



## AZ EURÓPAI MONETÁRIS POLITIKA

A Központi Bankok Európai Rendszere (KBER) az EKB-ból és valamennyi uniós tagállam nemzeti központi bankjából áll. A KBER elsődleges célkitűzése az árstabilitás fenntartása. Az EKB Kormányzótanácsa az elsődleges cél elérése érdekében kétpilléres monetáris politikai stratégia alapján hozza meg határozatait, amelyeket szokványos és nem szokványos monetáris politikai intézkedések alkalmazásával hajt végre. Az EKB szokványos monetáris politikájának legfontosabb eszközei a nyíltpiaci műveletek, a jegybanki rendelkezésre állás és a kötelező tartalék. A pénzügyi válságra adott válaszként az EKB megváltoztatta kommunikációs stratégiáját is, előrettekintő iránymutatást adva kamatpolitikájának jövőbeli alakulására vonatkozóan, amely az árstabilitási kilátásoktól függ, valamint számos nem szokványos monetáris politikai intézkedést hozott. Ez utóbbiak közé tartoznak a másodlagos piacokon végrehajtott eszköz- és állampapír-vásárlások az árstabilitás és a monetáris politika transzmissziós mechanizmusa hatékonyságának fenntartása érdekében.

### JOGALAP

- Az Európai Unió működéséről szóló szerződés (EUMSZ) 119–144., 219., 282–284. cikke.
- a Lisszaboni Szerződéshez csatolt 4. számú jegyzőkönyv a Központi Bankok Európai Rendszere (KBER) és az Európai Központi Bank (EKB) alapokmányáról.

### CÉLKITŰZÉSEK

A KBER elsődleges célkitűzése az árstabilitás fenntartása az EUMSZ 127. cikkének (1) bekezdésével összhangban. E célkitűzés sérelme nélkül a KBER támogatja az Unió általános gazdaságpolitikáját azzal a céllal, hogy hozzájáruljon az uniós célkitűzések eléréséhez. A KBER a szabad versenyen alapuló nyitott piacgazdaság elvével összhangban jár el, támogatva a források hatékony elosztását. (az EUMSZ 127. cikkének (1) bekezdése).

### EREDMÉNYEK

**A.** Az EKB intézkedéseinek vezérelvei

**1.** Az EKB függetlensége

Az EKB függetlenségének alapelvét az EUMSZ 130. cikke rögzíti („A rájuk ruházott hatáskörök gyakorlása, valamint feladataik és kötelezettségeik végrehajtása során



sem az EKB, sem a nemzeti központi bankok, sem döntéshozó szerveik valamely tagja nem kérhet vagy fogadhat el utasítást az uniós intézményektől vagy szervektől, a tagállamok kormányaitól vagy bármely egyéb szervtől.”). Az EKB függetlenségét továbbá az EUMSZ 123. cikkében említett tilalmakkal tartják fenn, amelyek a nemzeti központi bankokra is érvényesek: tilos folyószámlahitel vagy bármely más hitel nyújtása az uniós intézmények vagy szervek, a tagállamok központi kormányzata, regionális vagy helyi közigazgatási szervei, közjogi testületei, egyéb közintézményei vagy közvállalkozásai részére. Az EKB függetlenségének lényege a monetáris politikai eszközök szabad megválasztása. A szerződés rendelkezik a hagyományos eszközök használatáról (alapokmány, 18. és 19. cikk) és engedélyezi a Kormányzótanácsnak, hogy döntsön az egyéb módszerek alkalmazásáról (alapokmány, 20. cikk).

## **2. Az EKB elszámoltathatóságának és átláthatóságának elvei**

Az EKB hitelességének biztosítása érdekében a szerződés (az EUMSZ 284. cikke) és az alapokmány (15. cikk) jelentéstételi kötelezettséget ró az EKB-ra. Az EKB legalább negyedévente jelentést készít a KBER tevékenységéről, és azt közzéteszi. Hetente közzéteszik a KBER konszolidált pénzügyi kimutatását. Az EKB havi jelentései (Monthly Bulletin) a kezdetektől fogva mélyreható elemzést nyújtanak a gazdasági helyzetről és a várható áralakulásról. A Monthly Bulletin 2015 januárjában felváltotta az új Economic Bulletin, amelyet a monetáris politikai ülések után két héttel fognak kiadni, tekintettel arra, hogy 2015 januárjában a Kormányzótanács átállt a hathetenkénti ülésezésre. Az EKB 2015. február 19-én adta ki első alkalommal a Kormányzótanács monetáris politikai üléséről szóló beszámolót, és ezzel a többi vezető központi bank kommunikációs politikájához igazodott. Az EKB éves jelentést nyújt be az Európai Parlamentnek a KBER tevékenységéről, valamint az előző és a folyó év monetáris politikájáról egyaránt. Az EKB elszámoltatható az Európai Parlament felé, és az EKB igazgatósági tagjai rendszeresen megjelennek a Parlament előtt.

## **3. Az EKB kormányzótanácsában zajló szavazások szabályai (az alapokmány 10. cikkének 2. pontja)**

A kormányzótanácsban zajló szavazásokon korábban az „egy személy egy szavazat” elv érvényesült. Az uniós Szerződések értelmében az EKB Kormányzótanácsának szavazati rendszerében rotációs rendszert kell bevezetni, amint az euróövezeti országok száma meghaladja a 18-at, ami Litvánia euróövezeti taggá válásával 2015. január 1-jén bekövetkezett. A rotációs rendszer célja, hogy a résztvevők megnövekedett száma ellenére biztosítsa az EKB döntéshozatali rendszerének hatékonyságát. A rangsorban – gazdaságuk és pénzügyi szektoruk méretétől függően – az első öt helyen álló euróövezeti ország (jelenleg Németország, Franciaország, Olaszország, Spanyolország és Hollandia) jegybankelnökei négy szavazati jogon osztoznak. A többiek (jelenleg 14-en) 11 szavazati jogon osztoznak. A jegybankelnökök havi rotáció alapján egymást felváltva élnek a jogokkal. Az igazgatótanács tagjai állandó szavazati joggal rendelkeznek.

## **B. Az EKB monetáris politikai stratégiája**

### **1. Áttekintés**

Az EKB kormányzótanácsa 1998. október 13-án megállapodott monetáris politikai stratégiájának fő elemeiről, azaz i. az árstabilitás mennyiségi meghatározásáról;



ii. a pénzmennyiség monetáris aggregátummal megállapított növekedése nyomon követésének fontos szerepéről; valamint iii. az árak várható alakulásának széles körű felméréséről. Az EKB két pilléren nyugvó monetáris stratégiát fogadott el (1. pillér: gazdasági elemzés, 2. pillér: monetáris elemzés), és a pillérek szerepét a monetáris stratégia legutóbbi, 2003. május 8-i felülvizsgálata során még egyszer pontosították.

## 2. Árstabilitás

Az árstabilitást középtávon 2% alatti, de ahhoz közelítő inflációs rátaként (az euróövezet harmonizált fogyasztóiár-indexének (HICP) éves növekedése) határozták meg.

## 3. A monetáris politika stratégiájának első pillére: gazdasági elemzés

A gazdasági elemzés az árak alakulásának rövid és középtávú meghatározó tényezőit vizsgálja. Középpontjában a gazdaságban zajló reáltevékenységek és pénzügyi feltételek állnak. A gazdasági elemzés figyelembe veszi, hogy az árak alakulását ezen az időhorizonton erősen befolyásolja az áruk, szolgáltatások, illetve a termelési tényezők piaca kínálatának és keresletének kölcsönhatása. Az elemzéshez az EKB rendszeresen áttekinti többek között a teljes kibocsátás alakulását, a keresletet és a munkaerőpiaci viszonyokat, számos ár- és költségmutatót, a költségvetési politikát, az euróövezet fizetési mérlegének alakulását és az eszközárakat<sup>[1]</sup>.

## 4. A monetáris politika stratégiájának második pillére: monetáris elemzés

A monetáris elemzés a pénzmennyiség és az árak között fennálló hosszú távú kapcsolaton alapul, és alapvetően a gazdasági elemzésben foglalt, a monetáris politikára vonatkozó rövid és középtávú indikációk összevetését szolgálja. A monetáris elemzés a pénz- és hitelfolyamatok részletes vizsgálatát tartalmazza, és értékeli hatásukat a jövőbeli inflációra és gazdasági növekedésre.

## C. A monetáris politika végrehajtása: eszközök és eljárások

Az EKB monetáris politikája – azon kamatlábak meghatározásával, amelyek mellett a kereskedelmi bankok pénzt kaphatnak a központi banktól – közvetett hatást gyakorol az euróövezeti gazdaságban érvényes kamatlábakra, különösen a kereskedelmi bankok által nyújtott hitelek és a megtakarítások kamatlábjára. Monetáris politikájának megvalósítása érdekében az EKB számos eszközt alkalmaz.

### 1. Nyíltpiaci műveletek

A nyíltpiaci műveletek fontos szerepet játszanak a kamatlábak irányításában, a piac likviditási helyzetének kezelésében és a monetáris politikai irányultság jelzésében. Az eurórendszer rendszeres nyíltpiaci műveletei euróban likviditást biztosító egyhetes műveletekből (irányadó refinanszírozási művelet) és euróban likviditást biztosító három hónapos műveletekből (hosszabb lejáratú refinanszírozási művelet) állnak. Az irányadó refinanszírozási műveletek az euróövezetben irányítják a rövid távú kamatlábak alakulását, kezelik a likviditási helyzetet és jelzik a monetáris politika irányvonalát, a hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek pedig hosszabb távra szóló, kiegészítő refinanszírozást biztosítanak a pénzügyi szektor számára.

---

[1]A két pillér ismertetése az alábbi dokumentum alapján készült: Az EKB monetáris politikája (2011) <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>



A nyíltpiaci műveletek tekintetében kevésbé rendszeresen kerül sor finomhangoló műveletekre és strukturális műveletekre. Az előzők célja a piac váratlan likviditási ingadozásainak kezelése, különösen azzal a céllal, hogy kiegyenlítsék a kamatokra gyakorolt hatásokat, míg az utóbbiak az eurórendszer pénzügyi szektorral kapcsolatos strukturális helyzetének állandó kiigazítását szolgálják.

## 2. Jegybanki rendelkezésre állás

A jegybanki rendelkezésre állás likviditást teremt vagy csökkent egynapos lejáráttal, és az EONIA (euróban nyújtott egynapos hitelek átlagos kamatlába) mutatja az euro egynapos bankközi piacát meghatározó effektív kamatlábat. Az eurórendszer a hitelintézetek számára a jegybanki rendelkezésre állás két típusát kínálja: aktív oldali rendelkezésre állás, amelynek keretében a központi bank egynapos likviditást nyújt, valamint a betéti rendelkezésre állás egynapos betétek központi bankban történő elhelyezésére.

## 3. Kötelező tartalék tartása

Az alapokmány 19. cikkének (1) bekezdésével összhangban az EKB megkövetelheti a tagállami székhelyű hitelintézetektől, hogy kötelező tartalékot tartsanak az EKB-nál és a nemzeti központi bankoknál. A kötelező tartalék célja, hogy stabilizálja a piacon érvényes rövid távú kamatlábat, és strukturális likviditási hiányt teremtson (vagy növeljen) a bankrendszer és az eurórendszer között, ami megkönnyíti a pénzügyi kamatok rendszeres likviditásteremtő ügyletek révén történő irányítását. A kiszámítás módszereit és a szükséges összeg nagyságát a kormányzótanács határozza meg.

## 4. Nem szokványos monetáris politikai intézkedések és válságintézkedések 2007-től kezdődően: az irányadó kamatok alakulására vonatkozó előretekintő iránymutatás és eszközvásárlási program

2013 júliusa óta az EKB előretekintő iránymutatást ad kamatpolitikájának jövőbeli alakulására vonatkozóan. Az EKB kommunikációs stratégiájában komoly elmozdulást jelent az előretekintő iránymutatás, mivel nemcsak azt teszik közzé, hogy az EKB középtávon hogyan értékeli az aktuális gazdasági feltételeket és az árstabilitást fenyegető kockázatokat, hanem azt is, hogy az értékelés milyen kihatással van jövőbeli monetáris politikájának irányára.

Emellett 2009 óta végrehajtottak számos eszközvásárlási programot az euróövezeten belüli növekedés fenntartása érdekében, ami megfelel annak a célnak, hogy az inflációs rátát középtávon 2% alatt, de ahhoz közeli értéken tartsák. 2009-ben és 2011-ben két fedezettkötvény-vásárlási programot indított (a CBPP-t és a CBPP2-t). 2010. május 10. és 2012 februárja között az EKB az értékpapír-piaci program (SMP) keretében tőkepiaci intervenciókat hajtott végre. 2012 augusztusában az EKB bejelentette végleges nyílt piaci műveletek másodlagos államkötvénypiacon történő végrehajtásának lehetőségét a megfelelő monetáris transzmissziós politika védelme és monetáris politikája egységességének megőrzése érdekében. 2014 júniusában bejelentett egy sor kétéves időszakra szóló, célzott, hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletet (CHLRM), amelyek célja az euróövezeti nem pénzügyi magánszektor számára nyújtott banki hitelezés javítása, kivéve a háztartások számára ingatlanvásárlásra nyújtott kölcsönöket. 2014 szeptemberében



az EKB bejelentett két új kötvényvásárlási programot, az eszközfedezetű értékpapírok vásárlását célzó programot (ABSPP) és a harmadik fedezettkötvény-vásárlási programot (CBPP3), amelyek célja a monetáris politika transzmissziójának fokozása, az euróövezeti gazdaságnak nyújtott hitelek támogatása és ennek eredményeként a monetáris politika alkalmazkodásának erősítése. 2015. március 9-én az EKB a Public Sector Purchase Programme (PSPP) keretében a másodlagos piacon elindította az euróövezetbeli központi kormányok és bizonyos ügynökségek, valamint az euróövezetben található nemzetközi vagy nemzetek feletti intézmények által kibocsátott kötvények vásárlását. Az ABSPP, a CBPP3 és a PSPP együtt alkotják a kiterjesztett eszközvásárlási programot (EAPP), amelynek havi vásárlásai elérik a 60 milliárd eurót. 2016. március 16-án az EKB úgy határozott, hogy az aktuális havi eszközvásárlást 80 milliárd euróra bővíti, hogy a kibocsátói és a kibocsátási részesedési küszöböt értékpapírok vásárlása esetén 33%-ról 50%-ra növeli, hogy az euróövezetben székhellyel rendelkező, nem banki vállalatok által kibocsátott befektetési minőségű euróban denominált kötvényeket felveszi az elfogadható eszközök listájára, és hogy 2016. júniusi kezdettel négy négyéves futamidejű, célzott hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletből álló új sorozatot indít el. Az új műveletek célja az EKB alkalmazkodó monetáris politikai irányvonalának megszilárdítása és a hitelezés további ösztönzése révén a monetáris transzmissziót erősítése. A programok addig működnek, amíg az EKB nem érzékeli az infláció alakulásának tartós igazodását ahhoz a célhoz, mely szerint az inflációs rátát középtávon 2% alatti, de ahhoz közeli értéken kívánja tartani. 2016. december 8-án az EKB kormányzótanácsa úgy határozott, hogy 2017. márciusig a havi eszközvásárlásokat 80 milliárd EUR értéken tartja. 2017. április és 2017. december között, és szükség esetén tovább is, a havi vásárlások értéke 60 milliárd EUR lesz. Az EKB továbbá úgy határozott, hogy kiigazítja a 2017 januárja óta érvényes eszközvásárlási programjának egyes paramétereit: a PSPP keretében elfogadható eszközök minimális hátralévő futamidejét két évről egy évre csökkentette, az EAPP keretében a szükséges mértékig megengedi az EKB betéti rendelkezésre állásának kamatlába alatti lejáratig számított hozamú értékpapírok vásárlását.

## **AZ EURÓPAI PARLAMENT SZEREPE**

Az EUMSZ 284. cikkének (3) bekezdése és a KBER alapokmánya 15. cikkének (3) bekezdése értelmében az EKB elnökének éves jelentést kell benyújtania a Parlament számára. A Parlament az Európai Központi Bank 2014. évi éves jelentéséről szóló, 2016. február 25-i állásfoglalásában hangsúlyozta, hogy mind a közszférabeli, mind a magánberuházások esetében javítani kell a pénzügyi feltételeket, figyelmeztetett az egyes tagállamokban tartósan alacsony kamatszintekből, valamint a köz- és magánszféra eladósodottságának magas és eltérő szintjeiből adódó pénzügyi kockázatokra, üdvözölte az EKB-nak az üléseiről készülő összefoglaló jegyzőkönyvek közzétételére vonatkozó döntését, és hangsúlyozta, hogy az EKB-ra ráruházott új hatáskörökre való tekintettel meg kell teremteni a demokratikus elszámoltathatóságot a felügyeleti feladatokkal összefüggésben. Az EKB elnöke állandó gyakorlatként évente négyszer jelenik meg a Parlament Gazdasági és Monetáris Bizottsága (ECON) előtt, hogy ismertesse az EKB politikai döntéseit és válaszoljon a bizottsági tagok kérdéseire



(monetáris párbeszéd). Az ülések nyilvánosak és a jegyzőkönyveket mind a Parlament, mind az EKB honlapján közzéteszik.

Dario Paternoster / Dirk Verbeken / Dražen Rakić  
05/2019

