

A JEGYBANKOK VÁLTOZÓ SZEREPE

Charles Goodhart: The changing role of central banks
BIS Working Papers 326, 2010

A központi bankok létezésük óta ugyanazt a célt követték, elsődlegesen az ár- és a pénzügyi stabilitást. A célkitűzés eléréséhez szükséges feladatok értelmezése azonban változik. Három korszak azonosítható, amikor a feladatkörök értelmezése stabilizálódott. A korszakokat elválasztó átmeneti időszakokban – amilyenben a 2008-as világgazdasági válság után jelenleg is vagyunk – a jegybankok szerepe kérdésessé vált.

TÖRTÉNELMI BEVEZETÉS

Történelmi összefüggésben a központi bankoknak három fő feladata azonosítható. A jegybank felelőssége: az árstabilitás fenntartása, a pénzügyi stabilitás és növekedés megteremtése, illetve az állam gazdaságpolitikájának válságos időszakban való támogatása, amit szokványos időszakokban felváltott az állam pénzügyi hatalmának korlátozása. A domináns funkció alapján három fő stabil korszak különböztethető meg a jegybankok történelmében:

- a viktoriánus kor (1840–1914),
- a kormányzati beavatkozás és irányítás időszaka (1930–1960) és
- a piacok diadalának korszaka (1980–2007).

Az átmeneti időszakokban a jegybankok szerepköre kérdésessé vált.

1. A VIKTORIÁNUS KOR (1840–1914)

Ebben az időszakban a nemzetközi monetáris közeget az aranystandardrendszer uralta, a jegybankok fő feladata pedig a pénzügyi stabilitás megteremtése volt az adott rendszer keretein belül. A jegybanki válaszok általában egy ökölszabályt követték, mint például a *Palmer-szabályt*, ami az irányadó rátára, vagy a *Bagehot-szabályt*, ami a végső hitelezői szerepre vonatkozott. A szabályok közül azonban a *reál-váltó doktrína* a kiemelendő. Ebben a korban a kormányzatok békeidőben – kis mértékű – költségvetési többlettel rendelkeztek, a költségvetési hiány általában csak háború esetén jelent meg. Az általános feltételezés szerint az állampapírok – váltók és kötvények – mögött nem volt reálfedezet, így az államadósság-vásárlás a nyíltpiaci műveletekhez hasonlóan kifogásolható volt. A reál-váltó doktrína egységes elméleti alapot is nyújtott a monetáris politika és a pénzügyi stabilitás szempontjából: ameddig a hitelezés mögött „reál-váltó”, azaz reálfedezet volt, az egyszerre biztosította az ár- és pénzügyi stabilitást. Ugyanakkor a reál-váltó doktrínával volt egy baj, ugyanaz ami a DSGE-modellek alapjául szolgáló reál üzleti ciklusok modelljében is található: az az implicit feltételezés, hogy a magánszektor természeténél fogva ön-stabilizáló. Ez a feltételezés azonban nehezen tartható.

A Nemzetközi Fizetések Bankja 2010. június 24–25-én, Luzernben megtartotta IX. Éves Konferenciáját a „Jegybankok válság utáni szerepéről”. Az eseményen jegybankok és tudományos intézmények vezetői, képviselői cseréltek eszmét ebben a témakörben. A cikk *Charles Goodhart* előadására épül, amelyet ezen a konferencián tartott. Charles Goodhart a London School of Economics professzora, a központi banki elmélet, a bankszabályozás és a monetáris politika szakértője.

2. A KORMÁNYZATI BEAVATKOZÁS ÉS IRÁNYÍTÁS IDŐSZAKA (1930–1960)

Az 1929-es nagy gazdasági világválság, az aranystandard-rendszer összeomlása, az új, állami beavatkozást támogató szocialista gondolkodásmód gyors térnyerése együttesen a központi bankok filozófiájának változását idézték elő. A korábbi jegybanki célok, modellek és a gondolkodási keretrendszerük szétesett.

A deflációs környezetben a kormányzat vette át az uralmat a kamatlábak felett: a jegybankelnökök szerepe csökkent, a legtöbb országban a monetáris irányítás a politikai vezetés hatáskörébe került. A monetáris politikába történő kormányzati beavatkozás mögött nem volt komoly elmélet, inkább a pragmatizmus dominált. Néhány kivételtől eltekintve, mint például a II. világháború utáni Németország, Svájc és az Amerikai Egyesült Államok, az országok többségében politikusok, és nem a jegybankárok irányították a monetáris politikát. A jegybankárok csak közvetett módon, a felelős miniszterek tanácsadóiként tudtak hatást gyakorolni a monetáris politikára. Az Egyesült Királyságban az 1950-es és 1960-as években például a pénzügyminisztérium nem engedte meg, hogy a Bank of England közvétegye a saját gazdasági előrejelzését és törekedett a Bank of England negyedéves közlönyeiben szereplő gazdasági kommentárok cenzúráására.

A gazdasági válságot követően általános vélekedésnek számított, hogy a pénzügyi szektorban jelentkező verseny káros a gazdaság stabilitására, emiatt a kormányzati szabályozás tudatosan, oligopóliumokat létrehozva mérsékelte a versenyt. A hitelezés körülményei részletesen meg voltak határozva, pénzügyi innovációk bevezetésére tehát kevés lehetőség adódott. A rendszer ugyan

valóban stabil környezetet hozott létre, viszont a gazdaság növekedése elmaradt a potenciálistól. A központi bankok szerepe a gazdaságpolitikai tanácsadásra, a felügyeleti rendszer működtetésére és a piacok kezelésére korlátozódott.

3. A PIACOK DIADALÁNAK KORSZAKA (1980–2007)

A kormányzati irányítás rendszerének összeomlását annak nem kielégítően hatékony jellege, a folyamatban lévő információs forradalom, illetve a külső piaci nyomás idézték elő. A Bretton Woods-i rendszer 1973-as eltörlését egy korszak végének, és egy másik kezdetének tekinthetjük. 1973 után csökkent az állam piacot formáló szerepe, ezzel együtt a piaci folyamatok váltak domináns tényezővé, a növekedés előmozdítása lett a gazdaságpolitika fő célja.

Az 1970-es években a monetaristák és a keynesiánusok vitáit zavaros politikai döntéshozatal, illetve magas és változékony infláció kísérte. Ez *Paul Volcker* monetarista pragmatizmusával ért véget 1979-ben, és fokozatosan az inflációs célkövetés rendszere vált hangsúlyossá. Az átmeneti időszakban – néhol egészen a 90-es évekig – még mindig a kormány határozta meg az alapkamatot, amely gyakran vezetett érdekellentétekhez. Összeférhetetlenség volt ugyanis a pénzügyi stabilitáshoz szükséges, valamint a kormány expanzív politikáját támogató alapkamat mértéke közt.

Az eurodóllár-piac kialakulása, illetve a globális pénzügyi rendszer fejlődése megváltoztatta a bankok jellegét, valamint az ágazat szabályozását. Addig ugyanis hitelnyújtó képességüket nagyban a náluk elhelyezett betétek mennyisége, illetve az általuk birtokolt likvid eszközök – nagyrészt állampapírok –

határozták meg, az eurodollár-piac kialakulása viszont megkönnyítette a likviditáshoz való hozzáférést. A magas fokú tőkésítés csökkentette a sajáttőke-arányos megtérülést, ezért a bankok jellemzően kockázatosabb stratégiák irányába mozdultak. Ebben az időszakban nőtt a lakossági hitelezés aránya, illetve elterjedt az értékpapírosítás gyakorlata, ami tovább növelte a rendszer inherens, rejtett kockázatait. A 2008-as válság felszínre hozta az addig rejtett kockázatokat, a krízis egyik legfontosabb következménye pedig a központi bankok szerepének változása lehet.

A JEGYBANKOK JÖVŐBELI SZEREPE

A jegybankok egyik legfontosabb szerepe az aktuális rendszerben a megfelelő mennyiségű likviditás biztosítása a bankok, illetve a piac számára. Ha elfogadjuk, hogy szükséges a pénzügyi stabilitást felügyelő szerv létrehozása, amelynek rálátása és beleszólása van a bankok nyíltpiaci műveleteibe, azt is el kell fogadnunk, hogy ez a szerep csak a központi bankokra hárulhat. Adódik a kérdés, hogy vajon rendelkezhet-e az alapkamat felett olyan intézmény, amely egyben felelős a piaci stabilitásért és a megfelelő likviditás biztosításáért is. Láthatuk viszont, hogy az alapkamat meghatározása nem volt mindig a jegybank feladata, illetve a likviditást nyújtó, nyílt piaci műveletek gyakran hatásosabb eszközök az alapkamatnál (a *zero lower bound* törvénye miatt).

Mint az a válságból kiderült, az árstabilitás alapkamaton keresztüli fenntartása nem vezet általános pénzügyi stabilitáshoz. A probléma viszont nem önmagában az alapkamat és az inflációs cél rendszerében rejlik, hanem más makroprudenciális intézkedések hiányában.

Adódik tehát a kérdés, hogy a jövőben a jegybankok feladata lesz-e a pénzügyi rendszer stabilitásának őrzése.

1. KÖLCSÖNHATÁS A KORMÁNNYAL

Ha a központi bankok feladata nem csupán az árstabilitás őrzése, hanem a pénzügyi rendszer stabilitásának felügyelete is, fontos megfigyelnünk, hogy szerepüknek több ponton is ütköznie kell a kormányzati gazdaságpolitikával. A jegybanki tevékenység a következő pontokban kerül kölcsönhatásba a kormányzati gazdaságpolitikával:

Bankadók. Barack Obama 2010-es bankadóra tett ajánlása óta a legtöbb országban a jogalkotók elé került a hasonló jellegű adók bevezetésének ötlete. Egy esetleges bankadó alkalmazása nagyban befolyásolná a pénzügyi rendszer stabilitását, így annak meghatározásában részt kell vennie a jegybanknak is.

Szankciók adminisztrálása. A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság – a nemzetállamok túlzott beavatkozása miatt – sosem hozott létre egy kielégítő rendszert a tőkekövetelményeknek nem megfelelő bankok szankcionálására. Továbbá a bázeli követelményekre a bankok minimumként tekintettek – ellentétben az eredeti elképzeléssel –, így nem jöttek létre megfelelő tőkepufferek egy esetleges válság idejére. A nemzetállami kormányoknak és a jegybankoknak együtt kell működniük a követelmények betartásában.

Adósságkezelés. A jegybank egyik legfontosabb szerepe sokáig (1694–1997) az államadósság kezelése volt. Am ahogy az államadósság GDP-hez viszonyított aránya csökkent, illetve a műveletek egyre inkább standardizálttá váltak, csökkent a jegybank ilyen jellegű szerepe is. A 2008-at követő adósságvál-

ságok (Görögország, Spanyolország, Portugália) miatt szükséges az eredményes költségvetési politika és a piacokat ismerő szaktudás hatékony kombinálása, a központi bankok szerepe tehát ismét növekedhet az államadósság kezelésének tekintetében.

Bankszanálás. A jegybankok csak likviditást nyújthatnak, tőkét viszont nem, ezért egy esetleges banki csődöt követő szanalási folyamatban gyakran kap hangsúlyos szerepet az állam által nyújtott közpénz. Emiatt rálátást kell biztosítani a kormánynak a szanalási folyamatokra. A jegybank és az állam közti kooperáció ezen a területen is kulcsfontosságú lehet.

Alapkamat módosítása. A jegybankoknak fontos feladata a rendszer likviditásának kezelése, ám ehhez nem feltétlenül szükséges az alapkamat. A pénzügyi felügyelet és az alapkamat megszüntetése túl nagy hatalmat nyújtana egy nem demokratikus keretek közt létesített intézménynek, tehát adott esetben szükségessé válhat az alapkamat feletti állami ellenőrzés bevezetése.

2. MÁS SZABÁLYOZÓKKAL ÉS FELÜGYELETI INTÉZMÉNYEKSEL VALÓ INTERAKCIÓ

A jegybanknak felügyelnie kell mind a bankok, mind más pénzügyi közvetítő intézmények működését, viszont nem szabad, hogy a központi bank legyen az egyetlen ilyen felügyeleti szerv. Amennyiben ugyanis a jegybanknak hatalmában áll meghatározni az alapkamatot, illetve átfogó felügyeletet gyakorolni a rendszer felett, még fontosabbá válik a központi bankoktól független felügyeleti intézmények létrehozása. Alapvető a mikroprudenciális szervek, illetve rendszerre való rálátást szolgáló bizottságok létrejötte, amelyeket prevenciók idő-

szakban a jegybankelnök irányítana, válságidőszakban pedig az adott tárca minisztere elnökölné.

Nemzetközi szinten összetettebb feladat a megfelelő felügyelet garantálása: míg a pénzügyi rendszer határokon átívelő, globális jellegű, a jogi keretrendszer nemzetállamok által meghatározott. E kettősség feloldására két megoldás merülhet fel: (1) a pénzügyi rendszer alkalmazkodása a nemzetállami szabályokhoz; vagy (2) a jogi rendszerek harmonizálása. A második opció gazdasági értelemben hatásosabb lenne, politikai egyetértés hiányában viszont nehéz ilyen rendszert létrehozni.

3. STRUKTURÁLIS FEJLŐDÉS

A fent tárgyalt második időszakban (1930–1960) a kormányzati beavatkozás természetesnek számított. Később, a piacok diadalának időszakában (1980–2007) az állami beavatkozás csak az elvárt piaci reakció mellett volt elfogadható. Az állam feladata ekkor a jogi keretrendszer megalkotására és fenntartására korlátozódott. A válságot követően az intervencionalista gazdaságpolitika időszakának nézünk elébe, ahol az ellenőrzés fő elemei a makroprudenciális felügyelet, illetve a bankadók lesznek. A kialakuló rendszerben tehát mind a kormányzat, mind a központi bank nagy szerepet vállal majd.

KONKLÚZIÓ

A viktoriánus és a piacok diadalának korszakát rendkívül sikeres monetáris rezsimek (az aranystandard és az inflációs célkövetés rendszere), a piaci mechanizmusokra való támaszkodás és a független központi bankok jellemezték. Az

1929–33-as gazdasági világválság és a defláció egy olyan korszakhoz vezettek, ahol kormányzati dominancia, jegybanki alárendeltség és közvetlen ellenőrzés volt jellemző. A mostani világgazdasági válság hatására jó eséllyel egy negyedik korszakba lépünk. Ez az új korszak a második korszak irányába történő visszalépést valószínűsít: mélyrehatóbb szabályozásokkal, nagyobb kormányzati szerepvállalással és a piaci mechanizmusokra való kevesebb támaszkodással.

Remélhetőleg ez a „jegybanki behódolás” helyett inkább egy kiegyensúlyozott partneri viszonyt fog jelenteni. A kormányval való kölcsönhatás – a bank-

adók, a szabályozás, a szankciók, az államadósság-kezelés és a bankszanálás terén – valószínűleg növekedni fog. A jegybanki függetlenség intézménye pedig partvonalra kerül. A kormányzattal való együttműködés szélesedése azonban nem indokolja a működési függetlenség feladását az alapkamat meghatározásának tekintetében. A központi bankok szerepe tehát változni és – nagy valószínűséggel – bővülni fog az új, makroprudenciális felügyeleti korszakban.

**AZ ÖSSZEFOGLALÓT KÉSZÍTETTE:
COCCHIONI BÁLINT ÉS PESUTH TAMÁS**