) (lásd a számviteli politika „Penziós ügyletek” című részét).

¹⁴ 2007. december 31-i EKB/2007/22 határozat az EKB tőkéjének a Ciprusi Központi Bank és a Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta általi befizetéséről, a Ciprusi Központi Bank és a Central Bank of Malta devizatartalékokat megtestesítő eszközeinek az EKB számára történő átadásáról, valamint az EKB tartalékaihoz és céltartalékaihoz való hozzájárulásáról; HL L 28, 2008.2.1., 36. o.; az EKB és a Ciprusi Központi Bank közötti 2007. december 31-i megállapodás a Ciprusi Központi Bank részére a KBER és az EKB alapokmányának 30.3 cikke értelmében jóváírt, az EKB-val szembeni követelésről; HL C 29, 2008.2.1., 4. o.; az EKB és a Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta közötti 2007. december 31-i megállapodás a Central Bank of Malta részére a KBER és az EKB alapokmányának 30.3 cikke értelmében az EKB-val szemben jóváírt követelésről; HL C 29, 2008.2.1., 6. o.

18 TŐZSDEI HATÁRIDŐS KAMATLÁBÜGYLETEK

2007-ben az EKB devizatartalékainak és saját vagyonalapjának kezelése keretében tőzsdei határidős kamatlábügyleteket hajtott végre. 2007. december 31-én a fennálló tranzakciók állománya a következő volt:

Tőzsdei határidős deviza kamatlábügyletek	A kontraktus értéke €
Vétel	5 932 333 678
Eladás	2 105 780 978

Tőzsdei határidős euro kamatlábügyletek	A kontraktus értéke €
Vétel	25 000 000
Eladás	190 600 000

19 KAMATSWAPÜGYLETEK

A 2007. december 31-én az EKB devizatartalékainak kezelése keretében lebonyolított kamatswapügyletek szerződött értéke 13 millió euro volt.

20 HATÁRIDŐS ÉRTÉKPAPÍRÜGYLETEK

A 2007. december 31-én az EKB devizatartalékainak kezelése keretében lebonyolított határidős értékpapír-vásárlás fennálló értéke 113 millió euro, az eladásé pedig 9 millió euro volt.

21 DEVIZASWAPÜGYLETEK ÉS HATÁRIDŐS DEVIZAÜGYLETEK

2007. december 31-én az EKB devizatartalékainak kezelése keretében lebonyolított devizaswap- és határidős ügyletekből eredő követelések és kötelezettségek állománya 794 millió euro, illetve 797 millió euro volt.

Emellett 2007. december 31-én az USA-dollárban nyújtott jegybanki aukciós hitelkonstrukcióval (Term Auction Facility) összefüggésben az NKB-kal szemben határidős követelések, a Federal Reserve rendszerrel szemben pedig kötelezettségek maradtak fenn.

22 FÜGGŐBEN LEVŐ PERES ELJÁRÁSOK

A Document Security Systems Inc. (DSSI) kártérítési pert indított az EKB ellen az Európai Közösségek elsőfokú bíróságán (CFI) mivel – állításuk szerint – a bank az eurobankjegyek előállításánál megsértett egy DSSI szabadalmat¹⁵. A bíróság elutasította az EKB elleni kártérítési keresetet¹⁶. Az EKB jelenleg lépéseket tesz, hogy több országos jogalkotási területen is visszavonják a szabadalmat. Mivel meggyőződése, hogy semmiféle szabadalmi sértést nem követett el, készen áll a védelemre, amennyiben a DSSI valamely országos illetékességű bíróságon ismét pert indít.

¹⁵ A DSSI 0455 750 B1 számú európai szabadalma.

¹⁶ Az Elsőfokú Bíróság 2007. szeptember 5-i határozata, T-295/05. számú ügyirat. Megtekinthető a www.curia.eu internetcímen.

AZ EREDMÉNYKIMUTATÁS SORAIT LEÍRÓ, RÉSZLETEZŐ ADATOK

23 NETTÓ KAMATBEVÉTELEK

DEVIZATARTALÉKOK UTÁNI KAMATBEVÉTELEK

Ez a tétel a devizában denominált eszközök és források utáni kamatbevételnek a kamatráfordítással csökkentett értékét foglalja magában:

	2007 €	2006 €	Változás €
Folyószámlákon szerzett kamatjövedelem	24 052 321	15 399 229	8 653 092
Pénzpiaci betétekből származó bevétel	196 784 561	195 694 549	1 090 012
Passzív repoügyletek	138 079 630	201 042 718	(62 963 088)
Értékpapírból származó nettó bevétel	1 036 836 752	934 077 489	102 759 263
Határidős devizaügyletekből és devizaswap-ügyletekből származó nettó bevétel	19 766 033	3 853 216	15 912 817
Devizatartalékok utáni kamatbevétel összesen	1 415 519 297	1 350 067 201	65 452 096
Folyószámlabetétekkel kapcsolatos kamatráfordítás	(154 041)	(225 549)	71 508
Visszavásárlási megállapodás	(60 476 997)	(31 598 416)	(28 878 581)
Kamatláb-swapügyletek nettó kamatkiadása	(891)	0	(891)
Devizatartalékok utáni (nettó) kamatbevétel	1 354 887 368	1 318 243 236	36 644 132

EUROBANKJEGYEK EUORENDSZEREN BELÜLI ELOSZTÁSÁBÓL SZÁRMAZÓ KAMATBEVÉTELEK

Ez a tétel az EKB-nak a teljes eurobankjegy-kibocsátásban vállalt részesedéséhez kapcsolódó kamatbevételből áll. Az EKB bankjegykibocsátásból származó részesedéséhez kapcsolódó követelése az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveletének legfrissebb

rendelkezésre álló marginális kamatlába szerint kamatoznak. A 2007-es bevételnövekedés egyfelől a forgalomban lévő bankjegyek számának általános növekedését, másfelől az EKB irányadó refinanszírozási kamatlábának emelkedését tükrözte. A kamatbevétel az NKB-k között a számviteli politika „Forgalomban lévő bankjegyek” című pontjában foglaltak szerint felosztásra kerül.

A Kormányzótanács az EKB 2007-es becslült pénzügyi eredménye alapján úgy döntött, hogy ezt a bevételt teljes egészében visszatartja.

AZ NKB-KNAK AZ ÁTADOTT DEVIZATARTALÉK-ESZKÖZÖKKEL KAPCSOLATOS KÖVETELÉSEI UTÁN FIZETETT KAMAT

Ebben a tételben azt a kamatot kell kimutatni, amely az euroövezetbeli NKB-knak az általuk, a KBER alapokmányának 30.1 cikke alapján átadott devizatartalék-eszközökkel kapcsolatos, EKB-val szembeni követelése után fizetendő.

„Egyéb kamatbevételek” és „Egyéb kamatráfordítások”

E két tétel tartalmazza a TARGET/TARGET2 kapcsán keletkező egyenlegekből származó 3,9 milliárd eurós kamatbevételt (2006-ban 2,5 milliárd euro) és 3,8 milliárd eurós kamatráfordítást (2006-ban 2,4 milliárd euro), valamint az euróban denominált egyéb eszközökhöz és kötelezettségekhez kapcsolódó kamatbevételt és -ráfordítást.

24 PÉNZÜGYI MŰVELETEKBŐL SZÁRMAZÓ REALIZÁLT NYERESÉG/VESZTESÉG

A pénzügyi műveletekből származó realizált nettó nyereség/veszteség 2007 folyamán a következőképpen alakult:

	2007 €	2006 €	Változás €
Értékpapírok utáni nettó realizált árfolyamnyereség/ (veszteség)	69 252 941	(103 679 801)	172 932 742
Nettó realizált aranyár- és devizaárfolyamnyereség/ (veszteség)	709 294 272	579 060 509	130 233 763
Pénzügyi műveletekből származó realizált nyereség	778 547 213	475 380 708	303 166 505

25 PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK ÉS POZÍCIÓK ÉRTÉKVESZTÉSE

	2007 €	2006 €	Változás €
Értékpapírok utáni nem realizált árfolyamveszteség	(15 864 181)	(73 609 623)	57 745 442
Kamatswap-ügyletek nem realizált árfolyamvesztesége	(18 899)	0	(18 899)
Nem realizált devizaárfolyamveszteség	(2 518 369 734)	(644 857 885)	(1 873 511 849)
Leírás összesen	(2 534 252 814)	(718 467 508)	(1 815 785 306)

Az árfolyamveszteség elsősorban abból adódik, hogy az EKB jen- és USA-dollárállományának átlagos beszerzési értékét leírták az év végi árfolyamra, ahogy a két deviza az év során jelentősen leértékelődött az euróval szemben.

26 DÍJAK ÉS JUTALÉKOK NETTÓ RÁFORDÍTÁSAI

	2007 €	2006 €	Változás €
Díjakból és jutalékokból befolyó bevételek	263 440	338 198	(74 758)
Díjakhoz és jutalékokhoz kapcsolódó ráfordítások	(885 131)	(884 678)	(453)
Díjak és jutalékok nettó ráfordításai	(621 691)	(546 480)	(75 211)

A díj- és jutalékbevételek azokból a büntetésekből származtak, amelyeket a kötelezőtartalék-képzésre vonatkozó szabályok megszegése miatt róttak ki a hitelintézetekre. A ráfordítások a folyószámlákkal kapcsolatos díjakból, valamint a tőzsdei határidős deviza kamatlábügyletek végrehajtásából adódtak (lásd a „Tőzsdei határidős kamatlábügyletek” című 18. pontot).

27 RÉSZVÉNYEKBŐL ÉS RÉSEDESEKBŐL SZÁRMAZÓ BEVÉTELEK

Ezen a soron a Nemzetközi Fizetések Bankjában (BIS) való részvények utáni osztalék (lásd „Egyéb eszközök” pontot) van kimutatva.

28 EGYÉB BEVÉTELEK

Az év során a különféle egyéb forrásból származó bevétel elsősorban más központi bankok befizetéséből származott. Ezzel járultak hozzá az EKB központi szolgáltatási szerződésének költségéhez, amelyet egy külső szolgáltatóval kötött a számítástechnikai hálózat biztosítására.

29 SZEMÉLYI JELLEGŰ RÁFORDÍTÁSOK

Ebben a sorban szerepel az a 141,7 millió eurós tétel (2006-ban 133,4 millió euro), amely a fizetésekből, a különböző juttatásokból, a személyi jellegű biztosítási és egyéb költségekből tevődik össze. Az EKB új székházának építési munkálataihoz kapcsolódóan keletkezett 1,1 millió euro személyi jellegű költséget (2006-ban 1,0 millió euro) aktiváltak és kivették ebből a tételből. A bérek és egyéb juttatások struktúrája – beleértve a felső vezetés tagjainak javadalmazását – lényegét tekintve az Európai Közösségek javadalmazási szisztémáján alapul, azzal összevethető.

Az Igazgatóság tagjai az alapfizetés mellett lakhatási és reprezentációs támogatásban részesültek. Az elnök pénzbeli lakástámogatás

helyett az EKB tulajdonában levő hivatalos rezidenciát kapta meg. Az Európai Központi Bank személyzeti szabályzatára figyelemmel az Igazgatóság tagjai egyéni körülményeiknek megfelelően háztartási és családi pótlékra, valamint oktatási támogatásra jogosultak. Az alapfizetést az Európai Közösségeknek fizetendő adó mellett nyugdíj-, egészségügyi és baleset-biztosítási járulék terheli. Az Igazgatóságra érvényes nyugdíjazási megállapodás „Az EKB nyugdíjrendszere és a volt munkatársaknak fizetett egyéb juttatások” című okiratban a számviteli politikáról szóló fejezetben van leírva.

Az Igazgatóság tagjai az év során a következő alapfizetésben részesültek:

	2007 €	2006 €
Jean-Claude Trichet (elnök)	345 252	338 472
Lucas D. Papademos (alelnök)	295 920	290 112
Gertrude Tumpel-Gugerell (igazgatósági tag)	246 588	241 752
José Manuel González-Páramo (igazgatósági tag)	246 588	241 752
Lorenzo Bini Smaghi (igazgatósági tag)	246 588	241 752
Otmar Issing (2006. májusig igazgatósági tag)	-	100 730
Jürgen Stark (2006. júniustól igazgatósági tag)	246 588	141 022
Összesen	1 627 524	1 595 592

Az Igazgatóság tagjainak fizetett összes támogatás és az EKB nyugdíj-, egészségügyi és baleset-biztosítási rendszerbe való befizetéseiből származó juttatások összege 579 842 euro (2006-ban 557 421 euro) volt, amivel együtt az összes javadalmazás 2 207 366 eurót tett ki (2006-ban 2 153 013 eurót).

Az Igazgatóság volt tagjai hivatali idejük lejártát követően egy bizonyos ideig átmeneti juttatásokban részesülnek. Ezek a kifizetések, valamint az EKB hozzájárulása a volt tagok egészségügyi és balesetbiztosításába 2007-ben 52 020 euro volt (2006-ban 292 280 euro). Az Igazgatóság volt tagjainak vagy hozzátartozóiknak kifizetett nyugdíjak és hozzájuk kapcsolódó támogatások, valamint az egészségügyi és balesetbiztosítási járulékok értéke 249 902 euro volt (2006-ban 121 953 euro).

Ezen a soron szerepel az EKB-nak a nyugdíjrendszerrel és a volt munkatársak egyéb juttatásaival kapcsolatban keletkező 27,2 millió eurós összeg (2006-ban 27,4 millió euro) (lásd az „Egyéb források” című 12. pontot).

2007 végén a teljes állású munkaerőnek megfelelő, határozatlan és határozott időre kötött szerződéssel foglalkoztatott tényleges dolgozói létszám 1375¹⁷ volt, közöttük 149 vezető beosztású munkatárs. A dolgozók száma 2007 folyamán a következőképpen alakult:

	2007	2006
Január 1-jén	1367	1351
Új munkaerő ¹⁾	82	55
Felmondás/szerződés lejárta ²⁾	32	39
December 31-én	1417	1367
A foglalkoztatottak átlagos száma	1394	1360

1) Ideértendők a részmunkaidős foglalkoztatásból teljes állásba átkerülő munkatársak is.
2) Ideértendők a teljes állásból részmunkaidős foglalkoztatásba átkerülő munkatársak is.

2007. december 31-én a dolgozói összlétszám 79 teljes állású munkaerőnek megfelelő (2006-ban 63) fizetés nélküli/gyermekgondozási szabadságon lévő alkalmazottat, továbbá 21 szülési szabadságon lévő munkatársat (2006: 10) is magában foglalt. Ehhez kapcsolódóan 2007. december 31-én az EKB 71 teljes állású munkaerőnek megfelelő, rövid időtartamú szerződéses dolgozót (2006: 70) alkalmazott a fizetés nélküli/szülési szabadságon lévő alkalmazottak helyettesítésére.

Az EKB lehetőséget biztosít a KBER központi bankjainak munkatársai számára, hogy átmeneti megbízatást lássanak el a bankban. 2007. december 31-én 76 munkatársat alkalmaztak ebben a minőségben (2006-ban 61-et), a velük kapcsolatos költségek szintén ebben a tételben szerepelnek.

¹⁷ 2006-ig ebben a pontban a teljes állású munkaerőnek megfelelő összes határozatlan és határozott időre szóló szerződéses kötelezettség fel volt tüntetve. 2007-től ellenben a határozatlan és határozott időre kötött szerződés alapján foglalkoztatott teljes állású munkaerőnek megfelelő tényleges dolgozói létszámot adjuk meg, mivel a pénzügyi beszámoló felhasználói szempontjából ez az adat relevánsabb. A 2006-ra vonatkozó számokat ennek megfelelően módosítottuk.

30 IGAZGATÁSI KÖLTSÉGEK

Idetartozik az összes többi folyó kiadás, úgymint az EKB épületeinek bérleti díja és karbantartási költségei, a nem aktivált eszközök és berendezések, szakértői díjak, egyéb szolgáltatások és felszerelések, valamint olyan alkalmazottakhoz köthető kiadások mint a felvételi, költözési, munkába állási, képzési és visszaköltözési költség.

31 BANKJEGY-ELŐÁLLÍTÁSI KÖLTSÉGEK

Ez a kiadás akkor lép fel, amikor a bankjegyek iránti kereslet váratlan ingadozásai miatt valamelyik ország NKB-jából egy másikéba kell bankjegyeket szállítani. Ennek költségét az EKB központilag állja.

Independent auditor's report

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2007, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgment, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2007 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 26 February 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Wohlmannstetter
Wirtschaftsprüfer

Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

**Az alábbi oldalon az EKB a külső könyvvizsgálói jelentés nem hivatalos fordítását közli.
Eltérés esetén a KPMG aláírásával ellátott angol nyelvű változat a mérvadó.**

A független könyvvizsgáló jelentése

Az Európai Központi Bank elnöke és Kormányzótanácsa
Majna-Frankfurt

Elvégeztük az Európai Központi Bank mellékelt éves beszámolójának vizsgálatát, amely a 2007. december 31-i fordulónapra elkészített mérleget, a 2007. évre vonatkozó eredménykimutatást, a lényeges számviteli elvek összefoglalását, valamint egyéb részletező adatokat tartalmaz.

Az Európai Központi Bank Igazgatóságának az éves beszámolóhoz kapcsolódó hatásköre

Az Igazgatóság hatáskörébe tartozik az éves beszámoló elkészítése és valóság-hű összeállítása, összhangban a Kormányzótanács által elfogadott és az Európai Központi Bank éves beszámolójáról szóló EKB/2006/17-es módosított határozatban lefektetett alapelvekkel. A hatáskör a következőkre terjed ki: az éves beszámoló elkészítésére, valóság-hű összeállítására vonatkozó olyan belső ellenőrzési rendszer létrehozása, bevezetése és működtetése, amely biztosítja, hogy a beszámoló csalás vagy tévedés következtében keletkező, a valóságtól lényegesen eltérő állításoktól mentes legyen; a megfelelő számviteli alapelvek kiválasztása és alkalmazása; az adott körülmények között elfogadható számviteli becslések készítése.

A könyvvizsgáló hatásköre

A könyvvizsgáló felelőssége az éves beszámoló az elvégzett könyvvizsgálat alapján való véleményezése. A könyvvizsgálatot a Nemzetközi Könyvvizsgálói Standardok alapján hajtottuk végre. A standardok értelmében be kell tartanunk az etikai követelményeket, továbbá a könyvvizsgálat tervezése és végrehajtása során elegendő és megfelelő bizonyosságot kell szerezni arról, hogy az éves beszámoló nem tartalmaz lényeges hibás állítást.

A könyvvizsgálat során olyan eljárásokat folytatunk le, amelyek könyvvizsgálói szempontból alátámasztják az éves beszámoló tévességeit és közléseit. A könyvvizsgáló megítélésére van bízva, milyen eljárásokat választ ki erre a célra, ideértve annak a kockázatnak a felmérését, hogy az éves beszámoló – akár csalás, akár tévedés miatt – lényeges hibás állítást tartalmaz. A könyvvizsgáló a kockázati vizsgálat során figyelembe veszi a vizsgált szervezet éves beszámolójának elkészítésére és valóság-hű összeállítására vonatkozó belső ellenőrzést. Ezzel célja az adott körülményeknek megfelelő könyvvizsgálói eljárások kialakítása, nem pedig a szervezet belső ellenőrzése hatékonyságának véleményezése. A könyvvizsgálat magában foglalja ezen kívül az alkalmazott számviteli irányelvek megfelelő voltának és a vezetőségi számviteli becslések elfogadhatóságának ellenőrzését, valamint az éves beszámoló általános felépítésének értékelését.

Úgy véljük, hogy a megvizsgált adatok elegendő és megfelelő alapot nyújtanak könyvvizsgálói véleményünkhöz.

A vélemény

Véleményünk szerint az éves beszámoló megbízható és valós képet ad az Európai Központi Bank 2007. december 31-én fennálló pénzügyi helyzetéről és a 2007. évi működésének eredményeiről, összhangban a Kormányzótanács által lefektetett és az EKB éves beszámolójáról szóló EKB/2006/17-es módosított határozatban megfogalmazott alapelvekkel.

Majna-Frankfurt, 2008. február 26.

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft

Aktiengesellschaft

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

KIEGÉSZÍTŐ MELLÉKLET A NYERESÉG/ VESZTESÉG FELOSZTÁSÁRÓL

Jelen melléklet nem része az EKB 2007. évi pénzügyi beszámolójának.

A FORGALOMBAN LEVŐ BANKJEGYÁLLOMÁNYBÓL VALÓ EKB-RÉSZESEDÉSHEZ KAPCSOLÓDÓ BEVÉTEL

2006-ban a Kormányzótanács döntését követően az EKB visszatartotta az eurobankjegy-forgalomból való részesedéséhez kapcsolódó 1319 millió eurónyi bevételét. A döntéssel azt kívánták megakadályozni, hogy a teljes felosztott nyereség meghaladja az EKB éves nettó nyereségét. 2007-ben hasonló megfontolásból 2004 millió euro került visszatartásra. Mindkét összeg az EKB-nak a forgalomban lévő teljes bankjegyállományból való részesedéséhez kapcsolódó tárgyévi összbevétele.

AZ EKB NYERESÉGÉNEK FELOSZTÁSA/ VESZTESÉGEINEK FEDEZÉSE

A KBER alapokmányának 33. cikke értelmében az EKB nettó nyeresége a következő sorrendben kerül felosztásra:

- (a) a nettó nyereség 20%-át meg nem haladó, a Kormányzótanács által meghatározott összeget az általános tartalékalapba kell átutalni legfeljebb a tőke 100%-ának arányában;
- (b) a nettó nyereség fennmaradó részét az EKB részvényesei között kell felosztani a befizetett részesedésük arányában.

Amennyiben az EKB veszteséggel zárja az évet, a hiány az EKB általános tartalékalapja, illetve szükség esetén és kormányzótanácsi döntés alapján az adott pénzügyi év monetáris jövedelme terhére jóváírható az alapokmány 32.5 cikke¹⁸ értelmében a nemzeti központi bankok között felosztott összegek arányában és erejéig.

2007-ben a bank 286 millió eurós céltartalékot képzett a devizaárfolyam-, a kamat- és az aranyárfolyam-kockázat fedezésére, aminek

eredményképpen nettó nyeresége pontosan nulla volt. Ennek megfelelően, 2005-höz és 2006-hoz hasonlóan sem általános tartalékalapba való átvezetés, sem az EKB-részvényesek közötti nyereségfelosztás nem történt. Ugyanakkor veszteséget sem kellett fedezni.

¹⁸ A KBER alapokmánya 32.5 cikkének értelmében a nemzeti központi bankok monetáris jövedelmének összege az EKB-nak befizetett tőkerészesedésük arányában kerül közöttük felosztásra.

5 AZ EURORENDSZER KONSZOLIDÁLT MÉRLEGE A 2007. DECEMBER 31-ÉVEL VÉGZŐDŐ PÉNZÜGYI ÉVRE

(MILLIÓ EURO)

ESZKÖZÖK	2007. ¹ DECEMBER 31.	2006. DECEMBER 31.
1 Aranykészletek és aranykövetelések	201 545	176 768
2 Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakövetelések	135 133	142 288
2.1 Az IMF-fel szembeni követelések	9 058	10 658
2.2 Bankokkal szembeni számlakövetelések, értékpapír-befektetések, euroövezeten kívüli hitelek és egyéb euroövezeten kívüli eszközök	126 075	131 630
3 Euroövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakövetelések	41 973	23 404
4 Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni követelések euróban	13 835	12 292
4.1 Bankokkal szembeni számlakövetelések, értékpapír-befektetések és hitelek	13 835	12 292
4.2 Az ERM-II-ben alkalmazott hitelkonstrukció miatt felmerülő követelések	0	0
5 Euroövezetbeli hitelintézeteknek nyújtott, monetáris politikai műveletekhez kapcsolódó hitelek euróban	637 175	450 541
5.1 Irányadó refinanszírozási műveletek	368 606	330 453
5.2 Hosszabb távú refinanszírozási műveletek	268 476	120 000
5.3 Finomszabályozó penziós műveletek	0	0
5.4 Strukturális penziós műveletek	0	0
5.5 Aktív oldali rendelkezésre állás	91	88
5.6 Pótlólagos fedezetbekéréshez kapcsolódó hitelek	2	0
6 Euroövezetbeli hitelintézetekkel szembeni egyéb követelések euróban	23 898	11 036
7 Euroövezetbeli rezidensek által kibocsátott euróban denominált értékpapírok	96 044	77 614
8 Államháztartás euróban denominált adóssága	37 063	39 359
9 Egyéb eszközök	321 315	216 728
Eszközök összesen	1 507 981	1 150 030

Kerekítés miatt a részadatok összegei eltérhetnek az összesen adatoktól.

FORRÁSOK**2007.
DECEMBER 31.****2006.
DECEMBER 31.**

1 Forgalomban lévő bankjegyek	676 678	628 238
2 Euroövezetbeli hitelintézetekkel szembeni, monetáris politikai műveletekhez kapcsolódó kötelezettségek euróban	379 181	174 051
2.1 Folyószámla-tartozások (kötelezőtartalék-rendszer alapja)	267 335	173 482
2.2 Betéti rendelkezésre állás	8 831	567
2.3 Rögzített futamidejű betétek	101 580	0
2.4 Finomszabályozó penziós műveletek	0	0
2.5 Pótlólagos fedezetbekéréshez kapcsolódó betétek	1 435	2
3 Euroövezetbeli hitelintézetekkel szembeni egyéb kötelezettségek euróban	126	65
4 Kibocsátott adósságlevelek	0	0
5 Egyéb euroövezetbeli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban	46 183	53 374
5.1 Államháztartás	38 116	45 166
5.2 Egyéb kötelezettségek	8 067	8 208
6 Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban	45 095	16 614
7 Euroövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek	2 490	89
8 Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek	15 552	12 621
8.1 Betétek, számlatartozások és egyéb kötelezettségek	15 552	12 621
8.2 Az ERM-II-ben alkalmazott hitelkonstrukció miatt felmerülő kötelezettségek	0	0
9 Az IMF által allokált különleges lehívási jogok ellenpárja	5 278	5 582
10 Egyéb források	123 174	71 352
11 Átértékelési számlák	147 122	121 887
12 Saját tőke és tartalékok	67 102	66 157
Források összesen	1 507 981	1 150 030

FÜGGELÉKEK

AZ EKB ÁLTAL ELFOGADOTT JOGI DOKUMENTUMOK

Az alábbi táblázat az EKB által 2007-ben és 2008 elején elfogadott és az Európai Unió Hivatalos Lapjában megjelent jogi dokumentumokat sorolja fel. A Hivatalos Lap példányai az Európai Közösségek Hivatalos Kiadványainak Hivatalánál szerezhetők be. Az EKB megalakulása óta elfogadott és a Hivatalos Lapban megjelent jogi dokumentumok felsorolása a „Jogi keretek” (Legal Framework) menüpont alatt megtalálható az EKB honlapján.

Szám	Cím:	HL jelzet
EKB/2007/1	Az Európai Központi Bank határozata (2007. április 17.) az EKB adatvédelmével kapcsolatos végrehajtási szabályok elfogadásáról	HL L 116., 2007.5.4., 64. o.
EKB/2007/2	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2007. április 26.) a transzeurópai atomizált valós idejű bruttó elszámolású rendszerről (TARGET2)	HL L 237., 2007.9.8., 1. o.
EKB/2007/3	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2007. május 31.) a fizetési mérleg és a nemzetközi befektetési pozíciók statisztikái, valamint a nemzetközi tartalékok jelentése terén az EKB adatszolgáltatási követelményeiről szóló EKB/2004/15 iránymutatás módosításáról	HL L 159., 2007.6.20., 48. o.
EKB/2007/4	Az Európai Központi Bank ajánlása (2007. május 31.) a fizetési mérleg és a nemzetközi befektetési pozíciók statisztikái, valamint a nemzetközi tartalékok jelentése terén az EKB adatszolgáltatási követelményeiről szóló EKB/2004/16 ajánlás módosításáról	HL C 136., 2007.6.20., 6. o.
EKB/2007/5	Az Európai Központi Bank határozata (2007. július 3.) a beszerzési szabályok meghatározásáról	HL L 184., 2007.7.14., 34. o.
EKB/2007/6	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2007. július 20.) az EKB devizatartalékokat megtestesítő eszközeinek nemzeti központi bankok általi kezeléséről, valamint az ilyen eszközöket érintő műveletek jogi dokumentációjáról szóló EKB/2006/28 iránymutatás módosításáról	HL L 196., 2007.7.28., 46. o.
EKB/2007/7	Az Európai Központi Bank határozata (2007. július 24.) a TARGET2-EKB szabályairól	HL L 237., 2007.9.8., 71. o.
EKB/2007/8	Az Európai Központi Bank 958/2007/EK rendelete (2007. július 27.) a befektetési alapok eszközeiről és kötelezettségeiről szóló statisztikákról	HL L 211., 2007.8.11., 8. o.
EKB/2007/9	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2007. augusztus 1.) a monetáris pénzügyi intézményekről és a piaci statisztikákról (átdolgozás)	HL L 341., 2007.12.27., 1. o.
EKB/2007/10	Az Európai Központi Bank 2007. szeptember 20-i iránymutatása az eurorendszer monetáris politikai eszközeiről és eljárásairól szóló, EKB/2000/7 iránymutatás I. és II. mellékletének módosításáról	HL L 284., 2007.10.30., 34. o.

Szám	Cím:	HL jelzet
EKB/2007/11	Az Európai Központi Bank rendelete (2007. november 9.) az euro Ciprus és Málta általi bevezetését követően a kötelező tartalékoknak az EKB által történő alkalmazására vonatkozó átmeneti rendelkezésekről	HL L 300., 2007.11.17., 44. o.
EKB/2007/12	Az Európai Központi Bank ajánlása (2007. november 15.) az Európai Unió Tanácsa számára a Ciprusi Központi Bank külső könyvvizsgálóiról	HL C 277., 2007.11.20., 1. o.
EKB/2007/13	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2007. november 15.) az Európai Központi Bank negyedéves pénzügyi elszámolásokra vonatkozó statisztikai adatszolgáltatási követelményeiről szóló EKB/2002/7 iránymutatás módosításáról	HL L 311., 2007.11.29., 47. o.
EKB/2007/14	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2007. november 15.) az Európai Központi Bank statisztikai adatszolgáltatási követelményeiről és a Központi Bankok Európai Rendszerén belül a kormányzati pénzügyi statisztika területén belüli statisztikai információcsere eljárásairól szóló EKB/2005/5 iránymutatás módosításáról	HL L 311., 2007.11.29., 49. o.
EKB/2007/15	Az Európai Központi Bank határozata (2007. november 22.) a részt vevő tagállamok nemzeti központi bankjai monetáris jövedelmeinek a 2002. pénzügyi évtől történő felosztásáról szóló, EKB/2001/16 határozat módosításáról	HL L 333., 2007.12.19., 86. o.
EKB/2007/16	Az Európai Központi Bank határozata (2007. november 23.) a 2008-ban történő érmekibocsátás mennyiségének engedélyezéséről	HL L 317, 2007.5.12., 81. o.
EKB/2007/17	Az Európai Központi Bank ajánlása (2007. november 29.) az Európai Unió Tanácsa számára a Bank Āentrali ta' Malta/Central Bank of Malta külső könyvvizsgálóiról	HL C 304., 2007.12.15., 1. o.
EKB/2007/18	Az Európai Központi Bank rendelete (2007. november 29.) a monetáris pénzügyi intézményi szektor összevont mérlegéről szóló EKB/2001/13 rendelet módosításáról	HL L 330., 2007.12.15., 20. o.
EKB/2007/19	Az Európai Központi Bank határozata (2007. december 7.) az eurobankjegyek kibocsátásáról szóló, 2001. december 6-i EKB/2001/15 határozat módosításáról	HL L 1., 2008.01.04., 1. o.
EKB/2007/20	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2007. december 17.) a Központi Bankok Európai Rendszerében a számvitel és számviteli beszámoló jogi keretéről szóló EKB/2006/16 iránymutatás módosításáról	HL L 42., 2008.02.16., 85. o.
EKB/2007/21	Az Európai Központi Bank határozata (2007. december 17.) az Európai Központi Bank éves beszámolójáról szóló EKB/2006/17 határozat módosításáról	HL L 42., 2008.02.16., 83. o.

Szám	Cím:	HL jelzet
EKB/2007/22	Az Európai Központi Bank határozata (2007. december 31.) az Európai Központi Bank tőkéjének a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta általi befizetéséről, a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta devizatartalékokat megtestesítő eszközeinek az EKB számára történő átadásáról, valamint a Ciprusi Központi Bank és a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta az EKB tartalékaihoz és céltartalékaihoz való hozzájárulásáról	HL L 28., 2008.02.01., 36. o.
EKB/2008/1	Az Európai Központi Bank ajánlása (2008. január 28.) az Európai Unió Tanácsa számára a Suomen Pankki külső könyvvizsgálóiról	HL C 29., 2008.02.01., 1. o.

AZ EKB ÁLTAL ADOTT VÉLEMÉNYEK

A következő táblázat azokat a véleményeket tartalmazza, amelyeket a Szerződés 105. cikkének (4) bekezdése és a KBER alapokmányának 4. cikke értelmében, valamint a Szerződés 112. cikke (2) bekezdésének b) pontja és az Alapokmány 11.2 cikkének értelmében az EKB 2007-ben és 2008 elején adott. Az EKB honlapján a bank megalapítása óta adott összes vélemény megtalálható.

(a) Egy adott tagállammal való konzultációt követő EKB-vélemények¹

Szám ²	Kezdeményező	Témakör
CON/2007/1	Ciprus	Az euro elfogadásáról és a zökkenőmentes készpénzcseréről szóló jogi feltételrendszer
CON/2007/2	Magyarország	Vélemény közvetlen adatszolgáltatási rendszer létrehozásáról a fizetésimérleg-statisztikák tekintetében
CON/2007/3	Írország	Eszközalapú értékpapírok
CON/2007/5	Szlovénia	Az euro-émlékérmék és a gyűjtőknek szánt euro-érmék kibocsátása
CON/2007/6	Németország	A Deutsche Bundesbank statútumának az Igazgatótanács tagjai számával és kinevezésével kapcsolatos módosítása
CON/2007/7	Hollandia	Az elszámolási és teljesítési rendszerek felvigyázása
CON/2007/8	Csehország	A Česká národní banka fogyasztóvédelem területére tartozó egyes feladatai
CON/2007/10	Magyarország	A pénzmosás megelőzéséről és megakadályozásáról szóló törvény módosítása a szankciók és felügyeleti rendszerek, valamint nemzeti központi bankra való alkalmazási körük tekintetében
CON/2007/12	Lettország	A monetáris politikai eszközök és a Latvijai Banka értékpapír-elszámolása
CON/2007/13	Görögország	A Bank of Greece statútumának az eurorendszer biztosítéki keretrendszerében bekövetkezett fejleményekhez való igazítása és a fizetési rendszerek zavartalan működésének biztosítása érdekében történő módosítása
CON/2007/14	Magyarország	A Magyar Nemzeti Bank statútumának a bank struktúrájára és szervezeti irányítására vonatkozó módosítása
CON/2007/15	Görögország	A hitel- és pénzügyintézetek felülvizsgálata és a monetáris politikai műveletek céljára elfogadható biztosítékok
CON/2007/16	Málta	A kötelező tartalékok számítása és a kapcsolódó eljárások

¹ 2004 decemberében a Kormányzótanács úgy döntött, hogy az EKB által valamely nemzeti hatóság kérésére kiadott szakvéleményeket rendszerint közvetlenül elfogadásuk és a kezdeményező hatóságnak történt továbbításuk után nyilvánosságra kell hozni.

² A konzultációk számozása a Kormányzótanács általi elfogadásuk sorrendjének felel meg.

Szám ²	Kezdeményező	Témakör
CON/2007/17	Olaszország	A piacok szabályozása és felügyelete, valamint az illetékes független hatóságok működése
CON/2007/18	Szlovénia	A fizetési tranzakciókról szóló törvény tranzakciós számlák nyilvántartási adataihoz való hozzáféréssel kapcsolatos módosításai
CON/2007/21	Németország	A befektetési alapok nemzetközi versenyképességének javítását szolgáló új szabályozói és felügyeleti környezet bevezetése, valamint a jogszabályoknak az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról szóló, 1985. december 20-i 85/611/EGK tanácsi irányelvvel való harmonizálása
CON/2007/22	Románia	A kötelező tartalékok rendszere
CON/2007/23	Románia	A nem bank pénzügyi intézmények központi bank általi szabályozása
CON/2007/24	Románia	A nem bank pénzügyi intézmények mérlegében nyilvántartott eszközökre és forrásokra vonatkozó adatszolgáltatás
CON/2007/25	Spanyolország	A fizetési és értékpapír-elszámolási rendszerekről szóló jogszabályok a TARGET2-re való felkészülés keretében történő módosításai
CON/2007/26	Lengyelország	A betétbiztosítási rendszer működtetéséről, felügyeletéről és finanszírozásáról, különös tekintettel a Narodowy Bank Polski azokban való részvételére vonatkozó módosítások
CON/2007/27	Románia	A Banca Națională a României felvigyázói jogköre a fizetési rendszerek, értékpapír-elszámolási rendszerek és fizetési eszközök tekintetében
CON/2007/28	Lengyelország	A bankjegyek és az érmék válogatására és csomagolására vonatkozó szabályok
CON/2007/29	Portugália	Fogyasztóvédelmi rendszer létrehozása a Banco de Portugal prudenciális felülvizsgálati hatáskörében
CON/2007/31	Lengyelország	A pénzügyi felülvizsgálat reformja, különös tekintettel a Narodowy Bank Polskira
CON/2007/32	Németország	A Szövetségi Pénzügyi Felügyeleti Hatóság felügyeleti szerkezetének modernizálása
CON/2007/33	Ausztria	A pénzügyi felügyelet reformja

Szám ²	Kezdeményező	Témakör
CON/2007/34	Lengyelország	A kötelező tartalékok rendszerének a bankok szétválásával kapcsolatos módosítása
CON/2007/36	Szlovénia	A Banka Slovenije a pénzmosás megelőzésével kapcsolatos új feladatai
CON/2007/37	Belgium	A bemutatóra szóló értékpapírok bevonásának végrehajtása a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique által kibocsátott részvények tekintetében
CON/2007/38	Szlovénia	A valutaműveletek felügyelete
CON/2007/39	Ciprus	A törvényes fizetőeszköz hamisítással és egyéb tiltott tevékenységekkel szembeni védelmének köre
CON/2007/40	Bulgária	Pénzáttalási szolgáltatásokat nyújtó szervezetek engedélyezési rendszerének bevezetése
CON/2007/41	Németország	A hazai és külföldi pénzforgalommal és közvetlen befektetésekkel kapcsolatos adatszolgáltatási rendelkezések az egységes euro-pénzforgalmi övezet megteremtése kapcsán
CON/2007/43	Szlovákia	Jogi feltételrendszer az euro bevezetésének előkészítésére
CON/2008/1	Ciprus	Az eurobankjegyek és -érmék előállításának ellenőrzése Cipruson
CON/2008/2	Csehország	A Česká národní banka és a pénzügyminisztérium hatásköreinek megosztása a törvénytervezetek elkészítésében és kormány elé terjesztésében
CON/2008/3	Németország	Érmekre vonatkozó jogalkotás
CON/2008/4	Svédország	A Sveriges Riksbank alapszabályának módosítása Igazgatótanácsi tagságának hivatali idejére vonatkozóan
CON/2008/5	Lengyelország	A betétvédelmi rendszer irányításának, felügyeletének és finanszírozási módjának módosítása, különös tekintettel a Narodowy Bank Polski részvételére
CON/2008/6	Portugália	A Nemzeti Statisztikai Rendszer alapelvei, szabályai és szerkezete, valamint a Banco de Portugal szerepe
CON/2008/7	Románia	Csekkre, váltókra és igérvényekre vonatkozó törvények módosítása
CON/2008/8	Franciaország	A Saint-Martin és a Saint-Barthélemy státusának megváltozásából eredő következmények a monetáris rendszerre a francia törvények értelmében

(b) Európai intézménnyel való konzultáció után adott EKB-vélemény³

Szám ⁴	Kezdeményező	Témakör	HL hivatkozás
CON/2007/4	Az EU Tanácsa	Egy új komitológiai eljárás beillesztése a pénzügyi szolgáltatások cselekvési terv keretébe tartozó nyolc irányelvbe	HL C 39., 2007.2.23., 1. o.
CON/2007/9	Az EU Tanácsa	A közösségi üres álláshelyekre vonatkozó statisztikákról szóló rendelet	HL C 86., 2007.4.20., 1. o.
CON/2007/11	Az EU Tanácsa	A létfontosságú európai infrastruktúrák azonosításáról és kijelölése	HL C 116., 2007.5.26., 1. o.
CON/2007/19	Az EU Tanácsa	Az euro Cipruson és Máltán való bevezetése, valamint az eurónak a ciprusi fonttal és a máltai lírával szembeni átváltási árfolyamai	HL C 160., 2007.7.13., 1. o.
CON/2007/20	Az EU Tanácsa	A kormányközi konferenciának a hatályos Szerződéseket módosító Szerződés elkészítésére irányuló megbízatása	HL C 160., 2007.7.13., 2. o.
CON/2007/30	Az EU Tanácsa	A harmonizált fogyasztói árindexekkel kapcsolatos mintavételi, helyettesítési és minőségi kiigazítási eljárások	HL C 248., 2007.10.23., 1. o.
CON/2007/35	Az EU Tanácsa	Az európai statisztikáról szóló európai parlamenti és tanácsi rendelet iránti javaslat	HL C 291., 2007.12.5., 1. o.
CON/2007/42	Az EU Tanácsa	A hamisbankjegyek és érmék szállításának engedélyezése a hatáskörrel rendelkező nemzeti hatóságok, valamint az EU intézményei és testületei között, mint a hamisítványok felfedését szolgáló intézkedés	HL C 27, 2008.1.31., 1. o.

3 Az EKB honlapján is közzétették.

4 A konzultációk számozása a Kormányzótanács általi elfogadásuk sorrendjének felel meg.

AZ EURORENDSZER MONETÁRIS POLITIKAI INTÉZKEDÉSEINEK IDŐRENDI ÁTTEKINTÉSE

2006. JANUÁR 12. ÉS FEBRUÁR 2.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 2,25%-on, az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatait pedig 3,25%-on, illetve 1,25%-on, tehát változatlanul hagyja.

2006. JÚLIUS 6.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 2,75%-on, az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatait pedig 3,75%-on, illetve 1,75%-on, tehát változatlanul hagyja.

2006. MÁRCIUS 2.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 25 százalékponttal 2,50%-ra emeli a 2006. március 8-án elszámolandó művelettől kezdődően. A Kormányzótanács arról is döntött, hogy mind az aktív oldali, mind a betéti rendelkezésre állás kamatait 25 százalékponttal, tehát 3,50%-ra, illetve 1,50%-ra emeli, mindkét esetben 2006. március 8-i hatállyal.

2006. AUGUSZTUS 3.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 25 százalékponttal 3,0%-ra emeli a 2006. augusztus 9-én elszámolandó művelettel kezdődően. A Kormányzótanács arról is döntött, hogy mind az aktív oldali, mind a betéti rendelkezésre állás kamatait 25 százalékponttal, tehát 4,0%-ra, illetve 2,0%-ra emeli, mindkét esetben 2006. augusztus 9-i hatállyal.

2006. ÁPRILIS 6. ÉS MÁJUS 4.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 2,50%-on, az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatait pedig 3,50%-on, illetve 1,50%-on, tehát változatlanul hagyja.

2006. AUGUSZTUS 31.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 3,0%-on, az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatait pedig 4,0%-on, illetve 2,0%-on, tehát változatlanul hagyja.

2006. JÚNIUS 8.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 25 százalékponttal 2,75%-ra emeli a 2006. június 15-én elszámolandó művelettől kezdődően. A Kormányzótanács arról is döntött, hogy mind az aktív oldali, mind a betéti rendelkezésre állás kamatait 25 százalékponttal, tehát 3,75%-ra, illetve 1,75%-ra emeli, mindkét esetben 2006. június 15-i hatállyal.

2006. OKTÓBER 5.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 25 százalékponttal 3,25%-ra emeli a 2006. október 11-én elszámolandó művelettel kezdődően. A Kormányzótanács arról is döntött, hogy mind az aktív oldali, mind a betéti rendelkezésre állás kamatait 25 százalékponttal, tehát 4,25%-ra, illetve 2,25%-ra emeli, mindkét esetben 2006. október 11-i hatállyal.

2006. NOVEMBER 2.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 3,25%-on, az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatait pedig 4,25%-on, illetve 2,25%-on, tehát változatlanul hagyja.

2006. DECEMBER 7.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 25 százalékponttal 3,50%-ra emeli a 2006. december 13-án elszámolandó művelettel kezdődően. A Kormányzótanács arról is döntött, hogy mind az aktív oldali, mind a betéti rendelkezésre állás kamatait 25 százalékponttal, tehát 4,50%-ra, illetve 2,50%-ra emeli, mindkét esetben 2006. december 13-i hatállyal.

2006. DECEMBER 21.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy a 2007-ben esedékes hosszú távú refinanszírozási műveletekre szánt összeget műveletenként 40 milliárd euróról 50 milliárd euróra növeli. E megemelt összeg megállapításánál az alábbi szempontok kerültek figyelembevételre: az euroövezet bankrendszerének likviditási igénye az utóbbi években erősen megnőtt, és 2007-ben várhatóan tovább nő. Ezért az eurorendszer úgy döntött, hogy kissé megnöveli a hosszabb távú refinanszírozási műveletek által kielégített likviditási igények részarányát. Az eurorendszer ugyanakkor a likviditás döntő részét továbbra is irányadó refinanszírozási műveletein keresztül kívánja biztosítani. A Kormányzótanács 2008 elején újra módosíthat az elkülönített összegen.

2007. JANUÁR 11. ÉS FEBRUÁR 8.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 3,50%-on, az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kama-

it pedig 4,50%-on, illetve 2,50%-on, tehát változatlanul hagyja.

2007. MÁRCIUS 8.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 25 százalékponttal 3,75%-ra emeli a 2007. március 14-én elszámolandó művelettel kezdődően. A Kormányzótanács arról is döntött, hogy mind az aktív oldali, mind a betéti rendelkezésre állás kamatait 25 százalékponttal, tehát 4,75%-ra, illetve 2,75%-ra emeli, mindkét esetben 2007. március 14-i hatállyal.

2007. ÁPRILIS 12. ÉS MÁJUS 10.

Az EKB Kormányzótanácsa változatlanul hagyta az irányadó refinanszírozási műveletek 3,75%-os minimális ajánlati kamatlábát, valamint az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatlábnak 4,75%-os, illetve 2,75%-os szintjét.

2007. JÚNIUS 6.

Az EKB Kormányzótanácsa a 2007. június 13-án elszámolandó művelettel kezdődően 25 bázisponttal 4,00%-ra emelte az irányadó refinanszírozási műveletek minimális ajánlati kamatlábát. A Kormányzótanács továbbá 2007. június 13-i hatállyal mind az aktív oldali, mind a betéti rendelkezésre állás kamatlábát 25 százalékponttal 5%-ra, illetve 3%-ra emelte.

2007. JÚLIUS 5., AUGUSZTUS 2., SZEPTEMBER 6., OKTÓBER 4., NOVEMBER 8., DECEMBER 6., 2008. JANUÁR 10., FEBRUÁR 7. ÉS MÁRCIUS 6.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 4,00%-on, az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatait pedig 5,00%-on, illetve 3,00%-on, tehát változatlanul hagyja.

AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK 2007 ÓTA MEGJELENT KIADVÁNYAI

Ezzel a felsorolással tájékoztatást kívánunk nyújtani olvasóinknak az Európai Központi Bank 2007 januárja óta megjelent, válogatott kiadványairól. Az EKB-füzetek (Working Papers) közül csak a 2007 decembere és 2008 februárja között megjelent kiadványokat soroljuk fel. Eltérő jelzés hiányában – amíg a készlet tart – nyomtatott példányok ingyenesen beszerezhetők vagy rendszeres küldésre előjegyezthetők az info@ecb.europa.eu internetes címen.

Az Európai Központi Bank és az Európai Monetáris Intézet kiadványainak teljes listája az EKB honlapján olvasható (<http://www.ecb.europa.eu>).

ÉVES JELENTÉS

Éves jelentés 2006, 2007. április.

KONVERGENCIAJELENTÉS

Konvergenciajelentés, 2007. május.

A HAVI JELENTÉSEKBEN MEGJELENT CIKKEK

The enlarged EU and euro area economies, 2007. január.

Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade, 2007. január.

Putting China's economic expansion in perspective, 2007. január.

Challenges to fiscal sustainability in the euro area, 2007. február.

The EU arrangements for financial crisis management, 2007. február.

Migrant remittances to regions neighbouring the EU, 2007. február.

Communicating monetary policy to financial markets, 2007. április.

Output growth differentials in the euro area: sources and implications, 2007. április.

From government deficit to debt: bridging the gap, 2007. április.

Measured inflation and inflation perceptions in the euro area, 2007. május.

Competition in and economic performance of the euro area services sector, 2007. május.

Determinants of growth in the EU Member States of central and eastern Europe, 2007. május.

Share buybacks in the euro area, 2007. május.

Interpreting monetary developments since mid-2004, 2007. július.

Oil-exporting countries: key structural features, economic developments and oil revenue recycling, 2007. július.

Adjustment of global imbalances in a financially integrating world, 2007. augusztus.

The financing of small and medium-sized enterprises in the euro area, 2007. augusztus.

Leveraged buyouts and financial stability, 2007. augusztus.

Long-term developments in MFI loans to households in the euro area: main patterns and determinants, 2007. október.

The collateral frameworks of the Federal Reserve System, the Bank of Japan and the Eurosystem, 2007. október.

Circulation and supply of euro banknotes and preparations for the second series of banknotes, 2007. október.

The stock market's changing structure and its consolidation: implications for the efficiency of the financial system and monetary policy, 2007. november.

The introduction of quarterly sectoral accounts statistics for the euro area, 2007. november.

Productivity developments and monetary policy, 2008. január.

Globalisation, trade and the euro area macroeconomy, 2008. január.
The Eurosystem's experience with forecasting autonomous factors and excess reserves, 2008. január.
The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective, 2008. február.
Securitisation in the euro area, 2008. február.
The new euro area yield curves, 2008. február.

STATISZTIKAI ZSEBKÖNYV (STATISTICS POCKET BOOK)

Megjelenik 2003 augusztusától havonta.

JOGI FÜZETEK (LEGAL WORKING PAPER SERIES)

4. Gruber, G.–Benisch, M.: *Privileges and immunities of the European Central Bank*, 2007. június.
5. Drėvina, K.–Laurinavičius, K.–Tupits, A.: *Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States*, 2007. július.

MŰHELYTANULMÁNYOK (OCCASIONAL PAPERS)

55. Baumann, U.–di Mauro, F.: *Globalisation and euro area trade: interactions and challenges*, 2007. február.
56. Giammarioli, N.–Nickel, C.–Rother, P.–Vidal, J.-P.: *Assessing fiscal soundness: theory and practice*, 2007. március.
57. Herrmann, S.–Polgar, E. K.: *Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe*, 2007. március.
58. Beck, R.–Kamps, A.–Mileva, E.: *Long-term growth prospects for the Russian economy*, 2007. március.
59. Bowles, C.–Friz, R.–Genre, V.–Kenny, G.–Meyler, A.–Rautanen, T.: *The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) a review after eight years' experience*, 2007. április.
60. Böwer, U.–Geis, A.–Winkler, A.: *Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa*, 2007. április.
61. Arratibel, O.–Heinz, F.–Martin, R.–Przybyla, M.–Rawdanowicz, L.–Serafini, R.–Zumer, T.: *Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – A production function approach*, 2007. április.
62. García, J. A.–van Rixtel, A.: *Inflation-linked bonds from a central bank perspective*, 2007. június.
63. Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESCB: *Corporate finance in the euro area – including background material*, 2007. június.
64. Task Force of the Market Operations Committee of the ESCB: *The use of portfolio credit risk models in central banks*, 2007. július.
65. Coppens, F.–González, F.–Winkler, G.: *The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations*, 2007. július.
66. Leiner-Killinger, N.–López Pérez, V.–Stiegert, R.–Vitale, G.: *Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature*, 2007. július.
67. Israél, J.-M.– Sánchez Muñoz, C.: *Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers*, 2007. július.
68. Chan, D.–Fontan, F.–Rosati, S.–Russo, D.: *The securities custody industry*, 2007. augusztus.
69. Sturm, M.–Gurtner, F.: *Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy*, 2007. augusztus.

70. Skala, M.–Thimann, C.–Wölfinger, R.: *The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF*, 2007. augusztus.
71. Schmiedel, H.: *The economic impact of the Single Euro Payments Area*, 2007. augusztus.
72. Hartmann, P.–Heider, F.–Papaioannou, E.–Lo Duca, M.–Søndergaard, L.: *The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe*, 2007. szeptember.
73. De Beaufort Wijnholds, J. O.–Søndergaard, L.: *Reserve accumulation: objective or by-product?*, 2007. szeptember.
74. Dieden, H. C.–Kanutin, A.: *Analysis of revisions to general economic statistics*, 2007. október.
75. Moutot, P. (szerk.) és Gerdesmeier, D.–Lojschová, A.–von Landesberger, J. (koordinátorok): *The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area*, 2007. október.
76. Russo, D.–Caviglia, G.–Papathanassiou, C.–Rosati, S.: *Prudential and oversight requirements for securities settlement*, 2007. november.
77. Mileva, E.–Siegfried, N.: *Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing*, 2007. november.
78. Bracke, T.–Bussière, M.–Fidora, M.–Straub, R.: *A framework for assessing global imbalances*, 2008. január.
79. Moutot, P.–Jung, A.–Mongelli, F. P.: *The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues*, 2008. január.
80. Bussière, M.–Mehl, A.: *China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?*, 2008. január.

KUTATÁSI KÖZLÖNY (RESEARCH BULLETIN)

Research Bulletin, No. 6, 2007. június.

EKB-FÜZETEK (WORKING PAPERS)

836. García, J. A.–Manzanares, A.: *Reporting biases and survey results: evidence from European professional forecasters*, 2007. december.
837. Lenza, M.: *Monetary policy and core inflation*, 2007. december.
838. Altunbas, Y.–Gambacorta, L.–Marqués, D.: *Securitisation and the bank lending channel*, 2007. december.
839. Habib, M. M.–Manolova Kalamova, M.: *Are there oil currencies? The real exchange rate of oil exporting countries*, 2007. december.
840. Du Caju, P.–Fuss, C.–Wint, L.: *Downward wage rigidity for different workers and firms: an evaluation for Belgium using the IWFP procedure*, 2007. december.
841. Stracca, L.: *Should we take inside money seriously?*, 2007. december.
842. Ferrucci, G.–Miralles, C.: *Saving behaviour and global imbalances: the role of emerging market economies*, 2007. december.
843. Leal, T.–Pérez, J. J.–Tujula, M.–Vidal, J.-P.: *Fiscal forecasting: lessons from the literature and challenges*, 2007. december.
844. Afonso, A.–Furceri, D.: *Business cycle synchronization and insurance mechanisms in the EU*, 2007. december.
845. Hoerova, M.: *Run-prone banking and asset markets*, 2007. december.
846. Altavilla, C.–Ciccarelli, M.: *Information combination and forecast (st)ability. Evidence from vintages of time-series data*, 2007. december.

847. Ottaviano, G.–Taglioni, D.–di Mauro, F.: *Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, Eastern enlargement and competitiveness in the European Union*, 2007. december.
848. Afonso, A.–González Alegre, J.: *Economic growth and budgetary components: a panel assessment for the EU*, 2008. január.
849. Afonso, A.–Furceri, D.: *Government size, composition, volatility and economic growth*, 2008. január.
850. Camba-Méndez, G.–Kapetanios, G.: *Statistical tests and estimators of the rank of a matrix and their applications in econometric modelling*, 2008. január.
851. Benati, L.: *Investigating inflation persistence across monetary regimes*, 2008. január.
852. Ciccone, A.–Jarocinski, M.: *Determinants of economic growth: will data tell?*, 2008. január.
853. Hagedorn, M.–Manovskii, I.: *The cyclical behaviour of equilibrium unemployment and vacancies revisited*, 2008. január.
854. Fuss, C.: *How do firms adjust their wage bill in Belgium? A decomposition along the intensive and extensive margins*, 2008. január.
855. Déés, S.–Gasteuil, A.–Kaufmann, R. K.–Mann, M.: *Assessing the factors behind oil price changes*, 2008. január.
856. Christopoulou, R.–Vermeulen, P.: *Markups in the euro area and the United States over the period 1981–2004: a comparison of 50 sectors*, 2008. január.
857. Grant, C.–Peltonen, T.: *Housing and equity wealth effects of Italian households*, 2008. január.
858. Coenen, G.–Lombardo, G.–Smets, F.–Straub, R.: *International transmission and monetary policy cooperation*, 2008. január.
859. Fornari, F.: *Assessing the compensation for volatility risk implicit in interest rate derivatives*, 2008. január.
860. Sánchez, M.: *Oil shocks and endogenous markups: results from an estimated euro area DSGE model*, 2008. január.
861. Afonso, A.–Schuknecht, L.–Tanzi, V.: *Income distribution determinants and public spending efficiency*, 2008. január.
862. Adam, K.–Marcet, A.–Nicolini, J. P.: *Stock market volatility and learning*, 2008. február.
863. Nickel, C.–Rother, P.–Theophilopoulou, A.: *Population ageing and public pension reforms in a small open economy*, 2008. február.
864. Afonso, A.–St. Aubin, M.: *Macroeconomic rates of return of public and private investment: crowding-in and crowding-out effects*, 2008. február.
865. Giannone, D.–Lenza, M.–Reichlin, L.: *Explaining the Great Moderation: it is not the shocks*, 2008. február.
866. Benati, L.–Surico, P.: *VAR analysis and the Great Moderation*, 2008. február.
867. Hofmann, B.: *Do monetary indicators lead euro area inflation?*, 2008. február.
868. Ehrmann, M.–Fratzscher, M.: *Purdah: on the rationale for central bank silence around policy meetings*, 2008. február.
869. Cassola, N.: *The reserve fulfilment path of euro area commercial banks: empirical testing using panel data*, 2008. február.
870. Levine, P.–McAdam, P.–Pearlman, J.–Pierse, R.: *Risk management in action: robust monetary policy rules under structured uncertainty*, 2008. február.
871. Mileva, E.: *The impact of capital flows on domestic investment in transition economies*, 2008. február.
872. Buddelmeyer, H.–Mourre, G.–Ward, M.: *Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis*, 2008. február.
873. Giannone, D.–Lenza, M.: *The Feldstein-Horioka fact*, 2008. február.

FOGALOMTÁR

A fogalomtár az Éves jelentésben előforduló szakkifejezéseket tartalmazza. Az EKB honlapján átfogóbb és részletesebb glosszárrium is található.

Aktív oldali rendelkezésre állás (marginal lending facility): az **eurorendszer rendelkezésre állásának** egyik formája, amelynek keretében a **partnerkörbe** tartozó hitelintézetek előre megszabott kamatlábon, megfelelő értékpapír-fedezet ellenében egynapos O/N hitelhez juthatnak valamelyik NKB-nál (lásd még az **EKB irányadó kamatai** szócikket).

Automatizált feldolgozás (straight-through processing – STP): a kereskedések/fizetési transzferek automatizált, egymáshoz illesztett műveletekből álló feldolgozása, ideértve – adott esetben – az utasítások automatikus megerősítését, összehangolását, előállítását, elszámolását és kiegyenlítését.

Államháztartás (general government): az **Integrált Nemzeti Számlák 1995. évi Európai Rendszerében** meghatározott szektor, amely olyan rezidens szereplőkből áll, akik elsősorban egyéni és közösségi fogyasztásra szánt, nem piaci áruk és szolgáltatások előállításával, illetve a nemzeti jövedelem és a vagyon újraelosztásával foglalkoznak. Magában foglalja a központi kormányzatot, a regionális és helyi önkormányzatokat, valamint a társadalombiztosítási alapokat. Nem tartoznak ebbe a körbe a kormányzati tulajdonban lévő, üzleti tevékenységet folytató egységek, például az állami vállalatok.

Általános Tanács (General Council): az **Európai Központi Bank (EKB)** egyik döntéshozó testülete, amelyet az EKB elnöke, alelnöke és a **Központi Bankok Európai Rendszerébe** tartozó valamennyi NKB elnöke alkot.

Árstabilitás (price stability): az árstabilitás fenntartása az **eurorendszer** elsődleges célja. A **Kormányzótanács** meghatározása szerint akkor beszélünk árstabilitásról, ha az **euroövezetben** a **harmonizált fogyasztóiár-index** éves növekedése 2%-nál alacsonyabb. A Kormányzótanács azt is egyértelművé tette, hogy az árstabilitás fenntartása érdekében az inflációs rátát középtávon 2% alatti, de ahhoz közeli értéken kívánja tartani.

Betéti rendelkezésre állás (deposit facility): az **eurorendszer rendelkezésre állása**, amelyet a **partnerkörébe** tartozó hitelintézetek egynapos O/N betétek elhelyezésére vehetnek igénybe, és amely után valamely nemzeti központi bank előre meghatározott kamatot fizet (lásd még az **EKB irányadó kamatai** szócikket).

Bruttó működési eredmény (gross operating surplus): a termelési kibocsátás értékén keletkezett többlet (vagy hiány), amelyből már levonták a közbenső fogyasztás költségeit, a munkavállalói jövedelmet, valamint az adók és termelési támogatások különbségét, de amelyben még nem vették figyelembe a pénzügyi és nem termelt eszközök kölcsönzéséhez/bérléséhez vagy tulajdonlásához kapcsolódó bevételeket és kifizetéseket.

Devizaswap (foreign exchange swap): egy időben végrehajtott azonnali és határidős tranzakciók, amelyek keretében valamely devizanemet egy másikra váltanak át.

ECOFIN Tanács (ECOFIN Council): az Európai Unió gazdasági és pénzügyminisztereinek tanácsa.

Effektív (nominális/reál) euroárfolyam (effective exchange rate (EER) of the euro (nominal/real): az **euroövezet** jelentős kereskedelmi partnereinek valutáival szembeni kétoldalú euroárfolyamok súlyozott átlaga. Az **Európai Központi Bank** a nomináleffektív euroárfolyam-indexeket a kereskedelmi partnerek két csoportjának valutáihoz viszonyítva teszi közzé: az egyik

az EER-22 (amelybe 12 euroövezeten kívüli EU-tagállam és az a 10 főbb kereskedelmi partner tartozik, amely nem tagja az EU-nak), míg a másik az EER-42 (amely az EER-22 tagjaiból és további 20 országból áll). Az alkalmazott súlyok az adott partnerországoknak az euroövezet külkereskedelmében való részesedését tükrözik, egyszersmind magyarázattal szolgálnak a harmadik piacokon folyó versenyre. A reál-EER-eket úgy kapjuk meg, hogy a nominál-EER-eket defláljuk a külföldi árak vagy költségek hazai árakhoz vagy költségekhez viszonyított súlyozott átlagával. A reál-EER-ek ezért alkalmasak az ár- és költség-versenyképesség mérésére.

Egyéb pénzügyi közvetítő (other financial intermediary – OFI): olyan vállalat vagy kvázi vállalat (kivéve a biztosítótársaságokat és nyugdíjpénztárakat), amely főként olyan pénzügyi közvetítéssel foglalkozik, amely nem fizetőeszközhöz, monetáris pénzügyi intézményen kívüli intézményi egységektől történő betét- és/vagy betéthelyettesítő-elfogadáshoz kapcsolódó kötelezettségvállalásból ered. Az OFI-k közé tartoznak különösen azok a vállalatok, amelyek elsősorban hosszú távú finanszírozással foglalkoznak, úgymint pénzügyi lízing, értékpapírosított eszközök tartása, értékpapírok és derivatívák kereskedelme (saját számlára), kockázati tőke és fejlesztési tőke.

Az EKB irányadó kamatai (key ECB interest rates): a **Kormányzótanács** által megállapított kamatlábak, amelyek egyben az **Európai Központi Bank** monetáris politikai irányvonaláról is eligazítást adnak. Az irányadó kamatok a következők: az **irányadó refinanszírozási műveletek minimális ajánlati kamatlába**, továbbá az **aktív oldali rendelkezésre állás** és a **betéti rendelkezésre állás** kamatlába.

Elsődleges egyenleg (primary balance): a kormányzat nettó finanszírozási igénye vagy képessége a konszolidált kormányzati kötelezettségekre fizetett kamatok nélkül.

Elszámolási kockázat (settlement risk): annak a kockázata, hogy egy átutalási rendszerben az elszámolás a várt módon nem történik meg, általában azért, mert az egyik fél nem teljesíti egy vagy több elszámolási kötelezettségét. E kockázat lehet működési kockázat, **hitelkockázat** és **likviditási kockázat**.

EONIA, euro egynapos indexátlag (euro overnight index average): az euro egynapos bankközi piacát meghatározó effektív kamatláb. Kiszámítása a fedezetlen egynapos eurohitel-ügyletekben részt vevő bankok egy csoportja által jelentett kamatlábak átlagának súlyozásával történik.

ERM-II árfolyam-mechanizmus (exchange rate mechanism II): az **euroövezet** országai és az euroövezeten kívüli EU-tagállamok között az árfolyam-politikai együttműködés kereteit lefektető árfolyamrendszer. Az ERM-II egy multilaterális megállapodás rögzített, de kiigazítható középárfolyamokkal és egy $\pm 15\%$ -os ingadozási sávval. A középárfolyamra és – esetleg – a szűkebb ingadozási sávokra vonatkozó döntéseket közös megegyezéssel hozzák az érintett EU-tagállamok, az euroövezetbeli országok, az **Európai Központi Bank (EKB)** és a mechanizmusban részt vevő többi EU-tagállam. Az ERM-II valamennyi résztvevőjének, ideértve az EKB-t is, jogában áll bizalmas eljárást kezdeményezni a középárfolyamok megváltoztatása céljából (árfolyam-átalakítás).

EURIBOR – euro bankközi kínálati kamatláb (euro interbank offered rate): az a bankok egy csoportja által jelentett kamat, amelyen az első osztályú bankok eurohitelt hajlandók nyújtani egymásnak. Naponta rendszerességgel állapítják meg legfeljebb egyéves futamidejű, különböző lejáratú bankközi betétekre.

Euroövezet (euro area): azoknak a tagállamoknak az övezete, amelyek a **Szerződéssel** összhangban bevezették az eurót mint közös valutát. Az **euroövezet** tagállamai az **Európai Központi Bank Kormányzótanácsának** felelős vezetése alatt egységes monetáris politikát folytatnak. Az euroövezet tagjai jelenleg: Belgium, Németország, Írország, Görögország, Spanyolország, Franciaország, Olaszország, Ciprus, Luxemburg, Málta, Hollandia, Ausztria, Portugália, Szlovénia és Finnország.

Eurorendszer (Eurosystem): az **euroövezet** központi bankjainak rendszere, amely az **Európai Központi Bankból** és azon tagállamok NKB-iból áll, amelyek bevezették az eurót.

Az eurorendszer hitelminősítő rendszere (Eurosystem credit assessment framework – ECAF): az a rendszer, amely meghatározza azokat az eljárásokat, szabályokat és technikákat, amelyek biztosítják, hogy valamennyi elfogadható fedezet megfeleljen az eurorendszer szigorú hitelkövetelményeinek.

Európai Központi Bank, EKB (European Central Bank, ECB): az EKB az eurorendszer és a **Központi Bankok Európai Rendszerének (KBER)** központi intézménye, amely a **Szerződés** 107. cikke (2) bekezdésének értelmében önálló jogi személyiséggel rendelkezik. Az EKB gondoskodik arról, hogy a KBER alapokmánya által az eurorendszerre és a KBER-re ruházott feladatokat saját tevékenységének keretében vagy az NKB-kon keresztül végrehajtsák. Az EKB irányító testületei a **Kormányzótanács** és az **Igazgatóság**, valamint harmadik döntéshozó szervként az **Általános Tanács**.

Európai Monetáris Intézet (European Monetary Institute – EMI): 1994. január 1-jén, a **Gazdasági és Monetáris Unió** második szakaszának kezdetén létrehozott átmeneti intézmény. Az **Európai Központi Bank** 1998. június 1-jei megalapítását követően felszámolták.

Értékpapír-elszámolási rendszer (ÉER) (securities settlement system – SSS): értékpapír-tranzakciók elszámolására szolgáló átutalási rendszer. Magában foglalja az értékpapír-kereskedelem elszámolásához és kiegyenlítéséhez szükséges valamennyi intézményi feltételt, valamint az értékpapír-megőrzési szolgáltatásokról való gondoskodást.

Fedezet (collateral): felvett hitel visszafizetéséhez garanciaként odaigért vagy másként átadott eszközök (pl. a **hitelintézetek** jegybanknál elhelyezett eszközei), illetve **visszavásárlási megállapodás** keretében (pl. hitelintézetek által a jegybanknak) eladott eszközök.

Finomhangoló művelet (fine-tuning operation): az **eurorendszer** által végrehajtott **nyílt piaci művelet**, amelynek célja a váratlan piaci likviditásingadozások ellensúlyozása. A finomhangoló műveletek gyakorisága és lejárata tekintetében nincs egységes szabályozás.

Fizetési mérleg (balance of payments, b.o.p.): statisztikai kimutatás, amely összegzi egy gazdaságnak a külfölddel adott időszakban lebonyolított gazdasági ügyleteit. Ide tartoznak az árukkal, szolgáltatásokkal és jövedelemmel kapcsolatos ügyletek; a külfölddel szembeni pénzügyi követelést vagy kötelezettséget magukban foglaló tranzakciók; továbbá a transzferek (pl. az adósság-elengedés).

Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) (Economic and Monetary Union – EMU): a közös valuta, az euro bevezetéséhez, az **euroövezet** egységes monetáris politikájához, valamint az EU-tagállamok gazdaságpolitikájának összehangolásához vezető folyamat, amely a Szerződésben foglaltak alapján három lépésben valósult meg. A harmadik, utolsó szakasz 1999. január 1-jén vette kezdetét, amikor bevezették az eurót, a tagállamok pedig az **Európai Központi Bankra** ruházták a monetáris politika feletti illetékességet. A GMU létrehozása a 2002. január 1-jei készpénzcserevel fejeződött be.

Gazdasági és Pénzügyi Bizottság (Economic and Financial Committee – EFC): a Közösség tanácsadó testülete, amely az **ECOFIN Tanács** és az Európai Bizottság munkájának előkészítésében játszik szerepet. Feladatai közé tartozik a tagállamok és a Közösség gazdasági és pénzügyi helyzetének áttekintése, valamint a költségvetési felügyelet.

Harmonizált fogyasztóiár-index (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP): a fogyasztói áraknak az Európai Unió valamennyi tagállama között harmonizált mérőszáma, amelyet az Eurostat állít össze.

Hitelderivatíva (credit derivative): olyan pénzügyi eszköz, amely elválasztja a hitelkockázatot egy annak alapját képező pénzügyi tranzakciótól, lehetővé téve a hitelkockázat külön történő árazását és átruházását.

Hitelintézet (credit institution): i) olyan vállalkozás, amely a nagyközönségtől betéteket vagy más visszafizetendő eszközöket fogad el, illetve saját számlájára hiteleket nyújt; vagy ii) bármely, az i) pontba nem sorolható vállalkozás vagy egyéb jogi személy, amely elektronikus pénz formájában fizetőeszközt bocsát ki.

Hitelkockázat (credit risk): annak a kockázata, hogy egy **partner** nem egyenlíti ki maradéktalanul valamely kötelezettségét akár esedékességkor, akár azt követően. Hitelkockázat a helyettesítésköltség-kockázat és a tőkekockázat, de ide tartozik az elszámoló bank mulasztása is.

Hitelviszonyt megtestesítő értékpapír (debt security): ígéret, amelyet az értékpapír-kibocsátó (azaz a hitelfeltevő) tesz az értékpapír-tulajdonosnak (azaz a hitelezőnek) arra, hogy egy meghatározott jövőbeli időpontban vagy időpontokban egy vagy több kifizetést teljesít számára. Kamatlába általában meghatározott (kupon), illetve értékesíthetik a lejáratkor érte fizetendő összeghez képest alacsonyabb áron is. Az éven túli lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat hosszú lejáratúnak tekintik.

Hosszabb távú refinanszírozási művelet (longer-term refinancing operation): Rendszeres, az **eurendszer** által **penziós ügyletek** formájában végrehajtott **nyílt piaci művelet**. Havi tenderek keretében hajtják végre, rendszerint három hónapos lejáratú idővel.

Igazgatóság (Executive Board): az **Európai Központi Bank (EKB)** egyik döntéshozó testülete. Tagja az EKB elnöke és alelnöke, valamint az eurót bevezetett tagállamok állam- illetve kormányfőinek egyetértésével kinevezett négy további tag.

Implikált volatilitás (implied volatility): az eszközárváltozás (pl. részvényé vagy kötvényé) ütemének várható ingadozása (vagyis szórása). Az adott eszköz árából, opcióinak lejáratú idejéből és érvényesítési árából, valamint kockázatmentes megtérülési rátájából számítható ki különféle opció-árazási modellek, mint például a Black–Scholes-modell segítségével.

Integrált Nemzeti Számlák 1995. évi Európai Rendszere (European System of Accounts 1995 – ESA 95): makrogazdasági számlák átfogó, integrált rendszere, amely nemzetközileg elfogadott statisztikai alapelveken, meghatározásokon, besorolásokon és számviteli szabályokon alapul. Az ESA 95 célja az EU-tagállamok gazdasági helyzetének harmonizált, számszerű leírása. Az ESA 95 nem más, mint az 1993. évi System of National Accounts (SNA 93) Európai Közösségekre szabott változata.

Irányadó refinanszírozási művelet (main refinancing operation): rendszeres nyílt piaci művelet, amelyet az **eurendszer penziós ügyletek** formájában hajt végre. Heti tenderek keretében, rendszerint egyhetes lejáratú idővel kerül rájuk sor.

Kormányzótanács (Governing Council): az **Európai Központi Bank (EKB)** legfőbb döntéshozó testülete. Tagjai: az EKB **Igazgatóságának** valamennyi tagja, továbbá azon tagállamok NKB-inak elnökei, amelyek bevezették az eurót.

kötelező tartalék (reserve requirement): az a minimális tartalék, amelyet egy adott **hitelintézet** az **eurendszer**nél köteles elhelyezni. E követelmény betartását a **tartalékperiódus** napi egyenlegeinek átlagolásával vizsgálják.

Kötvénypiac (bond market): az a piac, amelyen hosszabb lejáratú, **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat** bocsátanak ki, illetve ezekkel kereskednek.

Közgazdasági elemzés (economic analysis): az **Európai Központi Bank árstabilitási** kockázatokra vonatkozó átfogó elemzésének egyik pillére, amely a **Kormányzótanács** monetáris politikai döntéseinek alapját képezi. A közgazdasági elemzés főként az aktuális gazdasági és pénzügyi folyamatokra, továbbá a bennük rejlő rövid és középtávú kockázatokra összpontosít az áruk, a szolgáltatások és a tényezők piacának kínálata és kereslete közötti kölcsönhatás szemszögéből. Az elemzés során gondosan ügyelnek arra, hogy feltárják a gazdaságot érő sokkok jellegét, azoknak a költségekre és az árképzésre gyakorolt hatásait, valamint a gazdaságba történő begyűrűzésüket rövid és középtávon (lásd még a **monetáris elemzés** szócikket).

Központi Bankok Európai Rendszere (KBER) (European System of Central Banks – ESCB): az **Európai Központi Bank (EKB)** és mind a 27 EU-tagállam NKB-inak együttese. Az **eurendszer** tagjain kívül tehát azon tagállamok nemzeti központi bankjai is beletartoznak, amelyek még nem vezették be az eurót. Az KBER irányító testületei az EKB **Kormányzótanácsa** és **Igazgatósága** valamint az EKB harmadik döntéshozó testületként az EKB **Általános Tanácsa**.

Központi bankok levelező banki modellje (LBM) (correspondent central banking model, CCBM): az **eurendszer** által azzal a céllal alapított mechanizmus, hogy lehetővé tegyék a **partnerek** számára az elfogadható eszközök határokon átnyúló használatát. Az LBM-ben az NKB-k letéti bankként működnek egymás számára. Minden egyes NKB-nak az értékpapír-kezelésében van egy értékpapírszámla minden egyes másik NKB számára (valamint az **Európai Központi Bank** számára).

Központi értéktár (central securities depository – CSD): olyan szerv, amely i) lehetővé teszi az értékpapírügyletek könyvelési tételként való feldolgozását, és ii) aktív szerepet játszik az értékpapír-kibocsátások integritásának biztosításában. Az értékpapírok őrzése történhet fizikai (de elmozdíthatatlan) vagy dematerializált formában (vagyis csupán elektronikus nyilvántartásban).

Központi kormányzat (central government): az **Integrált Nemzeti Számlák 1995. évi Európai Rendszerében** meghatározott kormányzat, a regionális és helyi önkormányzatok kivételével (lásd még az **államháztartás** szócikket).

Központi szerződő fél (central counterparty): egy vagy több pénzügyi piacon kereskedett szerződések **partnerei** között valamennyi eladóval szemben vevőként, illetve valamennyi vevővel szemben eladóként fellépő közbeiktatott szereplő.

Közvetlen befektetés (direct investment): olyan határokon átnyúló ügylet, amelynek célja tartós befolyás (a gyakorlatban a törzsrészesvények vagy szavazati jogok legalább 10%-os tulajdonjogának) megszerzése valamely másik országban rezidens vállalkozásban.

Likviditási kockázat (liquidity risk): annak a kockázata, hogy egy **partner** esedékességkor egy kötelezettséget nem teljesít teljes mértékben. A likviditási kockázat nem jelenti azt, hogy egy partner vagy résztvevő fizetéképtelen, mivel egy későbbi, nem meghatározott időpontban képes lehet teljesíteni a szükséges elszámolást.

Lisszaboni stratégia (Lisbon strategy): strukturális reformok átfogó programja, amelynek célja, hogy az EU „a legdinamikusabb és legversenyképesebb tudásalapú gazdasággá váljon a világon”. A stratégiát 2000-ben az Európai Tanács lisszaboni ülésén fogadták el.

M1: a szűk értelemben vett monetáris aggregátum, amely a forgalomban levő készpénzből, valamint az **MPI**-knél és a **központi kormányzat**nál (pl. posta vagy államkincstár) elhelyezett egynapos O/N betétek állományából tevődik össze.

M2: a közbenső monetáris aggregátum, amely az **M1**-ből, a legfeljebb három hónapos, felmondható betétekből (azaz rövid lejáratú takarékbetétekből), valamint az **MPI**-knél és a **központi kormányzat**nál elhelyezett legfeljebb kétéves (azaz rövid lejáratú) betétekből áll.

M3: a széles értelemben vett monetáris aggregátum, amely az **M2**-ből és a piacképes eszközökből, nevezetesen a **visszavásárlási megállapodások**ból, a **pénzpiaci** alapok befektetési jegyeiből, valamint az **MPI**-k által kibocsátott, legfeljebb kétéves lejáratú, **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokból** áll.

Az M3 növekedésének referenciaértéke (reference value for M3): az **M3** monetáris aggregátum középtávú éves növekedésének az az üteme, amely mellett fenntartható az **árstabilitás**. Jelenleg az **M3** éves növekedésének referenciaértéke 4½%.

Minimális ajánlati kamat (minimum bid rate): az **irányadó refinanszírozási műveletek** kamatlábának alsó határa, amelyre a partnerkörbe tartozó hitelintézetek ajánlatot tehetnek változó kamatú tender keretében. A minimális ajánlati kamat egyike az **EKB irányadó kamatainak**, egyszersmind az EKB monetáris politikai irányvonaláról is tájékoztat.

Monetáris elemzés (monetary analysis): az **Európai Központi Bank árstabilitási** kockázatokra vonatkozó átfogó elemzésének egyik pillére, amely a **Kormányzótanács** monetáris politikai döntéseinek alapját képezi. A monetáris elemzés segítségével a pénzeszközök és az árak közötti, hosszabb időhorizonton fennálló szoros kapcsolat fényében lehet értékelni az infláció közép- és hosszú távú alakulását. A pénzmennyiség-mutatókkal jelzett folyamatok széles skáláját vizsgálja, így az **M3** összetevőinek, illetve az **M3**-on kívüli eszköz- és forrásoldali aggregátumoknak az alakulását, nevezetesen a hiteleket és a többletlikviditás különféle mérőszámait (lásd még a **közgazdasági elemzés** szócikket).

Monetáris jövedelem (monetary income): az **eurolétszer** monetáris politikai feladatköréből adódó, NKB-**knak** járó bevétel, amelyet a **Kormányzótanács** által meghatározott irányelvek szerinti eszközökből különítenek el. Összege megegyezik a forgalomban levő bankjegyekkel, valamint a **hitelintézetek** jegybanki betéteivel szemben fennálló eszközök bevételeivel.

MPI-k (monetáris pénzügyi intézmények (MFIs – monetary financial institutions): együttesen az **euroövezet** pénzkibocsátó szektorát alkotó pénzügyi intézmények. Magukban foglalják az **eurorendszer**t, a közösségi jog meghatározása szerint rezidens **hitelintézet**eket és minden olyan rezidens pénzügyi intézményt, amely MPI-nek nem minősülő szervezetektől betéteket, illetve betéthelyettesítőket fogad el, továbbá saját számlájára (legalábbis gazdasági értelemben) hiteleket nyújt, illetve értékpapírokba fektet be. Ezen utolsó csoportba elsősorban a pénzpiaci alapok tartoznak.

MPI-kamatok (MFI interest rates): azok a kamatlábak, amelyeket a rezidens **hitelintézet**ek és egyéb **MPI**-k (a központi bankok és a **pénzpiaci** alapok kivételével) az **euroövezet** rezidens háztartásainak és nem pénzügyi vállalatainak euróban denominált betéteire és hiteleire alkalmazzák.

MPI-k euroövezetbeli rezidenseknek nyújtott hitelei (MFI credit to euro area residents): az MPI-k által az **euroövezet** nem MPI rezidenseinek (köztük az **államháztartás**nak és a magánszférának) nyújtott hitelek, valamint az MPI-k tulajdonában levő, az euroövezet nem MPI rezidensei által kibocsátott értékpapírok (részvények, továbbá egyéb tulajdonjogot, illetve **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok**).

MPI-k hosszabb lejáratú pénzügyi kötelezettségei (MFI longer-term financial liabilities): összetevői: két évnél hosszabb lejáratú betétek, három hónapnál hosszabb lejáratú felmondható betétek, az euroövezeti MPI-k által kibocsátott, két évnél hosszabb eredeti lejáratú, **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok**, valamint az euroövezet MPI-szektorának tőke- és tartalékállománya.

MPI-k nettó külföldi eszközei (MFI net external assets): az **euroövezet MPI**-szektorának külföldi eszközei (ügymint arany, bankjegyek és pénzérmekek külföldi valutában, euroövezeten kívüli rezidensek által kibocsátott értékpapírok, euroövezeten kívüli rezidenseknek nyújtott hitelek) az euroövezetbeli MPI-k külföldi kötelezettségei (euroövezeten kívüli rezidensek bankbetétei és **visszavásárlási megállapodásai**, pénzpiaci alapok befektetési jegyei, az MPI-k által kibocsátott, legfeljebb két éves lejáratú, **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok**) nélkül.

MPI-szektor konszolidált mérlege (consolidated balance sheet of the MFI sector): ezt a mérleget úgy kapjuk meg, hogy a monetáris pénzügyi intézmények (**MPI**-k) aggregált mérlegét nettósítjuk az intézményközi pozíciókkal (azaz az MPI-k egymás közötti hiteleivel és betéteivel). A mérlegben statisztikai adatok találhatóak az MPI-szektor eszköz- és kötelezettségállományáról az euroövezet MPI-szektoron kívüli rezidenseivel (vagyis az **államháztartással** és az euroövezet egyéb rezidenseivel), illetve az euroövezeten kívüli rezidensekkel szemben. A monetáris aggregátumok kiszámításának legfőbb statisztikai forrása, az **M3**-on kívüli eszköz- és forrásoldali aggregátumok rendszeres elemzésének alapja.

Nem pénzügyi vállalatok finanszírozási rése (financing gap of non-financial corporations): a finanszírozási rés a (visszatartott nyereség és az értékcsökkenési leírások révén keletkezett) vállalati megtakarítások és a nem pénzügyi vállalatok nem pénzügyi befektetéseinek egyenlegéként határozható meg. A finanszírozási rés meghatározható a pénzügyi számlák alapján is, a nem pénzügyi vállalatok nettó pénzügyi eszköz-vásárlásai és nettó kötelezettség-felmerülései közötti egyenlegként. A statisztikai források különbözőségei miatt a két mutató között statisztikai eltérések vannak.

Nem pénzügyi vállalatok külső forrásbevonásának (reál)költsége (cost of the external financing of non-financial corporations): az a költség, amely a nem pénzügyi vállalatoknál külső források bevonásakor merül fel. Az **euroövezeti** vállalatok esetében a banki hitel költségének, a **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok** költségének és a tőkeköltségnek a súlyozott átlagaként számítják ki a kihelyezett (értékelési hatással kiigazított) állomány alapján, az inflációs várakozásokkal deflálva.

Nemzetközi befektetési pozíció, külfölddel szembeni befektetési pozíció, külföldi eszközök nettó pozíciója (international investment position – i.i.p.): a gazdaság nettó pénzügyi követeléseinek (vagy kötelezettségeinek) a külfölddel szembeni értéke és összetétele.

Nyílt piaci művelet (open market operation): valamely pénzügyi piacon a központi bank kezdeményezésére végrehajtott művelet. Céljukat, rendszerességüket és eljárásrendjüket tekintve az eurorendszer nyílt piaci műveletei négy kategóriába sorolhatók: **irányadó refinanszírozási műveletek; hosszabb távú refinanszírozási műveletek; finomhangoló műveletek** és strukturális műveletek. Az alkalmazott eszközök tekintetében az eurorendszer legfőbb nyílt piaci eszköze a **penziós ügylet**, amely a felsorolt valamennyi kategóriában alkalmazható. A penziós ügyletek mellett strukturális műveletek keretében hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kibocsátása és végleges (outright) ügyletek végrehajtása is lehetséges, finomhangoló műveletekhez kapcsolódóan pedig végleges (outright) ügyletek és **devizaswapok** végrehajtása, valamint rögzített futamidejű betétek gyűjtése is megengedett.

Opció (option): olyan pénzügyi eszköz, amely tulajdonosát egy bizonyos eszköz (pl. kötvény vagy részvény) meghatározott időpontban vagy időpontig (az ún. érvényesítési vagy lejáratú időben vagy időig), előre megállapított (ún. érvényesítési vagy kötési) árfolyamon történő megvételére vagy eladására jogosítja, de nem kötelezi erre.

Partner (counterparty): valamely pénzügyi tranzakció másik résztvevője (pl. egy központi bank bármelyik ügyfele).

Penziós ügylet (reverse transaction): olyan művelet, amelynek során a központi bank **visszavásárlási megállapodás** keretében eszközöket vásárol vagy ad el, illetve fedezet ellenében hitelt nyújt, vagy vesz fel.

Pénzpiac (money market): rövid lejáratú pénzeszközök kibocsátásának, befektetésének és kereskedelmének piaca, amelyen rendszerint legfeljebb egyéves eredeti lejáratú instrumentumokkal hajtanak végre tranzakciókat.

Pénzügyi stabilitás (financial stability): olyan állapot, amelyben a – pénzügyi közvetítőket, piacokat és piaci infrastruktúrát magában foglaló – pénzügyi rendszer képes ellenállni a sokkoknak és pénzügyi egyensúlyhiányoknak, mérsékelve ezáltal a valószínűségét a pénzügyi közvetítési folyamat olyan megszakításainak, amelyek elég súlyosak ahhoz, hogy jelentősen hátrányos befolyással legyenek a megtakarítások nyereséges befektetési lehetőségekre történő felhasználására.

Piaci kockázat (market risk): a piaci árak mozgásából eredő veszteségek kockázata (mérlegen belüli és mérlegen kívüli pozíciókban egyaránt).

Portfólióbefektetés (portfolio investment): euroövezetbeli rezidensek nettó ügyletei, illetve pozíciói (eszközök) az euroövezeten kívüli rezidensek által kibocsátott értékpapírok vonatkozásában,

valamint az euroövezeten kívüli rezidensek nettó ügyletei, illetve pozíciói (források) az euroövezeti rezidensek által kibocsátott értékpapírok vonatkozásában. Idetartoznak a tulajdonjogot, valamint a **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok** (kötvények, váltók és pénzüpi instrumentumok), nem soroljuk azonban ide a **közvetlen befektetéseket** és a tartalékeszközöket.

Prognózis (projections): évente négy alkalommal elvégzett munka végterméke, amelyben a szakértők megkísérlik felvázolni az **euroövezet** lehetséges jövőbeli makrogazdasági folyamatait. Az **eurolrendszer** szakértői prognózisát júniusban és decemberben, az **Európai Központi Bank (EKB)** szakértői prognózisát márciusban és szeptemberben teszik közzé. Mindkettő az EKB monetáris politikai stratégiájának pillérét alkotó **közgazdasági elemzés** része, tehát azokhoz az információkhoz tartozik, amelyek alapján a **Kormányzótanács az árstabilitást** övező kockázatokat értékeli.

Rendelkezésre állás (standing facility): a központi bank egyik szolgáltatása, amelyet a **partnerek** saját kezdeményezésre vehetnek igénybe. Az **eurolrendszer** az egynapos rendelkezésre állás kétféle módját alkalmazza: az **aktív oldali rendelkezésre állást** és a betéti rendelkezésre állást.

Rendszerkockázat (systemic risk): annak a kockázata, hogy amennyiben az egyik résztvevő nem tudja teljesíteni kötelezettségeit egy rendszerben, ez másokat is megakadályoz abban, hogy kötelezettségeiknek esedékességgel eleget tegyenek, és ennek olyan átgűrűző hatásai lehetnek, mint jelentős likviditási és hitelproblémák, amelyek veszélyeztethetik a pénzügyi rendszer stabilitását. A képességnek ezt a hiányát okozhatják működési vagy pénzügyi problémák.

Részvénypiac (equity market): az a piac, ahol **részvény**kibocsátás és -kereskedés folyik.

Stabilitási és Növekedési Paktum (Stability and Growth Pact): a Stabilitási és Növekedési Paktummal a döntéshozók célja az volt, hogy a tagállamok államháztartása a **Gazdasági és Monetáris Unió** harmadik szakaszában is rendezett maradjon, ezzel is javítva az **árstabilitás**, továbbá a foglalkoztatottság növelését lehetővé tevő gyors, fenntartható gazdasági növekedés feltételeit. Ennek érdekében a paktum kiköti, hogy a tagállamoknak középtávú költségvetési célokat kell kitűzniük. Ezen túlmenően konkrét rendelkezések találhatók benne a túlzottdeficit-eljárásról. A paktum az Európai Tanács amszterdami ülésén a Stabilitási és Növekedési Paktumról hozott 1997. június 17-i állásfoglalásából és két tanácsi rendeletből áll: i) a 2005. június 27-i 1055/2005/EK rendelettel módosított 1997. július 7-i 1466/97/EK rendelet a költségvetési egyenleg felügyeletének, valamint a gazdaságpolitikák felügyeletének és összehangolásának megerősítéséről; valamint ii) a 2005. június 27-i 1056/2005/EK rendelettel módosított 1997. július 7-i 1467/97/EK rendelet a túlzott hiány esetén követendő eljárás végrehajtásának felgyorsításáról és pontosításáról. A paktumot kiegészíti az ECOFIN Tanácsnak a „Stabilitási és Növekedési Paktum végrehajtásának javításáról” (Improving the implementation of the Stability and Growth Pact) című jelentése, amelyet az Európai Tanács 2005. március 22-én és 23-án Brüsszelben tartott ülésén hagyott jóvá. Ezt egészítette ki „A Stabilitási és Növekedési Paktum megvalósításának konkrétumai és iránymutatás a stabilitási és konvergenciaprogramok formai és tartalmi jellemzőiről” (Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes) címmel az új magatartási kódex, amelyet az ECOFIN Tanács 2005. október 11-én hagyott jóvá.

Szerződés (Treaty): az Európai Közösséget létrehozó szerződés (vagy Római Szerződés). A Szerződés több ízben módosult, a módosító dokumentumok közül kiemelkedik az Európai Unióról szóló szerződés (vagy Maastrichti szerződés), amelyben lefektették a **Gazdasági és Monetáris Unió** alapjait, és ebbe foglalták a **KBER** alapokmányát is.

Tagjelölt országok (candidate countries): azok az országok, amelyeknek az EU-tagsági kérelmét az EU elfogadta. Horvátországgal és Törökországgal 2005. október 3-án kezdődtek meg a csatlakozási tárgyalások, míg Macedónia Volt Jugoszláv Köztársasággal még nem kezdtek el tárgyalni.

TARGET (transzeurópai automatizált valós idejű bruttó elszámolási rendszer) (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system): az euro **valós idejű bruttó elszámolási rendszere (VIBER)**. Decentralizált rendszer, amely a nemzeti VIBER-ekből, az EKB fizetési mechanizmusából (EPM) és az összekapcsoló mechanizmusból áll.

TARGET2: a TARGET-rendszer új generációja, amelyben a korábbi decentralizált technikai struktúrát egyetlen közös platform váltja fel, egységes szolgáltatással és tarifarendszerrel.

Tartalékalap (reserve base): azon mérlegtételek (elsősorban passzívák) összege, amelyek alapján az egyes **hitelintézetekre** vonatkozó **kötelező tartalékot** számítják.

Tartalékperiódus, tartalékolási időszak (maintenance period): az az időszak, amelyre kiszámítják, hogy egy adott **hitelintézet** eleget tett-e **tartalékképzési kötelezettségének**. A tartalékperiódus a **Kormányzótanács** azon ülését követő első **irányadó refinanszírozási művelet** teljesítési napján kezdődik, amelyre a monetáris politikai irányvonal havi értékelését ütemezték. Az **Európai Központi Bank** előzetesen, legalább három hónappal az évkezdet előtt nyilvánosságra hozza a tartalékolási időszakok naptárát.

Tartalékráta (reserve ratio): a központi bank által a tartalékalapban szereplő mérlegtételek egyes kategóriáira megadott ráta. Ez alapján számítják ki a **kötelező tartalékot**.

Tulajdonjogot megtestesítő értékpapírok (részvények) (equities): vállalati üzletrésztulajdont megtestesítő értékpapírok. Ide tartoznak a tőzsdén forgó részvények (jegyzett részvények), a tőzsdén kívüli részvények és a tulajdonjogot megtestesítő egyéb értékpapírok. Általában a tulajdonjogot megtestesítő értékpapírok osztalék formájában jövedelmet termelnek.

Túlzottdeficit-eljárás (excessive deficit procedure): a **Szerződés** 104. cikke és a túlzott hiány esetén követendő eljárásról szóló 20. jegyzőkönyv költségvetési fegyelmet ír elő az EU-tagállamok számára, egyszersmind meghatározza azokat a költségvetési pozíciókat, amelyek mellett a deficit túlzottnak tekintendő, továbbá szabályozza, hogy milyen intézkedéseket kell tenni, ha megállapították, hogy nem teljesülnek a költségvetési egyensúlyra vagy az államadósságra vonatkozó előírások. Ezt kiegészíti a túlzott hiány esetén követendő eljárás végrehajtásának felgyorsításáról és pontosításáról szóló és a **Stabilitási és Növekedési Paktum** részét képező 1997. július 7-i 1467/97/EK tanácsi rendelet (amelyet a Tanács 2005. június 27-i 1056/2005/EK rendelete módosított).

Valós idejű bruttó elszámolási rendszer (VIBER) (real-time gross settlement system – RTGS): olyan elszámolási rendszer, amelyben a megbízások feldolgozása és elszámolása megbízásonként (tehát nettósítás nélkül), valós időben (azaz folyamatosan) történik (lásd még a **TARGET** szócikket).

Vállalati nyereségesség (corporate profitability): a vállalatok jövedelmezőségének mérőszáma, amely elsősorban a forgalom, az eszközállomány és a saját tőke alakulását mutatja. A vállalati nyereségességet többféle, a vállalat pénzügyi kimutatásain alapuló viszonyszámmal lehet mérni. Idetartozik a működési nyereségnek (forgalom mínusz működési ráfordítás) a forgalomhoz

viszonyított aránya, a nettó bevételnek (adózott működési és nem működési bevétel, értékcsökkenés és rendkívüli tételek) a forgalomhoz viszonyított aránya, az eszközmegtérülés (amely a nettó bevétel és a teljes eszközállomány között teremt összefüggést) és a tőkemegtérülés (amely pedig a nettó bevételt és a részvénytőkét kapcsolja össze). Makrogazdasági szinten gyakran a nemzeti számlák alapján számított **bruttó működési többletet** használják a nyereségesség mérésére, például a GDP-vel vagy a hozzáadott értékkel összefüggésben.

Vállalatirányítás (corporate governance): azok a szabályok, eljárások és folyamatok, amelyek segítségével egy szervezetet irányítanak és ellenőriznek. A vállalatirányítási struktúra határozza meg a jogok és a felelőségek megosztását a szervezet különféle szereplői, például az igazgatótanács, a menedzsment, a részvényesek és az egyéb üzletrész-tulajdonosok között, és állapítja meg a döntéshozatal szabályait és eljárásrendjét.

Viszonyítási portfólió (benchmark portfolio): a befektetésekhez kapcsolódó azon referenciaportfólió vagy -mutató, amelyet a befektetés likviditására, kockázatára és hozamára vonatkozó célkitűzés alapján állítanak össze. A viszonyítási portfólió a tényleges portfólió teljesítményének kiértékelésére szolgál.

Visszavásárlási megállapodás (repurchase agreement): értékpapírok eladásáról és későbbi, meghatározott időpontban és meghatározott áron történő visszavásárlásáról szóló szerződés, más néven „repo”.

ISSN 1830-2882



9 771830 288005