

A KÖZPONTI BANKOK (ÁTALAKULÓ) SZEREPE A PÉNZÜGYI STABILITÁS MEGTEREMTÉSÉBEN

Peter Praet: The (changing) role of central banks in financial stability policies
<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111110.en.html>, 2011

A 2008-as gazdasági válságot követően a pénzügyi rendszer törékeny maradt, nem pusztán az örökölt adósságállomány miatt, hanem a rendszer szerkezete miatt is. Komoly szakmai vita alakult ki a központi bankok szerepéről, és további nézetkülönbségekkel kell számolni a pénzügyi stabilitásban betöltött szerepüket illetően.

HIÁNYOSSÁGOK A VÁLSÁG KAPCSÁN

A válságot elemezve elmondható, hogy nem működtek a fegyelmező mechanizmusok az adósságkezelésben, gyakran a kölcsönösen egymást gerjesztő piaci és kormányzati kudarcok miatt. A költségvetési szabályok – mint például a Maastrichti Szerződésben foglalt ún. *ki nem mentési klauzula* („no-bail-out” szabály) – nem foglalkoztak az adósság akkumulációjával. A monetáris politika szerepe még vitatott a válság kialakulását illetően, ugyanakkor a tőkeáttétel költségét jelentősen meghatározta.

A váratlan eseményekkel szembeni figyelem és felkészültség hiánya szembetűnő volt. A jegybankok túl kevés erőfeszítést tettek az olyan helyzetek megelőzése érdekében, amelyek sürgős likviditási segítségnyújtást tettek volna szükségessé. Más hatóságok is érintettek voltak, például a mikroszintű felügyeletek vagy pénzügyminisztériumok.

PÉNZÜGYI STABILITÁS: MIKRO- ÉS MAKROPRUDENCIA

A pénzügyi stabilitás megteremtése és fenntartása fontos cél lett. E cél elérése érdekében végrehajtott széles körű reformok egyik legfőbb eleme a különálló *makroprudenciális funkció* kialakítása: egy hatóságra kell bízni a növekvő rendszerszintű kockázatok azonosítását és enyhítését. A makroprudenciális irányelv azzal, hogy az egész rendszerre kiterjed, kiegészíti a mikroprudenciális felügyeletet. A makroprudenciális funkció kialakítása azonban még folyamatban van és különböző álláspontok vannak arról, hogyan kellene a kereteit kialakítani és milyen szerepe legyen benne a központi bankoknak. A keretrendszer kialakítását több tényező is nehezíti. Egyrészt – az árstabilitással szemben – a *pénzügyi stabilitást* nehéz működőképesen meghatározni. Másrészt, nagy az érintett hatóságok száma (központi bankok, bankfelügyeletek, biztosítófelügyeletek, piaci felügyeletek, versenyhatóságok, fogyasztóvédelmi hatóságok, pénzügyminisztériumok, igazságügy-minisztériumok, szanalási hatóságok) és a cél eléréséhez számba vehető lehetséges eszközök köre.

A makroprudenciális politikában a központi bankoknak kétségtelenül fontos szerepet kell magukra vállalniuk, amit több tényező is indokol. E bankok

Peter Praet az Európai Központi Bank Igazgatóságának tagja. A cikk a szerző által a Federal Reserve Bank, Chicago és az Európai Központi Bank közös, 2010. november 10-i rendezvényén tartott beszédre épül.

nagy szakmai tudással rendelkeznek a pénzügyi rendszerek aggregált elemzéséhez. Megfelelően ösztönözve vannak a rendszerszintű kockázatok ex ante csökkentésére, mivel tipikusan a központi bankoknak kell a pénzügyi válságok kedvezőtlen hatásaival megküzdeni. Továbbá e szerepvállalással erősödne a hatékony koordináció a monetáris politika és a pénzügyi stabilitásért felelős politika között úgy, hogy közben mindkettő megőrizné autonómiáját.

A pénzügyi és reálszektorok közötti erős kölcsönös függőség miatt valószínűleg fontos lesz a két terület közötti *szakpolitikai koordináció*. Az új pénzügyi stabilitás elérésében a központi bankok szerepéről különböző álláspontok vannak. A különbségek országspecifikus körülményekből adódnak, hiszen nem létezik uniformizált megoldás. Az Európai Unióban ennek megfelelően a tagországok különböző megközelítéseket alkalmaztak.

ÚJ FELÜGYELETI RENDSZER

2011-től az Európai Unióban egy új pénzügyi felügyeleti rendszer lépett működésbe, ami magában foglalt három új – a mikroprudenciáért felelős – európai felügyeleti hatóságot a bank, a biztosítási- és értékpapír piacon, illetve a makroprudenciáért felelős *Európai Rendszerkockázati Testületet*. Az ERKT fő feladata a rendszerszintű kockázat felmérése, figyelmeztetések kiadása és szükség esetén javaslattétel az illetékes döntéshozóknak.

Az EKB-nak fontos szerepe van az új felügyeleti rendszerben, az ERKT döntéshozó szerveiben a központi bankárok adják a többséget. Az EKB támogatja az ERKT működését, feladata az elemzési, statisztikai, adminisztratív és logisztikai

támogatás biztosítása. Az EKB-nak a pénzügyi stabilitás eléréséhez és fenntartásához való hozzájárulása nem kizárólag az ERKT hatékony működéséért való felelősségében merül ki.

Magától értetődően, az EKB *monetáris politikája* is hatással van a pénzügyi stabilitásra. Egyes nézetek szerint hatalmas nézetbeli változások várhatóak a központi bankok szerkezetében és monetáris politikai stratégiájában, miszerint az árstabilitást és a pénzügyi stabilitást egyenrangú célként fogják követni. Mások – köztük Peter Praet – szerint azonban nem szükségesek nagy változtatások a monetáris politika intézményi és stratégiai kereteiben. Azonban a központi bankok eddigi szokásos működése sem megfelelő.

A KÖZPONTI BANKOK MŰKÖDÉSE

Az eddig szokásos működés szerint a központi bankoknak csak a rövid távú infláció előrejelzésével kell reagálniuk a pénzügyi egyensúlytalanságokra. Ha a pénzügyi egyensúly tovább romlik, a buborék robbanása után a központi bankoknak „takarító” stratégiát kell folytatniuk. A legjobb, amivel a központi bankok a pénzügyi stabilitáshoz hozzájárulhatnak az egyszerűen az *árstabilitás fenntartása*.

Ez a nézet a monetáris politika és pénzügyi stabilitási politika szigorú elkülönítését jelenti. A központi bankok tudatában voltak annak, hogy a pénzügyi stabilitás alapvető fontosságú a kiegyensúlyozott monetáris politika érdekében. A pénzügyi egyensúlytalanságok lehetséges következményeinek a jelentőségét mégis alulbecsülték és nem integrálták rendszerszinten a monetáris politikát támogató elemzői apparátusba. Ez a hiba félrevezette a központi banko-

kat, és megerősítette azt az általános nézetet, hogy a monetáris és mikroprudenciális politika külön is irányítható: monetáris politikai eszközökkel a makroökonómiai stabilitás eléréséért, szabályozással és felügyelettel a pénzügyi stabilitás megőrzéséért.

Mostanra világossá vált, hogy ez a mereven dichotómikus nézet hibás, mivel a monetáris és a pénzügyi stabilitási politika eredendően kapcsolódnak egymáshoz, a pénzügyi és gazdasági feltételek közötti hangsúlyos interakciók miatt. A jelenlegi válság erőteljesen demonstrálta, hogy a korábbi – főképp mikroprudenciális orientációjú – pénzügyi szabályozás és felügyelet képtelennek bizonyult arra, hogy megfékezze a rendszerszintű kockázatok kialakulását. A kapcsolódó pénzügyi egyenlőtlenségek kibontakozása pénzügyi és gazdasági válságot okozott, ami komoly hatással volt a monetáris politika érvényesülésére. Mivel ez érintette a monetáris politika transzmissziós mechanizmusait is, a központi bankoknak nem hagyományos intézkedésekhez kellett folyamodniuk.

Népszerűbbé vált az a nézet, amely szerint bizonyos körülmények között a központi bankok aktívan cselekedhetnek a pénzügyi egyensúlytalanságok jelentette veszéllyel szemben, hogy így csökkentsék a rendszerszintű kockázatot, valamint az árstabilitást és a gazdasági jólétet érintő hosszú távú kockázatot.

MONETÁRIS ELEMZÉS

Az EKB-nál mindig fontos eszköz volt közép- és hosszú távú célok elérésében a „monetáris elemzés”. A monetáris elemzés az EKB kétpillérű keretrendszerének egyik eleme a gazdasági elemzés mellett, az árstabilitás rendszeres felmérésére. A pénzügyi és hitelezési helyzet

változásának folyamatos figyelése is része az eszközár-ingadozások kezelésének. A pénz- és hitelpiacon ritkábban bekövetkező trendek elemzése mindig az egyensúlytalanságokhoz kötődött, mert ez jobb lehetőséget biztosít az árstabilitás változása kockázatának felmérésére, mint a tipikus rövid távú előrejelzések.

A monetáris politikát illetően ennek ellenére további erőfeszítésekre van szükség a különféle rendszerszintű kockázatok és gazdasági hatásaikat hosszú távon együtt vizsgáló elemzési keretrendszer kialakításához. Ez arra ösztönözheti az EKB monetáris stratégiáját, hogy valószínűtlen, de nagyon költséges eseményeket is számításba vegyen, mint például a pénzügyi válságokat.

TRANZMISSZIÓS MECHANIZMUSOK

A pénzügyi és a reálszektor közötti transzmissziós mechanizmusokat jobban meg kell érteni. Történtek előrelépések a nem hagyományos transzmissziós csatornák – mint például a kockázattávallalási csatorna – tanulmányozásában, más területek még további munkát igényelnek. Ezek komplexitását tekintve el kell ismerni, hogy a különféle rendszerkockázatok és a monetáris politikát összekapcsoló keretrendszer fejlesztése rendkívül komplikált és komoly szellemi kihívást jelent. A túlzottan aktív monetáris politika kedvezőtlen makroökonómiai vagy pénzügyi környezettel szemben szintén kockázatot jelenthet a pénzügyi stabilitásra. A jelenlegi válságot tekintve éppen egy ilyen eset annak a kockázata, hogy nem tudjuk, mikor kell felhagyni a nem megszokott monetáris politikával. A monetáris politika tehát nem működik önmagában. A pénzügyi stabilitás főképp

mikroprudenciális és makroprudenciális politikával érhető el.

SZAKPOLITIKAI KOORDINÁCIÓ

A szakpolitikai koordináció nem könnyű, mivel az érintett hatóságok céljai különbözhetnek. Például egy kormányzat engedhet a választói vagy a pénzügyi szektor nyomásának. Egy makroprudenciális működést felügyelő hatóság pedig túlzott döntési szabadsággal rendelkezhet az eszközök tekintetében. Mindezek egy erősen szabályalapú rendszer szükségességét vetítik előre. Tekintettel arra, hogy a pénzügyi szektor jól alkalmazkodik, tudatában kell lenni annak, hogy csak a pénzügyi szektor ellenőrzése önmagában nem elegendő.

A szakpolitikai koordináció különösen egy valutaunióban jelent kihívást, például az Európai Gazdasági és Monetáris Unióban, ahol a monetáris integráció

nagyobb lépésekkel haladt előre, mint a pénzügyi stabilitás és a fiskális politika integrációja. Fontos lépés volt, hogy lehetővé tették az ERKT számára az országspecifikus javaslattevést, de hatáskörének további megerősítése is megfontolandó lehet.

KONKLÚZIÓ

A pénzügyi stabilitás biztosítása óriási kihívásokat jelent. A feladat lényegében a fegyelmező mechanizmusok megerősítése a magán- és az államadósság-piacokon. Itt bizonyos területeken cselekvésre van szükség. Ebben pedig a központi bankoknak fontos szerepük van: koordinátorokként, segítőkként vagy kezdeményezőkként.

**AZ ÖSSZEFOGLALÓT KÉSZÍTETTE:
JUHÁSZ BENCE ÉS PESUTH TAMÁS**