

Pesuth Tamás

# A jegybanki szerepkör újradefiniálása

**ÖSSZEFOGLALÓ:** A 2008-as világgazdasági válság alapvető változást hozott a globális gazdaságpolitikai gondolkodásban. A válságot követően a jegybanki szerepkörök megváltoztak, a jegybankokat szerepkeresés jellemzi ebben az új korszakban. A központi bankok megújulásának alapvető eleme a konkrét szakpolitikai intézkedések átgondolásán túl, a monetáris politika mögötti jegybanki filozófia újragondolása is. A monetáris politikai gondolkodásban végbement változást a tanulmány a mértékadó jegybankok válságot követő gazdaságpolitikai alapállása alapján vizsgálja, illetve a változó jegybanki szerepkör elméleti összefüggéseit a válságot követő intézkedések alapján mutatja be.<sup>1</sup>

**KULCSSZAVAK:** központi bank, válság, jegybanki szerepkör, gazdaságtörténet

**JEL-KÓDOK:** E58, E61, G28

A 2008-as világgazdasági válság alapvető változást hozott a globális gazdaságpolitikai gondolkodásban. A korábbi időszakot meghatározó neoliberais modell helyett egy új, tudásalapú gazdaságra építő modell kerül előtérbe. A 2008-as válság óta a bankrendszer is folyamatosan átalakul a világ egészén, a jelenlévő nemzeti regionális sajátosságok ellenére is egy egységes tendencia bontakozik ki. E tendencia lényege, hogy a korábbi neokonzervatív-neoliberais korszakkal szemben megjelenik egy új banki kultúra és az a jegybanki és bankszabályozói magatartás, ami ezt a banki kultúrát segíti elő.

Ebből a szempontból is megérthető a változó jegybanki szerepkör, a központi bankok megújulása a 2008-as válság után. Ennek a megújulásnak alapvető eleme a konkrét adott szakpolitikai intézkedések átgondolásán túl, a jegybanki politika mögötti gondolkodási keretrendszer, a jegybanki filozófia újragondolása is (Shirakawa, 2010).

A monetáris politikai gondolkodásban is változás történt, ezt a váltást a mértékadó jegybankok – Federal Reserve, Európai Központi Bank, Bank of England, Bank of Japan – gazdaságpolitikai alapállásából lehet megérteni. Ezt a váltást három tényező jellemzi:

- a kereskedelmi banki kultúra átalakulása,
- a piaci szereplők új módon történő tájékoztatása és
- a vállalatok felé való nyitás (Pesuth, 2014).

A 2008-as válság egyik, a hazai szakirodalomban talán nem kellő mértékben felismert eleme hogy a jegybanki kormányzásban a rövid távú megfontolásokat elkezdtek láthatóbb módon dominálni a közép és hosszú távú megfontolások. Ezt az úgynevezett Harmincak Csoportjának tanulmánya is alátámasztja, akik hangsúlyozták, hogy a jegybankoknak kerülniük kell a szakpolitikák túlzott finomhangolását (G30, 2015, 1. oldal).

Természetesen a 2008-as válságra adott szakpolitikai intézkedések is fontosak, amelyeket többféleképpen is lehet csoportosítani, azonban ennél lényegesebbnek tartom a jegy-

<sup>1</sup>Levelezési e-cím: [tamas.pesuth@uni-corvinus.hu](mailto:tamas.pesuth@uni-corvinus.hu)

banki szerepkör általános jellemzőinek a változását. A változó szerepkört a legtalálóbban *Harold James*, a Pricenton Egyetem professzora jellemzi:

„*Bizonyos értelemben a központi bankok elkezdtek hasonlítani a középkori egyetemek filozófiai karaira, azáltal, hogy nemcsak az adott szakpolitikai intézkedésről, hanem az azok mögött álló tényezőkről is vitát folytatnak.*” (James, 2014)

## TÖRTÉNELMI MEGKÖZELÍTÉS

A jegybanki filozófiaváltás egyik hangsúlyos eleme az elmélettörténeti közelítés. Ennek gyakorlati relevanciájáról *Stanley Fischer*, izraeli-amerikai jegybankár az Oxford Egyetemen tartott előadásában így fogalmazott:

„*Azt gondolom, hogy ugyanannyit tanultam a központi bankok történelmének tanulmányozásából, mint amennyit a központi bankok elméletének ismeretéből és ajánlom azoknak, akik Önök közül központi bankárok akarnak lenni, hogy olvassák a történelemléveket.*” (Fischer, 2013)

A történelmi közelítés nem jelent múltba fordulást, hanem az egyoldalú matematikai orientáltsággal szemben a fejlődési törvények időbeli és kulturális meghatározottságát is a vizsgálat tárgyává teszi. Ennek jelentőségét csak az elmúlt húsz-huszonöt év gyakorlatával szemben lehet megérteni, amikor sokan felvetették, hogy a jegybanki döntések helyettesíthetők lennének különböző matematikai formulákkal, automatizmusokkal. *Bánfi Tamás és szerzőtársai* (2013, 223. oldal) is kiemelik, hogy például „*a monetáris politika az inflációs célkövetési rendszer alkalmazásával túl egyszerűvé – talán még egy ilyen jelző is megengedhető – primitívvé vált.*” Szeretném hangsúlyozni, hogy nem a matematikai elemzés relevanciáját tagadom, sőt annak hasznosságáról és fontosságáról meg vagyok győződve, csak az egyoldalúsággal szemben érvelek.

## A jegybanki történelem rövid áttekintése

Az egyoldalúság megszüntetésére jó példa *Goodhart* (2010) tanulmánya, aki történelmi összefüggésben a központi bankoknak három fő feladatát azonosítja. A jegybank felelőssége

- az árstabilitás fenntartása,
- a pénzügyi stabilitás és növekedés megteremtése, illetve
- az állam gazdaságpolitikájának válságos időszakban való támogatása vagy az állam pénzügyi hatalmának korlátozása.

A domináns funkció alapján *Goodhart* három fő időszakot különböztet meg a jegybankok történelmében:

- a viktoriánus kort (1840–1914),
- a kormányzati beavatkozás és irányítás időszakát (1930–1960),
- illetve a piacok diadalának korszakát (1980–2007).

Az 1. táblázat a jegybanki szerepkör általános, alapvető jellemzőit mutatja be az egyes korszakokban.

A korszakokat elválasztó átmeneti időszakokban – mint amilyenben jelenleg is vagyunk a 2008-as világgazdasági válság után – a jegybankokat szerepkeresés jellemezte (*Goodhart*, 2010).

*Masaaki Shirakawa* a 2008-as válsággal kapcsolatban két fontos feladatot azonosít:

- egyrészt a gazdaság növekedési pályára való állítását,
- másrészt egy olyan rendszer kidolgozását, ami meggátolja hasonló válságok kialakulását (*Shirakawa*, 2010).

A jegybanki történelmet vizsgálva azonban megállapíthatjuk, hogy a jegybankok megalapítása óta – mintegy három évszázada – a jegybankok végső célja, hogy támogassák a fenntartható gazdasági növekedést azáltal, hogy ár- és pénzügyi stabilitásra törekednek. A két említett közbülső célon lévő hangsúly azonban időről időre változott. Kezdetben a pénzügyi stabilitás élvezett primátust, a 2008-

### JEGYBANKI KORSZAKOK

Időszak	Korszak neve	A jegybanki szerepkör általános jellemzői
1840–1914	viktoriánus	pénzügyi stabilitás megteremtése a jegybanki szabályok általában ökölszabályt követtek
1930–1960	kormányzati beavatkozás és irányítás	gazdaságpolitikai tanácsadás felügyeleti rendszer működtetése piacok kezelése
1980–2007	piacok diadala	az inflációs célkövetés rendszere válik hangsúlyossá

Forrás: saját készítés Goodhart (2010) alapján

as válság kitörése előtt pedig az árstabilitás volt a leghangsúlyosabb szempont, ami egyben egy viszonylag rövid távú szakpolitikai horizontot is jelentett (G30, 2015, 1. oldal).

A 2008-as válságot követően a pénzügyi rendszer továbbra is törékeny maradt, nem pusztán az örökölt adósságállományok miatt, hanem maga a rendszer szerkezete miatt is. A központi bankok szerepéről komoly szakmai vita alakult ki, és a pénzügyi stabilitásban betöltött szerepüket illetően további nézetkülönbségekkel kell számolni (Praet, 2011).

A pénzügyi stabilitási szempont a válság után tehát újra hangsúlyossá vált, a pénzügyi stabilitás megteremtése és elérése fontos cél lett. Goodhart (2010) rávilágít arra, hogy a 2008-as válságból kiderült, hogy az árstabilitás alapkamaton keresztüli fenntartása nem vezet általános pénzügyi stabilitáshoz. A probléma azonban nem önmagában az alapkamat és az inflációs cél rendszerében rejlik, hanem más makroprudenciális intézkedések hiányában.

*Peter Praet* – az Európai Központi Bank Igazgatóságának tagja – a jegybankoknak a pénzügyi stabilitás megteremtésében való szerepe kapcsán kiemeli, hogy a pénzügyi stabilitási célok elérése érdekében végrehajtott széles körű reformok egyik legfőbb eleme a különálló makroprudenciális funkció kiala-

kítása. A makroprudenciális irányelv azzal, hogy az egész rendszert átlátja, kiegészíti a mikroprudenciális felügyeletet (Praet, 2011).

A makroprudenciális funkció kialakítása azonban még folyamatban van és különböző álláspontok vannak arról, hogyan kellene a kereteit kialakítani, milyen szerepe legyen benne a központi bankoknak. Praet szerint a keretrendszer kialakításának nehézségét több tényező is okozza:

- egyrészt – az árstabilitással szemben – a pénzügyi stabilitást nehéz működőképesen meghatározni,
- nagyszámú az érintett hatóságok – központi bankok, bankfelügyelet, biztosítók felügyeletei, piaci felügyelet, versenyhatóságok, fogyasztóvédelmi hatóságok, pénzügyért felelős minisztériumok, igazságügyért felelős minisztériumok, szanálási hatóságok – és a cél eléréséhez számba vehető lehetséges eszközök számossága (Praet, 2011).

Goodhart (2010) ugyanakkor felhívja a figyelmet arra, hogy amennyiben a pénzügyi rendszer stabilitásának a felügyelete központi banki feladat, akkor a jegybanki szerep több ponton is ütközhet a kormányzati gazdaságpolitikával. A 2. táblázatban található összefoglalóan, hogy a jegybanki tevékenység mely területeken kerülhet kölcsönhatásba a kormány gazdaságpolitikájával.

Az új – makroprudenciális felügyeleti – korszakba történő elmozdulásban Goodhart

- mélyrehatóbb szabályozásokat,
- nagyobb kormányzati szerepvállalást és
- a piaci mechanizmusokra való kevesebb támaszkodást valószínűsít (Goodhart, 2010).

A makroprudenciális szerepkör tanulmányozása egy külön tanulmányt igényelne, ezért én csak ennek közvetlen kapcsolataira utalnék a banki kultúra tekintetében. A makroprudenciális szabályozás a piaci szintű kockázat csökkentését célozza, és ehhez keresi a megfelelő eszközöket. Az elmúlt időszak meghatározó szabályozási logikája arra irányult, hogy elválassza az egyes piaci szereplők szabályozását a piac egészétől. Ez a közelítés megbukott, és ennek helyébe lépett az a törekvés, hogy a kettőt össze kell kapcsolni. Ez azonban nemcsak azt jelenti, hogy a két szabályozó hatóság összeolvadt, hanem azt az intézményi változást is eredményezte, hogy közvetlenebbül érzékeltetik a pénzügyi piacok szereplőivel döntéseik hatását a piaci szintű kockázat egészére. Ez pedig maga a banki kultúra, hiszen a kultúra definíciója szerint az egyes döntések mindenoldalú hatásainak vizsgálata és tudása. Így a makroprudenciális sta-

bilitás a pénzügyi intézményrendszer tudatos működésének eredményeként áll elő, és nem csak a jegybanki szabályozás hatására.

## A JEGYBANKI ESZKÖZTÁR VÁLTOZÁSA

A fejlett piacgazdaságok jegybankjainak intézkedéseit a Harmincak Tanulmányának megközelítése alapján foglalom össze. A 2008-as válság utáni intézkedéseket három kategóriába csoportosítják:

- a jegybanki alapkamatot érintő intézkedések,
- az előretekintő iránymutatások és
- a jegybanki mérlegek méretét és összetételét érintő intézkedések (G30, 2015, 26. oldal).

### Az új kamatpolitika

A fejlett piacgazdaságok jegybankjai jelentősen lazították a monetáris kondíciókat. A fejlett piacgazdaságok jegybankjainak irányadó rátáinak alakulása az 1. ábrán látható. A válság utáni kamatpolitikák kapcsán a Harmincak Csoportja kiemeli, hogy a fejlett gazda-

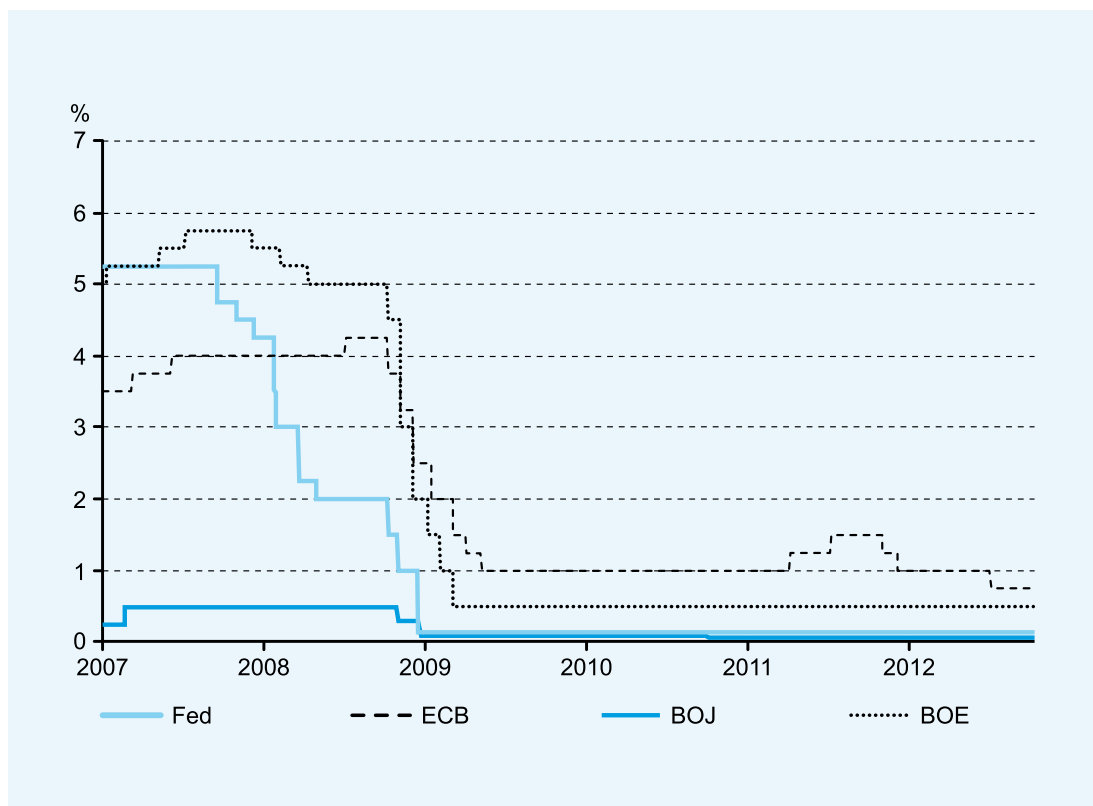
2. táblázat

## A JEGYBANKI TEVÉKENYSÉG KÖLCSÖNHATÁSA A KORMÁNNYAL

Terület	Jellemző
Bankadók	A bankadók alkalmazása nagyban befolyásolja a pénzügy rendszer stabilitását, így annak meghatározásában részt kell vennie a jegybanknak is.
Szankciók adminisztrálása	A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság nem hozott létre kielégítő rendszert a tőkekövetelményeket nem teljesítő bankok szankcionálására, így a nemzetállami kormányoknak és jegybankoknak együtt kell működniük a követelmények betartatásában.
Adósságkezelés	A 2008-at követő adósságválságok miatt szükségessé vált az eredményes költségvetési politika és a piacokat ismerő szaktudás hatékony kombinálása, így a jegybankok szerepe növekedhet az államadósság kezelésében.
Bankszanálás	Rálátást kell biztosítani a kormányoknak a szanalási folyamatokra.

Forrás: saját készítés Goodhart (2010) alapján

**IRÁNYADÓ RÁTÁK A FEJLETT PIACGAZDASÁGOKBAN**



Forrás: Fawley – Neely (2013, 56. oldal)

ságok jegybankjainak kamatdöntései sokkal nagyobb, gyorsabb és nemzetközileg sokkal koordináltabb volt, mint bármely más korábbi – a világháborút követő – ciklusban (G30, 2015, 26. oldal)

A FED 2007 végén, 2008 elején történő kamatcsökkentését a meghatározó jegybankok követték az Európai Központi Bank kivételével. Az Európai Központi Bank saját rövid távú hitelességének helyreállítása érdekében az inflációs várakozásokra reflektálva kamatot emelt a válság kirobbanása előtt, majd 2011-ben ismét, amikor az európai növekedési kilátások jelentősen javultak. A görög válság kitörésével azonban ismét kamatcsökkentésbe kezdett. Ráadásul az EKB volt az első a vezető

központi bankok közül, amely negatív kamatlábat vezetett be a nála elhelyezett kereskedelmi banki betétek – tartalékok – után, ezáltal erősen ösztönözve a bankokat a hitelezésre (G30b, 2015, 27. oldal).

A kamatpolitika a hatását döntően a várakozások befolyásolása révén tudja kifejteni, így a nulla szinthez – alsó kamatkorláthoz – közeledve a kamatpolitika további tájékoztató szerepe fokozatosan beszűkül, lehetősége kimerül. Az aktuális monetáris kondíciók további lazítását a mértékadó jegybankok

- a jövőbeli kamatpálya alakulására vonatkozó jelzésekkel, illetve
- az állampapírpiacra történő aktív részvétellel próbálták elérni (Bihari, 2015).

## Az előrettekintő iránymutatás (*forward guidance*)

„Az előrettekintő iránymutatás a jövőbeli monetáris politikai döntésekkel kapcsolatos információnyújtás a piac számára” (Bihari, 2015, 754. oldal). Az előrettekintő iránymutatást (*forward guidance*) a válságra adott új monetáris politikai eszközként elsőként a FED alkalmazta. A FED monetáris döntéshozó testülete, a Nyiltpiaci Bizottság – FOMC – 2008. december 16-i közleményében a következőképpen fogalmazott:

„A Federal Reserve minden rendelkezésre álló eszközt fel fog használni, hogy támogassa a fenn tartató gazdasági növekedés újbóli beindítását és, hogy megőrizze az árstabilitást. Különösen, a Bizottság arra számít, hogy a gyenge gazdasági feltételek az irányadó ráta rendkívül alacsony szinteken történő maradását valószínűsítik egy ideig. A hangsúly a Bizottság jövőbeni szakpolitikának azon lesz, hogy támogassa a pénzügyi piacok működését és élénkítse a gazdaságot nyiltpiaci műveletek és egyéb más műveletek révén, amik a Federal Reserve mérlegét magas szinten tartják” (FOMC, 2008).

A FED lépése után az előrettekintő iránymutatás a Bank of Japan, a Bank of England és végül az Európai Központi Bank gyakorlatává is vált. Az EKB esetében azonban meg kell említeni, hogy korábban elzárkózott az előrettekintető iránymutatás használatától, azonban 2013 nyarán az EKB is jelezte a kamatszint alacsony tartására vonatkozó várakozását (G30b, 2015, 28. oldal).

Az Európai Központi Bank vezető döntéshozó testülete, a Kormányzótanács 2013. július 4-i ülése után bejelentette:

„A Kormányzótanács arra számít, hogy az EKB irányadó kamatai hosszabb ideig a jelenlegi vagy ennél alacsonyabb szinten maradnak. E várakozás a középtávra is átnyúló visszafogott inflációs kilátásokon, a reálgazdaság egészének gyengélkedésén, valamint a visszafogott pénzmennyiség-növekedési dinamikán alapul.” (ECB, 2014, 65. oldal)

„Az előrettekintő iránymutatás válság alatti gyakorlatát és annak tapasztalatait a Federal Reserve és az Európai Központi Bank példáján keresztül mutatják be. Tanulmányukban kiemelik, hogy az előrettekintő iránymutatás lehet

Csartos Orsolya és szerzőtársai (2014) az előrettekintő iránymutatás válság alatti gyakorlatát és annak tapasztalatait a Federal Reserve és az Európai Központi Bank példáján keresztül mutatják be. Tanulmányukban kiemelik, hogy az előrettekintő iránymutatás lehet

- előrejelzés jellegű és
- elköteleződés jellegű.

Az előrejelzés és elköteleződés jellegű iránymutatás közötti fő különbség az, hogy előbbi esetén a jegybank a megszokott stratégiájának várható következményéről ad információt (például, hogy egy adott információs bázis alapján készített előrejelzés mellett mi a legvalószínűbb monetáris politikai reakció), utóbbi esetén pedig a jegybank megszokott stratégiájának átmeneti felfüggesztésén keresztül (például az irányadó kamat alacsony szinten tartja, ezzel átmenetileg tolerálva az inflációs cél elvesztését) kíván hatást elérni (Csartos et al., 2014, 46. oldal).

A 2008-as válság után a mértékadó jegybankok elköteleződés jellegű iránymutatást alkalmaztak. A 3. táblázatban a FED és EKB időfüggő előrettekintő iránymutatását foglalom össze, az irányadó ráták alacsony szinten történő tartására vonatkozóan.

Csartos és szerzőtársai (2014:50) kiemelik, hogy FED esetében az időfüggő/időbeli előrettekintető iránymutatást 2012 decemberében egy állapotfüggő iránymutatás váltotta fel, „ami a 0 közeli kamatszint fenntartását explicit makrogazdasági küszöbök eléréséhez kötötte.” Az úgynevezett Evans-szabály vagy küszöbértékszabály szerint az alacsony kamatkörnyezetet addig tartja fenn a FED, amíg a munkanélküliségi ráta nem csökken 6,5 százalék alá, az infláció nem kerül 2,5 százalék felé és a hosszú távú inflációs várakozások horgonyozottak maradnak. Ez az úgynevezett specifikált állapotfüggő elköteleződés később – 2014-ben – nyílt végűvé vált (Csartos et al., 2014, 50–51. oldal).

**A FED ÉS AZ EKB IDŐFÜGGŐ ELŐRETEKINTŐ IRÁNYMUTATÁSAI**

Federal Reserve	Az időtartam megjelölése
<i>Nyílt végű (2008. december – 2011. július)</i>	
2008. 12. 16.	egy ideig
2009. 03. 18.	tartós ideig
<i>Specifikált</i>	
2011. 08. 09.	legalább 2013 közepéig
2012. 01. 25.	legalább 2014 végéig
2012. 09. 13.	legalább 2015 közepéig
Európai Központi Bank	Az időtartam megjelölése
<i>Nyílt végű (2013 július –)</i>	
2013. 07. 04.	tartós ideig

Forrás: saját készítés Hofman és Filardo (2014) alapján

A Bank of Japan és a Bank of England esetében viszont az előretekintő iránymutatások állapotfüggők voltak.

Filardo és Hofman (2014) – a Nemzetközi Fizetések Bankjának kutatói – tanulmányukban a FED, az EKB, a Bank of Japan és a Bank of England által alkalmazott előretekintő iránymutatás hatékonyságát vizsgálták. Az előretekintő iránymutatás a következő három módon tudja befolyásolni a pénzügyi piacokat és a gazdaságot:

- amennyiben az iránymutatás a piaci szereplők várakozásánál lazább monetáris politikai irányvonalat vetít előre előre, akkor befolyásolhatja a jövőbeli rövid lejáratú kamatok, illetve a hosszú lejáratú kötvényhozamok szintjét;
- azáltal, hogy a központi bankok átláthatóbbá teszik a jövőbeli kamatpályát, a jövőbeli irányadó kamatokra vonatkozó piaci várakozások volatilitásának csökkenie kell, esetlegesen a kockázati felárat is csökkentve;
- az iránymutatás feltételes jellege bizonyos mutatókat emel ki, ezért az iránymuta-

tásnak sokkal érzékenyebbé kell tennie a piacokat az ezekhez a mutatókhoz kapcsolódó adatközlésekhez és kevésbé érzékenyek más információkhoz (Filardo és Hofman, 2014, 42. oldal).

A 4. táblázatban az előbbi három csatornán elérhető eredmények összefoglalása látható a FED és az EKB esetében.

Annak ellenére, hogy az előretekintő iránymutatások eredményessége idővel és jegybankokként változik, célszerű kiemelni e monetáris politikai eszköz eredményességének legfontosabb tényezőjét, a hitelességet. Hofman és Filardo (2014, 38. oldal) is kiemeli, hogy az előretekintő iránymutatásnak hiteles kötelezettségvállalásnak kell lennie, azaz a nyilvánosságnak, a piaci szereplőknek el kell hinniük, hogy a jegybank teljesíteni fogja az iránymutatását, csak ebben tudja befolyásolni a piaci szereplők várakozását. Az iránymutatás várható hasznossága attól függ, hogy

- kötelezettségvállalként tekintenek-e rá a piaci szereplők,
- a jegybank egyértelműen közölte-e és

### A FED ÉS AZ EKB ELŐRETEKINTŐ IRÁNYMUTATÁSAINAK HATÉKONYSÁGA

	Federal Reserve	Európai Központi Bank
Kamatszint	A legtöbb bejelentés esetében csökkentek a rövid és hosszú távú várt hozamok. A kvalitatív iránymutatásoknak volt a legnagyobb hatásuk.	A 2013. júliusi iránymutatás csökkentette az egy- és kétéves <i>futures</i> kamatokat.
Volatilitás	A rövid távú várakozás csökkent, a hosszabb távú csak kis mértékben mérséklődött.	A rövid távú várakozás csökkent, a hosszabb távú csak kis mértékben mérséklődött.
Érzékenység	A munkaerő-piaci hírekre kevésbé érzékenyen reagáltak az egyéves <i>futures</i> hozamok.	Segítette az európai pénzpiaci folyamatok függetlenedését a FED <i>taperinggel</i> kapcsolatos kommunikációjától.

Forrás: saját készítés Hofman és Filardo (2014) alapján

- a központi bank szándékainak megfelelően értelmezték-e a piaci szereplők.

Mindezek alapján látható, hogy az előretekin-tő iránymutatás hiteles és transzparens jegybanki működést igényel. Az előretekin-tő iránymutatás a konvencionális kamatpolitika lehetőségeinek a kimerülésével egy új monetáris politikai eszközzé vált a 2008-as válság után a várakozások befolyásolására. *Bihari* (2015) szerint egyelőre nem eldönthető, hogy a kamatpolitika átmeneti helyettesítőjeként használt új monetáris politikai eszköz annak kiegészítőjévé válik-e, azonban véleményem szerint – figyelembe véve, hogy az eszközt korábban a válság előtt már használta a Bank of Japan – a monetáris eszköztár része marad, legfeljebb jelentősége csökken.

Ehhez hozzá lehet tenni, hogy az előretekin-tő iránymutatás a tájékoztatás révén segí-tette a pénzügyi intézményrendszer egysége-sedését kulturális értelemben. Egyrészt azért, mert csak akkor lehet sikeres ez a jegybanki eszköz, ha az egyes pénzügyi intézmények, kereskedelmi bankokban van fogadókészség a jegybanki szintű problémák megértésére, a jegybanki, illetve nemzetgazdasági szintű, ille-tve globális problémák kezeléséhez szükséges belátással rendelkeznek. Ez alapvetően mutat túl az önzés szempontján.

Másrészt egy új eszközre, a meggyőzésre való támaszkodást jelenti. Korábban a jegy-banki szerepkörre elsősorban az igazgatás volt a jellemző, némileg függetlenül a pénzügyi szereplőktől hozott döntéseket, és kevesebb figyelmet fordított meggyőzésükre. Ez radiká-lisan átalakult a válság után, a jegybank érde-keltté vált a pénzügyi intézmények kultúrájá-nak fejlesztésében.

Harmadrészt ez az eszköz igényli a folyama-tos és egyértelmű kommunikációt a pénzügyi intézményrendszer egyes szereplői között. Az előretekin-tő iránymutatás nem egyszerűen egy döntés kommunikálása, hanem ennek része-ként partneri együttműködés is a jegybank vezető szerepével együtt.

#### A jegybanki mérlegek méretét és összetételét érintő intézkedések

A jegybanki eszköztár, illetve az egyes elemek szerepe időről-időre változhat. A válság során például a kamatpolitikát kiegészítő előretekin-tő iránymutatás elért pozitív hatásokat, de a reálgazdasági szempontok további jegyban-ki intervenciót igényeltek, amiknek jelentős hatása a jegybanki mérleg nagyságára, illetve



annak összetételére. Ugyanakkor a mérlegek változása nem cél, hanem következmény volt, az egyes jegybanki programok – például nyílt-piaci műveletek, eszközvásárlások, jegybanki likviditási intézkedések – „melléktermékei”, amelyek a kamatpolitikától függetlenül – a kamatpolitikát kiegészítve – tudtak használni a jegybankok. Ezek az intézkedések céljukat tekintve kettősek, egyrészt a pénzügyi stabilitás biztosítását, másrészt az aggregált kereslet növelését célozták. A Bank of Japan kivételével ez a mérlegduzzadás nem tekinthető öncélúnak, hanem az előbb említett intézkedések következménye (G30b, 2015, 28. oldal).

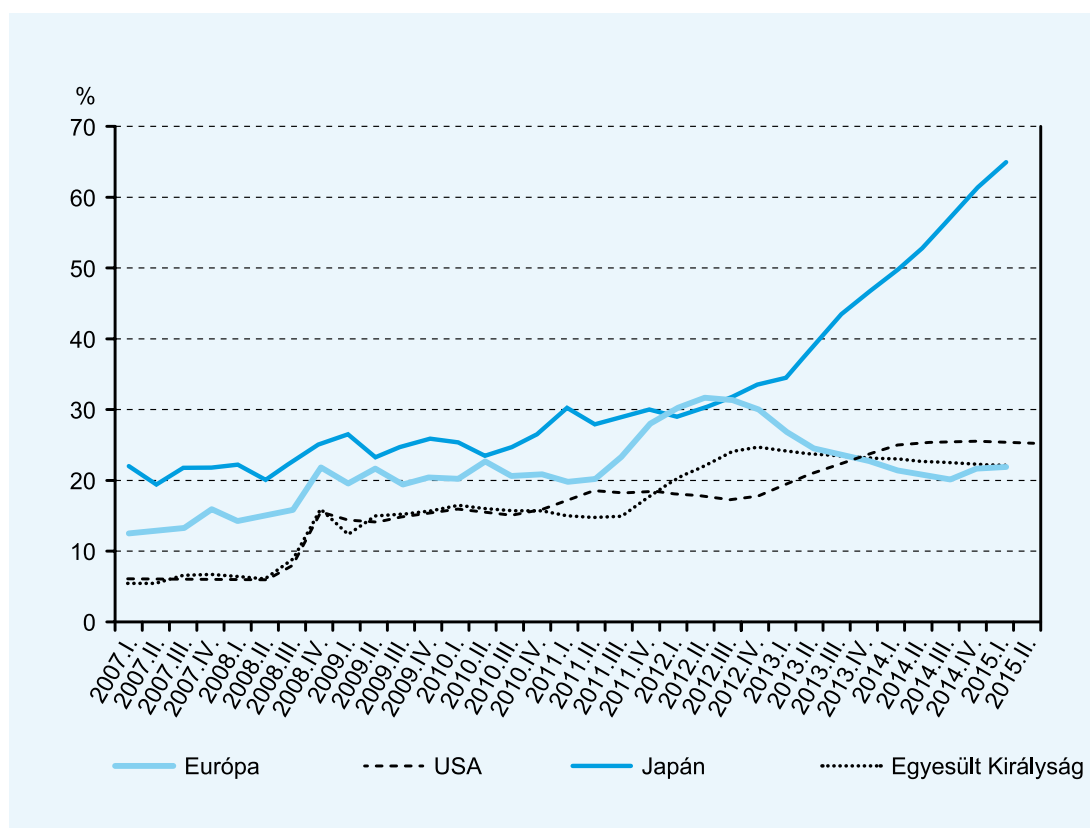
A 2. ábra bemutatja, hogy a mértékadó jegybankok – a fejlett piacgazdaságok jegy-

bankjainak – mérlege hogyan változott a 2008-as válság után. Az ábrán látható, hogy a különböző jegybanki intézkedések mennyiségét és méretét tekintve rendkívül nagymértékűek voltak.

A Lehman Brothers csődje alapjaiban kérdőjelezte meg a banki rendszer működését, hiszen a hitelpiacokon kialakult egy bizalmi válság, ami likviditási és hitelezési válságot is okozott. A bizalmatlanság miatt a bankközi pénzpiacokon kvázi nem hiteleztek egymásnak a bankok. Ez a likviditási válság a vállalati- és lakossági hitelezést is hátrányosan érintette, a hitelezési piac beszűkült, aminek következtében a pénzügyi válság kezdett átterjedni a reál gazdasági szférára (Losoncz, 2009).

2. ábra

### JEGYBANKOK MÉRLEGÉNEK VÁLTOZÁSA\*



\* A GDP százalékban kifejezve, 2007. I. negyedév–2015. II. negyedév között

Forrás: G30b, 2015, 29. oldal

A jegybankok a végső hitelezői szerepet betöltve likviditást nyújtottak a kereskedelmi bankoknak, annak érdekében, hogy megszüntessék a bankközi hitelezés befagyását. A Federal Reserve agresszívan reagált a pénzügyi válságra, bevezetett és végrehajtott számos olyan programot, amelyek azt a célt szolgálták, hogy támogassa a pénzügyi intézmények likviditását és jobb feltételeket teremtsen a pénzügyi piacokon. Ezek a programok jelentős változást okoztak a mérlegében. Ezenfelül a pénzügyi stabilitás biztosításához és a kereslet növeléséhez egyaránt hozzájárultak a jegybankok közvetlen finanszírozási programjai bizonyos másodlagos piacokon, a különböző fedezett kötvénylvásárlási programok.

A válság során az EKB monetáris transzmissziós csatornáit alapvetően megzavarta:

- a banki mérlegekkel kapcsolatos bizonytalanságok és a befagyott bankközi hitelezés,
- az euróövezet szuverén adósságválsága – görög, ír, portugál – miatt megjelenő, jelentősen eltérő kamatkondíciók a tagországokban.

Az EKB a rendkívüli körülmények miatt nehézségekbe ütközött a monetáris transzmissziós mechanizmus helyreállításában, a tradicionális monetáris politika eszköze, a refinanszírozási kamat pedig nem tudta olyan módon befolyásolni a többi kamatlábat mint korábban, amiatt új eszközöket kellett bevetnie (Szczerbowicz, 2012, 7. oldal).

Az Európai Központi Bank által alkalmazott nem konvencionális eszközöket a válságkezelési intézkedéseiben időrendben az 5. táblázatban rendszereztem.

Az 5. táblázatban szereplő intézkedések közül történelmi szempontból a 2015 januárjában bejelentett, az EKB mennyiségi lazításának tekintett program számít a legjelentősebb intézkedésnek.<sup>2</sup> A program bevezetésével az EKB egyszerre célozza az euróövezet gazdasági növekedésének támogatását, illetve az inflációs cél elérését (a deflációs veszély visszaszorítá-

sát). A program keretében az EKB a nemzeti jegybankokon keresztül havonta 60 milliárd euró értékben vásárol államkötvényeket.

A táblázat nem tartalmazza a fejezetben már korábban említett két fontos, a kamatpolitikával kapcsolatos nem konvencionális intézkedést:

- a 2013 júliusában bejelentett előzetekintő iránymutatást és
- a 2014 tavaszán bevezetett negatív betéti kamatot a jegybanknál elhelyezett kereskedelmi banki betétek – tartalékok – után. A Federal Reserve által alkalmazott eszközöket három csoportba lehet sorolni:
- a végső hitelezői szerephez köthető eszközök,
- a kulcsfontosságú hitelpiacokon a hitelfelvevőknek és a befektetőknek közvetlen likviditást nyújtó eszközök valamint
- a hitelpiacok működését támogató nyíltpiaci műveletek.

A végső hitelezői szerephez köthető eszközök alatt azokat az eszközöket értjük, amelyek rövid távú likviditást nyújtanak a bankoknak, más betétgyűjtő intézményeknek és egyéb pénzügyi intézményeknek (például befektetési bankok, befektetési alapok). A Federal Reserve több központi bankkal is kétoldali deviza swapügyleteket kötött, hogy ezek a jegybankok a saját illetékességi területükön biztosítani tudják a dollárlikviditást.

Az első két kategóriába tartozó eszközöket, programokat a 6. táblázatban rendszereztem, zárójelben a programok bevezetésének ideje szerepel.

A táblázatban szereplő eszközök célja, hogy pénzügyi stressz esetén a Federal Reserve likviditást tudjon nyújtani. A programok a stresszhelyzet megszűnése után 2009-ben (MMIFF) és 2010-ben (PDCF, TSLF, CPFF, TALF) véget is értek.

A nyíltpiaci műveletek keretében a FED a hosszú távú kamatlábak lefelé nyomását célozta és azt, hogy a szélesebb értelemben vett pénz-

**AZ EKB NEM KONVENCIONÁLIS VÁLSÁGKEZELŐ INTÉZKEDÉSEI**

Dátum	Intézkedés
2007. augusztus	Többletlikviditás biztosítása ad hoc alapon. A FED-del kötött swapügyletek keretében dollárlikviditás biztosítása
2008. október	Rendkívüli likviditási intézkedések (heti refinanszírozási műveletek)
2009. június	Fedezett kötvényvásárlási programok bejelentése
2010. május	A Securities Markets Programme (SMP) bevezetése
2011. december	A banki hitelezési tevékenység és a pénzügyi aktivitás támogatása hosszú távú (36 hónapos) finanszírozási program keretében (LTRO)
2012. augusztus–szeptember	Outright Monetary Transactions (OMT) bevezetése
2014. június	Céltzott hosszabb lejáratú finanszírozási műveletek (TLTRO) bevezetése
2014. szeptember–október	Magánszektorbeli eszközök – különösen fedezett kötvények és eszközalapú értékpapírok – vásárlására irányuló program bevezetése
2015. január	A vásárlási program kibővítése az állami szektorbeli eszközökre is (PSPP)

Forrás: saját készítés

ügyi kondíciók minél jobban akkomodatívak legyenek, azaz támogassák a gazdasági fellendülést, illetve – a FED kettős mandátumával összhangban – a megfelelő mértékű infláció elérését is.

Az intézkedések kapcsán látható, hogy a két legmeghatározóbb jegybanknál kulcsfontosságú volt a piaci szereplők tájékoztatása, amit az előretékinő iránymutatással tettek, illetve a vállalatok felé való nyitás, ami a vállalati hitelezés támogatását, a kereskedelmi bankok hitelre ösztönzését jelenti.

Összességében az eszköztár változásához szükséges megvizsgálni a mögöttes gazdaságfilozófiai alapállást, illetve annak megváltozását. Az Európai Központi Bank a válságot követően, de még a bankuniós keretrendszer létrehozása előtt komoly változásokon ment át, elsősorban a monetáris politikáját, illetve annak eszköztáráról és a finanszírozási politikájáról. Harold James szerint „az EKB az új intellektuális és filozófiai szintézis bölcsőjeként definiálta újra magát.” (James, 2014)

**AZ EKB MINT A PÉNZÜGYI STABILITÁS ÓRE**

Mario Draghi 2012. július 26-án, a londoni Global Investment Konferencián elmondott beszéde óta az EKB hitelessége jelentősen emelkedett. Draghi híressé és meghatározóvá vált üzenete a következő volt a piaci szereplők számára:

„A mandátumunkon belül, az EKB készen áll arra, hogy bármit megtegyen, hogy megmentsse az eurót. És higgyék el nekem, ez elég lesz.” (Draghi, 2012).

Draghi beszédében – amit el is ismer – egy bizonyos értelemben inkább politikai üzenetet is közvetít a befektetőknek. A mondatot sokan elemezték, és ebből egy szempontra szeretném felhívni a figyelmet, arra, hogy ezt Draghi elegendőnek tartotta. Ezzel azt közvetítette, hogy az európai szintű politikai-pénzügypolitikai stabilitás óre, legfőbb intézménye az EKB. Nincs szükség más politikai-gazdaságpolitikai intézményre, elegendő ha az EKB „teszi a

dolgát”, azaz a politikai-gazdaságpolitikai célt, Európa stabilitását segíti pénzügy-politikai eszközökkel. Ezzel egyértelművé tette azt is, hogy a pénzügypolitika elsősorban politika, amit pénzügyi eszközökkel valósít meg.

„Amikor az emberek az euró törekénységéről és növekvő törekénységéről és talán az euró válságáról beszélnek, nagyon gyakran a nem euróövezeti tagállamok és vezetőik, alábecsülik az euróba fektetett politikai tőke összegét. És mi látjuk ezt, és nem hiszem, hogy elfogulatlan megfigyelők vagyunk, úgy gondoljuk, hogy az euró visszafordíthatatlan. És most ez nem egy üres szó most, mert ezt megelőzően elmondtam, hogy pontosan milyen intézkedések voltak és vannak, amik visszafordíthatlanná teszik.” (Draghi, 2012).

Draghi a beszédében nem piaci mozgásokat elemzett, hanem politikai tendenciákat, törekvéseket. Két tendenciát különböztetett meg: az egyik az európai egység fennmaradásában, a másik a megszüntetésében érdekelt. Draghi egyértelművé tette, hogy az euró és az EKB az előbbit támogatja.

Draghi egy kommentárjában megerősítette, hogy az integrációs folyamatban a politikai

unió megkerülhetetlen elem. A következőképpen fogalmaz:

„Van egy olyan gyakori tévhit, miszerint az euróövezet egy monetáris unió politikai unió nélkül. De ez egy mély félreértelmezését tükrözi annak, amit a monetáris unió jelent. A monetáris unió csak azért lehetséges, mert az Európai Unió államai között már egy jelentős integráció ment végbe – és a közös pénznem használata mélyíti ezt az integrációt...” (Draghi, 2015)

Draghi még kiemeli, hogy a gazdasági konvergencia az országok között nemcsak a belépéskori feltétel kell, hogy legyen, hanem egy olyan feltétel, amit állandóan teljesíteni kell. „És ezért, hogy beteljesítsük a monetáris uniót, végül tovább kell mélyítenünk a politikai uniókat: lefektetni a jogait és kötelezettségeit egy megújult intézményi rendben.” (Draghi, 2015)

A „bármilyen áron megmentjük az eurót”-beszédet követően az EKB bevezette az OMT-programot, azzal a céllal, hogy stabilizálja az állampapírhozamokat az eurózóna perifériaországain. A kamatkondíciók stabilizálásával pedig hozzájárul az eurózóna további fragmentáltságának növekedésének az elkerüléséhez.

6. táblázat

### A FED EGYES LIKVIDITÁST NYÚJTÓ ESZKÖZEI

	Végző hitelezői szerephez köthető eszközök	Közvetlen likviditást nyújtó eszközök kulcsfontosságú hitelpiacokon
Program	Dizkontablak Swapügyletek TAF <sup>1</sup> (2007. december) PDCF <sup>2</sup> (2008. március) TSLF <sup>3</sup> (2008. március)	CPFF <sup>4</sup> (2008. október) AMLF <sup>5</sup> (2008. szeptember) MMIFF <sup>6</sup> (2008. október) TALF <sup>7</sup> (2008. november)

<sup>1</sup> Term Auction Facility

<sup>2</sup> Primary Dealer Credit Facility

<sup>3</sup> Term Securities Lending Facility

<sup>4</sup> Commercial Paper Funding Facility

<sup>5</sup> Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility

<sup>6</sup> Money Market Investor Funding Facility

<sup>7</sup> Term Asset-Backed Securities Loan Facility

Forrás: saját készítés

Draghi beszédének kapcsán fontos kiemelni a bizalom szerepét. Darvas Zsolt is kiemeli, hogy

„Pusztán a program bejelentésének hatására, azaz tényleges kötvényvásárlás nélkül, a 2 éves futamidejű spanyol államkötvény hozama a július végi, 15 éves rekordot felállító 6,9 százalékról 3 százalék alá csökkent szeptember elejére.” (Darvas, 2012).

Harold James (2014) kiemeli, hogy

„az Európai Központi Bankok belül például vita zajlik azon feltételek meghatározásáról, amelyek mentén a fiskális ortodoxiától való eltérés hosszú távon stabilizáló lehet. Ennek a vitának az eredménye a nemzetközi együttműködés egy új változatához vezethet el.”

## ZÁRÓ GONDOLATOK

A jegybankok szerepkeresése kapcsán számos kérdés megválaszolatlanul marad,<sup>3</sup> többek között a tanulmányban is szereplő nem

konvencionális eszközök jövője, mennyire tartósan épülnek be a monetáris politikai eszköztárba, illetve milyen szerep jut az államadósságok finanszírozásában a jegybankokra és emiatt milyen kihívások merülnek fel. A kihívások kezelése a jegybankok fokozottabb együttműködését igényli nemzeti szinten (a nemzeti kormányokkal különösen a bankszabályozás terén) és nemzetközi szinten (más jegybankokkal, illetve a nemzetközi pénzügyi intézményrendszer többi szereplőivel).

Amíg a kérdések megválaszolásában nem mutatkozik széles konszenzus, addig a központi bankok szerepe tovább változhat a válság utáni új korszakban, ahol azonban egyes kérdésekben egy egységes tendencia mutatkozik. A szerepkör valószínűleg szélesedni fog, ez azonban az esetleges jegybanki „túlhatalom” kezelésének a problémáját is felveti, ami miatt nemcsak a jegybanki szerepkörök, hanem a jegybanki függetlenség intézménye is újradefiniálásra szorul.

## JEGYZETEK

<sup>1</sup> A tanulmány végleges formájához rendkívül értékes tanácsokkal járult hozzá a kézirat tervezetének lektora, valamint témavezetőm, Bánfi Tamás, illetve Móczár József és Trautmann László. Szakmai észrevételeiket ezúton köszönöm. A tanulmány konceptualizálásához rendkívül fontos és inspiráló volt számomra a Charles Goodhart (LSE-) professzorral folytatott szakmai beszélgetésem, amelyet

szintén köszönök. A tanulmányban szereplő hibákért természetesen minden felelősség a szerzőt terheli.

<sup>2</sup> Részletesebben lásd: Clayes és szerzőtársai (2015)

<sup>3</sup> Lásd részletesebben például a Nemzetközi Valutaalap tanulmányát (IMF, 2014).

## IRODALOM

BÁNFI T. – BÁNFI A. – BÁNFI Z. (2013): Európa, éberszől! Monetáris politikai eszközváltás – államadósság- (kamatteher-) csökkenés, fiskális és monetáris politikai célrendszer –, jegybanki függetlenség. *Pénzügyi Szemle*. 58. évfolyam, 2013/2. szám, 220–229. oldal

BIHARI P. (2015): Odüsszeuszi utazás – az előretételek iránymutatás tapasztalatai = An Odyseian journey – experience with forward guidance. *Közgazdasági Szemle*. 62 (7–8). 749–766. oldal

- CLAYES, GR. – ÁLVARO, L – ALLISON, M. (2015): European Central Bank Quantitative Easing: The Detailed Manual, Bruegel, 2015. március, Elérhető: [http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc\\_2015\\_02\\_110315.pdf](http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc_2015_02_110315.pdf), lekérdezve: 2015.06.12.
- CSORTOS O. – LEHMANN K. – SZALAI Z. (2014): Az előretökélő iránymutatás elméleti megfontolásai és gyakorlati tapasztalatai, MNB Szemle, 2014. Július, Elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/csortos-orsolya-lehmann-kristof-szalai-zoltan.pdf>, lekérdezve: 2015.08.07.
- DARVAS, Zs. (2012) The ECB's magic wand, Bruegel, Elérhető: <http://bruegel.org/2012/10/the-ecbs-magic-wand/>, lekérdezve: 2014.09.19.
- DRAGHI, M. (2012) Verbatim of the remarks made by Mario Draghi, London, 2012. július 26., Elérhető: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>, lekérdezve: 2014.09.18.
- DRAGHI, M. (2015) Stability and Prosperity in Monetary Union, Project Syndicate, 2015.január 2., Elérhető: <http://www.project-syndicate.org/commentary/ecb-eurozone-economic-union-by-mario-draghi-2015-1-2015-01>, lekérdezve: 2015.01.13.
- FAWLEY, BR. W. – NEELY, CHR. J. (2013) Four Stories of Quantitative Easing. Federal Reserve Bank of St. Louis Review. January/February 2013, 95(1), 51–88. oldal
- FILARDO, A. – HOFMAN, B. (2014): Forward guidance at the zero lower bound. BIS Quarterly Review, March. URL: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1403f.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403f.pdf), lekérdezve: 2015.09.01.
- FISCHER, ST. (2013): Humanitas: Stanley Fischer at the University of Oxford, Lecture, Videó, Idézet kezdődik 43:48-nél, Elérhető online: <http://www.youtube.com/watch?v=5Y-ZhFbw2H4>
- GOODHART, CH. (2010) The changing role of central banks, BIS Working Papers No 326 Elérhető: <http://www.bis.org/publ/work326.pdf>, lekérdezve: 2015.03.03.
- JAMES, H. (2014) The New Philosophers, Project Syndicate, Elérhető: <http://www.project-syndicate.org/commentary/ecb-philosophical-debates-and-economic-recovery-by-harold-james-2014-10>, lekérdezve: 2014.10.30.
- LOSONCZ M. (2009): A globális pénzügyi válság újabb hulláma és néhány világgazdasági következménye. *Pénzügyi Szemle*. LIV. Évfolyam, 2009/1. szám. 9–24. oldal
- MÓCZÁR J. (2010): A globális pénzügyi válság anatómiája és tanulságai: Kínai megtakarítás finanszírozza USA fogyasztását? *Pénzügyi Szemle*. LV. évfolyam, 2010/4. szám 727–749. oldal
- PESUTH T. (2014): Hungary's central bank governor is no "maverick", Financial Times, 2014.03.04. Elérhető: <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2014/03/04/guest-post-hungarys-central-bank-governor-is-no-maverick/>, lekérdezve: 2014.07.07.
- PRAET, P. (2011): The (changing) role of central banks in financial stability policies, Chicago, 10 November 2011, Elérhető: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111110.en.html>, lekérdezve: 2015.02.01.
- SHIRAKAWA, M. (2010) Revisiting the philosophy behind central bank policy, BIS Review 55/2010, Elérhető: <http://www.bis.org/review/r100427b.pdf>, lekérdezve: 2015.02.01.
- SZCZERBOWICZ, U. (2012): The ECB unconventional monetary policies: have they lowered market borrowing costs for banks and governments? *CEPII*, WP No 2012, 36. oldal
- European Central Bank (2014): The ECB's

Forward Guidance, Monthly Bulletin, 2014. április, Elérhető: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201404en\\_pp65-73en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201404en_pp65-73en.pdf), lekérdezve: 2015.05.07.

Federal Open Market Committee (2008): Press Release, December 16. Elérhető: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081216b.htm>, lekérdezve: 2015.12.05.

IMF (2014): Monetary Policy in the New Normal, Staff Discussion Note, 2014 Április, Elérhető: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2014/sdn1403.pdf>, lekérdezve: 2016.02.03.

The Group of Thirty (2015): Fundamentals of Central Banking. Lessons from the Crisis, Washington, Elérhető: <http://www.group30.org/images/PDF/CentralBanking.pdf>, lekérdezve: 2015.11.01.