

# **DOKTORI (PhD) ÉRTEKEZÉS TÉZISEI**

**KAPOSVÁRI EGYETEM  
GAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR**

**A doktori iskola vezetője:  
PROF. DR. KERÉKES SÁNDOR  
egyetemi tanár, az MTA doktora**

**Témavezető:  
PROF. DR. OROSZI SÁNDOR  
egyetemi tanár, a közgazdaságtudományok kandidátusa**

**MONETÁRIS POLITIKA A VÁLSÁGOT KÖVETŐEN.  
AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK GYAKORLATÁNAK  
ÉRTÉKELÉSE.**

**Készítette:  
PÁL TAMÁS**

**KAPOSVÁR**

**2018**

## Tartalomjegyzék

<b>1. A kutatás előzményei.....</b>	<b>3</b>
<b>2. Célkitűzések .....</b>	<b>7</b>
<b>3. A kutatás anyagai és módszerei.....</b>	<b>12</b>
<b>4. Következtetések és javaslatok .....</b>	<b>14</b>
<b>5. Új és újszerű tudományos eredmények .....</b>	<b>23</b>
<b>6. A disszertáció témaköréből megjelent publikációk .....</b>	<b>27</b>

## 1. A kutatás előzményei

A 2007-2008-as pénzügyi válságot megelőző éveket tekinthetjük a monetáris politika aranykorának. A fejlett világban a monetáris politikát szilárd elméleti alapokon álló, céljaikat és eszközeiket tekintve letisztultan működő, független, kiforrott intézményrendszerű jegybankok irányították. Az árstabilitás elérésében és fenntartásában, az üzleti ciklusok csillapításában elért eredmények a monetáris politikáról való gondolkodás helyességének a visszaigazolását nyújtották. A legtöbb közgazdász egyetértett azzal, hogy a monetáris politika a hosszú távú növekedést és a társadalmi jólétet az árstabilitás fenntartásával tudja szolgálni, ami alatt a zéró közeli pozitív inflációs értéket értjük. A jegybankok indirekt eszközökkel, kamatpolitikájuk révén érték el ezt a céljukat. A sikereknek és a monetáris politika szerepéről való egyetértésnek az eredményeképpen a vezető jegybankok kiemelkedő hitelességgel bírtak.

A válság kihívásai azonban ennek a kényelmes konszenzusnak az újragondolására kényszerítette a kutatókat, a jegybankárokat és a gazdaságpolitikusokat egyaránt. Az eszközökről és célokról folytatott diskurzuson túl, az az erőteljes elvárás is megfogalmazódott a jegybankokkal szemben, hogy monetáris politikájukkal, eszközeikkel járuljanak hozzá, kínáljanak megoldást a válság okozta reálgazdasági problémák kezeléséhez. A fellángoló viták alapvetően a következő kérdések mentén csoportosíthatók:

- Mennyiben felelősek a jegybankok a válság kialakulásában?
- Lehet-e, illetve kell-e a jegybanki célokon változtatni?

- Hogyan implementálható a pénzügyi stabilitás célja a monetáris politikába?
- Milyen eszközökkel képesek a jegybankok fellépni a válság hatásaival szemben, milyen eredmény várható ezektől és milyen kockázatokkal járnak?

Ezek a kérdések alaposan felforgatják a korábbi elméleti konszenzust és a gyakorlatot, és befolyásolják a monetáris politika jövőjét is. A kutatás témaválasztása innen eredeztethető, mivel az a ritka helyzet állt elő, hogy egy kiforrott területen hirtelen jelentős változás történt és a téma így került az akadémiai világ és a jegybankok fókuszába egyaránt. Ráadásul nem csupán a monetáris politika egy szegletéről van szó, hanem annak egészét érintő, lényegi kérdésekről. Éppen ezért a kutatás sem akart egy szűk szegmensre szorítkozni, hanem átfogóan foglalkozik azzal, hogy miként alakult a monetáris politika cél- és eszközrendszere a válságot követően, továbbá az ezt övező vitákból és a gyakorlati tapasztalatokból milyen következtetések vonhatók le a monetáris politika jövőjét illetően.

A disszertáció tematikailag három fő kérdéskörrel foglalkozik. Elsőként a monetáris politikai célok újragondolásának a lehetősége kerül tárgyalásra. A válság előtt a neoklasszikus szintézis megújítását, illetve megjelenésétől kezdve a 2000-es évekig az inflációs célkövetés alkalmazását kísérte jelentős figyelem az akadémiai terület és jegybankok részéről. A monetáris politikai célokat illetően a válság előtti évekre konszenzus jött létre, az inflációs célkövetés pedig a fejlett világban sikeresnek bizonyult és széles körben alkalmazott rezsim lett. A válságot követő években azonban ismét feléledt a célokról való diskurzus, és az inflációs célkövetés megfelelőségének a kérdése is felmerült. A válság

reálgazdaságra gyakorolt hatása olyan erőteljes volt, amely megkérdőjelezi a korábban elért eredményeket is. Ezért a jegybankoknak szembe kell nézni azokkal a társadalmi és politikai elvárásokkal, amelyek tőlük a gazdaság helyreállításában való hatékony fellépést és a kormányzati gazdaságpolitika támogatását várják el. Mindez nem jelenti azt, hogy a monetáris politika irányításában való jegybanki függetlenséget, mint alapelvet kellene feladni vagy megkérdőjelezni. Ezt érvként használva azonban nem lehet elhárítani vitát a monetáris politikai célok esetleges változtatásáról.

A disszertáció a monetáris politikai célokhoz kapcsolódóan foglalkozik a pénzügyi stabilitás ügyével. Általánosan elfogadott az a nézet, hogy a pénzügyi stabilitást a történetek miatt kiemelten szükséges kezelni. A válságot követően jelentősen megújult a pénzügyi stabilitás biztosításában továbbra is vezető szerepet játszó mikroprudenciális felügyelet, de mellette megjelent a pénzügyi rendszer egészének a stabilitását célzó, makroprudenciális védővonal felállításának az igénye is. A kérdés az, hogy ez milyen formában valósuljon meg: a jegybanki döntéshozatalba integráltan vagy attól elkülönülten. A végbement intézményi reform és a kialakult új gyakorlat a két cél elkülönült kezelését eredményezte, amelynek megfelelően az árstabilitási cél a monetáris politika, a pénzügyi stabilitási cél pedig a makroprudenciális politika mandátumaként jelenik meg. Ennek fényében sem jelenthető ki azonban, hogy végleges lenne az egyetértés ebben a felosztásban, illetve hogy a jövőben is ez marad a követendő út a célok együttes elérésére.

A disszertáció másik fő iránya, hogy átfogóan elemzi, hogyan változott a monetáris politika eszközzrendszere a válságot követően. A válság

hatására jelentősen átformálódtak, kitágultak a monetáris eszköztár megszokott keretei. A válság kitörése a jegybankok végső hitelezői szerepét tette próbára, a makrogazdasági következmények pedig az alapvető jegybanki célok elérését veszélyeztették. Ugyanakkor a zéró kamat határt elérve a monetáris politika hagyományos mozgástere elfogyott. A jegybankok az elmúlt években ezért számos nemkonvencionális eszközt alkalmaztak, név szerint: a mennyiségi lazítást, az előretekintő iránymutatást, a hitellazítást és a negatív kamatozatokat. Ezek eredményességének, kockázatainak a vizsgálata az akadémiai és jegybanki elemzések fókuszába került. A nemkonvencionális eszközök hosszú távra átformálták a monetáris politika kereteit, befolyásolták annak jövőbeli lehetséges pályáját.

A disszertáció harmadik területe az Európai Központi Bank (EKB) válságot követő politikájának az elemzése. Az EKB kiterjesztett eszközvásárlási programjára – további eszközök egyidejű alkalmazása mellett – évekkel később, más körülmények mellett került sor, mint a többi vezető jegybank hasonló programjaira a pénzügyi válságot követően. Ennek a fáziskésésnek az okai és következményei mellett az euróövezet heterogenitása is sajátossá teszi a téma elemzését. Az euróövezeti divergencia a válságot követően nemcsak egyedi kihívást jelentett a közös európai monetáris politika számára, de a nemkonvencionális eszközök használatának tapasztalatait is bővítette.

## 2. Célkitűzések

A disszertáció az előbbieken említett mindhárom területen: i) a monetáris politika céljait, ii) a nemkonvencionális eszközök használatát és iii) az EKB válságot követő jegybanki gyakorlatát illetően tűz ki célokat:

*1. Választ keres arra a kérdésre, hogy a válság következtében valóban szükséges-e a monetáris politika céljainak reformja. A célok megújítására tett javaslatok mentén elemzi, hogy a célokról alkotott korábbi konszenzusban miért nem következett be egyelőre lényegi változás, illetve melyek a még nyitott kérdések és várható-e ezek alapján fordulat e területen.*

A válság súlyossága, annak elhárítására alkalmazott jegybanki és kormányzati beavatkozás mérete, majd azt követően a reálgazdasági hatások és a konvencionális monetáris politikai eszközök kimerülése voltak azok az okok, amelyek miatt a monetáris politikai célokról kialakult korábbi konszenzust felül kell vizsgálni. Az erről folytatott vita egyik eleme az, hogy hogyan csökkenthető a likviditási csapda ismételt előfordulásának és a zéró kamathatárba ütközésnek jövőbeli esélye. Másik elemként a célok módosítása is felmerül, annak érdekében, hogy a monetáris politika hatékony maradjon a likviditási csapda bekövetkezése esetén is. Azok a kezdeti kritikák, hogy az inflációs célkövetés elhibázott monetáris politikai gyakorlat, viszonylag hamar lecsillapodtak. A fókusz az inflációs cél számszerű változtatására, illetve alternatív célok kijelölésére helyeződött.

Bár eddig, sem az alapvető cél megfogalmazásában, sem az inflációs célértékben nem történt módosulás, még nem tekinthető lezártnak az ügy. Ezért érdemes a felmerült javaslatokat és a körülöttük kialakult vitát elemezni.

*2. Feltárja annak a realitását, hogy a pénzügyi stabilitási cél integrálásra kerüljön a monetáris döntéshozatalba. A válságot követően kialakult új irányvonal mellett szóló érvek és kritikák elemzése alapján, felhívja a figyelmet annak hiányosságaira.*

Korábban is vita tárgya volt, hogy a monetáris politika hogyan reagáljon az eszközár-buborékokra, illetve a pénzügyi ciklusok alakulására. Az egyik lehetőség a stabilitási cél közvetlen beépítése a jegybanki döntéshozatalba. Ez a piaci folyamatokkal szembemenő ún. „leaning against the wind” politika. Ekkor a jegybank a monetáris politikai döntések során a pénzügyi ciklusokat figyelembe véve – amennyiben a stabilitási cél miatt indokolt – jellemzően a piacok mozgásával ellentétesen avatkozik be. Bár nem övezte azt teljes konszenzus, de a válság előtti gyakorlat inkább az utólagos lépéseket, az esetleges buborékok kipukkadása esetén jelentkező, a monetáris célokat veszélyeztető és/vagy a transzmisszió megfelelő működését akadályozó piaci zavarokat eltüntető ún. „clean up” vagy „mop up” stratégiát preferálta. Ennek során a jegybank a piac megtisztulásához szükséges likviditásbővítéssel kezelte a jelentkező problémákat.

A 2007-2008-as pénzügyi válság azonban ráirányította a figyelmet ennek az utóbbi stratégiának a kockázataira és költségeire. A válságot követően a pénzügyi stabilitás biztosítása egyértelműen prioritást kapott a



pénzügypolitika reformja során, ami ezt a vitát is újragerjesztette. A vita mellett a monetáris politika és a pénzügyi stabilitás kapcsolatáról kialakult új irányvonalat is elemezni szükséges, annak érdekében, hogy megfeleléseiről, hiányosságairól képet lehessen alkotni.

*3. Összegyűjti és kategorizálja a jegybankok által alkalmazott nemkonvencionális eszközöket, és javaslatot tesz átfogó definíciójukra.*

Már a pénzügyi válság előtt is volt irodalma a zéró kamat környezetben lehetséges monetáris politikai mozgástér és eszköztár kutatásának. Így nem érte teljesen felkészületlenül a válság a jegybankokat, abban az értelemben, hogy a lehetségesen alkalmazandó eszköztárról és annak feltételezett működéséről létezett elméleti alap, mégha a bevethető eszközök használatára vonatkozóan nem is állt rendelkezésre elegendő tapasztalat. Tulajdonképpen maguk az alkalmazott eszközök nem voltak ismeretlenek a potenciális jegybanki eszköztárban sem. A róluk való jegybanki gondolkodás, alkalmazásuk indoka, használatuk módja a gyakorlatban mutat különbségeket. Esetenként a konvencionális eszközöktől elválasztó határvonal is keskeny az esetükben. Az eszköztár rendszerezése ezért is javasolható.

*4. Elemzi az alkalmazott nemkonvencionális eszközök használatával kapcsolatos pro és kontra érveket, továbbá véleményt formál a normalizálódás és az azt követő időszak várható eszközhasználatáról.*

Az elmúlt években a legnagyobb figyelem kétségkívül a nemkonvencionális eszközök használatára irányult. Ennek fókuszába elsősorban a hatásosságuk kérdése került az eszközök működésének

módjára és azok empirikus igazolására vonatkozóan. Számos kritika fogalmazódott meg mellékhatásaikra és kockázataikra vonatkozóan is. Ezek az eszközök az elmúlt években uralkodóvá váltak a vezető jegybankok eszköztárában, ráadásul hosszú távra meghatározzák a jegybanki mérlegeket. Ezért a konvencionális eszköztárhoz való visszatérés nem lesz sem egyszerű, sem rövid folyamat. Érdekes ezért egyrészt a nemkonvencionális eszközökre vonatkozó kritikákat mérlegre tenni és értékelni, másrészt fontos választ találni arra a kérdésre, milyen tartós hatása van a nemkonvencionális eszközök használatának a jegybankok jövőbeli működésére.

*5. A disszertáció feltárja azokat a kihívásokat, amelyekkel a válság során és azt követően szembesült az EKB, továbbá az európai mennyiségi lazítás késedelmének okait és következményeit. A várt hatások, a tapasztalatok és az euróövezeti sajátosságok fényében elemzi és értékeli az EKB programját és véleményt mond az azzal szembeni kritikákról.*

Az EKB-nak a válságra adott válaszai a kezdetektől eltéréseket mutattak más vezető jegybankokhoz képest. A tagországok közötti, gazdasági és a pénzügyi szektorban lévő különbségek rövidesen divergenciához és a pénzügyi közvetítőrendszer töredezettségéhez vezettek. Ennek következtében az EKB olyan súlyos problémákkal is szembesült, amelyekkel más jegybankok nem találkoztak. Az euróövezeten belüli heterogenitás és divergencia hatással volt az alkalmazott nemkonvencionális eszközök működésére, azok eredményességére, végső soron az EKB programjának sikerességére és kockázataira. Az EKB mennyiségi lazítására a többi vezető jegybankhoz képest jelentős késéssel

került végül sor, aminek szintén számos következménye lett. Ezeknek a következményeknek a meghatározása, valamint az EKB-val szemben megfogalmazott kritikáknak a vizsgálata hozzáadott értékkel bír a nemkonvencionális eszközök értékelésében is.

### **3. A kutatás anyagai és módszerei**

A kutatás alapvetően három területről származó információkra támaszkodik. A jegybanki célok és eszközök vizsgálatának alapját széleskörű szakirodalmi feldolgozás adja. Ez magába foglalja a válság előtti konszenzussal foglalkozó írásokat elsősorban akadémiai területről, és a jegybanki véleményeket is. A válságot követően a monetáris politikát ért kihívásokat, annak megújítását, a jegybanki gyakorlat vizsgálatát és kritikáját kétségtelenül a szakma kiemelt figyelme kísérte. Az irodalommerítés széles körből történt, nemzetközi intézmények, jegybankok kutatásai, kiemelt konferenciák anyagai egyaránt feldolgozásra kerültek, annak érdekében, hogy az elmúlt évek kutatásainak legfontosabb irányairól, illetve a szakmai véleményekről minél teljesebb képet tudjon bemutatni a dolgozat. Koncepcionális és empirikus tanulmányok egyaránt jelentős számban születtek a témában. Utóbbiak döntően a pénzügyi stabilitáshoz kapcsolódó és a nemkonvencionális eszközök hatásosságát vizsgálták. Ezek esetében a kutatás a nagyszámú empirikus tanulmányt összefoglalóan elemző írásokra támaszkodik. A nemkonvencionális eszközök használatát, a monetáris politikai gyakorlatot illető kritikák esetében a jegybanki álláspontok is elemzésre kerülnek.

A vezető jegybankok (az EKB mellett a Federal Reserve, a Bank of Japan és a Bank of England) által 2007-től napjainkig végrehajtott intézkedések áttekintése és vizsgálata adja a második pillért a nemkonvencionális eszközök tárgyalásához és az EKB programjainak elemzéséhez. Ezek jellemzően több intézkedésből álló, időben behatárolható, egymást követő csomagokat takarnak, amelyeket szokás szerint különböző program

nevekkal látott el a szakma, illetve a média (mint pl. a QE1, QE2 és QE3 az USA-ban). Mindezekkel kapcsolatosan a jegybankok weboldalain elérhető vonatkozó jegybanki anyagok (bejelentések, jegyzőkönyvek, sajtókonferenciák anyagai, a jegybanki eszközök technikai és tartalmi ismertetői, használatukról adott adatközlések, stb.) összegyűjtése és feldolgozása történt meg a kutatás során.

A disszertáció széles körből gyűjt és dolgoz fel monetáris, piaci és gazdasági adatokat, ami az elemzés harmadik bázisát adja. A jegybankok által publikált adatok, ezen belül is kiemelten az EKB adatszolgáltatása adják ennek a magját. Több olyan, főként nemzetközi összehasonlítás célját szolgáló adatsort is bemutat a disszertáció, amelynek összeállításához országonként vagy régióként nemcsak több jegybank, hanem több nemzeti intézmény (pl. statisztikai hivatal, kincstár, stb.) hivatalos adatait is igénybe kellett venni. Ezen kívül szupranacionális szervezetek és adatszolgáltatók (pl., IMF, OECD, Eurostat) által közölt adatok is felhasználásra kerültek. Néhány európai adatsor a hivatalos adatszolgáltató intézményeken kívüli, jellemzően akadémiai területről induló innováció vagy kezdeményezés eredményeképpen áll rendelkezésre, amelyek közlését idővel részben az EKB is átvett, azok fontossága miatt. A dolgozatban feldolgozott adatok forrása mögött esetenként ilyen egyedi adatszolgáltatások is álltak, de meg kell jegyezni, hogy ezen adatok mögött is megbízható eurózónás tagállami adatszolgáltatások vannak. Piaci információkra vonatkozó adatok esetében természetesen előfordul piaci vagy adatszolgáltató cég, illetve piaci szövetség által publikált adat is. A dolgozat célkitűzéseire kapcsolódóan idősorok elemzésére, grafikonos megjelenítésére, illetve nemzetközi összehasonlítására kerül sor.

## 4. Következtetések és javaslatok

A monetáris politika a 2007-2008-as pénzügyi válság következtében, illetve azt követően olyan kihívásokkal szembesült, amelyek gyökeres változtatásokat hoztak a jegybanki gyakorlatba. A válság elhárítása, a pénzügyi közvetítő rendszer kimentése korábban nem gondolt mértékben igényelte a jegybankok végső hitelezői beavatkozását, sőt a kormányzatok intervencióit is. A válságot követően jelentős gazdasági visszaesés következett be, a kibocsátás tartósan elmaradt a potenciálistól, defláció fenyegetett, azaz a monetáris politika alapvető céljainak elérése veszélybe került.

Mindezek hatására a pénzügyi stabilitásról való gondolkodásban és az intézményrendszerben radikális változások következtek be. Fellángolt a jegybanki cél változtatása körüli vita is, de lényegi változás ebben nem következett be, sem a célok kiterjesztését, sem pedig az inflációs célérték számszerű változását illetően. Ennek oka a jelenlegi konszenzus erősségében és a változtatási javaslatokat illetően az akadémiai terület megosztottságában kereshető. A jegybankárok sem voltak ezért nyitottak a változtatásra. Utóbbiak az eszközöket illetően azonban sokkal kevésbé voltak elzárkózók. A válságot követően előbb-utóbb mindegyik vezető jegybank nemkonvencionális eszközök arzenálját vetette be úgy, hogy ezen eszközök alkalmazásának elméleti háttere inkább hiányosnak volt nevezhető, és gyakorlati tapasztalatok is csupán csekély mértékben álltak rendelkezésre. Az eszközök megítélése sem egységes a történetek fényében. Bár többségben vannak azok, akik az eddigi eredményeket látva, a nemkonvencionális eszközök használata mellett érvelnek, a

kockázatok és negatív mellékhatások miatt a bírálatok is számosak, és nem is megalapozatlanok.

A vizsgált területek eredményei alapján az alábbi következtetések vonhatók le, illetve a következő javaslatok tehetők:

*1. A jegybankok monetáris politikai célrendszerét illetően érdemi változás nem várható, sőt a rugalmas inflációs célkövetés, mint továbbra is alkalmazandó rezsím, meg is erősödött. Az inflációs célérték emelése sem valószínű, azonban az optimális célértékről való vita és a kutatások folytatása javasolt.*

Elméleti megközelítésből az inflációs célkövetéssel szemben alternatívaként felmerült, hogy a múltfüggő stratégiák zéró kamat környezetben rugalmasabb keretet biztosítanak a jegybank számára a kellően erőteljes és tartós beavatkozásra. Ez a rövid távú makro stabilitást elősegíthetné. Az inflációs célkövetés rezsímjében ugyanis egy hiteles jegybank stratégiájára vonatkozó várakozásokat nehéz abba az irányba formálni, hogy az extrém laza monetáris politika tartósan fennmarad, úgy, hogy eközben a jegybank antiinflációs elkötelezettsége se kérdőjeleződjön meg. A múltfüggő stratégiákkal kapcsolatos legnagyobb bizonytalanság az, hogy alkalmazásuk esetén vajon képesek lennének-e a jegybankok ugyanolyan sikeresen lehorgonyozni az inflációs várakozásokat, ahogyan az a jelenlegi rezsím alkalmazása során tapasztalható volt. A rugalmas inflációs célkövetésnek továbbá két olyan fontos szerepe is megnevezhető a zéró kamat időszakban, amely inkább az alkalmazása melletti érveket erősíti. Egyrészt a rezsím működési logikájából adódóan, valamint a várakozásokra gyakorolt hatása révén képes a deflációs spirál kialakulása ellen hatékonyan fellépni. Nem

tolerálja ugyanis az inflációs célértéktől való elmaradást, és segít abban, hogy a várakozások ne forduljanak deflációs irányba. Másrészt az inflációs célkövetés, egyfajta garanciaként a nemkonvencionális eszközök inflációs kockázatai ellen is véd, részben pont a várakozások lehorgonyozása által. A rezsim finomhangolására, a növekedési kockázatok nagyobb figyelembevételére a kutatások folytatása hozhat újabb eredményeket.

Míg a rezsim megtartását illetően egyértelmű irány mutatkozik, a konkrét inflációs célértékre vonatkozóan megosztottabbak a vélemények. A célérték emelésének lennének előnyei, elsősorban a zéró kamathatárba való ütközés jövőbeli elkerülését tekintve. Magasabb célérték az eurózónán belüli makro kiigazításokat is könnyebbé tehetné. Az viszont bizonytalan, hogy egy megemelt inflációs célérték esetén az inflációs várakozások szinten tartása mennyire garantálható. Makro régióként eltérő inflációs célérték meghatározására sem látszik esély, tekintve ennek nemzetközi pénzügyi következményeit. Bár nem tekinthető ugyan véglegesen lezártnak az erről folytatott vita, de – még ha a jegybankárok ellenállása idővel csökkenne is – a deflációs veszély elmúltával az inflációs célérték jelenlegi 2 százalékról való emelésének a gyakorlati jelentősége és így a motivációja is csökken majd. Ezért, egyelőre, inkább a jelenlegi célérték változatlanul tartása valószínű.

Több ok miatt is érdemes azonban az inflációs célértékkel kapcsolatos kérdés nyitva tarása. Az alacsony kamatkörnyezet okairól és tartósságáról zajló vita kimenetelének jelentősége van a megfelelő célérték meghatározásához. Amennyiben azok az elméletek nyernek megerősítést, amelyek a növekedés tartós lelassulása, a ciklikus tényezők potenciális



növekedésre gyakorolt hatása mellett érvelnek, akkor ennek a monetáris politika szabályára, stratégiájára hatása lesz. Ez azt jelenti, hogy az infláció veszélye mellett a jegybanknak a korábbiaktól eltérő módon és nagyobb súllyal kell a növekedési kockázatokat számításba venni. A zéró kamathatárba ütközés előfordulási gyakoriságára, makrogazdasági költségeire vonatkozó becslések is erősen függenek olyan paramétereiktől (pl. reálkamatláb), amelyek alakulását a fenti vita függvényében máshogy értelmezhetünk. Mindezek a tényezők a célérték növelése mellett szóló érveket is erősíthetik.

*2. Nem várható, hogy a pénzügyi stabilitási célok közvetlenül beépülnek a monetáris politikai döntéshozatalba. Nem tekinthető ugyanakkor véglegesen lezártnak a kérdés, a válságot követő intézményi reform tükrében sem. Jövőbeli kutatások feladata lesz a monetáris politikai és a makropudenciális célok között kialakuló konfliktusoknak, valamint a keresztthatásoknak a feltárása és megértése a gyakorlati tapasztalatok alapján.*

A közelmúlt pénzügyi válsága alapján nem vitatott az, hogy a pénzügyi stabilitási célnak a jövőben nagyobb prioritást kell kapnia, mint korábban. Jelenleg sem elméleti háttér, sem a gyakorlati tapasztalatok nem szolgálnak kellő bizonyítékként és támpontként ahhoz, hogy a korábbi monetáris politikai keretektől lényegesen elmozdulva a jegybankok a "leaning against the wind" politikáját kövessék. A makropudenciális eszközök alkalmazása összességében ígéretesebbnek tűnik és a jegybankok részéről elfogadhatóbb alternatíva. A válságot követő reform végül nem járt gyökeres fordulattal a monetáris politikára nézve, hanem a korábbi konszenzus kiegészítésére került sor, a stabilitási ügyeket a

mikroprudenciális felügyelet mellett, az újonnan létrehozott makroprudenciális mandátum körébe sorolva. Természetesen, ezzel a pénzügyi stabilitási ügyek nem tűnnek el a jegybanki feladatok közül, sőt nő a prioritásuk. Nem egy esetben a makroprudenciális és mikroprudenciális felügyelet is a jegybank szervezetén belül, de a monetáris politikai döntéshozataltól elkülönítve működik.

A jelenlegi irányvonal ellenére a kérdés nem tekinthető véglegesen lezártnak. Egyrészt, a makroprudenciális politika alkalmazásának vannak nyitott kérdései. Bizonytalanság van az eszközválasztásban, a makroprudenciális szabályok megfelelő, számszerű meghatározásában. Ebből adódóan az eredményességre csak az alkalmazás során szerzett tapasztalatok függvényében lehet majd konklúziót levonni. Másrészt, a makroprudenciális és a monetáris politika megfelelő összehangolása is a jövő feladatai közé sorolódik. Ha mindkét terület jól működik, akkor egymást erősítik. Ugyanakkor nincs még kialakult gyakorlat és így tapasztalat sem abban, hogy érdekkonfliktus esetén a két különválasztott mandátum mennyiben veszélyezteti majd egymás eredményességét. Speciálisan jelentkezik majd ez a kérdés az eurózónában, ahol a monetáris politika szupranacionális, míg a makroprudenciális mandátum nagyobb részt tagországi hatáskörben van. Maga a monetáris politikai döntéshozatal sem nélkülöz pénzügyi stabilitási megfontolásokat. Nemcsak a jegybanki végső hitelezői szerepkör használata kapcsán felmerülő kérdésekre kell gondolni, hanem minden olyan esetre, amely során a jegybankárok a stabilitási problémák miatt a monetáris politikai célokat veszélyeztetve látják.

Az ezzel kapcsolatos jövőbeli tapasztalatok, illetőleg az „leaning against the wind” elméleti fejlődése is szülhetnek új eredményeket. Folytatni kell ezért a kutatásokat a makroprudenciális eszközök eredményességére és a monetáris politikával való kölcsönhatásaira vonatkozóan.

*3. A pénzügyi válság során, majd azt követően alkalmazott nemkonvencionális eszközhasználat olyan tartós változásokat eredményezett a monetáris politikai gyakorlatban, amelyek a normalizálódás időszakát követően is meghatározóak maradhatnak. A nemkonvencionális eszközök negatív mellékhatásai azonban nem intézhetők el azzal, hogy egyelőre ezek nem jelentkeztek olyan mértékben, amely megkérdőjelezné a használatukat. A folyamatosan gyarapodó tapasztalatokra építve ezért folytatni kell az ezzel kapcsolatos kutatásokat.*

A pénzügyi válság elhárítása érdekében tett jegybanki lépések eredményeképpen kitágult a jegybanki végső hitelnyújtói szerepkör értelmezése, a jegybanki finanszírozási eszközök a pénzügyi szereplők korábbinál szélesebb köre számára váltak hozzáférhetővé. A történetek felhívták a figyelmet továbbá a hosszabb távú, tartósabb jegybanki forrásbiztosítás fontosságára, aminek hatására a jegybanki likviditásnyújtó eszközök futamideje is hosszabbodott.

A megvalósított, illetve még jelenleg is zajló jegybanki mennyiségi lazítási programok szintén tartós átalakulással jártak a monetáris politikára nézve. A programok oly mértékű változásokat okoztak a jegybanki mérlegekben, amelyeknek leépítése egyhamar nem valósulhat meg. Ezeknek változásoknak, eszközöknek a jegybanki mérlegben huzamosabb ideig való megmaradása viszont nem gátolja meg a

hagyományos jegybanki kamateszköz hatásos alkalmazását. Normál időkben így a konvencionális jegybanki eszközök továbbra is meghatározóak maradhatnak. A jegybankmérleg átalakulásának és az alacsony kamatkörnyezetnek a tartóssága együttesen előrevetítik, hogy amennyiben szükséges, úgy a monetáris lazítás alapvető eszközei a jövőben is a nemkonvencionális eszközök lehetnek. Fontos tényező e mögött az, hogy a tapasztalatok szerint ezek az eszközök eredményesek voltak és használatuk mellékhatásaiként nem jelentkeztek súlyos károk.

Továbbra is folytatni szükséges azonban a nemkonvencionális eszközök költség-hozam vizsgálatát. Az eszközvásárlások csökkenő pozitív hozadékát is tekintve, nem állítható biztosan, hogy a használatuktól várható hozamok a jövőben is meghaladják majd a mellékhatások költségeit. Az általuk okozott piaci torzítás, a pénzügyi szektorra gyakorolt jövedelmezőségi nyomásuk és jövőbeli jegybanki profitban esetlegesen jelentkező negatív következményeik a későbbiekben valós problémát jelenthetnek.

Vizsgálandó a jövőben az is, hogy a jegybanki eszközrendszer átalakulása miatt a jegybanki kamatpolitika transzmissziós hatása hogyan változik a korábbiakhoz képest. A hosszú távú likviditásnyújtó eszközök szerepének növekedése a jegybanki eszközök között, a jegybanki mérlegek tartós átalakulása hatással vannak a hagyományos kamatpolitika működésére. A hosszú eszközök állományának növekedése esetén nő azok kamatának a jelentősége, és hosszabbodik az időtáv, amelyre meghatározó a jegybanki kamat. A jegybanki mérleg tartós megváltozása miatt a szabad tartalékok jelentős állományával kell számolni, ami a rendelkezésre állás betéti oldalának, illetve a betéti eszközök kamatainak szerepét teszi irányadóvá.

Ezek önmagukban is eredményeznek változást a hagyományos kamatpolitika hatásában, de ezen túl a két eszköz közötti kölcsönhatás is befolyással lehet arra.

Az előretékintő iránymutatás megítélése sokkal inkább egyértelmű. Az előretékintő iránymutatás erősítette az eszközvásárlási programok hatásosságát. A jegybanki kommunikáció szélesedése és részletesebb válása hozzájárult a jegybanki hitelesség megőrzéséhez és általában erősítette a monetáris politika transzparenciáját. A sikeresség és a transzparencia erősödése az előretékintő iránymutatás valamilyen formában való fennmaradását valószínűsíti. Ezt igényli az is, amennyiben a mennyiségi lazítás a jövőben is az eszköztár alkalmazott részét képezi majd.

*4. Bár más vezető jegybankokhoz képest késéssel indult az EKB mennyiségi lazítási programja, de eddigiek alapján eredményes volt. A késlekedés miatt azonban a nemkonvencionális eszközöket úgy kellett megválasztani, paraméterezni, hogy azok kellően hatásosak legyenek, ami azonban a kockázatokat is növelte. A program csökkenő hatásossága, az eurózóna pénzpiacainak tartós töredezettsége felhívja a figyelmet az EKB és általában a monetáris politika lehetőségeinek korlátaira és arra, hogy különösen fontos a mellékhatások folyamatos elemzése.*

Egyetértés van abban, hogy az EKB mennyiségi lazítási programja érdemben csökkentette a kamatokat, támogatta a reálgazdaság javulását és hozzájárult a deflációs veszély elhárításához. Az eredményesség azonban csökkenő, a kockázatok számottevőek, érdemben befolyásolhatják a program végső sikerességét, megítélését. Különösen a bankszektor hosszú

távú profitabilitására gyakorolt negatív hatást, az állampapírpiac torzulását, és azokat a tényezőket kell kiemelni, amelyek az eurózónán belüli piacok töredezettségének növekedését mutatják. Utóbbi rámutat arra a tényre, hogy a tagországok közötti fundamentális alapokban meglévő különbségek orvoslására nem alkalmas eszköz a monetáris politika. Ennek is köszönhetően az EKB 2015-től megvalósított programja csak részben tudta egységesebb mederbe terelni a monetáris transzmissziót az euróövezetben.

Új helyzetet teremtett továbbá a Fed normalizációs programjának előrehaladása is. Nem megkerülhető annak vizsgálata, hogy a 2017-es európai hozamemelkedés vajon minek a következménye és ennek függvényében revízióra szorul-e az EKB politikája. Amennyiben a program folytatása ellenére az eredmények elmaradnak, illetve a negatív mellékhatások erősödnek, úgy gyarapodhatnak a kritikák az EKB politikájával szemben. Az EKB mögött álló tagországi egység megbomlása pedig a közös monetáris politika mögött álló bizalomnak, így az EKB hitelességének gyengülését okozná. Ez önmagában is veszélyezteti a monetáris politika hatékonyságát, de az euróövezetben könnyen divergens folyamatokhoz, a pénzügyi stabilitás romlásához, súlyos esetben euróválsághoz vezethet. Ezért fontos a program eredményességének és kockázatainak folyamatos monitoringja az euróövezetben, az ezzel kapcsolatos kutatások folytatása.

## 5. Új és újszerű tudományos eredmények

1. A 2007-2008-as pénzügyi válság során, majd a piacok normalizálódását követően most már egy évtizede, egészen napjainkig a hagyományos jegybanki eszközök helyett a nemkonvencionális eszközök uralják a monetáris politikai gyakorlatát. Ezek használatát a szakirodalom elsősorban a zéró kamat környezethez, másodsorban a monetáris transzmisszió helyreállításához, a pénzügyi válsághelyzet elhárításához köti. A disszertáció részletesen elemezte a jegybankok által a végső hitelnyújtói szerepkörükhöz kapcsolódóan, majd a válságot követően alkalmazott eszközöket. Ennek alapján nem a szokásos típus és felsorolás formában, hanem **újszerű megközelítésben, a konvencionális gyakorlattól való különbözőségük, alapvető jellegük szerint definiálta a nemkonvencionális eszközöket.** Összegezve, a konvencionális gyakorlatba nem illeszkedő jegybanki lépéseket nevezhetjük általánosan nemkonvencionálisnak. Ide sorolható, amikor a jegybank:

- a hagyományos eszközökön rendkívüli változtatásokat hajt végre és/vagy rendkívüli mértékben használja azokat;
- nem operatíván használt eszközöket operatív módon alkalmaz;
- a konvencionális szereplőkön és piacokon túlmenően fejt ki tevékenységét;
- korábban nem használt, a konvencionális logikától eltérően ható eszközöket vet be;
- nem hagyományos operatív vagy közbülső célokat jelöl meg;
- lényegileg változtat a jegybanki kommunikáción.

2. A nemkonvencionális eszközöknek a monetáris politikára gyakorolt hatását nem lehet átmenetinek tekinteni. A disszertáció összegyűjtötte azokat a változásokat, amelyek vélhetően tartósan meghatározzák majd a monetáris politikát. A válságkezelés tapasztalatainak és a monetáris politikára gyakorolt következményeinek elemzése alapján, új eredményként, **két tartós hatást azonosított**. Egyrészt, a piacok összekapcsolódása és pénzügyi szereplők kölcsönös egymásrautaltsága miatt a **jegybank végső hitelnyújtói szerepe nem szűkíthető már szigorúan a bankrendszerre. Ez a jegybanki ügyfélkör kibővítésével jár**, amelynek révén a jegybanki eszközök széles köréhez kap hozzáférést a bankokon kívül, számos más pénzügyi szereplő is. Másrészt, a tradicionális rövid távú jegybanki likviditásnyújtó eszközök helyett a súly a tartósabb forrásbiztosításra helyeződött át. Mivel ennek van jelentősége a válsághelyzetek elkerülésében és kezelésében, **a hosszabb távú likviditásnyújtó eszközök tartósan az eszköztár részét képezhetik a jövőben is.**

3. A zéró kamat környezetben használt **menyiségi lazítási eszközöket illetően a disszertáció új megállapítása szerint ezek várhatóan a jövőben is szerepet kapnak jegybanki gyakorlatban.** Ezek a jegybanki mérlegeket hosszú távra megváltoztatták, leépítésük a mérlegekből rövid távon nem lehetséges. A mérlegben való jelenlétük a konvencionális kamatpolitika alkalmazását azonban nem gátolja. Valószínűsíthető továbbá, hogy az alacsony kamatkörnyezet tartósan fennmarad. Ezért **normál időkben a jegybanki mérlegek lassú apadása és a hagyományos kamatpolitika alkalmazása valószínűsíthető, míg a monetáris lazítást igénylő periódusok során ismét a most alkalmazott eszközök kerülhetnek bevetésre.**



4. A disszertáció értékelte a monetáris politikai célok változtatására vonatkozó javaslatokat. Azok előnyeinek és hátrányainak vizsgálata alapján új következtetéseket vont le. **A célokban nem várható változás, ellenkezőleg a rugalmas inflációs célkövetés rendszerének a megerősítése történt. A célértéket tekintve, bár erős érvek támasztják alá a jelenlegi 2 százalékról felfele történő elmozdulást, de az inflációs várakozásokra gyakorolt hatás kockázata és a változtatás nemzetközi vonatkozásai miatt inkább az várható, hogy az erről való vita elül, a kezdeményezés elhal. Ebben változást az hozhatna, ha a növekedés tartós lelassulásáról folytatott vita eredményeképpen, a célérték változtatás, mint a monetáris politika egy lehetséges válasza, újraértékelésre kerülne.**

5. A válság egyik fontos következménye a pénzügyi stabilitás kérdések előtérbe kerülése, ami a pénzügyi szektor szabályozásának és általában a felügyeleti intézményrendszernek az átfogó reformjához vezetett. A disszertáció foglalkozott azzal a kérdéssel, hogy a pénzügyi stabilitási célok milyen módon implementálhatók a monetáris politikába. Elemezte azt, hogy a „leaning against the wind” politikával szemben miért a korábbi konszenzus módosítása valósult meg, amelynek során a monetáris politika mandátuma változatlan marad, míg a pénzügyi stabilitás megerősödött és a reform révén a rendszerkockázatok kezelésének mandátuma az elkülönült makroprudenciális hatósághoz került. A disszertáció azt az új következtetést vonta le, hogy mindezek ellenére **több olyan tényező is van – a makroprudenciális és monetáris célok összehangolásának kérdése, a makroprudenciális politika és eszközrendszer hatékonysága, valamint az „leaning against the wind”**

**elméleti fejlődése –, amelyek jövőbeli alakulása még befolyással lehet a pénzügyi stabilitás és a monetáris politika viszonyára.**

6. Részletesen tárgyalta a disszertáció az EKB elmúlt évekbeli gyakorlatát. Számos vélemény, kritika fogalmazódott meg az EKB programjáról. A disszertáció azon túl, hogy ezeket részletesen értékeli, újszerű vizsgálatában arra keres választ, hogy az európai késelem milyen hatásokkal járt. Elemezte, hogy a többi vezető jegybankhoz képest miért csak évekkel később került sor az EKB QE programjának a megvalósítására. Az okok meghatározásán túl **a hangsúly azon volt, hogy feltárja ennek a fáziskésésnek a következményeit.** Elfogadva a konszenzust, miszerint a program eddig eredményes volt, megvizsgálta a kritikákat és azok megalapozottságát is. Egyrészt, azt a fontos következtetést vonta le, hogy **a késelem miatt az EKB programját úgy kellett összeállítani, illetve kalibrálni, hogy a késelem ellenére is kellően hatásos legyen, de ez a nem kívánt mellékhatások miatt a kockázatokat is növelte.** Mindemellett, a sikerességet számos tényező hátráltatja, az utóbbi időben az eredményesség is romlik. Másrészt, a kockázatokat elemezve, a disszertáció amellet érvel, hogy **több tekintetben az eurózána piaci töredezettsége nem javult, a program lehetőségei e területen korlátozottak, az eredmények elmaradása könnyen a monetáris politika mögötti egység megbomlásához vezethet, ami kiemelt veszély.**

## 6. A disszertáció témaköréből megjelent publikációk

1. PÁL, Tamás „Az európai mennyiségi lazítás jellemzői és perspektívái” *Köz-gazdaság* ISSN: 1788-0696; Megjelenésre befogadva
2. PÁL, Tamás; LAMANDA, Gabriella „What next? – In search of monetary policy objectives and toolset after the crisis” *Közgazdász Fórum (Forum on Economic and Business)* ISSN: 1582-1986; Megjelenésre befogadva
3. PÁL, Tamás; LAMANDA, Gabriella „Needed but Rejected: How to Implement the Financial Stability Objective into Monetary Policy?” *Periodica Polytechnica Social and Management Sciences*, [S.l.], june 2017. ISSN 1587-3803. Available at:  
<<https://pp.bme.hu/so/article/view/10706>>
4. PÁL, Tamás „Prés alatt az Európai központi Bank” *Nemzeti Érdek*, Új folyam11-12. sz. 2015/1, pp. 230-237. ISSN 1788-7356 [2015]
5. PÁL, Tamás „Jegybankok tűzvonalban” In: Veress József (szerk.) *Gazdaságpolitikák világválság idején* 280 p., Budapest: Typotex Kiadó, pp. 95-154. ISBN: 978-963-279-319-1 [2013]
6. PÁL, Tamás „A pénzügyi kormányzás intézményrendszere” In: Veress József (szerk.) *Gazdaságpolitika a globalizált világban*. 442 p. Budapest: Typotex Kiadó, pp. 117-151. ISBN: 978-963-279-066-4 [2009]
7. PÁL, Tamás „Fáziskésésben Európa” [portfolio.hu](http://www.portfolio.hu), [http://www.portfolio.hu/gazdasag/faziskesesben\\_europa.209960.html](http://www.portfolio.hu/gazdasag/faziskesesben_europa.209960.html), letöltés ideje: 2015. 02. 09. [2015]