

A PÉNZÜGYI VÁLSÁG HATÁSA A KÖZPONTI BANKOK SZABÁLYOZÁSÁRA

A pénzügyi válság lényeges változásokat hozott a központi bankok szerepvállalásában. A válság kezeléséhez aktiválni kellett a jegybanki nem szokványos eszközöket, és újra kellett értelmezni a központi bankok végső hitelezői funkcióját, kiterjesztve a bankrendszeren kívüli piaci szegmensekre és az állampapírpiacon is. Miközben a központi bankok fő felelőssége továbbra is az árstabilitás megőrzése és a monetáris politika meghatározása maradt, a jövőben a pénzügyi stabilitás, valamint a jövőbeli válságok előrejelzése érdekében vezető szerepet kell vállalniuk a makroprudenciális felügyelet ellátásában is. Az új feladatok végrehajtásában a központi bankoknak szorosan együtt kell működniük a kormányokkal, a bank- és piaci felügyelettel, valamint más független/nemzetközi intézményekkel, ami azonban nem járhat a monetáris politika alakításában változatlanul alapvető fontosságú jegybanki függetlenség sérelmével. A válság változásokat hozott a központi bankok szabályozásában, aminek azonban teljes hatása még nem mérhető fel.

BEVEZETÉS

A 2007 augusztusától kibontakozó pénzügyi válság lényeges következményekkel jár a központi bankok szerepének és felelősségének újraértelmezése tekintetében. A változások egy részéről ma még élénk vita folyik a legilletékesebbek – nemzetközi tisztségviselők, kormányfők és központi bankárok – között. Abban azonban már most egyetértés van, hogy a jövőben a központi bankoknak az árstabilitásra irányuló monetáris politikai funkció mellett a korábnál sokkal nagyobb figyelmet kell fordítaniuk a pénzügyi stabilitásra. Az is bizonyos, hogy a központi bankok szerepköréről¹ kialakuló új konszenzusnak része lesz, hogy a központi bankoknak vezető szerepet kell vállalniuk a makroprudenciális kockázatok feltárásában és a hatékony válságkezelő intézkedések kidolgozásában. Abban azonban megoszlanak a vélemények, hogy a központi bankok milyen tevékenységet folytassanak a válságkezelésben. Tekintve, hogy a központi bankok hatáskörét meghaladja a kockázatok kivédését biztosító intézkedések meghozatala és végrehajtása, a makroprudenciális felügyeleti funkció

¹ A *központi bank* és a *jegybank* elnevezést azonos értelemben használjuk. Az angol *central banking* szakkifejezés – amely felöleli a központi banki működés szabályozásának és a központi banki tevékenységnek minden oldalát – megfelelőjeként az egyszerűség kedvéért a *központi banki/jegybanki szerepkör* elnevezést vezetjük be.

betöltésekor széles körű együttműködésre van szükség. Az Európai Unióban (EU) az Európai Központi Bank (EKB) vezetésével létrehozott Európai Rendszerkockázati Testületben (ERKT: *European Systemic Risk Board, ESRB*) – amely 2011 őszétől kezdett aktív tevékenységbe – az EU irányító intézményei mellett a tagországok központi bankjai, a nemzeti és uniós szintű felügyeleti szervek, illetve a tagországok kormányai is képviseltetik magukat. A jövő egyik legnagyobb kihívása az a kérdés, hogyan valószínűsíthető meg ebben a testületben a korábrinál sokkal szorosabb és hatékonyabb európai szintű együttműködés a pénzügyi stabilitás helyreállítása és megőrzése érdekében.

Ebben a tanulmányban a kétezres évek elejére kialakult konszenzus bemutatásából kiindulva vesszük sorra, hogy a pénzügyi válság mely pontokon tette elengedhetetlenné a központi banki működés és szabályozás újragondolását és átalakítását.² Ezt követi az EKB működésének tárgyalása. Végül azokat a kérdéseket vizsgáljuk, amelyek kulcsfontosságúak a központi bankok többfunkciós és a válság előttinél hatékonyabb működése érdekében.

AZ ÁRSTABILITÁSI KONSZENZUS

Történelmi visszatekintésben a központi bankok³ tevékenysége mindig négy fő feladatot köré szerveződött:

1. *a monetáris politika működtetése* – a forgalomban lévő pénz- és hitelkínálat mennyiségének befolyásolása a hazai fizetőeszköz értékének megőrzéséhez és az infláció kézben tartásához, a likviditás biztosítása a gazdaság számára;
2. *a pénzügyi stabilitás fenntartása* és a pénzügyi rendszer fejlődésének támogatása;
3. *az állam bankja* – a kezdetekben az állam finanszírozási szükségletének kielégítése, majd az államadósság és a devizatartalékok kezelése;
4. *a fizetési rendszerek és a pénzforgalom biztonságos működtetése*.

A központi bankok a *bankok bankjaként* működnek, és a stabilitás őrei. A négy alapfeladatot⁴ a *pénzkibocsátás monopóliumának* birtokában végzik, s ezekhez kap-

² Terjedelmi korlátok miatt a tanulmány a szabályozási és működési keretek átalakulására, a jegybanki felhatalmazások változására helyezi a hangsúlyt, és csak érintőlegesen foglalkozik azokkal a kihívásokkal, amelyek a válság hatására keletkeztek a jegybanki tevékenységgel, illetve a monetáris politikával szemben (például a nulla kamatszint melletti nem szokványos eszközök használatának kérdéseivel), azok elvi hátterével.

³ A központi bankok nagy többségét 1850 és 1950 között hozták létre. A „legöregebb” központi bankok már túl vannak fennállásuk 300. évfordulóján (a svéd Riksbank alapítási éve 1668, az angol Bank of England alapítási éve 1694). 1900 előtt még csak 18 központi bank működött a világban, 1990-re pedig már 180 körül volt a központi bankkal rendelkező országok száma.

⁴ A feladatok fenti csoportosítása némiképpen önkényes, a központi banki szerepvállalással foglalkozó szakirodalomban többféle megközelítéssel találkozhatunk. A szokásos az időrendi tárgyalás

csolódik a végső hitelező⁵ (*lender of last resort, LOLR*) szerepe pénzügyi válsághelyzetekben. A feladatok ellátása érdekében a központi bankok az idők során nagyon különböző monetáris rendszereket működtettek: az aranystandardtól a közbülső célt (fix árfolyamot, monetáris aggregátumot vagy kamatlábat) horgonyként használó rendszereken keresztül az inflációs célt követő rendszerig.

Az egyes jegybanki alapfeladatok fontossági sorrendje a fejlődés különböző szakaszaiban jelentős megváltozott. A központi banki szerepvállalásról kialakult konszenzusos időszakokat általában a zűrzavarosabb időszakok követték, amikor a korábbi alapelvek helyére újak léptek.⁶ A likviditás biztosítása és a végső hitelezői funkció olyan alaptevékenységek, amelyek elengedhetetlenül a központi bankokhoz kötődnek, de még ezeknek a betöltését, illetve értelmezésüket is komoly viták övezték a kritikus időszakokban. Ezek a viták újraéledtek a 2007 és 2011 közötti időszak válságkezelése kapcsán. A központi bankok meglehetősen sokáig csak a kormányok meghosszabbított kezének számítottak, s tevékenységük a pénzkibocsátásra és a költségvetések finanszírozására szorítkozott.⁷ A kamatpolitika a gazdaságpolitika nagyon fontos ága volt, amellyel a hetvenes és nyolcvanas években a kormányok saját belátásuk szerint elég aktívan éltek a gazdasági és a választási ciklusok simítása, de még inkább a választási győzelem reményében.

.....
a *pénzkibocsátás* és az *állam bankja* feladatkörből kiindulva mutatja be, hogyan szélesedett a későbbiekben a jegybanki feladatkör (például *BIS* [2009]). A kétezres évek első évtizedének végén viszont indokolt lehet a monetáris politikáért és a pénzügyi stabilitásért való felelősséget kiemelt, fő feladatként kezelni, s ezek alapfeltételeként tekinteni a többi „klasszikus” jegybanki funkcióra (emisszió, a jegybank az állam bankja, végső hitelező, fizetési rendszerek öre).

⁵ A *végső hitelező* egy olyan intézmény, amely bankválságok, tőzsdekrachok, egyéb pénzügyi turbulenciák, a piacok befagyása idején (amikor senki nem hajlandó hitelezni) hitelt nyújt a bajba került pénzintézeteknek, kormányoknak annak érdekében, hogy ne dőljön össze a pénzügyi rendszer. A végső hitelezői funkciót legtöbbször a jegybankok töltik be, mert ez a funkció több szálon kapcsolódik alapfeladataikhoz. Más végső hitelezői feladatokat ellátó intézmények is léteznek azonban, mint például a Nemzetközi Valutaalap (IMF) vagy az euróövezetben létrehozott válságkezelő alapok.

⁶ A funkciók betöltésének változásáról bővebben olvashatunk *Goodhart* [2010] elemzésében. *Goodhart* szerint a központi bankok több száz éves történetében három olyan időszak található, amikor a központi banki működésről kialakult konszenzus valamilyen módon egyaránt figyelembe vette az ár- és pénzügyi stabilitás szempontjait. Ezek: a viktoriánus korszak (1840–1914), az állami felügyelet alá rendelt központi banki működés időszaka (a harmincas évektől a hatvanas évek végéig), valamint „a piacok győzelme”, illetve a „függetlenség kora” (a nyolcvanas évek végétől 2007-ig). A közbülső időszakokat kuszaság, az új konszenzus kialakulásához vezető hibák elkövetése és feltárása jellemezte. Ilyen átmeneti időszak volt a hetvenes és nyolcvanas években, amikor a kormányoknak alárendelt és elsődlegesen a gazdasági növekedés ösztönzésére irányuló, aktívan beavatkozó monetáris politika csődöt mondott. Majd a rendszer eljutott a tartósan alacsony infláció célkitűzéséig és a központi bankok függetlenítéséig.

⁷ Az angol központi bankot – Bank of England – eredetileg a kormány finanszírozására és az államadósággal kezelésére alapították. A Fed (*Federal Reserve System*) létrehozásakor a likviditáskezelési szempontok játszottak fő szerepet. A Banque de France pedig az állami (had) kiadások biztosítására jött létre.

Az aktívan beavatkozó kamatpolitika (*activist monetary policy*) magas inflációt és eladósodást hozott, de a növekedést legfeljebb csak átmenetileg ösztönözte. Sikertelensége miatt a kilencvenes évek elejére a jegybanki szerepvállalással kapcsolatban újabb konszenzus alakult, ami egészen 2007-ig, a pénzügyi válságot megelőző másfél évtizedben egyre szélesebb körben érvényesült. A konszenzus arra épített, hogy elméleti kutatások és empirikus elemzések tárták fel, hogy 1. hosszú távon a magas infláció nem okoz alacsonyabb munkanélküliséget, illetve 2. a tartósan magas ütemű, kiegyensúlyozott növekedési pálya megvalósítását segíti az alacsony inflációs környezet (árstabilitás). Az új rendszerben a jegybankok teljesen kivonultak a kormányok közvetlen finanszírozásából. Az adósságkezelésre is mind több ország hozott létre önálló intézményt. A kilencvenes évek a monetáris és fiskális funkciók szétválasztásának évtizede volt, ami az intézményeket és a traszpareniciát egyaránt megerősítette. A legfontosabb jegybanki feladattá a monetáris politika meghatározása vált.

A magas inflációs időszakok tapasztalataiból látszott, hogy az árstabilitás elérése és fenntartása más szemléletet és érdekeltséget igényel, mint a gazdaságpolitika kormányzati ciklusokhoz kötődő meghatározása. A monetáris politikai döntések hatása a növekedésre és az inflációra gazdaságonként változó késéssel, de viszonylag hosszabb távon bontakozik ki, míg a gazdaságpolitikusok döntéseik azonnali hatásában érdekeltek. Az árstabilitás elérése általában költségekkel (növekedési áldozattal) jár,⁸ s a dezinfláció költségei mindig előbb jelentkeznek, mint a haszna: a tartósan magasabb növekedés. A kormányok ezért mindig hajlamosak voltak feláldozni az alacsony inflációt a népszerűséget hozó intézkedések oltárán, ami azonban hosszabb távon nem szolgálta a társadalom érdekeit, mert a bőkezű adakozást később elkerülhetetlenül a munkanélküliség növekedése és a gazdaság teljesítőképességének gyengülése követte. A sikertelen gazdaságpolitika visszahatott a kormányok népszerűségére, de a sikertelenség sokszor csak a kormányváltás után vált nyilvánvalóvá. A kilencvenes évek elejére ezek a megfontolások, de mindenekelőtt az aktívan beavatkozó monetáris politika kudarcai vezettek a politikusok és a szakértők körében konszenzushoz a központi bankok szerepéről és függetlenítéséről, ami a piacgazdaság sikeres működésének alapvető normájává vált és bekerült az európai szabályozásba is.

Nemcsak a társadalom érdekeit szolgálta, de a kormány szempontjából is megfelelőnek látszott az alacsony inflációért való felelősséget a központi bankokhoz telepíteni.⁹ Ennek kettős oka volt: egyrészt a konzervatív központi bank időhorizontja

⁸ Alapesetben a dezinflációt elősegítő monetáris szigorítás visszafogja a belföldi keresletet, és a gazdaság növekedése is átmenetileg lassul. A valóságban ezt a „növekedési áldozatot” mérsékelheti, ha a dezinfláció a többi gazdaságpolitikai ággal (például a költségvetési politikával) összehangolt program keretében megy végbe.

⁹ A gazdaságpolitikusok számára mindig nagy kísértést jelentett, hogy kihasználják a foglalkoztatás és az infláció között rövid távon érvényesülő átváltási hatást, hogy a tervezettnél valamivel magasabb infláció árán alacsonyabb munkanélküliséget érjenek el. Többek között *Kydland–Prescott*

vélelmezhetően hosszabb, mint a kormányé; másrészt a független központi bank és a kormány rövid távon is más fontossági sorrendet tulajdonít az árstabilitásnak és más gazdasági változóknak [munkanélküliség, pénzkibocsátásból származó haszon (*seigniorage*)].

A jegybanki szerepvállalás konszenzusára építő modell elengedhetetlen alkotóelemei a következők voltak: 1. a törvényi háttérrel megerősített jegybanki függetlenség, 2. a monetáris politika és az árstabilitás elsődlegesnek nyilvánítása, 3. az inflációs célt követő monetáris rendszer uralkodóvá válása, 4. a kamatdöntések középpontba kerülése. Az új szisztémában a központi bankok a hangsúlyt az *inflációs várakozások befolyásolására* helyezték, s ez a megközelítés alapvetően különbözött a korábban mérvadó – a központi bank rövid távú szemléletét tükröző – magatartástól.

Elméleti és gyakorlati egyetértés volt abban, hogy a központi bankok leginkább úgy tarthatják kiegyensúlyozott növekedési pályán a gazdaságot, ha tevékenységük középpontjába a monetáris politikát helyezik, és a rendelkezésükre álló eszközökkel alacsony inflációs környezetet és árstabilitást biztosítanak. A jegybankok a monetáris politika alakításában szabad kezet kaptak: az eszköztáruk meghatározásának szabadságát és az eszközök szabad felhasználásának a jogát, felhatalmazást, hogy az irányadó kamatról és szükség esetén a többi monetáris eszközzel is szakmai alapon hozzanak döntést.

A központi bankok törvényi szabályozása – bár a fenti elveket követte az elmúlt két évtizedben – nagyon változatos, több országban nem szerepel elsődleges, illetve egyetlen célként az árstabilitás.¹⁰ Sok helyen a törvények reálgazdasági célokat is megneveznek anélkül, hogy azok között sorrendiséget jelölnének meg. Ilyen például Ausztrália, Kanada, Malajzia, Dél-Afrika, illetve az Egyesült Államok szabályozása. Az Egyesült Államok központi bankjának, a Fednek (*Federal Reserve System*) a megbízatását „a maximális foglalkoztatottság, a stabil árak és az alacsony hosszú távú kamatok” elérésében határozza meg a törvény.¹¹ A svájci központi

[1977] és Barro–Gordon [1983] tárta fel, hogy a gazdaság- és monetáris politika eltérése a korábban meghirdetettől – az időbeli inkonzisztencia – hosszabb távon magasabb inflációhoz vezet, viszont nem okoz tartósan kedvezőbb növekedést. A gazdaság szereplői ugyanis – megfigyelve a kormány magatartását – előretételező módon alakítják (racionális) várakozásaikat, s azt is számításba veszik, hogy a döntéshozók bármikor eltérhetnek a meghirdetett politikától. Az ebből fakadó *inflációs torzítás* Rogoff [1985] szerint úgy orvosolható, hogy a kormány az árstabilitásért viselt felelősséget egy „konzervatív központi bankárhoz” delegálja, mert így érhető el hosszabb távon a legalacsonyabb infláció s ezáltal magasabb növekedési pálya a gazdaság számára.

¹⁰ Terjedelmi korlátok nem teszik lehetővé annak a sokszínűségnek a bemutatását, ami annak ellenére érvényesül a központi bankokra vonatkozó törvényi feladatok kijelölésében, hogy a fentiekben leírtak – a függetlenedés a kormánytól és az alacsony infláció (árstabilitás) elsőbbsége a monetáris politikában – egyértelműen nemzetközi normává váltak. A törvényi előírásokat részletesen ismerteti a *BIS* [2009] 2. fejezete.

¹¹ Ennek a hármas célmegjelölésnek a fennmaradása nem a célszerűségnek, hanem inkább annak köszönhető, hogy a jegybanktörvény e passzusának átalakítása feltűzelhetné a belső politikai vitákat,

bank feladata, hogy monetáris politikáját „az ország egészének érdekében” folytassa, s az árstabilitás és az üzleti ciklus szempontjait a lehető legjobban hangolja össze.

A törvénybe foglalt többes cél a gyakorlatban sokszor okozhatna konfliktust a döntéshozatalban. Ezért többes cél esetén a törvény általában fontossági sorrendet is megjelöl, elsődleges célként kezelve az árstabilitást. Az esetek túlnyomó többségében a központi bankok működése törvényi megfogalmazástól függetlenül is az árstabilitás megóvására irányult elsődlegesen. Az árstabilitási cél meghatározása és az érdekében folytatandó – az egymást követő kormányokon átnyúló – monetáris politika is értelmezhető többféle módon, ami elbizonytalaníthatja a piaci szereplőket, és politikai támadások célpontjává tehetné a jegybankot. A konfliktusok és értelmezési problémák feloldását több országban is törvényen kívüli megállapodásokkal próbálják elérni, amelyek segítik a hitelesség erősítését is.¹²

Az alacsony inflációs környezet biztosításához a legtöbb országban konkrét inflációs célt határoznak meg. A kilencvenes évek elejétől kezdve ugyanis egyre több helyen vezették be az inflációs célt követő monetáris rendszert, aminek feltétele a számszerű inflációs cél megjelölése. (Erről a későbbiekben részletesen lesz szó.) Vannak azonban olyan országok is, ahol számszerűen nem deklarálják a középtávon kívánatosnak tartott alacsony árnövekedést (célinflációt) – vagy azért, mert a jegybanknak a monetáris politikában nagyobb szabadságot kívánnak biztosítani (elsősorban a fejlett országok), vagy azért, mert az nehezen lenne teljesíthető az ingatag lábakon álló gazdaságpolitika miatt (a feltörekvő országok némelyikében). Ugyanakkor arra is van példa, hogy egy jegybank konkrét inflációs célt hirdet meg, pedig ez nem elengedhetetlen az általa működtetett monetáris rendszerhez (például az EKB által működtetett „kétpillérű” monetáris rendszerben¹³ vagy a japán jegybank pénzmennyiségre építő rendszerében). Az EKB és az európai uniós tagországok euróvezeten kívüli jegybankjai számszerű inflációs célt hirdetnek meg.

.....
amit az amerikai döntéshozók el akarnak kerülni. A pénzügyi válság során azonban a hármas cél nagy mozgásteret biztosított a Fednek, s így már volt gyakorlati előnye.

¹² Ilyen Új-Zélandon a kormány és a Reserve Bank of New Zealand közötti gazdaságpolitikai megállapodás (*Policy Target Agreement*), valamint ilyen kiegészítő eljárás például a Bank of England és a pénzügyminiszter közötti levelezés, amely rendszeresen megerősíti azt, hogy mi a feladata a központi banknak, illetve jelzi, hogy teljesítette-e azokat. Az utóbbi időben ez a levelezés kiterjed a nem szokványos monetáris politikai eszközök használatára is.

¹³ Az EKB az irányadó kamatra vonatkozó döntése kialakításakor egyaránt monitorozza és elemzi a pénzmennyiséget (M3, az első pillér) és az egyéb, az árstabilitással kapcsolatos változók halmazát (a második pillér). A lényegét tekintve ez a rendszer hasonlít az inflációs célt követő rendszerhez, amiről később lesz szó, de kiemelt szerepet ad – a német tradíciókat követve – a monetáris aggregátumok hitelbővüléssel összefüggő alakulásának.

A központi banki függetlenség tartalma és törvényi biztosítékai

A monetáris politika folytatásában az elmúlt két évtized legfontosabb változása a jegybankok függetlenítése volt. A jegybanki *függetlenség* kettős felhatalmazást, illetve felelősséget jelent: egyrészt a központi bank felel az *alacsony inflációs környezet* (árstabilitás) fenntartásáért, másrészt az ennek elérését biztosító eszközöket a monetáris politika szolgálatában *szabadon, a kormány beleszólása nélkül használhatja*. (Ehhez az eszköztárhoz tartozik elsődlegesen az irányadó jegybanki kamat, de e mellett idesorolhatók a nyílt piaci műveletek, a devizapiaci intervenciók, a tartalékráta és az eszköztár bővítése.)

Meg szokták különböztetni a központi bank *cél-, illetve eszközfüggetlenségét*. A célfüggetlen jegybank maga határoz arról, hogy mit tekint árstabilitásnak. Az eszközfüggetlen jegybank számára a kormány jelöli ki az inflációs célt, vagy a kormány és a jegybank közösen dönt a célról.

A monetáris politika elméleti és gyakorlati szakemberei egyetértenek abban, hogy az inflációs cél kijelölésébe célszerű bevonni a kormányzatot, mert csak a kormány gazdaságpolitikájával összhangban álló inflációs cél lehet hiteles, és csak az töltheti be a horgony szerepét. A központi bankárok viszont, amióta függetlenek lettek, mindig arra törekedtek, hogy átvegyék az inflációs cél meghatározásának a jogát is. Ebben az a jogos félelem tükröződik, hogy egy kormány bármikor visszatérhet a régi rendszerre, és ha érdeke azt kívánja, akkor az antiinflációs politika helyett az inflációs cél módosítását választja. Ebben az esetben azonban a független központi bank akkor sem tehet sokat, ha célfüggetlen. A túl ambiciózus (az infláció „letörésére”) irányuló monetáris politika ugyanis alááshatja a gazdaságpolitika iránti bizalmat, de ugyanakkor a központi bank saját hitelességét is. Amennyiben ugyanis a költségvetési politika nem képes biztosítani a dezinflációhoz szükséges fiskális szigor (deficit-, illetve kiadáscsökkentést), és a feltételek a gazdaság többi területén sincsenek összhangban az inflációs céllal (a várakozások, az árazás és a bérezés), akkor a meghirdetett inflációscsökkentés bukásra van ítélve. Az inflációs cél kijelölésekor kormánynak és központi banknak együtt kell arra törekednie, hogy ez középtávon érvényesülő árstabilitást tükrözzön, és ne csupán az aktuális jövő évi elképzelést.

Mindezt figyelembe véve, a központi bankok függetlensége legtöbbször nem cél-, hanem *eszközfüggetlenséget* jelent.¹⁴ A szabályozás azonban, amint azt az előzőkben bemutattuk, nagyon sokféleképpen épülhet erre az alapelvre. Érdemes megemlíteni, hogy a két nagy integráció – az Egyesült Államok és az Európai Unió – jegybankjai,

.....
¹⁴ Azok a monetáris elméleti szakértők, akik később a gyakorlatban is bekerültek a központi banki döntéshozatalba, általában továbbra is kitartottak korábbi álláspontjuk mellett, és változatlanul a központi bankok eszközfüggetlensége mellett voksoltak (például *Debelle-Fischer* [1994] és *Mishkin* [2011]). A pénzügyi válságnak azonban az is lehet következménye, hogy egyre több helyen kerül majd a központi bankok kezébe az inflációs cél meghatározásának a joga, annak érdekében, hogy a fejlett országok államadósság-válsága esetén ne lehessen az infláció felpörgetésével operálni.

a Fed és az EKB, célfüggetlenséget élveznek, bár egészen más okból és egészen más formában. A Fedtől a régi tradíciók miatt a törvény többes cél követését követeli meg, amihez nem illeszkedik a konkrét inflációs cél megjelölése. Ez a célfüggetlenség egy sajátos formája, ami azonban nem zárja ki, hogy a valóságban, *de facto*, a döntéshozatalakor a nyilvánosság számára nem kihirdetett inflációs cél kapjon elsőbbséget a bank monetáris politikájában. Az EKB azért kapott szabad kezét az euróvezeti inflációs cél meghatározásában, mert az európai integráció jelenlegi fejlettségi szintjén nem áll vele szemben olyan intézmény, mint a nemzeti jegybankok esetén a kormány. Az EKB nagyfokú függetlensége egyben távol tartó erő is az olyan euróövezeten kívüli tagországok számára, mint az Egyesült Királyság, ahol a jegybank és a kormány kapcsolata tradicionálisan a megbízó–megbízott közötti viszony keretében működik.

Az európai uniós törvényi szabályozás (amely kiterjed az euróövezeten kívüli tagok jegybankjaira is) alapsémája szerint a monetáris politika *elsődleges célja az árstabilitás* (elérése és fenntartása), s csak ennek sérelme nélkül támogathatja a mindenkori kormány gazdaságpolitikáját. Elvileg nincs előírva, hogy milyen monetáris rendszer működjön, és ki határozza meg az árstabilitási célt. Az EKB illetékesei, amikor véleményt alkotnak a tagországok jegybanki szabályozási változásairól, hajlanak arra, hogy a célfüggetlenséget tekintsék eurokonform lépésnek.¹⁵

A jegybank függetlenségét biztosítja, hogy a kormány nem utasíthatja a központi bankot – rövid távú és/vagy politikai céljai érdekében –, hogy eltérjen az inflációs céltól, illetve valamilyen konkrét kamatdöntést hozzon. A nyolcvanas években még „szokásos” kormányzati igények teljesítése (mint például a kamatsökkentés a gazdaság felpörgetése érdekében vagy a kedvezményes kamatú közvetlen hitelnyújtás a költségvetési finanszírozási gondok enyhítésére) a független központi bankok számára törvényben tiltott tevékenységgé vált. A függetlenség azt is magával hozta, hogy a központi bankoknak sokszor nem népszerű lépéseket is meg kell tenniük.

A függetlenség fontos biztosítéka a *pénzügyi függetlenség*. A központi bankárok-nak a monetáris politikai döntések meghozatalakor csupán szakmai szempontokat kell mérlegelniük, nem kell tekintetbe venniük azok hatását a bank eredményére, azaz a központi bank nem profitérdekelt intézmény. A jegybanki nyereség a költségvetést illeti, az esetleges veszteséget pedig a kormány megtéríti.

¹⁵ Az EKB 2008-ban véleményezte a Magyar Nemzeti Bank (MNB) és a kormány között kötött megállapodást az inflációs cél meghatározásáról. A korábban kiismerhetetlen rendszert felváltva, az egyezményben rögzítették, hogy a középtávú inflációs célt az MNB a pénzügyminisztériummal való konzultációt követően határozza meg. Az EKB ezt nem tartotta összeegyeztethetőnek az MNB függetlenségével, pedig erre vonatkozóan nem lehetett volna mérvadó az euróövezet központi bankjára vonatkozó szabályozás. Az EKB bírálatát elfogadva, a fentebb kifejtettek miatt komoly hitelességi veszélyekkel járhat, ha az inflációs célt Magyarországon az MNB úgy határozza meg, hogy a kormány és a központi bank között nincs összhang. Az MNB remélhetően a jövőben is fenntartja – önkéntesen – azt az egyeztetési gyakorlatot, amiről az EKB által kritizált egyezmény szólt.

A függetlenség megköveteli, hogy a *monetáris politikai döntéshozók* magas szakmai színvonalon dolgozzanak, tapasztalt, *kiemelkedő eredményeket felmutató pénzügyi szakemberek* legyenek, akik a legjobb szakmai tudásuk szerint, előrettekintő elemzések alapján, önállóan és politikai befolyástól mentesen hozzák döntéseiket. A jegybankárok általában nem a volt politikusok köréből kerülnek ki. A központi bankok elnökei és döntéshozói között sok nagy tekintélyű, nemzetközileg elismert kutatói múlttal rendelkező monetáris politikust találunk (például Alan Blinder, Ben Bernanke, Willem Buiter, Mervyn King, Frederic Mishkin, Lars Svensson stb.).

A monetáris politikai döntéshozók nem fogadhatnak el utasítást a kormánytól. Annak érdekében, hogy a központi bankárokat a monetáris politikai döntéshozatalban ne akadályozhassa semmilyen (kormány, párt vagy valamilyen lobbis oldalról érkező) nyomás, *személyi függetlenségüket* törvényben garantálják egy sor előírással, amelyek normává váltak. A monetáris politikai döntéshozók mandátuma fix időszakra szól, kormányzati cikluson átívelve. Leváltásukra csak különleges esetben (betegség, alkalmatlanná válás, lemondás) kerülhet sor, de a szakmai döntéseik miatt semmiképpen sem. A törvény szigorú összeférhetetlenségi szabályokat határoz meg, hogy a monetáris politikai döntések befolyásolási lehetőségét teljesen kizárja. A legtöbb országban a monetáris politikai döntéshozók kinevezésüket a legmagasabb közjogi méltóságtól kapják, a kormányzati ciklusnál hosszabb időtartamra. Leváltásuk feltételei mellett a monetáris politikai döntéshozók honoráriumát is törvény határozza meg, és nem az éppen aktuális kormány.

A politikai erőktől (kormánytól és ellenzékétől való) *függetlenséget* a demokratikus választási rendszerrel összhangban kialakított *jelölési/kinevezési rend* is biztosítja. A monetáris politikai döntéshozók jelölésének joga mindig demokratikusan választott intézményeket (kormány, parlament vagy parlamenti bizottság) vagy személyeket (miniszterelnök, pénzügyminiszter esetleg államelnök) illet, de oly módon, hogy egyetlen félnek még elvileg se álljon módjában a jegybanki döntéshozók kiválasztásával manipulálni vagy magához ragadni a monetáris döntéshozatalt. Erre ugyanis a politikai harcok hevében a hatalmon lévők mindig éreznek késztetést annak érdekében, hogy megkönnyítsék saját helyzetüket, vagy megnehezítsék utódjaik működését. Ennek a kockázatnak a kizárására¹⁶ a központi banki döntéshozók kinevezése a legtöbb országban „*csúsztatott*” rendszerben történik, ami azt biztosíthatja, hogy egy kormányzati cikluson belül ne lehessen lecserélni az egész testületet. A fejlett országok központi bankjaiban (Fed, EKB, Bank of England, Sveriges Riksbank) mindenütt olyan kinevezési rendszer működik, amelyben évente csak

¹⁶ A központi banki döntéshozó testület összetételének pártérdekek alapján és befolyásszerzési céllal való alakítása az egyik legnagyobb kockázat, amit az éppen hatalmon lévő politikai erő vállalhat, de aminek az árát a társadalom fizeti meg. Jelentős többletköltséget (a hitelességvesztésből fakadó kamatfelár-növekedést) is jelenthet, amennyiben a monetáris politikai döntések nem a szakmai szempontok alapján születnek.

egy-két megbízatás jár le. Ennek az elvnek megfelelően a központi bank elnökének (tekintve, hogy ő maga is kinevezett, és nem választott tisztségviselő) csak korlátozott javaslattevési joga lehet, ami általában a bank alelnökeire vonatkozik. A monetáris politikai döntéshozók személyi függetlensége ugyanis azt is megköveteli, hogy ne álljanak függelmi viszonyban a bank elnökével, aki egyben a monetáris politikáról döntő grémium elnöke is. Ez is biztosíték arra, hogy a monetáris döntéshozók szuverén módon hozzák döntéseiket. A jelölési-kinevezési folyamat mindenütt a világon érzékeny kérdés, hiszen nagyon magas és a gazdaságra nézve befolyásos pozíciókról van szó. Ezért a fejlett országoknak az a gyakorlata, hogy a jelölési folyamatot részletesen szabályozzák (jelölőbizottság, meghallgatási rend stb. formájában).

A központi bankok életkora és függetlenségük elnyerése között nem volt közvetlen összefüggés. A legrégebbi és legtekintélyesebb központi bankok közé tartozó Bank of England (Egyesült Királyság, alapítási év: 1694) csak 1997-ben, a Banque de France (Franciaország, alapítási év: 1800) pedig csak 1993-ban nyerte el a függetlenségét, a jogot, hogy a kamatról önállóan dönthessen. Európa „legöregebb” jegybankja, a svéd Riksbank, a törvény konkrét szövege szerint csupán 2000-re teljesítette az európai függetlenségi előírásokat. Sok ország esetében azonban a törvényi szabályozás nem tükrözte a valós helyzetet, mert *de facto* a kormányok nem szóltak bele a monetáris politikai döntésekbe, viszont fenntartották maguknak a jogot, hogy kritikus helyzetekben utasíthassák a központi bankot. Az európai jegybankok függetlenedését segítette az európai integrációs folyamat előrehaladása, de az országok többsége csak az 1992. évi maastrichti szerződés után, az euróövezet létrehozását megelőző felülvizsgálat időpontjára teljesítette az uniós normaként tekintett függetlenségi követelményt.¹⁷

A független jegybankokkal olyan új intézmény lépett a porondra, amely *a jövedelem és a vagyoni viszonyok átrendezése felett is hatalmat gyakorol*, ugyanis az infláció befolyásolásának jogával és kötelezettségével van felruházva. A függetlenség arra is felhatalmazást ad a központi bankoknak, hogy esetleg a társadalom számára aktuálisan *népszerűtlen* lépéseket is megtegyenek, hiszen a hosszabb távon előnyös pálya szempontjainak érvényesítésére kapnak felhatalmazást. Nem véletlen ezért, hogy a központi bankok függetlenségének kérdései a demokratikus társadalmakban mindig is az érdeklődés középpontjában álltak. Éppen ezért a független jegybankok politikájának bírálata nem minősül a függetlenség elleni támadásnak. Sőt a függetlenséggel együtt jár az *elszámoltathatóság* és a (legtöbbször törvényben előírt, parlamenti) *beszámolási kötelezettség*. Az viszont a függetlenség támadása, ha a kormány bele akar szólni monetáris politikai döntésekbe.

Azt, hogy a központi bank célszerűen és zavartalanul lássa el a ráruházott feladatot, mindenütt *jegybanktörvény* biztosítja, amely tartalmazza a függetlenség

¹⁷ Az uniós norma kidolgozásakor mintaként szolgált a német Bundesbankban érvényesített szabályozás, amely 1957-ben az európai jegybankok közül elsőként lett független.

fentiekben sorra vett biztosítékait és a bank működési feltételeinek szabályozását. A törvény iránymutatást ad a jegybankárok, és megvédi őket a nehéz időkben a kormányzattól érkező esetleges nyomásyakorlás ellen.

Az Európai Unióban a központi bankokra kidolgozott európai normák teljesítése és törvényi betartása alapkövetelmény. A jegybanktörvények változtatásakor a tagországoknak egyeztetési kötelezettségük van az európai főhatóságokkal (Európai Bizottság, EKB).¹⁸

A központi bankokra érvényes *a közvetlen finanszírozás tilalma*, azaz a kormányok nem számíthatnak arra, hogy közvetlenül a központi bankoktól kapott olcsó kölcsönnel oldhatnák meg finanszírozási gondjaikat, ha a gazdaságpolitika hitellessé válik. A modern államadósság-kezelés egyik alapelve éppen az, hogy az állam nem léphet fel többé, mint megkülönböztetett adós a hitelpiaciokon. A *kormányok kiségitésének tilalma* az EU-n belül is alapelv (*no bail out*), azaz a krízishelyzetben sem a központi bank, sem más tagország nem nyújt automatikusan segítséget a bajba jutott országnak. Az EKB-törvény még a piacokon való pénzbőség növelésén (másodpiaci intervención) keresztüli finanszírozást sem pártolja. Ezt azonban inkább csak múlt időben mondhatjuk, mert a pénzügyi válság hatására e téren „forradalmi” változások mentek végbe mindenütt a világban, s a központi bankok az úgynevezett nem szokványos eszközökkel operálnak. A nulla kamatszint elérését követően, az úgynevezett mennyiségi lazítást alkalmazzák (különböző mértékben) részben az inflációs cél elérése (a defláció elkerülése), részben pedig a piaci kapcsolatok és a bizalom helyreállítása érdekében.

A jegybankok függetlenítése végső soron a társadalmi jólét növelését szolgálja azzal, hogy a tartósan alacsony infláció megvalósítását támogatja. A monetáris politika azonban nagyon összetett feladat, aminek végrehajtása nem minősíthető egyetlen számmal, nevezetesen azzal, hogy teljesült, vagy nem az inflációs cél. Ha az alacsony inflációt elfojtott inflációs nyomás, ingatag pénzügyi helyzet, vagy nemkívánatos növekedési áldozat árán éri el egy ország,¹⁹ akkor annak tartóssága kétségessé válhat. Ezért a törvények szabta kereteken túl az is fontos, hogy a gyakorlatban milyen monetáris rendszert választanak, milyen eszközöket használnak, és milyen belső szabályokat alakítanak ki a központi bankok a rájuk bízott cél elérése érdekében.

¹⁸ A központi bankokra és az EKB-ra vonatkozó szabályozást az Európai Unió működéséről szóló szerződéshez (129. cikkének 2. bekezdése) csatolt jegyzőkönyv tartalmazza (EU [2010]).

¹⁹ Van arra is példa, hogy óriási reálgazdasági áldozattal járó sokk után tartósan megszelídül a korábban moderált infláció, és az országban fennmarad az alacsony inflációs környezet (például ez történt Lengyelországban a kétezres évek elején). Ehhez azonban feltételként tartozik, hogy a kormány gazdaságpolitikája az árstabilitás iránti igényt tükrözze, és ne operáljon vissza-visszatérően nagymértékű inflációs sokkokkal.

A központi bankok szerepvállalása a gyakorlatban

A kormányok, a monetáris politika neves kutatói és a központi bankárok a kilencvenes évektől a gyakorlati monetáris politika alapkérdéseit illetően is meglehetősen nagy egyetértésre jutottak.²⁰ Ilyenek a monetáris rendszer választása, az inflációs cél meghatározása, illetve a monetáris politikában figyelembe vett szempontok.

A részletkérdések tekintetében ugyanakkor változatos kép alakult ki. A jegybank-törvények általában nem rendelkeznek a részletekről: *ki és mikor határozza meg az inflációs célt; ki és mikor dönt a kamatokról; ki és hogyan jelöli és nevezi ki a monetáris politikai döntéshozókat*. Ezek a kérdések az Európai Központi Bankok Rendszerén (EKBR) belül is a nemzeti szuverenitás részét képezik, amelyekre vonatkozóan az EKB legfelsőbb ajánlásokat fogalmaz meg. Vannak olyan fontos szabályok, amelyekre bár nincs egységes, kötelező európai norma, de létezik legjobb gyakorlat, amit érdemes figyelembe venni, mert nem véletlenül jellemző a legtöbb központi bankra. A komoly tradíciókkal rendelkező országokban gyakran működnek jegybanktörvényt kiegészítő szabályok is, amelyek egyaránt szolgálják a világos feladatmegosztást és a számonkérhetőséget, miközben az átláthatóság növelésével hitelességet is adnak a központi banknak. Ilyen például a már korábban is említett kormány és központi bank közötti szerződés (*a policy target agreement*) Új-Zélandon, vagy a megbízó-ügynök viszony feltételeit rögzítő rendszeres levelezés a Bank of England kormányzója és az pénzügyminiszter (*Chancellor of the Exchequer*) között. Ezek tartalmazzák a monetáris rendszer legfontosabb kereteit, az inflációs célt, annak meghatározási megvalósítási módját, valamint a döntési és beszámolási eljárásokat. A monetáris rendszerről és működtetéséről általában a központi bankok döntenek. Az EKB nem csak célfüggetlen, hanem a döntések kommunikációjáról is szabadon dönt. Ugyanakkor az EKB elnöke rendszeresen beszámol az Európai Parlament előtt a monetáris politikáról, s ezt a beszámolási kötelezettségét törvény rögzíti.

A jegybankok függetlenítésével párhuzamosan a kilencvenes években a központi bankok többsége *monetáris rezsimet is váltott, s az úgynevezett inflációs célt követő rendszert* vezette be (Svensson [2000]). Ezt rendszert az új-zélandi jegybank vezette be először 1989-ben, de hamarosan olyan nagy tekintélyű központi bankok is erre tértek át, mint a Bank of England vagy a svéd Riksbank. A tagállamokat integráló két jegybank, a Fed és az EKB, nem tért át az inflációs célt követő rendszerre.²¹ Az elemzések azonban rámutattak, hogy a válság előtt a döntéshozatal logikája *de facto* ezekben a központi bankokban is nagyon közel állt az inflációs célt követő rendszerhez. A feltételező országokban is nagy teret hódított ez a rendszer, amiben szerepet játszott a kényszer: a globalizált és liberalizált pénzügyi piacok

²⁰ A központi bankok szerepvállalását illető konszenzusról, ami 2007-es pénzügyi válságot megelőző két évtizedet jellemezte, jó összefoglalót ad *Blinder* [1998], *Fischer* [1994], illetve *Mishkin* [2007].

²¹ A Fed kamatcél követő, az EKB pedig az úgynevezett kétpillérű rendszert működteti.

világában a kis, saját valutával rendelkező országokban a monetáris politika számára nehézségekbe ütközött – sokszor spekulációs célponttá vált – a korábban sikerrel alkalmazott közbülső árfolyamcél (horgonyt) követő rendszerek alkalmazása. Az is igaz, hogy a közelmúltban piacivá alakult gazdaságokban sokszor nem teljesültek az inflációs cél sikeres követéséhez szükséges hitelességi és technikai feltételek,²² de nem volt más választás, mint az inflációs célt követő rendszer, amelynek „rugalmas” működtetése megengedte, hogy a monetáris döntéshozók mérlegelése érvényesüljön.

Az inflációs célt követő rendszerben központi szerepet játszik az *inflációs cél*, ami az árstabilitást reprezentálja, és a *nominális horgony szerepét közvetlenül tölti be*. Ennek középtávra előretekintve meghatározott definíciója országonként nagyon változó. A Fednek nincs számszerűsített célja, de a tapasztalatok alapján 3 százalék körülire tehető az árstabilitási felső korlát. Az EKB az euróövezet átlagára vonatkozóan 2 százaléknál nem sokkal alacsonyabb inflációt tekintti összhangban lévőnek az árstabilitással, amit az Eurostat a harmonizált fogyasztói árindex alapján mér. Az EKB célfüggetlensége, illetve a 2 százalékos (kicsivel az alatti) inflációs cél, sok kritikát kapott a pénzügyi válság kitörése előtt (*EU* [2002–2003], *Wyplosz* [2000]). A válság közepette mással van elfoglalva az Európai Unió, de a válság után valószínűleg újra előkerül az inflációs cél meghatározásának kérdése. Az Egyesült Királyságban és Svédországban 2 százalék körüli infláció jelenti az árstabilitást. Új-Zélandon 1-3 százalék a most érvényes árstabilitási cél, de ez már többször változott. Elmondható, hogy a fejlett országokban általában 2-3 százalék körüli inflációs céllal működnek a monetáris rendszerek.

Az inflációs célt követő rendszer másik fontos alkotóeleme az *inflációs előrejelzés*, ami a közbülső cél szerepét tölti be a rendszerben. Az előrejelzések különböző makromodellek felhasználásával készültek, amelyekben kezdetben a kamatot és az árfolyamot rögzítették. Az irányadó kamatra vonatkozó döntés ekkor annak alapján született, hogy az inflációs előrejelzés hogyan viszonyul az inflációs célhoz (figyelembe véve a kamatdöntés tovaggyűrűzésének időigényét a különböző átviteli csatornákon keresztül). Amennyiben az inflációs rés (az inflációs cél és az előrejelzett infláció különbsége) negatív volt, akkor kamatemelésre került sor, ha pozitív volt a különbség, akkor kamatcsökkentés következett.

A gyakorlatban azonban a központi bankok mindegyike az *inflációs célt követő rendszer rugalmas változatát* működtette, amelyben az elvi modell kibővült: a jegy-

²² Ez igaz volt a közép-kelet-európai átalakuló gazdaságokra is, amelyek ugyancsak elég korán kénytelenek voltak áttérni az inflációs célt követő rezsimre, pedig ennek a feltételei kezdetben nem teljesültek. Ahol a kormány támogatta ezt, ott az infláció alacsony szintre süllyedt, és az inflációs cél viszonylag hamar be tudta tölteni a rezsim sikeréhez elengedhetetlen horgony szerepét. Ahol a kormány nem folytatott antiinflációs politikát, mint Magyarországon, ott nem tudott meghonosítani az árstabilitás.

banki reakciófüggvénybe²³ beépült egyrészt a potenciális és az előre jelezett output közötti úgynevezett *kibocsátási rés*, másrészt a módosított Taylor-szabály elvileg azt is lehetővé tette, hogy a monetáris politika reagáljon a kibontakozóban lévő eszközár-buborékokra is (például lakásárakra vagy akár a kirívó és fundamentálisan nem indokolható valutaárfolyam-változásra is), ha szükségesnek tartja.²⁴

A gyakorlat azonban mást mutatott. Bár a pénzügyi stabilitás mindig a központi bankok „genetikus kódjai”²⁵ közé tartozott, az inflációs célt követő rendszer logikája olyan, hogy benne alapvetően az *inflációs várakozások lehorgonyzása élvez elsőbbséget*, s nagyon nehéz hitelesen megmagyarázni az olyan lépéseket, amelyeket a makrogazdasági egyensúly romlása, az eszközárak túllövése vagy a különféle mérlegtorzulások tesznek indokolttá. Valahányszor ilyen döntésre kényszerül az inflációs célt követő rendszerben a monetáris politika, általában ezt „bevált” módon arra hivatkozva teszi, hogy a pénzügyi stabilitás érdekében „átmenetileg fel kell adnia” az inflációs cél követését. Pedig a helyes megfogalmazás az lenne, hogy ilyenkor a pénzügyi stabilitást elsődlegesnek tekinti a monetáris politika a hosszabb távon tartós dezinfláció érdekében.

A monetáris politika konszenzusos alapelveit *Mishkin* [2007] a következőképpen foglalta össze:

- elsődleges monetáris politikai cél az árstabilitás (alacsony infláció);
- az árstabilitás nem érhető el pénzügyi stabilitás nélkül;
- időbeli inkonzisztencia elkerülése;
- (közép távra) előretekintő, piacoktól „független” monetáris politika;
- a fiskális politikával való összhang;
- transzparens, elszámoltatható (beszámoltatható) döntéshozók.

Noha ezekkel az alapelvekkel a független központi bankok kezdettől fogva tisztában voltak, a különböző pontok országonként és időszakonként más súllyal érvényesültek. A döntéshozatal során egyes pontok könnyen háttérbe szorultak, ami nem okozott fennakadást, ha nem került veszélybe az inflációs cél teljesülése – mindaddig, amíg a pénzügyi stabilitás megingása nem következett be 2007-ben.

A konszenzus éveiben a központi banki tevékenységet a gyakorlatban bizonyos fokú *elzárkózás* jellemezte a *többi döntéshozótól*. A jegybankárok többsége azt az

²³ A Taylor-szabály (amelyet John B. Taylor neves közgazdász publikált) az irányadó jegybanki kamat változtatását két változótól teszi függővé: az inflációs rés (a tényleges/előre jelzett infláció eltérése az inflációs céltől), illetve az output rés (a tényleges növekedés és a potenciális növekedés eltérése) alakulásától (*Taylor* [1993]).

²⁴ Az inflációs célt rugalmasan követő monetáris rendszerről lásd *Svensson* [2009]. A monetáris politika irányítóinak buborékokhoz való viszonyulásával a következőkben foglalkozunk részletesebben.

²⁵ Az elnevezést Tommaso Padoa-Schioppa, az EKB egykori nagy tekintélyű alelnöke használta. Ugyanezt a gondolatot fejti ki *Mishkin* [1996].

álláspontot képviselte, hogy „mindenki tegye a dolgát!”, általában nem pártolták a koordinációt, és kormányügyekbe nem szóltak bele, a költségvetéspolitikát sem nem kommentálták. Ez a magatartás sokat változott a pénzügyi válság hatására.

A „CSENDES FORRADALOM”²⁶

A független és árstabilitás-orientált jegybanki tevékenység keretein belül új, *hagyományt* teremtő változások indultak el, amelyek szinte mindenütt felváltották a régóta uralkodó központi banki működési módot. Ez utóbbit, kissé leegyszerűsítve, az jellemezte, hogy egy nagy tekintélyű bankelnök (a kormány „rendelésére”) egymaga hozza a legfontosabb monetáris politikai döntéseket, amelyek háttérét nem tárják a nyilvánosság elé. Míg a „rég típusú” központi banki működést a „rejtelmes homály” jellemezte, az új konszenzus mögött a minél nagyobb mértékű transzparencia megvalósítására való törekvés húzódik meg.

A központi bankok szerepvállalását jellemző *innováció* nem állt meg az inflációs célt követő rendszerre való áttéréssel. A jegybanki működés modernizálódásán belül *három irányt* lehetett megfigyelni, amelyek mindegyike azt a célt szolgálta, hogy a központi bank minél hatékonyabban orientálja a várakozásokat: 1. a *transzparencia növelése*, a kommunikáció fejlesztése és az információ minél teljesebb megosztása a nagyközönséggel (az aszimmetrikus információ mérséklése); 2. a *testületi* (monetáris tanácsban történő) *döntéshoztal* bevezetése a monetáris politikában; és 3. *törekvés a piacok hatékony orientálására*.

A *transzparencia növelését* a központi bankok részben önkéntesen vállalták azért, hogy minél sikeresebben befolyásolhassák a várakozásokat. Az inflációs célt követő rendszer metodikája, előrejelzési modelljei, a kamatdöntések háttérvizsgálatai és a döntés utáni kommunikáció óriási fejlődésen ment keresztül. A rendszer rugalmas működtetése további elemzéseket és a modellek továbbfejlesztését igényelte. A módszertani fejlesztések tárháza meggazdagodott, de ezeket országonként különböző mértékben fogadták lelkesen. Svédországban például bevezették a modellel előrejelzett kamatpálya meghirdetését, de kérdéses, hogy az arról folytatott monetáris tanácsban belüli vita s annak nyilvánosságra hozatala mennyiben növeli a monetáris politika hitelességét (lásd például *Svensson [2010]*), ami a változtatás eredeti célja volt. A kamat- és árfolyampálya endogenizálását²⁷ a Bank of England módszertana

²⁶ Alan Blinder – aki elméleti munkássága mellett arról ismert, hogy a Fednek alelnöke is volt – „csendes forradalomnak” minősítette ezeket a változásokat. A forradalom azért kapta a „csendes” jelzőt, mert ezek a változások általában lassan, sokáig a kulisszák mögött mentek végbe, ami érthető is, mert a higgadt erő és a megfontoltság a központi banki hitelesség elnyerésének feltétele (*Blinder [2004]*).

²⁷ A jegybankok feltételes (változtatlan kamat és árfolyam feltételezésével készített) makrogazdasági előrejelzését váltotta az endogenizált modell. Ebben a jegybanki kamat és a valutaárfolyam a mo-

is átvette, de a kamatpálya meghirdetésével szemben nagyon szkeptikusak voltak az angol illetékesek. A legfrissebb fejlemény 2012 elején az, hogy a jövőben a Fed is nyilvánosságra hozza kamatpálya-előrejelzéseit, amivel feltehetően a hosszú távú kamatokat kívánja alacsonyan tartani, eloszlatva a várakozásokat, amelyek 2014 előttre teszik az irányadó kamat nulla szintről való elmozdulását.

A központi bankok kormánytól való függetlenítésével párhuzamosan, a korábban a jegybankelnökök kezében lévő kamatdöntés egyre több országban került át egy független szakértőkből álló testület (monetáris tanács) kezébe. Míg a korai kilencvenes években alig volt néhány valóban független jegybank, mára a jegybankok többsége elnyerte függetlenségét, és egy 2004-es felmérés szerint 88 jegybankból 79-ben működött monetáris tanács (Pollard [2004]).

A globalizált pénzügyi piacok kialakulásával és a tőkemozgások felgyorsulásával a monetáris politikai döntések a korábbinál sokkal bonyolultabbá váltak, ami sürgette az egyszemélyi kamatdöntésről való áttérést a testületi döntéshozatalra. Bár a döntéshozatalban a transzparencia jegyében tért hódított a fentebb ismertetett szabályok követése, ez nem jelentette azt, hogy azokat mehanikusan kellene érvényesíteni. Az, hogy monetáris tanács dönt, megfelel az információk tág körét értékelő inflációs célt követő rendszernek, de a más rendszert működtető jegybankok többsége is áttért a testületi döntéshozatalra.²⁸ A sok szempontú információs bázis és az információk minél körültekintőbb feldolgozása ugyanis bármely monetáris rezsimben javíthatja a döntés minőségét. A tanácsokon belül egyre több érv szót a „friss gondolkodású” külső szakértők bevonása mellett is. A kilencvenes évektől a monetáris politika gyakorlatában az akkor még a feltörekvő piacokról érkező sokkok kivédéséhez is sokkal több megfontolásra és előkészítő elemzésre volt szükség. A kis lépések tradicionális monetáris politikáját ki kellett egészíteni a bizonytalanság körülményei közötti önbeteljesítő várakozások megfékezésére és a fertőzések kivédésére alkalmas megoldásokkal.

Ahhoz azonban, hogy a monetáris tanácsokban általában szavazással születő döntések hatásosabbak legyenek, mint korábban – amikor a jegybankelnök döntött a kamatról –, egy sor feltételnek kell teljesülnie. Ezek közé tartozik a tanács létszámának megfelelő megválasztása, a tagok összetételének gondos meghatározása a „csoportszellemű” (*herd effect*) döntések elkerülésére, a „potyautasok” távol tartására és

.....
dell eredményváltozója, amire egy olyan pályát lehet kiszámítani a modellel, amely biztosítja az inflációs cél elérését. A monetáris döntéshozók szerepe azonban ekkor sem válik feleslegessé, mert a modell összefüggései – ami bonyolult szakértői feladat – továbbra is ők bírálják el. (lásd például Svensson [2010]).

²⁸ Voltak jegybankok, amelyek a végsőig ragaszkodtak az egyszemélyi, jegybankelnöki kamatdöntéshez. Az inflációs célt követő rendszer kialakításában úttörő Reserve Bank of New Zealandban jelenleg is az elnök hozza meg a kamatdöntést, és ezt tartják az elszámoltathatóság zálogának, annak ellenére is, hogy régóta ez az egyetlen kifogásolható elem a monetáris rendszerükben (lásd Svensson [2000] jelentését). A Bank of Israelben csak 2011-ben jött létre a monetáris tanács.

a tanács megfelelő információkkal és elemzésekkel való felvértezésére a döntések előtt. A döntések nyilvánosságra hozatala és transzparenciája bankként nagyon különbözően alakul, ami a jegybankok hitelességében is meghatározó szerepet játszik.²⁹

A válság még nyilvánvalóbbá tette, hogy döntésképes (nem túl nagy) és jól képzett, szuverén tagokból álló testületekre van szükség. A monetáris politikai döntések nyilvánosságra hozatala terén pedig a világosság és érthetőség alapkövetelménnyé vált. A „balladai homály” ideje lejárt, a piacok bizalmatlanságuknak egyből hangot adnak, ha nem érhető a döntés. A kamatdöntéskor leadott szavazatok név szerinti publikálása és a döntés háttérének ismertetése, beleértve a döntés ellen érvelők nézeteit, mára alapkövetelménnyé vált.³⁰

A testületi döntésre való átállás a jegybanktörvényekben is változást jelentett. Szabályozni kellett az új testület feladatát és hatáskörét, s a központi bankok apparátusát irányító jegybankelnökkel, illetve igazgatósággal való viszonyt is törvényi szinten kellett meghatározni.

A központi bankok a függetlenség egy fontos és kevésbé hangoztatott oldalára is egyre több figyelmet fordítottak – a globalizált pénzügyi világban különösen fontos, hogy a központi bankok a „*piactól*” is függetlenek tudjanak maradni, illetve képesek legyenek „*átvenni az irányítást*” a piacok felett, ha erre szükség van. A monetáris politika ugyanis csak akkor képes teljesíteni feladatát, ha a transzmissziós mechanizmus időhorizontjára előretételeket hozza meg döntéseit. Ezzel szemben a piaci szereplők döntései alapvetően a rövid távú szempontokon és profitszerzésen alapulnak, még a hosszabb lejáratú befektetések esetén is. A piaci szereplők sokszor éppoly rövidlátók, mint a kormányok. Rövidebb és hosszabb távra szóló befektetéseiket egyaránt a rövid távú haszon elérésének lehetősége motiválja. Ilyen helyzetben nagyon gyenge hatású az a monetáris politika, amely csak „a piacot követi”. A jegybank akkor folytat sikeres politikát, ha döntései hosszabb távra születnek előretételek elemzése alapján, és ha szükséges, eszközeivel (kamat, intervenció és kommunikáció) képes megfordítani a piaci szereplők megalapozatlan, önbeteljesítő és a gazdaság egyensúlyi pályáját veszélyeztető várakozásait.

²⁹ A hatékonyság egy döntés esetén azt jelenti, hogy *ex post* – monetáris politikai szempontból – „jönnek” minősül, és meggyőzően igazolható a nagyközönség számára is. A monetáris tanácsok működésének elvi és gyakorlati kérdéseinek vizsgálatáról, valamint a döntések empirikus elemzéséről kiterjedt szakirodalom áll rendelkezésre. Többek között: *Blinder* [2005], *Sibert* [1999], [2006], [2011], illetve a Bank of Englandben publikált, a monetáris tanácsok működési tapasztalatait feldolgozó kutatási anyagok jó áttekintést adnak.

³⁰ Attól függetlenül, hogy szinte általánossá vált a testületi monetáris politikai döntés, az elnök dominanciája mindenütt reális veszélyt jelent. A „konszenzusos” döntést pártoló bankokban (EKB) mindig fennáll annak a veszélye, hogy az ellenvélemény elsikkad, ami rontja a hatékonyságot azzal, hogy a nagyközönség nem képes felmérni a döntések megalapozottságát. Az individualista döntéshozó testületekben (amikor a monetáris tanács tagjai nemcsak a szavazataikat, hanem a nézeteiket is közléstessé teszik) viszont óhatatlanul kialakul a többszólalmúság, ami ha átcsap „kakofóniába”, akkor veszélyeztetheti a világos monetáris politikai kommunikációt.

A jegybanki szerepvállalás alapelemeinek a fentiekben felvázolt gyökeres átalakulása – a „jegybanki funkciók modernizálása”, majd a működésben megfigyelhető „csendes forradalom” – áttörő erejű változást jelentett. Ezzel egyidejűleg Európában a közös valutaövezet létrehozása (az EKB és az Európai Központi Bankok Rendszerének a létrehozása) további meghatározó változásokat indított el. Az EKB működésének speciális jellemzőivel később külön részben foglalkozunk.

A VÁLSÁG HATÁSA A KÖZPONTI BANKOK SZEREPVÁLLALÁSÁRA

A pénzügyi válság 2007-es kirobbanásáig a központi bankok szerepvállalásának reformértékű átalakulását általános megelegedés követte, s a kilencvenes évek közepétől kezdődő „nagy mérséklődést” (*great moderation*) – alacsony inflációt és kevésbé volatilis, tartós növekedést – a szakma nagyrészt ennek az átalakulásnak, mindenekelőtt pedig az inflációs célt követő rendszerre való átállásnak és a jegybanki függetlenség bevezetésének tulajdonította.³¹

A pénzügyi válság megmutatta, hogy még ha sikeres is az új konszenzus alapszabályának betartása, az *árstabilitás nem adott elegendő biztosítékot a pénzügyi stabilitás fennmaradására*. Annak ellenére sem, hogy a monetáris politikai döntések meghozatalához háttér-információként mindig felhasználták a pénzügyi stabilitást jellemző mutatók széles körét.³² A válság a központi bankokat sokszor olyan helyzetbe hozta, hogy szakítani kellett a mereven az árstabilitásra koncentráló döntésekkel, mert ennek a gyakorlatnak a fenntartása további veszélyt jelenthetett volna a pénzügyi stabilitásra nézve. Volt olyan ország, ahol a reálgazdasági visszaesés enyhítése monetáris lazítást és a valutaárfolyam-leértékelődést igényelt volna, amit azonban a pénzügyi stabilitás szempontjai nem tettek lehetővé, noha nem jelentett volna inflációs veszélyt.³³ Más országokban a gazdasági visszaesés megfékezése lett a legfontosabb szempont a monetáris döntések meghozatalakor, mert ez elengedhetlenné vált mind az árstabilitás megőrzéséhez (defláció elkerülése), mind pedig a pénzügyi stabilitás helyreállításához.

A pénzügyi válság miatti felelősség túlterjedt a központi bankokon, az elemzések a gazdaságpolitika tévedései mellett a makro- és mikroprudenciális felügyelet³⁴ hiá-

³¹ A jegybanki körökben egyértelműen ez a nézet uralkodott. A monetáris kutatók kissé árnyaltabban elemeztek, de alapvetően egyetértettek az érintettekkel. Voltak azonban olyan álláspontok is, amelyek szerint a központi bankok függetlensége nem szükséges, de nem is elégséges feltétele a tartósan alacsony inflációnak (árstabilitásnak) (*Hefeker-Hayo* [2008]).

³² Az árstabilitás és a pénzügyi stabilitás közötti kölcsönös összefüggésre többen is rámutattak már a kilencvenes évek elejének tapasztalatai alapján (*Mishkin* [1996], *Blinder* [1998]).

³³ Ilyen dilemmával elsősorban azok a jegybankok találkoztak, ahol az állam, illetve a magánszektor adósságának jelentős része nem hazai devizában volt denominálva.

³⁴ A makroprudenciális felügyelet a makrogazdasági mutatók alakulására, a rendszerszintű pénzügyi stabilitás és az egyensúly fenntartására, az ezt veszélyeztető kockázatok feltárására irányul.

nyosságait is feltárták. Az ezekben a témakörökben érintett intézmények hatékony együttműködésének szükségessége egyértelművé vált. Megfelelő eszközök hiányában a központi bankok nem voltak képesek egyedül megoldást nyújtani a pénzügyi válságra, de együttműködésük más intézményekkel nem volt előzetesen megszervezve.

A pénzügyi válság hatására ismét felborult a központi bankok szerepére vonatkozó konszenzus, s egy új korszak elé nézünk, aminek alapelveit azonban még nem lehet tisztán látni.³⁵

A monetáris politikai cél – az alacsony infláció – megvalósításához a jegybanki irányadó kamat szolgál eszközként. Ha a központi bankok a pénzügyi stabilitás terén is határozott felhatalmazást kapnak, akkor ennek eléréséhez külön eszközre is szükségük van az egy cél–egy eszköz (Tinbergen-féle) szabály szerint. Egy másik lehetőség, hogy a központi bankok a pénzügyi stabilitás fenntartásában csak részfeladatra kapnak felhatalmazást (a makroprudenciális felügyelet ellátására), s ebben a funkcióban – eltérően a monetáris funkcióban végzett tevékenységüktől – nem függetlenek a többi főhatóságtól (kormánytól és a mikroprudenciális felügyelettől), sőt éppen ellenkezőleg: együttműködnek velük.

Annak felmérésére, hogy mivé alakulhat a rendszer, két alapkérdést érdemes tisztázni: a monetáris politika 1. mennyiben járult hozzá a pénzügyi válság kialakulásához; és 2. miben nem állt a helyzet magaslatán a válság kezelésekor. Mindkét kérdés erősen vitatott.³⁶

Hibázott-e a monetáris politika a válság előtt?

Gyakorló és egykori jegybanki vezetők – Ben Bernanke, Jean-Claude Trichet, Charles Bean, Las Svensson, Willem Buiter, Frederic Mishkin és sokan mások – különböző megközelítésben érvelnek amellett, hogy a monetáris politikának nem vagy csak kevés szerepe volt a pénzügyi krízis kialakulásában. A válságot elsődlegesen olyan tényezőknek tulajdonítják, mint a világban egyre duzzadó makroegyensúlytalanság, a tőkeáttétel túlzott növelésére ösztönző torz érdekeltségek, szabályozási és felügyeleti problémák, valamint a kockázatfelmérések információs nehézségei. A legtöbb

.....
A mikroprudenciális felügyelet a bankrendszerben és a pénzügyi piacokon működő intézmények működésének ellenőrzésével foglalkozik, feltárva azok egymásra hatásának kockázatait is.

³⁵ Számos átfogó elemzés készült a központi banki működés tapasztalatairól és a válság hatására elkerülhetlenné váló változásokról (*Eichengreen és szerzőtársai* [2011], *Beck* [2011], *BIS* [2010]).

³⁶ A központi bankárok nem csupán „védik a mundér becsületét”, hanem el akarják kerülni azt, hogy a soha nem látott méretű sokkok hatására az eddigi konszenzusos rendszer jól működő elemeitől is meg kelljen válniuk. A politikusok általában inkább a kereskedelmi bankokat hibáztatják, de vannak a központi bankokat támadó kritikák is, amelyek azonban monetáris politikai szempontból sokszor nem megalapozottak. A monetáris elemzők véleménye meglehetősen változatos abban a kérdésben, hogy hozzájárultak-e monetáris politikai tévedések is a válsághoz.

bajba került országban (Egyesült Államok, Írország, Spanyolország) mindehhez olyan gazdaságpolitikai hibák is hozzáadódtak, amelyek a lakáspiacon és a szolgáltatás-szektorban buborékok kialakulásához vezettek. Ezek a megállapítások nem vitathatók, de nem zárják ki azt, hogy ezeknek a tényezőknek az alakulását a monetáris politika erőteljesen befolyásolta.

Már a válság kitörése előtt is, azóta pedig még inkább a monetáris politikáról folyó vita fő vonala az „ellenszegülni vagy kitisztítani”? (*„leaning against the wind or cleaning up after the bubble burst?”*) kérdés körül alakult ki. Alan Greenspan³⁷ és Ben Bernanke (a Fed korábbi, illetve jelenlegi elnöke) a mai napig kiállnak a Fed által a kétezres években folytatott „kvázitétlen” monetáris politika mellett. Valahányszor buborékképződést észleltek, a Fed monetáris tanácsa (az FOMC) tudatosan kivárt, amíg a buborék kipukkadt (a számítástechnikai forradalomból keletkezett buborék 2001-ben, majd a lakásárak buboréka 2007-ben). Szólnak mellette elfogadható érvek, például: nehéz a buborékokat azonosítani; illetve azt megállapítani, hogy mikor érdemes ellenszegülni; valamint a központi bank ehhez egyedül nem elég. Az azonban ugyancsak bizonyítható, hogy ha a Fed előbb szánta volna el magát a monetáris szigorításra, akkor nem került volna sor arra a több országban is végbement túlzott és felelőtlen hitelbővülésre, ami főszerepet játszott a válság első szakaszában.

Ezt valamennyire beismerte Frederic Mishkin, a Fed volt alelnöke, amikor közétette azt a nézetét, hogy „nem minden buborék veszélyes a gazdaságra nézve”. (Mishkin [2009]). Mishkin fontosnak tartja az eszközár-buborékok alapos vizsgálatát, és a monetáris politika szempontjából megkülönbözteti a *túlzott hitelbővüléssel együtt járó buborékot* a Greenspan által sokat emlegetett *irracionális tőzsdemámortól* (*irrational exuberance* – Greenspan [1998]). Az előbbi során a téves várakozások gyorsuló hitelexpanziót váltanak ki, ami valóban megelőző jellegű jegybanki (és más szabályozási) beavatkozást igényel. A második esetben a téves várakozások következtében lesz nagyobb a tőkeáttétel, s ezért a buborék kipukkanásának a következményei is enyhébbek. A probléma csak az volt, hogy a Fed a másodrendű hitelpiaci (*subprime*) válságot irracionális tőzsdemámorként kezelte, holott az a túlzott hitelnövekedéssel táplált buborék iskolapéldája volt. Ennek a megközelítésnek az is gyenge pontja, hogy amikor a buborék kipukkan, akkor a turbulencia mérete elsősorban már nem a központi bank beavatkozásán múlik. Mindebből arra a következtetésre juthatunk, hogy a monetáris politikának az adott keretek között is megbízhatóbban kellett volna működnie.

³⁷ Az Alan Greenspan elnöksége alatt elkövetett súlyos monetáris politikai hibákat összegzi Buiter [2009].

Megfelelő volt-e a jegybanki szabályozás és az inflációs célt követő monetáris rezsim?

Vajon szerepet játszott-e a konszenzusos jegybanki tevékenység, illetve az egyre szélesebb körben teret nyerő inflációs célt követő monetáris rezsim abban, hogy a válságot nem sikerült elkerülni, mérsékelni, s hogy a válságkezelésben is komoly problémák voltak/vannak? A monetáris rendszerek felülvizsgálatának igénye a történetek fényében természetes igény, ezt önmagában még nem szabad a jegybanki függetlenség elleni támadásnak minősíteni. Országokként változó mértékben azonban vannak olyan jelek, amelyek a függetlenség veszélyeztetésére utalnak.

Az inflációs célt követő rendszer³⁸ kapcsán a vizsgálatok többsége megállapította, hogy ennek *rugalmas* működtetése – amely feltételezi a pénzügyi stabilitásra vonatkozó információk lehető legszélesebb körű figyelembevételét is a kamatdöntés meghozatalakor – jól szolgálta az árstabilitási cél megvalósulását, és a továbbiakban is alkalmas erre. Bebizonyosodott azonban, hogy az inflációs célt követő rezsim (sem az árstabilitás, sem a kamatpolitika) nem biztosítja automatikusan a pénzügyi stabilitást. Ehhez más megközelítésre és eszközökre van szükség, s ennek megoldása nem is egyedül a központi bank dolga. A központi bankon belül azonban arra mindenképpen törekedni kell, hogy az árstabilitási és a válság után kibővülő pénzügyi stabilitási funkció között világos legyen a választóvonal, de a kölcsönös visszacsatolás érvényesülését (a monetáris politika és a makroprudenciális felügyelet között) nem szabad elfojtani (*Svensson [2009], Bean [2011]*).

Több elemző is felvetette, hogy helyes volt-e a fogyasztói árindex alapján meghatározni az árstabilitást,³⁹ avagy az eszközárakat (lakásárakat, valutaárfolyamokat) is be kellett volna vonni a monetáris politikai döntésekre ható változók körébe. Az eszközárak pénzügyi stabilitási változókként valójában fontos szerepet játszanak minden monetáris rendszerben. Nem az volt a probléma, hogy ezeket nem követték figyelemmel a monetáris döntéshozók, hanem az, hogy a legtöbb esetben szándékosan nem kívánták megelőzni a buborékok kialakulását, hanem kidurranásukra készültek.

³⁸ *De facto* a Fed és az EKB is az inflációs célt követő rendszerhez közel álló szellemben – alapvetően az inflációs előrejelzések alapján, de nagy szabadsággal – hozta a döntéseket, bár a törvény szerint nem inflációs célt követő rendszert működtettek. Mindazonáltal a monetáris politikai hibák feltárásában fontos különbségeket találunk országokként, amelyeknek még csak a vázlatos ismertetése sem fér bele ebbe a rövid áttekintésbe.

³⁹ A gyakorlat – a válságtól függetlenül is – bebizonyította, hogy nem érdemes a fogyasztói árindexnél kisebb csoportra szűkíteni az inflációs cél követését. A Fed monetáris politikai hibáiban – a túlságosan alacsony kamat túl hosszú ideig való fenntartásában – az elemzések szerint az is szerepet játszott, hogy az FOMC egy szűkebb index alapján hozta döntéseit. Több országban is vizsgálták a maginfláció referenciaindexként való alkalmazásának lehetőségét, de ezt mindenütt elvetették, mert a maginfláción kívüli tételek (energia, feldolgozatlan élelmiszerárak) áremelkedése mindig begyűrűzik a maginflációs tételekbe is, legfeljebb késleltetve.

A monetáris folyamatok elemzői vetették fel, hogy a válságból való kilábalás érdekében *emelni kellene* az általában kitűzött 2-3 százalékos inflációs célt (*Blanchard–Dell’Ariccia–Mauro* [2010]). A jelenleg sok országot sújtó államadósság-válság megoldását és a stabilizációt is szolgálhatná a normál időben alkalmazott célértéknél egy kicsit (néhány ponttal) magasabb infláció. Jegybanki döntéshozók ezt mereven ellenzik, hangsúlyozva, hogy a módosítás az inflációs várakozásokat szükségtelemül felfelé nyomná, s ez még akkor is veszélyes lehet, ha a fenyegető recesszió és a gyenge növekedés körülményei között jelenleg a defláció az inflációnál nagyobb veszélyt jelent. Körültekintő elemzést igényel azonban a jogos kérdés, hogy érintetlenül hagyta-e az elhúzódó válság az árstabilitásnak tekinthető infláció mértékét. A válság minden országban alaposan átszabta a gazdálkodás körülményeit, s minden olyan változó (potenciális növekedés, kibocsátási rés, a munkapiac feszessége, bérvizonyok, termelékenység stb.) pályáját elmozdította, amely alapján a monetáris politikában meghatározható a célként kitűzendő egyensúlyi infláció. Ezért a válság elcsendesedésével elengedhetetlen lesz az inflációs célok felülvizsgálata.

Rendelkeztek-e a válságkezeléshez megfelelő eszközökkel a központi bankok?

A központi bankok hirtelen és tartós változtatásokra kényszerültek a válság meg-rázó ereje és a pénzügyi rendszeren belüli gyors tovaterjedése miatt. Az inflációs cél teljesítésének szempontjai háttérbe szorultak (bár a recesszió közepette nem is az infláció, hanem a defláció elkerülése volt a feladat). Igaz, ennek az ellenkezője is előfordult. Az EKB-t érte az a kritika, hogy az inflációs célt akkor is túlhangsúlyozta, amikor más megközelítésben a monetáris transzmissziót ellehetetlenítő piaci problémákat kellett volna szokványostól eltérő eszközökkel kezelnie.

Általánosságban igaz, hogy az elmúlt három évben a központi bankok – amennyire felhatalmazásuk, illetve eszközeik engedték – fő tevékenységévé a válság romboló hatásának a mérséklése és a pénzügyi stabilitást veszélyeztető események és folyamatok kezelése vált. Az eszköztár mindenütt úgy módosult, amire korábban gondolni sem lehetett. Az irányadó kamatok nullához közeli szintre csökkenése után a szokványostól eltérő eszközök bevetése következett, és a mennyiségi lazítás óriási méreteket öltött. A központi bankok mindenütt megfigyelhető eszközoldali bővülését a mérlegek forrásoldalán követte a többletlikviditást automatikusan felszívó sterilizációs eszközök állományának a növekedése.

Elméleti szakemberek és gyakorlati jegybankvezetők a válságkezelés közben próbálták meg összerendezni a változások mozgatóit és kidolgozni a kezelés szabályrendszerét. A hirtelen vészhelyzetben hozott döntések (taktika) és az állandó krízishelyzet közepette átalakított stratégia, visszatekintve, nem mindig vezetett el a legjobb megoldáshoz. Ezért át kell tekinteni, hogy mi az, ami a válság tapasztalatai alapján megőrzendő a jövőbeli válságokkal szembeni védekezés érdekében.

A jelenlegi válság kezelésében a monetáris politikai döntéshozók segítségére szolgált, hogy az informatikai és távközlési forradalom vívmányai egyidejű (a döntés meghozatalakor a piacon kialakuló) információt szolgáltatnak, és óriási elemzési kapacitások állnak rendelkezésre. Az is segített, hogy az 1930-as válságtapasztalatokat⁴⁰ (még ha azóta nagyon sokat változott is a világ) részletesen feldolgozták, és az akkori hibák elkerülésére voltak megoldási javaslatok. Már látszanak azonban az olyan új kihívások, amelyekre nincs kipróbált recept. Ilyen a bankválságok és az ezek megoldásával, valamint a recessziót mérséklő fiskális lazítással összefüggő államadósság-válság együttes kezelésének feladata.

A pénzügyi válság a világ minden táján – a fejlett és a feltörekvő országokban egyaránt – a központi bankok számára komoly kihívásokat jelentett, ezek azonban – hasonlóan a központi bankok reakciójához – nagyon különböztek egymástól. Még a fejlett országokon belül is nagy eltérés volt, például az amerikai Fed *korlátlan* és az európai EKB *mérlegelve/hezitálva likviditást bővítő* fellépésében. Az euróövezeten kívüli uniós jegybankok is meglehetősen különbözőképpen reagáltak a válság okozta megrázkódtatásokra, függően attól, hogy saját országukat milyen állapotban érte a válság, és mennyire volt gazdaságuk kitéve a pénzügyi rendszer kapcsolatainak keresztül érvényesülő külső hatásoknak. Az EKB-t először a 2008. szeptemberi Lehman-bukást követő totális piacbefagyás, a likviditás kiszáradása és a bizalmi válság tette próbára. Majd a legkomolyabb feladatot az jelentette, hogy a válság hatására a déli uniós tagországokban⁴¹ államadósság-válság alakult ki. A válság azonban nem csupán ezekben az országokban okozott fenntarthatósági problémákat, hanem az összes euróövezeti tagországban, mert a recessziót csillapító fiskális politika mindent az állami eladósodás jelentős megnövekedésével járt.

Normál időkben a monetáris politika „hagyományos” eszközének a jegybanki irányadó kamatra vonatkozó döntés tekinthető, ami mellett a központi bankok a legrövidebb lejáraton nyújtanak likviditást a pénzintézeteknek fedezet mellett. A pénzügyi válság súlyosbodásával a fejlett országok központi bankjai többféle, nem szokványos eszközt is bevetettek, egyrészt a bankrendszer stabilizálása, másrészt a gazdasági visszaesés következtében kibontakozó deflációs folyamatok lefékezése, harmadrészt a transzmissziós mechanizmusban mutatkozó fennakadások korrigálása érdekében.

A hagyományosan alkalmazott jegybanki eszközök átalakítása és kiegészítése a szokványostól eltérő eszközökkel a súlyos bizalmi és likviditási válság kezelését szolgálta. A jegybankok nem csak a legrövidebb lejáraton, az elfogadható fedezetek

⁴⁰ A számos monetáris politikai tartalmú elemzés mellett (például *Bernanke* [2010]) a harmincas évek pénzügyi válságáról érdekes információkat ad *Ahamed* [2010], amely a világ pénzügyeit meghatározó négy központi bank (Fed, Bank of England, Banque de France és Bundesbank) működését elemzi.

⁴¹ A szakirodalom a GIIPS (Görögország, Írország, Olaszország, Portugália és Spanyolország) országok néven is emlegeti a krízisországokat, amelyekhez a legutóbbi időben Ciprus és Belgium is csatlakozott.

körét jelentősen kibővítve nyújtottak likviditást – a hitelpiaci feszültségek oldására közvetlenül az adósoknak, illetve a befektetőknek is. Vásárlóként léptek fel az állampapírpiacra, sőt egyes országokban a vállalati kötvénypiacra és a jelzáloglevek piacán is, amivel elsősorban a likviditási problémákat orvosolták, de ezeket az akciókat sok esetben nehezen lehetett összeegyeztetni az előző két évtizedben követett „modern” központi banki alapelvekkel, illetve a törvényi előírások [a kormányok kisegítésének tilalma (*no bail out*), végső hitelezői funkció] korábban megszokott értelmezéseivel.⁴²

A szokványostól eltérő tevékenységek körének kiszélesedését többen ezért úgy minősítik, hogy a válsággal a központi bankok szerepvállalása „*posztmodern*” *korszakába lépett* (Blinder [2010]). A viták keresztüzébe került az a kérdés, amit már a jegybankok függetlenítéséről kialakult konszenzust megelőzően sokan vizsgáltak: *mit kell tennie, és mit nem tehet meg egy központi bank?* Számos elemzés született, amelyek közös megállapításai a következőkben összegezhetők (lásd *Eichengreen és szerzőtársai* [2011], *BIS* [2011]).

- A pénzügyi válság nem kérdőjelezte meg azt, hogy a központi bankok alapfeladata a monetáris politika alakítása, és elsődleges céljuk az árstabilitás védelme.⁴³
- Fontos felismerés, hogy míg az árstabilitási feladat teljesítéséhez kellő eszköz és függetlenség áll a központi bankok rendelkezésére, a pénzügyi stabilitási feladatot a jegybankok egyedül nem képesek ellátni.
- Végül: míg az árstabilitási cél relatíve egyszerűen megfogalmazható, és az elmúlt két évtizedben óriási fejlődésen ment keresztül az inflációs célt követő monetáris rendszer minden eszköze (az előrejelzéstől, a gazdasági folyamatok elemzésén keresztül a monetáris politikai döntések elvi megalapozásáig), a pénzügyi stabilitás ennél sokkal összetettebb, nem reprezentálható olyan transzparensen és egyszerűen, mint az árstabilitás. Az elemzésének módszertana is csak később indult fejlődésnek.⁴⁴

A központi bankok függetlensége az új munkamegosztás rendszerében

A központi bankok függetlenségét a válság közepette a fejlett országokban nyílt támadás nem érte, de közvetett módon felvetődött, hogy a központi banki státus is változhat, ha a politikai erők úgy gondolják.

⁴² A nem szokványos műveletek alkalmazásának leírása megtalálható a központi bankok honlapjain, elvi alapjaival és jellemzőikkel foglalkozik például *González-Parámo* [2011].

⁴³ Vannak ugyan más nézetek is – például *Goodhart* [2010] egy tudományos testülethez „kiszervezhetőnek” tartja a monetáris (kamatmeghatározó) funkciót, de ezek a szokatlan felvetések inkább csak a jegybanki funkciók alapos átgondolását hívatottak kiprovokálni.

⁴⁴ Bár a kétezres évek elejétől minden nemzetközi intézményben és a nemzeti bankban bevezették a rendszeres jelentést a pénzügyi stabilitásról, ezeknek a módszertana még nem tisztult le.

A tekintélyes központi bankok szabályozása ritkán változik. A válság kapcsán azonban az Egyesült Államokban felmerült az 1935-ben elfogadott jegybanktörvény módosítása, a Fed feladatainak és felhatalmazásainak felülvizsgálata (lásd *Blinder* [2010], *Feldstein* [2010]). A vizsgálat rámutatott, hogy egy sor intézményi és szabályozási változásra van szükség a jövőbeli válságok megelőzése, az aktuális válság hatékony kezelése, valamint a hosszabb távú pénzügyi stabilitás érdekében. A felülvizsgálat nem vett ugyan vissza a Fed jogosítványaiából, s a monetáris politikai döntéseinek függetlenségéből sem, de növelte a Fed feletti kongresszusi ellenőrzést. Ezt a szakma egy része első figyelmeztetésként értékelte, jelzésként, hogy e téren is bekövetkezhet változás, ha rosszabbra fordulna a helyzet.⁴⁵ Felmerült az Egyesült Államok monetáris tanácsa (FOMC) összetételének megváltoztatása is, amelyben jelenleg a tagbankok képviselőiben olyan elnökök ülnek, akik a demokratikus jelölési rendszert „megkerülve” (a magánszektor delegáltjaiként) kerülnek be a döntéshozatalba.

Az EKB működését illetően is megfogalmazódtak olyan kritikák, amelyeket lehet a függetlenség elleni támadásként is értékelni. Már a válság kitörésekor felvetődött, hogy az EKB-nak az euróövezet növekedését az árstabilitással egyenrangú célként kellene kezelnie, s ezt az EKB-törvényben a monetáris politika végső céljának kijelölésekor is érvényesíteni kellene.⁴⁶ Az Európai Közösség illetékesei – pénzügyminiszterek és jegybankelnökök – egyhangúan elleneztek ezt a javaslatot, nem véletlenül, mert az árstabilitás elsődlegességének feladása nagy zűrzavart okozhat az euróövezeti monetáris politikában. Az EKB-val kapcsolatos véleményekben a növekedés mint monetáris politikai feladat kérdése 2011 végén ismét – a válságból való kilábalás kapcsán is – a középpontba került. A monetáris lazítás (kamatcsökkentés) javaslata szakmai körökben mint az államadósság-válság megoldásához szükséges egyik elengedhetetlen lépés vetődik fel, s nem mint minden feltétel nélküli követelmény, amit a kormányoknak valamilyen formában rá kellene eróltetniük az EKB-ra (*Wolff* [2011]).

A törvényhozás mindenütt szembesült azzal, hogy a központi bankok pénzügyi stabilitásért való felelősségi körének körülhatárolása és ehhez kapcsolódóan az új jegybanki feladatok meghatározása nem egyszerű feladat, s összeegyeztetésük a kormánytól függetlenített monetáris politikai funkcióval nagy körültekintést igényel. Abban egyetértés alakult ki, hogy a rendszerkockázati előrejelző és tanácsadó funkció kerüljön a központi bankokhoz, amit azonban a bankokon belül világosan le kell választani a monetáris politika vitelétől.

A kép sokkal változatosabb abban a tekintetben, hogy a mikroprudenciális felügyelet milyen intézményi keretek között lehet a leghatékonyabb. Egy sor ország a felügyeletet – általában összevontan a bankrendszerre és a többi piacra vonatkozóan – külön

⁴⁵ „Ha egy teve bedugja a sátor alá a fejét, akkor előbb-utóbb a többi része is megpróbálja majd követni” – idézi a közmondást *Blinder* [2010].

⁴⁶ Nicolas Sarkozy francia miniszterelnök hozta elő megválasztását követően 2007-ben (*Sarkozy meets ...* [2007]).

intézményhez telepítette.⁴⁷ Ugyanakkor voltak országok, ahol éppen fordított irányú volt a megbízatások átcsoportosítása. A válságot megelőzően több európai ország úgy döntött, hogy a bankfelügyeletet a központi bankba telepíti. E mellett nyomós érv csupán annyi volt, hogy az euróövezeti tagság elnyerését követően a nemzeti központi bankok monetáris politikai alapfunkciója megszűnt, és a felügyeleti tevékenység átvétele nem okozott konfliktust, talán még gördülékenyebbé is tette az egyeztetést a makro- és a mikrofelügyelet között (például Írországban és Hollandiában).

Az összevont modellben (amikor a nemzeti bank megbízást kap a mikroszintű felügyeletre) az esetek egy részében az értékpapír-felügyelet és a fogyasztóvédelem, amelyek a válságban épp annyira központi figyelmet érdemeltek, mint a bankrendszer, továbbra is elkülönülten működnek. Bár a központi bankba beolvasztott felügyelet modelljét néhány kelet-európai euróövezeten kívüli tagország (Csehország és Lengyelország) is átvette, az összevonás ellen is szóltak érvek. Például az, hogy az összevont felügyelet (bank-, értékpapír- és biztosítófelügyelet) esetén az összevonással túl bonyolult, nehezen működtethető szervezet jön létre. Mind a monetáris politikában, mind a mikrofelügyeletben vannak olyan bizalmas és titkos információk, amelyek kiszivárgására nagyobb az esély az összevont intézményben. További megfontolást igényel, hogy ameddig van saját monetáris politika, a bankrendszer felügyeletéből fakadó kötelezettségek bizonyos esetekben negatívan hathatnak vissza a monetáris politika számára elengedhetetlenül fontos jegybanki hitelességre.⁴⁸ Ezt pedig el kell kerülni. A szakértők abban egyetértenek, hogy a mikroszintű felügyelet kérdésében nincs általánosan pártolható intézményi megoldás, az adott ország sajátosságai meghatározók. A legfontosabb az, hogy bármilyen intézményi megoldást választ is az adott ország, biztosítani kell az információk gyors áramlását a pénzügyi stabilitásért felelős intézmények között.

AZ ÚJ KÖZPONTI BANKI FUNKCIÓK

Láttuk, a válság hatására a középpontba került az a kérdés, hogy a központi banknak milyen más szerepet kell még betöltenie a korábban (túl)hangsúlyozott árstabilitás-orientált monetáris politika alakításán kívül.⁴⁹ A pénzügyi stabilitás fenntartásához kapcsolódó új, illetve a korábbihoz képest másként értelmezett funkció

⁴⁷ Az észak-európai országok (1986 és 1991 között), Korea és az Egyesült Királyság (1997), Ausztrália és Japán (1998), Ausztria (2002), Belgium (2004) és Svájc (2009).

⁴⁸ Például akkor, ha pénzintézetek csőd közeli helyzetbe kerülnek, és felügyeleti hiányosságok is megállapíthatók.

⁴⁹ A pénzügyi válsághoz kapcsolódó globális visszaesés közepette a monetáris politikában a folyamat fékezésének feladata került előtérbe. Ebben a tanulmányban azonban csak a szabályozási tényezővel, a központi banki funkciók átrendeződésével foglalkozunk. A monetáris politikában bekövetkezett szemléleti és gyakorlati változások bemutatása nem férne bele egy ilyen rövid írásba.

a *makroprudenciális felügyelet* és a *kibővített végső hitelezői* feladatkör. Ezekben a feladatkörökben a központi bankok együttműködnek más szervezetekkel és a kormányokkal.

A jegybanki szerepvállalás kérdéseit felülvizsgáló anyagokban azonban több más feladat is felmerült (lásd például *BIS* [2009], [2010], *Eichengreen és szerzőtársai* [2011]). Ezek közül egyet érdemes megemlíteni: mivel a fejlett országokban mindenütt (még az EU „magországaiban” is) nagyon megnőtt az adósságráta (az államadósság GDP-hez mért aránya), megvizsgálandó, hogy a jövőben a központi bankoknak milyen legyen a viszonyuk az államadósság-kezeléshez, tekintve, hogy az állampapírpiaci hozamok és az irányadó jegybanki kamat a transzmissziós láncolaton keresztül össze vannak kötve, a monetáris politika és az adósságkezelés több szálon összefügg. Jelenleg majdnem minden országban külön intézmény látja el ezt a feladatot. Mielőtt azonban létrejöttek az adósságkezelők, több országban is hagyományosan a központi bankok kezelték az állam adósságát. Az adósságkezelői funkcióban azonban a központi bank mindig a kormány ügynökeként járt el, és ebben a funkcióban utasításokat is kaphatott a kormánytól. Tehát egy adósságkezelői feladatkör visszavétele homlok-egyenest ellenkező (megbízotti) státussal járna, mint a monetáris politika irányítása.

Kérdés, hogy egy intézmény hány funkciót képes fennakadás nélkül betölteni. A jegybanki függetlenítés folyamata egyben a felelősségi körök elkülönítéséről és az ezt leképező intézményi elkülönülésről szólt. Most nem lenne szerencsés – a válság hatására – mindezt gyorsan az információcsere hiányosságaira hivatkozva visszafordítani. A (makro- és mikro-) felügyelet feladatának a központi bankhoz való helyezése (részben vagy teljesen) s az ezzel járó intézménybővítés, illetve intézményi összevonás már önmagában is túl bonyolult szervezetet hozna létre, amit túlságosan megterhelne, ha még az államadósságot kezelő intézménnyel is összevonnák. Ez az intézmények és ezzel a felelőségek szétválasztására irányuló, a kilencvenes években lezajlott átalakításnak a teljes felszámolását jelentené. A korábbi tapasztalatok felelevenítése alapján kétséges, hogy ez a jövőben biztosítaná a jelenlegi pénzügyi válság kialakulásához vezető hibák elkerülését.

A makroprudenciális kockázatok feltárása

A válság egyértelművé tette, hogy a rendszerkockázatok feltárását és a kezelésüket lehetővé tevő javaslatok kidolgozását a központi bankok kezébe kell helyezni. A makroprudenciális kockázatok feltérképezéséhez a központi bankok megfelelő kapacitással és érdekeltséggel is rendelkeznek, mert elsődleges céljuk (az árstabilitás) és feladatuk (a monetáris döntéshoztal) szempontjából a makroprudenciális minőségben előállított információk jól használhatók.

A válság idején mindvégig megfigyelhető kapkodás, késlekedés és tévedések nem hagynak kétséget afelől, hogy ki alakítani/bővíteni kell a központi bankok

makroprudenciális eszköztárát, és meg kell erősíteni a makroprudenciális felügyeletet szolgáló teljesítőképességet. Nincs egyedül elfogadható modell, de vannak egyértelmű követelmények, amit – bármilyen intézményi és irányítási struktúra alakul is ki – be kell tartani. A makroprudenciális felügyeletben érintett intézmények (a központi bankok mellett a különböző felügyeletet és a szabályozásért felelős kormányzat) hatáskörét és az információs láncokat, amelyek lehetővé teszik a gyors információcserét, világosan kell definiálni, elkerülve az érdeellentétek kialakulását. A monetáris politika és a központi banki makroprudenciális feladatkör sok szálon összefügg egymással, azonban világos határvonalat kell közöttük húzni, mert az első funkcióban más (független) felhatalmazást élveznek a központi bankok, mint az új (kormányok és felügyeletet mellé rendelt, nem független) funkciójukban (*Bini-Smaghi* [2011]).

Az euróövezet hatáságai valószínűleg ezt a szempontot tartották szem előtt, amikor a makroprudenciális feladatokra külön intézményt hoztak létre. Az EKB elnökének vezetésével működő Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT: *European Systemic Risk Board, ESRB*) feladata a válságok előrejelzése és megelőzése. Az ERKT-ben a tagországok jegybankjainak és az Európai Bizottságnak a képviselői mellett az új európai hatáskörű felügyelő intézmények (bank- és értékpapír-felügyelet) képviselői is részt vesznek.⁵⁰ Az ERKT tevékenységét szakértői tanács támogatja. Az ERKT első hivatalos megnyilvánulásakor a devizahitelezés veszélyeire hívta fel a figyelmet, és javaslatokat fogalmazott meg a megelőzésre (*ERKT* [2011a], [2011b]).

A központi bankok tevékenysége az Európai Unió euróövezeten kívüli tagországaiban is kibővült az elkülönített rendszerkockázati feladatok ellátásával. Első lépésként a makroprudenciális mutatórendszerek összeállítására került sor, aminek alapján a kockázati elemzések elvégezhetőek. A makroprudenciális mutatórendszerekben alig szerepel új mutató, inkább a közöttük húzódó összefüggések elemzése a lényeges, amivel a korábbinál jobban feltárhatóak a rendszerkockázatok. A tapasztalatok azt mutatják, hogy a válság előtt nem a rendelkezésre álló adatokban, hanem az információkat megbízhatóan elemző módszerekben volt a legtöbb hiányosság. Az ERKT ülésein az euróövezeten kívüli tagországok jegybankjainak a képviselői is részt vesznek.

A végső hitelezői funkció újraértelmezése

A végső hitelezői funkció a központi bankok egyik alapfunkciója az alapításuk óta (lásd bővebben *Goodhart* [1999]). A központi bankok tevékenységének egyik fontos – Bagehot 1873-ban publikált alpművében⁵¹ leírtak nyomán követett – alapelve,

⁵⁰ Európai bankfelügyelet: *European Banking Authority (EBA)*. Európai értékpapír- és piacfelügyelet: *European Securities and Markets Authority (ESMA)*.

⁵¹ Walter Bagehot részletesen elemezte a Bank of England alapításának indítékait, a központi bank funkcióit, s azt, hogy miben különböznek a központi bankok a kereskedelmi bankoktól: nem csupán

hogyan a központi bankoknak likviditási válság esetén közbeavatkozási kötelezettségük van, de a szolvenciaproblémákat (fizetéseképtelen intézményeket, országokat) nem kezelhetik. Ennek a „szeparációs” alapelvnek az alkalmazását azonban nehezíti, hogy sok esetben gondot okoz megkülönböztetni a likviditási problémát a fizetéseképtelenségtől, ráadásul a két állapot össze is függhet.⁵²

A 2007-ben kirobbant, elhúzódó pénzügyi válság a végső hitelezői funkció újraértelmezésére készítette a bankokat mindenütt a világban, amiben közrejátszott a kormányok nyomása is. A jegybankok nagyon különböző óvatossággal jártak el a bajba jutott pénzintézetek megsegítésekor és a szokványostól eltérő eszközök felhasználásakor. A Fed tevékenységének kibővítésekor láthatóan kevésbé foglalkozott a probléma „minősítésével”, bár az alkalmazott eszközök mögött mindig komoly elvi megfontolások álltak (lásd *Fed* [2011]). Csak ritkán fordult elő, hogy a kiegészítő szerep gyakorlásakor határt szabtak,⁵³ de vélelmezhető, hogy az események gyorsasága és a válság gyors terjedése sokszor nem tette lehetővé, hogy a különböző döntéseket az elvi kritériumok alapján hozzák. A harmincas évek pénzügyi válságának kezelésében elkövetett hibák elkerülésére való törekvés ugyancsak a nagyobb jegybanki aktivitásra készítette a bankokat. A kormányzattal egyetértésben a Fed sokkal szélesebb körben alkalmazta a védelmi hálót, mint azt a korábbi válságokban követett „túl nagy, hogy megbukjon” (*too big to fail*) alapelv alapján. Ez jelentősen megnövelheti a válságkezelés költségeit, és a jövőbeli válságok előfordulásának az esélye is nagyobb lehet. A végső hitelezői funkció gyakorlásakor, illetve a defláció elkerülése és a recesszió mélyülésének fékezése érdekében történt „mennyiségi lazításkor” használt szokványostól eltérő jegybanki eszközöket és lépéseket sokszor lehetetlen egymástól megkülönböztetni. A végső hitelezői mentőakciók (legyen szó konkrét bankról vagy piaci beavatkozásokról, esetleg a nem pénzügyi intézmények kiegészítéséről) közvetlenül és közvetve (a pénzügyi stabilitás biztosításával) hatnak a gazdaság működési feltételeire.⁵⁴

.....
a mindennapi működésben, hanem például recesszió idején, vagy amikor bankpánik következik be (*Bagehot* [1873]).

⁵² Például 2012 elején a még mindig megoldatlan euróövezeti államadósság-válság kapcsán a szakértők között nagy az egyetértés, hogy „Görögország elérte a fizetéseképtelen állapotot”, s csak az irányított csődeljárás (vagy a kilépés az euróövezetből) hozhat számára megoldást. A többi dél-európai ország (Olaszország, Portugália, Spanyolország, Ciprus) esetén azonban nagyon nehéz eldönteni, és a szakma legjobbjai is nagyon eltérően ítélik meg, hogy a probléma csupán likviditási, vagy némelyikük csőd közeli helyzetbe került. Ez pedig azért van, mert a kezdetben csupán likviditási válság – gyors beavatkozás hiányában – gyorsan szétterjed a piaci árazás torzulása miatt, s ez a likviditási problémával küzdő országot könnyen fizetéseképtelenségbe sodorja. Majd a fizetéseképtelenség likviditási problémákat okoz, ami további sodródást vált ki a még súlyosabb fizetéseképtelenségbe.

⁵³ Ilyen eset volt, amikor 2008 szeptemberében bukni hagyták a nagy múltú Lehman Brothers bankházat, aminek a pénz- és tőkepiacokon megrázó erejű bizalmi válság lett a következménye.

⁵⁴ A válságban alkalmazott – országonként különböző – eszköztárak és lépéssorozatok bemutatása meghaladná ennek az írásnak a kereteit.

A válságkezelés során az is felvetődött, hogy a központi bankok végső hitelezői lehetőségei annak ellenére nem végtelenek, hogy rendelkeznek a pénzteremtés képességével. Helyesebben, számos példa igazolta, hogy bizonyos esetekben – tekinthetjük ilyennek az államcsőd közeli állapotokat – a nemzetközi intézmények (például az IMF, illetve a frissen létrehozott európai válságkezelő alapok) hatékonyabban tölthetik be a végső hitelezői funkciót, mert hatókörük kiterjed a gazdaság egészére, míg a központi bankok helyállási kötelezettsége – a hagyományos felfogás szerint – csak a bankszektorra vonatkozik. Ezért fordultak az euróövezeti bajba jutott országok is az IMF-hez, de hitelfelvételük elbírálásában fontos szerep jutott az európai hatóságoknak.

Míg a Fed a „szokatlan és égetően sürgős” (*unusual and exigent*) helyzetekre vonatkozó felhatalmazás alapján gyorsan és hatékonyan tudta betölteni a végső hitelezői funkciót minden piacon, az EKB válságkezelési felhatalmazása, jogosítványainak értelmezése sokkal kevésbé volt egyértelmű. Ez részben az európai uniós törvények és irányítási rendszer hiányosságait tárta fel, részben pedig felhívta a figyelmet arra, hogy hiányoznak az egységes „európai uniós” elképzelések. A nagyszámú tagország konszenzuseresése sokszor túl hosszúra nyúlik, s a megoldásról napokon belül kiderül, hogy elégtelen. Az EKB nem tárgyal és nem is tárgyalhat az egyes tagországok kormányaival. A tagországok képviselői a különböző nagyméretű döntéshozó testületekben nagyon lassan jutnak egyezsége. Ráadásul az EKB „óvatosságát” az is magyarázta, hogy a megrázó erejű válsággal fennállásának tizedik évfordulóján találkozott, tehát még nem rendelkezett olyan erős hitelességgel, mint a többi fejlett ország jegybankja. A heterogén európai integráció ismeretlen kihívások elé állította az EKB döntéshozóit.

Ilyen helyzetben egy *saját valutával* rendelkező ország központi bankja számos lépést tehet a folyamat megállítására: válságkezelését a valutaárfolyam leértékelésével, többletinfációval (miközben a kormány kiigazít!) kombinálva, képes megakadályozni a legrosszabb végkifejletet. Egy *euróövezeti tagország védtelen*, csupán egyetlen út áll előtte: óriási megszorításokat vállal, és növekedési áldozatot hoz. Ekkor azonban még kevésbé lesz képes helyrehozni a költségvetési egyensúlyt, s a recesszió és a költségvetési kiigazítási kényszer szorításában sodródik egy lefelé ívelő spirálban, miközben az eladósodása nő-tön-nő. Ezt a védtelenséget – a saját központi bank hiányát – veszik figyelembe a befektetők is az egekbe szökő (az euróövezeten kívüli EU-tagországokat jelentősen meghaladó) csőd kockázati felárakkal az állampapírpiacra, és ez játszik szerepet a lefelé elmozduló hitelminősítésekben is. Az euróövezeti országok számára az EKB kezdeti elzárkózása az állampapír-piaci beavatkozástól hasonló kockázatot jelentett, mint a feltörekvő országok némelyike számára a külföldi devizában való eladósodás.

Az európai szabályozás ezt a válság előtt nem vette figyelembe. A válság kezelése során is csak lassú előrehaladás történt a végső hitelezői funkció újraértelmezésében, mert a tagországok között egyre nőtt a feszültség: újra fellángolt az Észak–Dél

konfliktus, a fejlett és a felzárkózó kohéziós országok érdekellentéte, ami felújította a régi vitát arról, hogy vajon működhet-e egy valutaövezet úgy, hogy tagjai nagyon különböző fejlettségűek. Akkor viszont, ha a végső hitelezőre vonatkozó európai szabályozás változatlan marad, a tagországok továbbra is kiszolgáltatottak lesznek a piaci értékítélet kiszámíthatatlan hullámzásának. Az európai államadósság-kötvényekre kiterjesztett *kollektív cselekvési záradék* (ami azt jelenti, hogy mindenkiért mindenki helytáll) miatt a befektetők prociklikus politikát fognak kikényszeríteni: valahányszor recesszió közeleg, és romlanak a költségvetési mutatók, a befektetők a diszkonttól való félelmükben menekülni fognak, esetleg még akkor is, ha csak az automatikus stabilizátort⁵⁵ működtetné egy kormány.

A válság rávilágított, hogy a monetáris unió *kollektív felelősségvállalással* jár. Ha egy ország adósságválságba jut, az begyűrízik a többi országba, akár akarják, akár nem. A monetáris unió ezért pénzügyi unióhoz is vezetne, ha nem lennének komoly fennakadások az integráción belüli kapcsolatok működésében. Minden amellettszól, hogy a jövőben a monetáris unió (gazdaság)politikai unió nélkül nem képes elkerülni a jelenlegihez hasonló megrázkódtatásokat (*De Grauwe [2011a]*). A válság kitörése óta eltelt három év nem volt elegendő arra, hogy normalizálódjanak a piaci viszonyok és a bankközi kapcsolatok. Az Európai Unió irányítási rendszerének átalakítása lassan halad előre, s a tervek szerint a bírságokra alapozott fegyelmezés eszközét kívánja alkalmazni, ami azonban nem hatékony módja a kockázatok elkerülésének. Helyette az európai uniós szintű intézmények működtetésével kellene megelőzni az újabb kríziseket. Az is jól látszik, hogy a 27 ország egyezkedése túl sok időt vesz igénybe, ami az európai uniós intézmények irányítási reformjának szükségességére utal.

VÁLTOZÁSOK AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK TEVÉKENYSÉGÉBEN

Az euró első tíz évét egyértelmű sikernek könyvelték el, holott már akkor is látszottak azok a feszültségek, amelyek szétfeszíthetik a közös valutaövezetet. A 2007-től kibontakozó pénzügyi válság felszínre hozta az euróövezet irányítási rendszerének válságát: a meglévő mechanizmusok (stabilitási és növekedési egyezmény, túlzott-deficit-eljárás, gazdaságpolitikai irányelvek) működési problémáit és a hiányzó (szabályozási és felügyeleti) láncszemekből fakadó robbanási veszélyt. A válság elodázha-

⁵⁵ Az euróövezeti szabályozás ideális állapotában, ami eddig még nem következett be, a különböző országok kormányai az úgynevezett automatikus stabilizátor működtetésével folytatnának anticiklikus költségvetési politikát a gazdasági ciklus kilengéseinek csillapítására. Ehhez arra lenne szükség, hogy az országok elérjék a nullához közeli ciklikusan igazított költségvetési deficitet, s amikor a növekedés visszaesik, akkor az e miatt bekövetkező költségvetési hiányt nem kellene kiigazítani, viszont amikor felível a gazdaság, akkor az ebből keletkező költségvetési többletet sem lehetne elkölteni.

tatlanná tette az euróövezeti irányítási rendszer mindenre kiterjedő felülvizsgálatát. Ez az EKB szerepkörét és szabályozását sem hagyta érintetlenül. Ugyanakkor az EKB irányításával és működésével kapcsolatos problémák alapos feltárása és megoldása nem került napirendre, hanem csupán olyan változtatásokról tárgyaltak, amelyeket a válságkezelés kényszerített ki, illetve amelyekre az EU (azon belül is elsősorban az eurózóna) szabályozási reformjához kapcsolódóan szükség volt.⁵⁶

A válság kialakulásában fontos szerepet játszottak a makro- és mikroprudenciális kockázatkezelésben, illetve felügyeletben tapasztalt hiányosságok. A válság hívta fel a figyelmet arra is, hogy az euróövezetben *nincs* sem *rendszerkockázatot jelző*, illetve a válság esetén *riasztást jelző* intézmény, *sem válságkezelő mechanizmus*. Az egyetlen euróövezeti hatáskörrel felruházott intézmény az EKB volt, amelynek azonban a szabályozása nem úgy készült, hogy ezt a fontos feladatot el tudná látni. Az Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT) létrehozásával és működésének gyors megindításával ezek a hiányosságok valamennyire kiiktathatók, de csak a jövőben, a gyakorlatban dől majd el, hogy a sok résztvevős és sokszintű (tanácsadó testülettel és döntéshozó testülettel működő) intézmény mennyire lesz képes eleget tenni annak a feladatnak, hogy időben és valóban fontos kockázatokat szűrjön ki. A hatásosság pedig azon múlhat, hogy az ERKT javaslatai milyen gyorsasággal képesek megvalósulni, azaz mi jut majd át a nemzetközi felügyeletnek és kormányok többszörös szűrőjén, képes-e hatékonyan működni ilyen nagy számú uniós szintű és nemzeti intézmény.

Az EKB fennállása óta szigorúan követte a „szeparációs” alapelvet a monetáris politika árstabilitáshoz kapcsolódó szokásos, illetve a pénzügyi (likviditási, hitel- és adósság-) válság miatt szükséges nem szokványos eszközeinek alkalmazásában. Ezt az alapelvet a válság első fázisában – a jegybanki alapkamat csökkentésének időszakában – viszonylag egyszerűen be lehetett tartani mindaddig, amíg a kamatszint már közeledett a nullához.⁵⁷ A nem szokványos eszközök általában a pénz-, illetve az állampapírpiacon felmerülő likviditási sokkok kezelését szolgálták, és a kamatdöntéseket kiegészítve azt voltak hivatva biztosítani, hogy a monetáris transzmisszió működését akadályozó feszültségek oldódjanak. Az EKB vezetői is és a monetáris szakértők, valamint a piaci szereplők egy része is úgy tekintett ezeknek a *nem szok-*

⁵⁶ Régóta vitatott, hogy miképpen működjön az EKB-ban a monetáris döntéshozatal, hiszen egyre több tagból áll az euróövezet. Mekkora létszámú monetáris tanács képes hatékonyan működni, milyen legyen a döntéshozatali mechanizmus, és milyen körből kerüljenek ki az európai monetáris döntéshozók? Megfelelő-e az EKB transzparenciája: kell-e változtatni a kamatdöntésekről kiadott információ, illetve a kommunikáció jelenlegi rendszerén? Fenntartható-e az EKB speciális autonómiája, ami az inflációs cél meghatározásával és a saját döntési szabályainak kialakításával is felruházta őt. Ezek a kérdések a válság hatására sürgetővé vált teendők mellett háttérbe szorultak, pedig meghatározók az EKB működésének eredményessége szempontjából. Lásd erről bővebben *EU* [2002–2003] és *Wyplosz* [2011].

⁵⁷ Az EKB óvatosabban lazította a monetáris feltételeket, mint például a Fed, és sokáig nem ment egy százalék alá az alapkammattal.

ványos eszközöknek a használatára, mint, ami „idegen” az európai központi bankok eredeti (hosszú távú árstabilitási) megbízatásától és ezért használatukból mielőbb vissza kell vonulnia az EKB-nak és más jegybankoknak is.⁵⁸

A tervek szerint az euróövezetben frissen kialakított válságkezelő alapok és mechanizmusok⁵⁹ feladata lesz a bankszektoron kívüli végső hitelezői funkció betöltése, beleértve az állampapírpiacokon való vásárlást is. Ezek az intézmények azonban sohasem érhetik el a hitelességnek és a cselekvőképességnek azt a szintjét, amivel az euróövezetben az EKB rendelkezik. Valahányszor emelni kell a valamelyik alapan lévő összeget, előfordulhat, hogy az tagországok nem fogják támogatni a lépést, és akkor ez a késlekedés megzavarhatja a piacokat. Ez már eddig is többször előfordult. A válságkezelő alapok létrehozása nem elegendő megoldás, mert ezek nyíltan nem szembesülnek azzal, hogy a jelenlegi állapotban az euróövezeti tagországok sérülékenyebbek, mint a saját központi bankkal rendelkező nem euróövezeti EU-tagországok.

A sérülékenység a közös valuta és az egyes országok elkülönült nemzeti gazdaságpolitikája között feszülő ellentmondásból fakad.⁶⁰ Az euró bevezetésével a tagország lemond annak a valutának a szabályozásáról, amelyben az adóssága/államadóssága van. A válság bebizonyította, hogy ha egy euróövezeti tagországot – saját központi bank és valuta híján – fertőzéses sokk ér, akkor egy csapásra a feltörekvő piacok között találhatja magát, ott is a legkevésbé elismert csoportban, kiteve a tőkeáramlások hirtelen megfordulásának, kiszolgáltatottá válik a piaci hangulatnak, a hektikusan változó értékelésnek. Ez történt Portugália, Írország, Olaszország, illetve Spanyolország esetén. Ebben a helyzetben csak a saját központi bankjuk segíthet, és ez az EKB.

Az EKB felismerve a helyzet visszásságát, a korábban követett alapelvekkel szakítva, *értékpapír-piaci programot (Securities Market Program, SMP)* hirdetett meg, amely először Írország, Portugália és Olaszország görög fertőzésből fakadó állampapír-piaci likviditási gondjait enyhítette, és az elszálló hozamok visszafogására adott enyhülést. De ezt *kényszerből* tette, és úgy is magyarázta, ami a program hatékonyságát jelentősen rontotta.⁶¹ Ugyanakkor az EKB vezetői a bevezetés pillanatától

⁵⁸ Az EKB 2011-ben leköszönt elnöke, Jean-Claude Trichet minden nyilvános szereplésekor hangsúlyozta, hogy a nem szokványos EKB-eszközök bevetése mindig valamilyen piaci fennakadás kivédésére irányult.

⁵⁹ 2012 közepéig az európai pénzügyi stabilitási mechanizmus (*European Financial Stability Mechanism, EFSM*), azt követően pedig az európai stabilitási mechanizmus (*European Stability Mechanism, ESM*). A válságkezelők szigorú feltételek mellett, IMF mintára, az IMF-fel és az EKB-val együttműködve nyújtanak hitelt, és felhatalmazásuk van a kötvénypiaci vásárlásokra is, kivételes esetben az elsődleges piacon is.

⁶⁰ Európa irányítói érzik ezt a hiányosságot, ezért elindították az unió szabályozásának teljes átalakítását, ami azt szolgálja, hogy a monetáris uniót a gazdaságpolitikai unió létrehozásával is megerősítik. Ez utóbbi kialakítása azonban sokáig a tagországok ellenállásába ütközött, 2012 elején azonban felgyorsulni látszik a folyamat.

⁶¹ Az értékpapír-piaci program célja – az EKB honlapján közzétettek szerint – az euróövezet állam- és magánadósság értékpapírpiacain a mélység és a likviditás biztosítása azokban a szegmensek-

arra helyezték a hangsúlyt, hogy a program csak átmeneti és nagyon korlátozott. „Olyan volt ez, mint amikor egy teljes fegyverzettel rendelkező haderő felvonul az ellenséggel szemben, és nem elrettenteni akarja, hanem azt bizonygatja, hogy nem fogja/akarja használni a csodafegyvereit. Így aztán senki sem ijed meg tőle” – írta találón *De Grauwe* [2011a].

A tanulmány elkészítésekor nem zárult még le a történet. Az euróövezeti államadósság-válság hullámai elérték a francia piacot, és Németországban is volt már sikertelen állampapír-aukció, bár az euróövezeti leminősítések közepette még mindig Németország az egyetlen mentesvár.⁶² Ebben a vészhelyzetben elengedhetetlenné vált az EKB beavatkozásának növelése, amit a francia államfő sürgetett, a német kancellár viszont az utolsó pillanatban megint elutasított. Ha sor került is az állampapír-vásárlásokra, azok még csak átmenetileg sem nyugtatták meg a piacot.

Az állampapír-piaci beavatkozás mellett és ellen szóló érvek mérlegét nem a hagyományok, hanem az aktuális helyzet alapján kell elkészíteni. A végső hitelezői funkció *állampapírpiacra való kiterjesztése nem veszélytelen*, s a „jegybanki szigorhoz” hű jegybankvezetők (elsősorban a német Bundesbank hagyományait képviselő EKB igazgatósági tagok) ezekre a veszélyekre sokat hivatkoztak. A kockázatok közül leggyakrabban az inflációs veszély, a fiskális költségek, a morális kockázat, valamint a likviditási és fizetéképtelenségi hatások összekeveredése merült fel. Csakhogy ezeket a *veszélyeket a válság szétterjedésből származó veszélyekkel kell szembeállítani*. Az, hogy az EKB a nagyközönség számára folyamatosan az árstabilitást hangsúlyozza, miközben az államkötvények piaca nem működik, és a bankközi piacok is befagytak, csak a gondok növekedéséhez vezetett (*Wyplosz* [2012]). Ezentúl, ha jobban meggondoljuk, a válság speciális körülményei között a potenciális veszélyek realizálódásának kicsi az esélye.

Látni kell azt is, hogy amikor a jegybanki aktivitás fokozódásának hatását felmérjük, a központi banki nyíltpiaci műveletekkel megnő ugyan a rendszerbe kerülő jegybankpénz mennyisége, de ez nem jár a szélesebb pénzmennyiség (M3) megnövekedésével, hanem csupán pótolja a bankközi kapcsolatok működési zavarai miatt nem működő mechanizmust. *Így a jegybankpénz növekedése nem okoz inflációs nyomást*. A jegybanki beavatkozások a likviditási válság bekövetkeztekor, a piaci kapcsolatok megtorpanásakor a normális működés helyreállítását szolgál-

.....
ben, ahol funkcionális zavarok észlelhetők. A végső cél az euróövezeti monetáris transzmissziós mechanizmus zavarainak elhárítása. Ezeknek az intervencióknak a likviditási hatását az EKB más instrumentumokkal sterilizálja annak érdekében, hogy a monetáris politikai funkciót ne zavarja ez a tevékenység. [Lásd az EKB honlapján (<http://www.ecb.int/home/glossary/html/act4s.en.html>) a monetáris politikai szószeret (Monetary Policy Glossar).]

⁶² A helyzet visszasságát tükrözi, hogy miközben sikertelen aukció is előfordult, nem sokkal később viszont bőséges kereslet mutatkozott a német állampapírok iránt. Miközben a bajba jutott euróövezeti tagországok olyan magas kamatfelárat kényszerülnek fizetni, ami fenntarthatatlan eladósodást generál, a német államkötvények egyes aukcióin negatív hozam alakult ki.

ják, és sokkal inkább a deflációs folyamatok megfékezésére irányulnak, semmint növelni az inflációt.

Ugyanakkor önbeteljesítő válság esetén,⁶³ ahová az euróövezeti országok egy részét ért fertőzéses sokkok vezethetnek, a központi bank beavatkozása megóvhatja országot attól, hogy beragadjon egy deflációs, alacsony növekedésű „rossz” egyensúlyi állapotba. Ezért az ilyen jegybanki intervenciónak *nincs jelentős fiskális (sterilizációs) költsége. A morális kockázat* (az, hogy túl sok állampapírt bocsátanak ki a kormányok, mert tudják, hogy számíthatnak a központi banki segítségre) *reális veszély*, de ugyanez a veszély a bankrendszerben jelentkező dominóválságok kivédésekor sem kisebb. Ott mégis magától értetődő a központi banki segítségnyújtás, aminek azonban szigorú feltételei lehetnek, ha szükségessé válik. A megoldás az lenne, hogy a nehéz helyzetbe került országokkal szemben éppen úgy korlátokat állítanak, mint a csőd közeli pénzügyi intézetekkel szemben, amikor központi banki mentőakcióra kerül sor. A likviditási helyzetet a központi bank tudja kezelni, míg a morális kockázatot a szabályozó (nemzeti szinten a kormány, euróövezeti szinten az európai főhatóságok).

Hasonlóan a buborékok kezelésének kérdéséhez, finanszírozási nehézség esetén is azt kell megvizsgálni, hogy *mitől következik be a megtorpanás*, illetve az ártorzulás az állampapírcsúcsokon. Amennyiben a központi bank (mint „végső hitelező”) egy külső hatásra⁶⁴ bekövetkező állampapír-piaci likviditási válság kezelésében nem vesz részt, s ezt a piaci szereplők előre tudják (például azért, mert az euróövezet szabályai ezt kimondják), vagy esetleg „élesben” tapasztalják, akkor az országhelyzet felárak könnyen az egekbe szökhetnek, anélkül, hogy az ország állapota és kilátásai ezt alátámasztanák. A hisztérikusan magasra ugró kockázati felár mellett akár melyik ország (a legjobbak is) kerülhet csőd közeli állapotba. Emiatt a fundamentálisan nem indokolt magasságba felpörgő hozamok megfékezése, illetve az önbeteljesítő adósságválság elkerülése érdekében a központi bankok (az EKB) végső hitelezési funkcióját érdemes az állampapírcsúcsra kiterjesztve értelmezni.

Az EKB-nak nem kellene mereven elutasítania az állampapír-piaci intervenciót, hanem ki kellene alakítania annak megfelelő mértékét, és alapelveit össze kellene hangolnia az európai pénzügyi stabilitási mechanizmussal (ESFM/ESM). Ez a dön-

⁶³ Önbeteljesítő válság alakulhat ki, amikor a piaci pánik, a téves várakozások ugrásszerűen, de a fundamentális mutatókkal nem indokolhatóan megnövelik egy ország csődveszélyét, ami aztán a megnőtt finanszírozási költségeken keresztül tényleg nehéz helyzetbe hozza az adott ország költségvetését. Ilyen helyzet jött létre 2011 őszén, amikor a olasz állampapírok hozama a 7 százalékot közelítette.

⁶⁴ Tehát amikor a külföldi befektetők elmaradása, menekülése nem az ország csődhelyzetének veszélye vagy hibás gazdaságpolitikája miatt következik be, hanem külső tényezők „fertőző” hatása miatt. Ez következett be, amikor Görögország miatt a befektetők várakozásai a többi déli országra vonatkozóan is negatívvá váltak, függetlenül attól, hogy azokban milyen eredményekre vezetett a válságkezelés.

tés késett, de 2012 elején úgy látszik, hogy ebbe az irányba lesz elmozdulás. Míg az EKB a fertőzéssel sújtott országok kimentését végezné (Olaszország, Portugália stb.), az ESFM/ESM a fizetésektelenség közelébe kerülő ország (Görögország) számára adhatná a végső menedéket. A két végső hitelezői intézmény közötti munkamegosztás szabályait már régen ki kellett volna kidolgozni.⁶⁵ Vannak azonban olyan nézetek is,⁶⁶ amelyek ragaszkodnak a régi felfogáshoz: egyértelműen a központi bankok intézményi hitelességének rombolásaként értékelik hatáskörüik kiterjesztését a bankrendszeren kívüli szegmensekre, illetve a tagállamok kimentésére, s sürgetik az ezekről a területekről való mielőbbi visszavonulást (*Sibert* [2011]). Más szakértők viszont csak az EKB szerepének kiterjesztésében látnak megoldást (*De Grauwe* [2011b], *Wyplosz* [2012]).

A központi bank válságelhárítási és válságkezelési „pluszfeladatait” nehéz megkérdőjelezni, illetve az ezzel a feladatkörrel létrehozott új európai uniós intézmények csak egy bizonyos idő után tudják majd demonstrálni, hogy hitelességük, hatékonyságuk és operativitásuk nem marad el az EKB-étől. Van egy kritikus pont, amely alapján joggal vehető fel a kérdés, hogy meddig mehet el egy központi bank a bankszektoron kívüli likviditási válságok kezelésében. Ez pedig a központi banki mérleg torzulásának, a központi bank veszteségessé válásának a kérdése. Egyelőre az a helyzet, hogy amíg nulla közeli a jegybanki kamatszint, addig a sterilizált (szokványostól eltérő) intervenció nem jár pluszköltséggel. A sterilizációs állományok jövőbeli leépítésének kérdésével azonban már előre foglalkozniuk kell a hatóságoknak.⁶⁷

A válság kapcsán az EKB kétpillérű monetáris rendszerének alkalmasságát is többen vizsgálták. Ebben a rendszerben – a német hagyomány továbbviteleként – külön hangsúlyt kap a monetáris aggregátumok alakulásának az elemzése, ami helyzeti előnyt is jelenthetett volna az EKB számára a válság előrejelzésében vagy legalábbis egyes tagországok sérülékenységének a feltárásában. A túlzott hitelbővülés időben történő azonosítása elejét vehette volna az ezekben az országokban kialakult eszközártóulfutásnak, ami hozzáadódott az Egyesült Államokból érkező fertőzéshez. A második pillért (M3) azonban csak a fogyasztói inflációhoz való viszonyában és a közös valutaövezet egészére vizsgálta az EKB, és nem fordított figyelmet sem a pénzügyi stabilitási következményekre, sem pedig az országspecifikus hitelbővülési problémákra. Ez amellet szolt, hogy a jövőben az EKB pénzügyi stabilitási feladatait világosabban meg kell határozni.

.....
⁶⁵ A helyzetet tovább nehezíti, hogy tanulmányunk befejezését követően, 2012 januárjában, kilenc euróövezeti tagországot minősített le a Goldman Sachs hitelminősítő. Franciaország is elvesztette AAA besorolását. Ez nehezíti és megdrágítja az ESFM-en keresztüli válságkezelést.

⁶⁶ Ezeket a nézeteket képviselték az EKB kormányzótanácsának a megbízatásuk lejártá előtt lemondott döntéshozói is: Axel Weber, a Bundesbank elnöke, valamint Jürgen Stark, az EKB vezető közgazdásza.

⁶⁷ Ezt a kérdést részletesen elemzi *Buiter* [2010] és *Stella–Lonnberg* [2008].

Az EKB döntéseinek hátteréről jóval kevesebbet tudunk, mint amennyit más vezető központi bank esetében. A kormányzótanácsban (Governing Council) az hatfős igazgatóság tagjai és a 17 euróövezeti tagország jegybankelnökei rendelkeznek szavazati joggal. Feltehetően nagy befolyással rendelkezik az elnök és a négy legnagyobb tagország jegybankjának elnöke, illetve igazgatósági tagjai, mert másként egy ilyen nagy testület döntésképtelen. A döntések megszületésének vélhetően bonyolult a folyamata, de ez nem publikus, mint ahogy a szavazás alakulása sem. A piaci szereplők számára az ülések utáni sajtókonferencián az elnök indokolja meg a tanács döntéseit, az esetleges ellenvéleményekről azonban nincs információ. Ezt már korábban is sok kritika érte, és elemzők az EKB hitelességének egyik fő fogyatékoságaként értékelték. Jean-Claude Trichet elnök leköszönte és Mario Draghi kinevezését követően, 2011 végén fokozódtak a várakozások, hogy új időszak kezdődik az EKB döntéshozatalában, tekintettel a pénzügyi válság előtti és alatti gyenge teljesítményre. Most már nyíltan beszélnek róla szakmai körökben, hogy az EKB apparátusa nem tárta fel és vezetése sem vette észre a válság kibontakozására utaló vészjeleket, majd a „tűzoltás” idején az EKB vonakodott megtenni a „hagyományos jegybanki szereptől idegen”, de a válság miatt halaszthatatlan lépéseket. Sokáig nyíltan ellenezte az állampapír-piaci beavatkozást és az irányított országcsődöt, és a piaci reakciókat sem mérte fel megfelelően.

Az elnökváltás kapcsán élesedő kritikák⁶⁸ arra is rámutatnak, hogy az EKB igazgatóságának kiválasztási gyakorlata, amely szerint jelöléskor szinte kizárólag csak a tagországok jegybankárai jöhetnek szóba, eltér a többi nagy tekintélyű központi bank gyakorlatától, ahol a döntéshozó testületekben jelentős szerepet játszanak az akadémiai szaktekintélyek és a piacelemző közgazdászok is – éppen azért, hogy a „tradicionális központi banki” gondolkodáshoz új szemlélet társulhasson.⁶⁹ Az innovatív gondolkodás válságidőben elengedhetetlenül fontos. Éppen ebből volt hiány az EKB-ben, ahol a Bundesbank hagyományos megoldásai érvényesültek, amelyek egyébként sok tekintetben nagyon fontosak, de a válságban megváltozott körülmények kezeléséhez nem bizonyultak elegendőnek. Az új vezetés feladata, hogy az EKB működését úgy alakítsa át, hogy a „csoportszellemű” döntéshozatalnak az árnyéka se vetődhessen rá, s a döntések transzparenciája a „modern jegybanki tevékenység” színvonalára emelkedjen. Emellett arra is szükség lenne, hogy a EKB döntéshozó testületének mérete és a tisztségviselők kinevezése elsődlegesen szakmai és hatékonysági szempontokat tekintve alakuljon át. Ez azonban az Európai Unió tagországainak döntését igényelné.

⁶⁸ Lásd *Wyplosz* [2011], *Wolff* [2011].

⁶⁹ A legtöbb jól működő központi bank monetáris tanácsában vagy igazgatóságában több olyan tag is van, akik elismert kutatói vagy piaci elemzői múlttal rendelkeznek. Például ilyen a Fed, a Bank of England, a svájci, a norvég, a chilei, a kanadai és a svéd nemzeti bank.

KÖVETKEZTETÉSEK

A kétezres évek első évtizedének végére kialakult pénzügyi válság legfőbb tanulsága a központi bankokra nézve az, hogy az árstabilitás nem feltétlenül jár együtt a tartós pénzügyi stabilitással. Ezért meg kell változtatni a jegybank elmúlt két évtizedben általánosan betöltött feladatkörét. Az átalakításnak vannak széleskörűen elfogadott elemei, és vannak olyanok is, amelyekről ma még élénk vita folyik. A központi bankok szerepköre a jövőben kibővül a makroprudenciális felügyelettel. Egyre több jel utal arra, hogy a válságkezelés csak akkor lehet hatásos, ha a központi bankok végső hitelezői szerepét a lehető legszélesebben értelmezik, és ezt a jegybanktörvényi szabályozás is lehetővé teszi.

A válság nem kérdőjelezte meg a korábbi konszenzust: a központi bankok elsődleges feladata a jövőben is a monetáris politika lesz, amely az árstabilitás fenntartására irányul. Ugyanakkor ezt a feladatot sokkal megbízhatóbban végezhetik a központi bankok, ha a pénzügyi stabilitás megteremtésének hatékony közreműködői lehetnek, s ehhez megvalósul a különböző intézmények közötti együttműködés. A monetáris szakértők (főleg a hangadó jegybanki vezetők) felhívják a figyelmet azonban arra, hogy a makroprudenciális felügyeleti funkcióban az eszközárakra, valamint a kormány, illetve a magánszektor eladósodására fordított „kiemelt figyelem” soha nem veszélyeztetheti az árstabilitás primátusát. Ennek veszélye ugyanis fennáll a feladatkör kibővítése után.

A válság egyértelművé tette, hogy a makroprudenciális feladatkört mindenképpen a központi bankokhoz kell telepíteni, mert egyrészt erre felkészültek, másrészt a monetáris politikai döntéshozatal hatékonyabbá tételéhez szükség is van erre.

A makroprudenciális felügyeleti funkció a központi banki függetlenség szempontjából is felvet kérdéseket. Ebben a feladatkörben a központi bank együttműködik a kormánnyal és más intézményekkel, azonban vezető szerepe a rendszerkockázati tanácsokban csak javaslatételre korlátozódik, sem döntő szava, sem eszközei nincsenek a végrehajtást illetően (hacsak az új szabályozásban nem bővítik a hagyományos eszköztárat). A hatásos monetáris politikához elengedhetetlen jegybanki függetlenséget a jövőben is pontosan deklarálni kell.

Ki kell alakítani/bővíteni kell a központi bankok és a többi pénzügyi felügyeleti intézmény makroprudenciális eszköztárát. Ennek többféle modellje is létezik, de a feladattal szembeni követelmények egyértelműek, amelyeket bármilyen intézményi és irányítási struktúra alakul is ki, be kell tartani.

A mikroprudenciális (bankrendszeri és értékpapír-piaci) felügyelet intézményi megvalósításának is többféle módja lehetséges. A makroprudenciális feladattal megnövelt központi banki megbízatás meglehetősen bonyolulttá tette a bankok belső szervezetét, s ezért a mikroprudenciális felügyelet intézményi elkülönültsége mellett számos érv hozható fel. Mindenhol fontos követelmény azonban, hogy a központi bank – mint a monetáris politika független formálója –, a makro- és

mikroprudenciális hatóságok és a kormány között hatékony legyen az információcsere, és a cselekvéseik harmonizáltak legyenek.

Vannak olyan szakértők is, akik támogatják, hogy a központi bankok rendszerintű kockázatok feltárásában játszott „tűzjelző” szerepük mellett saját belátásuk szerint vegyék elejét a kockázat növekedésének, valamint a „tűzoltásban” is aktívan vegyenek részt. Az államadósság-válságok mindenütt a világon a felelős döntéshozókat is ebbe az irányba kényszerítik. Amikor nem látható előre, hogy a csődbe jutott országok kimentéséhez mekkora mentőcsomagra van szükség – mint 2012 elején az euróövezetben –, akkor az egyetlen hiteles mentőintézmény a központi bank lehet.

A központi bankok belső szabályozása kapcsán is felvetődnek kérdések. A válság előtt széleskörűen használt inflációs célt követő, rugalmas monetáris rendszerek az árstabilitási funkció szempontját jól szolgálták, a monetáris szakértők többsége szerint ezt meg kell őrizni. Szükség van azonban arra, hogy a monetáris döntéshozók több információval rendelkezzenek a várakozásokról, a piaci szereplők kockázatt vállalási magatartásáról és a monetáris intézkedések gazdasági ciklusra gyakorolt hatásáról. Az e téren lévő hiányosságok okozták azt, hogy a legbefolyásosabb központi bankok is „elnézték” a válsághoz vezető folyamatokat, és tévesen ítélték meg a válság kibontakozását.

A központi bankok pénzügyi stabilitási funkciójának megerősítése veszélyeket is rejt és konfliktusokat is okozhat független monetáris politikával. Nemcsak azért, mert a feladatok számának növelésével nagyobb a tévedési lehetőség, hanem a hitelessége szempontjából is. Az egyik funkció ellátásának színvonala hat a másik funkció hitelességére. A monetáris politika transzmissziós időhorizontja rövidebb, mint a pénzügyi instabilitást okozó egyensúlytalanságból való felépülési időszaka, ezért nagyon fontos, hogy a két funkció, habár szorosan összefüggnek, világosan elhatárolódjanak a központi bankok tevékenységében és belső szervezetén belül is. Ezeknek a lehetséges konfliktusoknak a kivédésére megfelelő biztosítékokat kell kidolgozni.

Az euróövezet központi bankjának tevékenysége a válság következtében ugyancsak kibővült és változott: egyrészt a makroprudenciális felügyelet megbízatásával, másrészt a végső hitelezői funkció aktív gyakorlásával. A jelek szerint azonban ezeket az új feladatokat az EKB vezetői és néhány tagország (elsősorban Németország) illetékesei nem úgy kezelik, mint amelyek hiányoztak az elmúlt évtizedek központi banki konszenzusából, hanem mint amelyek „átmeneti rosszként” zavarják a „klasszikus” központi banki tevékenységet, és idegenek a monetáris politikától. Igaz, hogy ezeket a funkciókat az EKB-nak csak válság idején és annak is a legsúlyosabb szakaszában kell gyakorolnia, de az ilyen esetekre állandó felhatalmazással kellene rendelkeznie.

A válság tapasztalatai alapján célszerűnek látszik újraértelmezni a központi bankok végső hitelezési funkcióját, kiterjesztve a bankrendszeren kívüli piaci szegmensekre, beleértve az állampapírpiacon is. Különösen fontos lenne, hogy az euróövezeti tagok az EKB végső hitelezői szerepvállalásának szabályozásában egységgre jussa-

nak. A tervek szerint az euróövezetben frissen kialakított válságkezelő alapok és mechanizmusok feladata lesz a bankszektoron kívüli végső hitelezői funkció betöltése. Ezek az intézmények azonban sohasem érhetik el a hitelességnek és a cselekvőképességnek azt a szintjét, amivel az euróövezetben az EKB rendelkezik.

A központi bankok működésének újragondolásakor megfogalmazódtak olyan javaslatok is, amelyek hosszabb távon – a válság elmúltával – javíthatnák a nemzetközi pénzügyi rendszer működését. E feladat megvalósítása érdekében alakult meg az EKB mellett működtetett Rendszerkockázati Testület. Egy másik javaslat az EKB irányítási és döntéshozatali rendszerének megújítására vonatkozik, ami a tagországok képviselőit alapozott, túlzottan nagy méretű döntéshozó testület (kormányzótanács) helyébe egy kisebb méretű, de több külső akadémiai és piaci szakértelmet képviselő tanácsot léptetne. A döntések háttérének nyilvánosságra hozatala – a szavazatok és rövidített jegyzőkönyvek közzétételével – az EKB válság által megtépzott hitelességet növelhetné, megszüntetné a gyanakvást, hogy az EKB kormányzótanácsában a kulisszák mögött a szakértelem helyett a „csoport-szellem” uralkodik.

Az EKB szabályozása és működése mindaddig nem lesz kellően hiteles, amíg nincs módja egy, az integráció gazdaságpolitikájáért felelős euróövezeti partnerintézménnyel (a nemzeti kormányok megfelelőjével) együttműködni. Ehhez egyrészt az kellene, hogy az euróövezet jelentősen előrelépjen a tagországok gazdaságpolitikájának egységesítésében, amit az euróövezet irányításának folyamatban lévő teljes átalakítása tűzött ki célként. Egyre többen felismerik, hogy a monetáris unió önmagában – gazdasági és politikai unió nélkül – nem képes kiküszöbölni a jelenlegi válsághoz hasonló megrázkódtatásokat. Bár inkább a szakértők, mint a döntést hozó politikusok vannak ezen a véleményen, de a válság szorításában azért mutatkozik előrelépés. Ezért is figyelemre méltó, hogy az EKB 2011-ben leköszönt elnöke, Jean-Claude Trichet, megbízatása végén nagyon határozottan szorgalmazta az euróövezeti közös fiskális kormányzat (pénzügyminiszteri funkció) létrehozását.

Már a válság előtti időket is jellemezte, hogy a nagy országok (és az integrációk) központi bankjainak döntései átgűrűznek és káros turbulenciát (például tőke-megállást, tőkemenekítést, valutaárfolyam-sokkot stb.) okoznak a többi országban, régióban. A jelenlegi pénzügyi válságban ezek a fertőzéses hatások még jobban felerősödtek. A nagy országok monetáris politikájából fakadó káros „mellékhatások” mérséklésére született a nemzetközi monetáris politikai tanács létrehozásának gondolata (*Eichengreen és szerzőtársai* [2011]). Ebben az új nemzetközi intézményben a legbefolyásosabb központi bankok képviseltetnék magukat, és az országok legfelső vezetői számára készítenének jelentést arról, hogy központi bankjaik legfrissebb döntései milyen következménnyel járhatnak a világ többi országára nézve.

IRODALOM

- AHAMED, L. [2010]: *The Lords of Finance: The Bankers Who Broke the World*. Penguin Press.
- BAGEHOT, W. [1873]: *Lombard Street: A Description of the Money Market*, 14th ed., Henry S. King and Co., London, <http://www.econlib.org/library/Bagehot/bagLom.html>.
- BARRO, R. J.–GORDON, D. B. [1983]: A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. *The Journal of Political Economy*, Vol. 91. No. 4. 589–610. o.
- BEAN, C. [2011]: *Central Banking Then and Now*. Speech at the Sir Leslie Melville Lecture, Australian National University, Canberra, július 12.
- BECK, T. (szerk.) [2011]: *The Future of Banking*. Centre for Economic Policy Research (CEPR), VoxEu.org eBooks, http://www.voxeu.org/sites/default/files/file/the_future_of_banking.pdf.
- BERNANKE, B. S. [2010]: *Monetary Policy and the Housing Bubble*. Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, január 3.
- BINI-SMAGHLI, L. [2011]: *Macro-Prudential Supervision and Monetary Policy – Linkages and Demarcation Lines*. OeNB Annual Economic Conference on “The Future of European Integration: Some Economic Perspectives”, Bécs, május 23.
- BIS [2009]: *Issues in the Governance of the Central Banks*. A report from the Central Bank, Governance Group, <http://www.bis.org/publ/othp04.pdf>.
- BIS [2010]: *The Future of Central Banking under Post-Crisis Mandates*. Ninth BIS Annual Conference. BIS Papers, No 55. Monetary and Economic Department, <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap55.pdf>.
- BLANCHARD, O.–DELL’ARICCIA, G.–MAURO, P. [2010]: *Rethinking Macroeconomic Policy*. IMF Staff Position Paper, 10/03.
- BLINDER, A. S. [1998]: *Central Banking in theory and practice*. The MIT Press, Cambridge, MA, London,
- BLINDER, A. S. [2004]: *The Quiet Revolution. Central Banking Goes Modern*, Yale University Press.
- BLINDER, A. S. [2005]: *Monetary Policy by Committee: Why and How?* Central Banking by Committee, Amszterdam, november 28.
- BLINDER, A. S. [2010]: *How Central the Central Bank Should Be?* *Journal of Economic Literature*, Vol. 48. No. 1. 123–133. o.
- BUITER, W. H. [2009]: *A Tragedy of Errors. The Unfortunate Uselessness of Most ‘State of the Art’ Academic Monetary Economics*. *Maverecon* blog, március 3. <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/03/the-unfortunate-uselessness-of-most-state-of-the-art-academic-monetary-economics/#axzz1lGaNkDmD>.
- BUITER, W. H. [2010]: *Games of ‘Chicken’ between Monetary and Fiscal Authority: Who Will Control the Deep Pockets of the Central Bank?* *Global Economics View*, Citigroup Global Markets, július 21.
- DE GRAUWE, P. [2011a]: *European Summits in Ivory Towers*. *VoxEU.com* október 26. <http://www.voxeu.com/index.php?q=node/7158>.
- DE GRAUWE, P. [2011b]: *The Governance of a Fragile Eurozone*. CEPS Working Documents, No. 346. <http://www.ceps.eu/book/governance-fragile-eurozone>.
- DEBELLE, G.–FISCHER, S. [1994]: *How Independent Should a Central Bank Be? Megjelent: Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers*. Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series, No. 38. <http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf38/conf38f.pdf>

- EICHENGREEN, B. ÉS SZERZŐTÁRSAI [2011]: Rethinking Central Banking. Committee on International Economic Policy and Reform, szeptember, http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/reports/2011/09_ciepr_central_banking/Rethinking%20Central%20Banking.pdf.
- ERKT [2011a]: Az Európai Rendszerkockázati Testület ajánlása (2011. szeptember 21.) a devizahitelezésről. (ERKT/2011/1) (2011/C 342/01) http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/ESRB_2011_1.hu.pdf?e02b39b881cb3c3fa8d6ac4f7402b66a.
- ERKT [2011b]: Recommendations and Policy Responses. Annex to the ERKT [2011a], 2011. október.
- EU [2002–2003]: Is the European Central Bank Working? House of Lords, Select Committee Report on the European Union Session, 42. Report.
- EU [2010]: Jegyzőkönyv a központi bankok európai rendszere és az európai központi bank alapokmányáról. HL C 83/230. március 30 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0201:0328:HU:PDF>.
- FED [2011]: Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. Board of Governors of the Federal Reserve, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst.htm>.
- FELDSTEIN, M. [2010]: What Powers for the Federal Reserve? Journal of Economic Literature, Vol. 48. No. 1. 134–145. o. <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/jel.48.1.134>.
- FISCHER, S. [1994]: Modern Central Banking. Megjelent: *Capie, F. és szerzőtársai: The Future of Central Banking. The Tercentenary Symposium of the Bank of England*. Cambridge University Press, Cambridge.
- GONZÁLES-PARÁMO, J. M. [2011]: The ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures during the Current Financial Crisis. The Macroeconomic Impact of Non-standard Monetary Policy Measures. ECB Workshop, Frankfurt am Main, március 24.
- GONZÁLES-PÁRAMO, J. M. [2011]: The ECB's Non-Standard Measures during the Current Financial Crisis. The Macroeconomic Impact of Non-standard Monetary Policy Measures, ECB Workshop, Frankfurt am Main, március 24.
- GOODHART, C. A. E. [1999]: Myths about the Lender of Last Resort. International Finance, Vol. 2. No. 3. 339–360. o. <https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2006/Myth-lender.pdf>.
- GOODHART, C. A. E. [2010]: The Changing Role of Central Banks. BIS Working Papers, No. 326. Monetary and Economic Department, <http://www.bis.org/publ/work326.pdf>.
- GREENSPAN, A. [1996]: The Challenge of Central Banking in a Democratic Society. Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C., december 5.
- HEFEKER, C.–HAYO, B. [2008]: Does Central Bank Independence Cause Low Inflation. A Skeptical View. Paolo Baffi Centre Research Paper Series, No. 2008-04.
- KYDLAND, F. E.–PRESCOTT, E. C. [1977]: Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Journal of political Economy, Vol. 85. No. 3. 473–492. o. http://www.tek.uni-corvinus.hu/files/szovegek/kydland_prescott_rules_rather_than_discretion.pdf.
- MISHKIN, F. S. [1996]: What the monetary policy can and cannot do? Monetary Policy in Transition in East and West: Strategies, Instruments and Transmission Mechanisms. Oest-West Konferenz, Oesterreichische Nationalbank, Bécs, 13–32. o.
- MISHKIN, F. S. [1999]: Central Banking in a Democartic Society: Implication for Transition Countries. Megjelent: *Blejer, M.–Skreb, M. (szerk.): Central Banking, Monetary Policies and the Implications for Transition Economies*. Kluwer Academic Publishers, Boston, 30–53. o. és Zagreb Journal of Economics, Vol. 3. No. 3. 51–74. o.

- MISHKIN, F. S. [2007]: Will Monetary Policy Become More as a Science? NBER Working Paper, 13566. <http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/papers/nberwp.w13566.pdf>.
- MISHKIN, F. S. [2009]: Not All Bubbles Present a Risk to the Economy. Financial Times, november 9. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/98e7c192-cd5f-11de-8162-00144feabdc0.html#axzz11CixM5Pk>.
- MISHKIN, F. S. [2011]: Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis. NBER Working Paper, 16755. http://www.nber.org/papers/w16755.pdf?new_window=1.
- POLLARD, P. [2004]: Monetary Policy-Making Around the World: Different Approaches from Different Central Banks, FED Bank of St. Louis.
- ROGOFF, K. [1985]: The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Policy. Quarterly Journal of Economics, 100. 1169–1190. o.
- SARKOZY MEETS... [2007]: Sarkozy meets resistance over ECB. New York Times, május 8. <http://www.nytimes.com/2007/05/08/world/europe/08iht-ecb.5.5626427.html>.
- SIBERT, A. C. [1999]: Monetary Policy Committees: Individual and Collective Reputations. CEPR Discussion Paper, 226.
- SIBERT, A. C. [2006]: Central Banking by Committee. CEPR Discussion Papers, No. 5626.
- SIBERT, A. C. [2011]: The Damaged ECB Legitimacy. Vox, szeptember 11. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6980>.
- STELLA, P.–LONNBERG, Å. [2008]: Issues in Central Bank Finance and Independence. IMF Working Papers, 08/37.
- SVENSSON, L. E. O. [2000]: Open-Economy Inflation Targeting. NBER Working Paper, 6545.
- SVENSSON, L. E. O. [2009]: Flexible Inflation Targeting. Lessons from the Financial Crisis Speech at the Workshop. Towards a New Framework for Monetary Policy? Lessons From The Crisis. Netherlands Bank, Amszterdam, szeptember 21.
- SVENSSON, L. E. O. [2010]: Some Problems with Swedish Monetary Policy and Possible Solutions. Fastighetsvärlden's conference, Stockholm, november 24. http://www.riksbank.se/Upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Tal/2010/101124e.pdf
- TAYLOR, J. B. [1993] Discretion versus Policy Rules in Practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39. <http://www.stanford.edu/~johntayl/Papers/Discretion.PDF>.
- WOLFF, G. B. [2011]: Changing of the Guard. Challenges ahead for the New ECB President. Bruegel Institute Contribution, 10. <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/600-changing-of-the-guard-challenges-ahead-for-the-new-ecb-president/>.
- WYPLOSZ, C. [2000]: Do We Know How Low Inflation Should Be? First Central Banking Conference on "Why Price Stability?" European Central Bank, november 2–3.
- WYPLOSZ, C. [2011]: Changing of the Guard at ECB. European Parliament. Megjelent: Monetary Dialogue, október, 31–41. o. <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201111/20111121ATT32049/20111121ATT32049EN.pdf>.
- WYPLOSZ, C. [2012]: Happy 2012? Vox, január 3. <http://www.voxeu.com/index.php?q=node/7487>.