

Végh Marcell Zoltán¹ – Pelle Anita²

Az Európai Központi Bank szerepének átalakulása az európai válságkezelés során

The Changing Role of the European Central Bank during the European Crisis in 2008

Az elhúzódó európai válság során az Európai Központi Bank (EKB) szerepe is átalakult. Egyrészt válság idején, inflációs nyomás helyett deflációs veszéllyel szembeesülve, a stabilitás biztosítása mást implicál, mint szokványos időkben. Másrészt tartósan nulla százalékos körüli kamattal az eszköztárnak kevésbé bevált további elemeit kell bevetni. Az EKB esetében 2010. májusban indult új korszak az első eszközvásárlási programmal, amelyet több hasonló követett. A jegybank mérlege néhány év alatt több mint kétszeresére duzzadt, a legdinamikusabban bővülő tétel eszközoldalán az euróövezetbeli értékpapírok kategóriája lett. Mindeközben az EKB-nak a kiépülő bankunióban is központi szerep jutott. A bankfelügyelet élesítésére 2017 nyarán került sor, az eszközvásárlási programot pedig 2018 végéig vezették ki. Az EKB tehát új és jelentős feladatokat vállalt az európai válságkezelésben, alapvetően sikerrel.

In the course of the prolonged European crisis, the role of the European Central Bank (ECB) has also changed. Firstly, in times of crisis, facing risks of deflation instead of inflationary pressure, ensuring stability implies other methods than in usual times. Secondly, with long-lastingly around-zero per cent interest rates, further, less used monetary policy tools are needed. In case of the ECB a new era started in May 2010, with the first asset purchase programme, which was then followed by several similar ones. The central bank's balance sheet more than doubled in a few years' time; the most dynamically growing item on the asset side was the category of Eurozone securities. In the meanwhile the ECB was assigned a central role in the newly developed banking union as well. Supervision was put in place in summer 2017 and the asset purchase programme was phased out by the end of 2018. Overall, the ECB undertook new and significant roles in European crisis management – fundamentally with success.

1. Bevezető

A 2008-as pénzügyi válság követően az Európai Unió tagállamai számára a gazdasági visszaesés utáni lassú konszolidáció 2010-re a visszajára fordult, és 2011-re a gazdasági integráció tagállamainak többsége újra recesszióba esett. Ezzel párhuzamosan több meghatározó folyamat ment végbe: míg számos tagállamban lezajlott a bankrendszer konszolidációja és sikerült a bankok tőkehelyzetének helyreállítása, addig máshol a bankválság csak ezt követően jelentkezett. Ugyanakkor a 2011-ben visszatérő recessziót már a közös valutát használó tagállamok refinanszírozási válságával szokták azonosítani, mely a kötvénypiaci hozamok,

¹ Végh Marcell Zoltán az SZTE Közgazdaságtani Doktori Iskola doktorjelölt hallgatója

² Pelle Anita, PhD, az SZTE Gazdaságtudományi Kar docense, Jean Monnet Chair

kockázatok és a tagországokhoz kapcsolódó CDS-felárak emelkedésével járt együtt, egyik tagállamról a másikra terjedve. Mindezt kísérte az első, gazdasági stimulusra épülő válságkezelési stratégiák forrásainak kiapadása: az uniós gazdaságpolitikai koordináció által nyújtott támogatási mentességek időkerete lejárt, az államok adósságainak növekvő pályája és dráguló finanszírozása megnehezítette a további forráshoz jutást, a nemzetközi intézmények bankmentő és tagállamokat kiegészítő gyakorlata pedig jellemzően restriktív gazdaságpolitikát, fenntartható költségvetési pályákat és strukturális reformokat írt elő. Mindezen folyamatokban kezdetektől fogva meghatározó volt és évről évre fontosabb szerepet vállalt az euróövezet közös monetáris politikáját irányító intézmény, az Európai Központi Bank (EKB). Tanulmányunkban az EKB válságkezelésben játszott szerepét, intézményének és eszköztárának fejlődését mutatjuk be, megmagyarázva azt is, hogyan nőtt az EKB jelentősége a válságkezelés során, intézményi kereteit folyamatosan bővítve, olykor esetlegesen túlmutatva eredeti hatáskörén (pénzpolitika) és elsődleges mandátumán (árstabilitás elérése és fenntartása) is.

2. Intézményi kialakulás

A nemzetközi integrációk pénzügyeit vizsgálva Mundell [1963] egy trilemma-formában megfogalmazott állításra jutott, miszerint egy gazdasági integráció tagállamai vagy (1) az önálló monetáris politikáról, vagy (2) a tökéletesen szabad tőkeáramlásról, vagy (3) a fix árfolyamokról mondanak le [Obstfeld, 2001]. A közös valuta, az euró létrehozásával az európai integráció arról döntött, hogy egyértelműen az első pontban megjelölt tényezőről való lemondást választja. Az EKB, mint intézmény a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) legfontosabb szerve. Alapokmányáról az 1992-ben született maastrichti szerződés rendelkezett csakúgy, mint a Központi Bankok Európai Rendszere és az Európai Monetáris Intézet (EMI) alapító szerződéseiről. Noha a monetáris unió egyértelműen gazdasági jellegű képződmény, mind létrejöttét, mind azóta bekövetkezett átalakításait mindvégig politikai szándék hajtotta [Pelle–Végh, 2019]. A létrehozás időszakában a kulcsfontosságú döntések Németország és Franciaország kezében voltak. A franciák a GMU létrejöttét a német újraegyesítés feltételeként szabták, és tartottak Németország túlságosan domináns szerepétől, míg Németország a gyengébb gazdasági teljesítményű tagországok – így egyebek mellett Franciaország – közös pénzre gyakorolt gyengítő hatásától tartott. A megegyezés mindazonáltal a két vezető tagállam között megszületett [Lamfalussy et al., 2013].

Az intézmények közül elsőként az EMI jött létre 1994. január 1-jén, és fő feladatául a közös valuta bevezetésének előkészítését és a tagországok monetáris politikáinak koordinálását kapta³. Az intézmény részt vett a tagállamok kamatláb-politikáinak összehangolásában, kamatszintjeinek konvergenciájában, árfolyampolitikáik szinkronizálásában (az ERM rendszeren keresztül), továbbá a tagállamok jegybanki tartalékezelési politikáinak összehangolásában, és az euróra való váltási arányok folyamatos kalkulációjában. Így a valutaváltás költségei a piaci szereplők számára folyamatosan ismertek lehettek, és ezáltal a határokon átívelő pénzügyi kapcsolatok tovább mélyülhettek. Ezen felül az intézmény úttörő szereppel bírt a nemzetközi elszámoló rendszerek, a banki könyvelési eljárások és a bankfelügyeleti eljárások tekintetében is [EMI, 1998]. Az EKB az EMI jogutódjaként jött létre 1998. július 1-jén, hogy aztán 1999. január 1-jétől a GMU fő intézményeként megkezdje teljes körű működését.

³ Az intézmény első elnöke Lamfalussy Sándor volt, aki az Európai Monetáris Intézményt tekintette élete legfőbb eredményének [Lamfalussy et al., 2013]

Azonban az EKB-val kapcsolatban már létrejöttekor is megfogalmazódott számos kritika. Alesina és Grilli [1991] azt állapították meg, hogy a formálódó európai monetáris rendszer politikai függetlensége ugyan biztosított, illetve a monetáris hatóság a Bundesbank modelljéből átörökölte a többi politikai intézménytől való függetlenség gyakorlatát is, ugyanakkor hozzáteszik, hogy később az európai integráció tagállamai eltérő elvárásokkal rendelkezhetnek a közös monetáris politika felé. Másrészt kiemelik, hogy Görögország, Írország vagy Portugália vélhetően magasabb árat fizet a közös monetáris politikáért, mint mások, hiszen számukra több kockázatot jelent a monetáris függetlenség feladása. Azonban ezen országok csoportja nem feltétlenül esik egybe azon országok csoportjával, akik a közös valutából eredő legnagyobb előnyöket fogják realizálni az alacsony infláció és a csökkenő kötvényhozamok révén. Harmadsorban azt is hozzáteszik, hogy az EKB döntéshozatali mechanizmusa eredményezhet olyan döntéseket, melyek az európai medián szavazó véleményétől lényegesen különböznek, a monetáris rendelkezések – melyek meghozatalában az Európai Parlament nem vesz részt – nem feltétlenül fognak a választóktól politikai legitimitációt kapni. Ahogy Horváth és Szalai [2004] rámutatnak, a közös monetáris politika csupán olyan szuboptimumot képes megvalósítani, amely nem feltétlenül kedvező valamennyi részt vevő szereplő számára. Alesina és Grilli [1991] összegzése szerint a közös monetáris politika eredményességét nagyban meghatározza az akkoriban létrejövő Európai Unió politikai struktúrája – a jelenből visszatekintve megállapításaik számos tanulsággal bírnak az euróövezet válsága és válságkezelése kapcsán is.

Az új intézmény, az EKB tehát az 1999. január 1-jén bevezetett új, közös fizetőeszköz, az euró központi bankjává vált, alaptőkéjét a tagállamok jegybankjai adták. Elsődleges küldetése az árstabilitás fenntartása⁴, ezen túl pedig feladata még a közös monetáris politika megvalósítása, a tagállamok devizatartalékainak kezelése, a nemzetközi fizetési rendszerek üzemeltetése. Az EKB konzultatív szerepet tölt be a tagállamokat, valamint más uniós intézményeket érintő monetáris kérdésekben, kizárólagos jogosultsága van az euró bankjegyek és érmék kibocsátásának engedélyezésére, pénzügyi felügyelet gyakorlására a tagállamok felett, valamint az eurót érintő monetáris statisztikák összeállítására. Küldetése az euróövezeti tagok alkotta pénzügyi rendszer stabilitásának fenntartása és megőrzése is [OJ, 2008].

Az EKB-val szemben megfogalmazott legfontosabb elvárássá tehát az vált, hogy monetáris stabilitást biztosítson az integrációban részt vevő országok számára. Dornbusch et al. [1998] szerint az eurót megelőző monetáris rezsimekre leginkább az volt a jellemző, hogy amíg a Bundesbank megbízhatóan támogatta a német gazdaságpolitikai igényeket, addig a többi tagállami jegybank erre reagálva próbálta érvényesíteni saját országa monetáris igényeit. A szerzőhármas szerint az EKB-nak a monetáris integráció szorosabbá válásakor három szempont szerint kellett a fenti helyzeten változtatnia. Elsőként folytatnia kellett a német monetáris politikai tradíciókat a jegybanki prudencia és az infláció elleni hatékony küzdelem érdekében, hiszen minden ettől való eltérést az egységessé váló európai tőkepiac azonnal büntetne. Másodsorban a monetáris hatóságnak az új európai intézményi keretekhez is igazodnia kellett, mivel ellenkező esetben elillan az intézmény politikai legitimitációja, a tagállamok csökkenő támogatása miatt, illetve el kellett köteleződni, hogy nem helyi (tagállami) problémákat old meg, hanem a gazdasági integráció összevont mutatóira és monetáris stabilitására fókuszál. A harmadik kihívás pedig az volt, hogy a közös monetáris politikának ki kellett egészülnie egyfajta gazdasági kormányzással, hiszen a tagállamok pénzügyi struktúrája, monetáris folyamatai és ár-bér spirál

⁴ Széleskörű a konszenzus, hogy mind a defláció, mind az infláció káros az általános gazdasági teljesítmény és jólét szempontjából (lásd például [Barro, 1997]), ennek megfelelően az EKB árstabilitást kitűző célja az infláció 2% alatti, de ahhoz közel lévő értékét jelöli meg kívánatosnak [OJ, 2008].

folyamatai merőben eltérőek voltak. Egy másik értelmezés [Issing, 2000] szerint a közös valutából származó előnyök csupán középtávon térülnek meg. Valójában működésének első évében az euró 17%-ot gyengült az amerikai dollárral szemben, ugyanakkor egyértelműen optimista kilátások fogalmazódtak meg annak kapcsán, hogy teljesül az EKB árstabilitásra vonatkozó célja. 1999. április 8-án az EKB Kormányzó Tanácsa 2,5%-ra csökkentette a fő refinanszírozás rátát, hogy a pénzkibocsátás üteme összhangban maradjon a reálgazdaság igényeivel, és lehetővé váljon az euróövezet gazdasági növekedési potenciáljának minél teljesebb kihasználtsága. Ennek köszönhetően az euró ellenállónak bizonyult az 1998-as oroszországi válság elhúzódó hatásaival, valamint az ázsiai pénzügyi válság keltette sokkal szemben is. 1999-ben az euró monetáris bővülése mindössze 1% volt, ami összhangban maradt a közös valutát használó országok többi makroökonómiai mutatójával [Issing, 2000].

A közös monetáris politika hatékonysága azonban kétségbe vonható maradt fiskális koordináció nélkül. Ahogy Benczes és Kutasi [2010] kiemelik, az eurót használó tagországok nem nyúlhatnak a valutaleértékelés eszközéhez, ahogy pótlólagos pénzkibocsátáshoz sem, ugyanakkor a tagállami költségvetési politika irányítása a kormányok kezében maradt, és nem valósult meg fiskális unió – azaz euróövezeti költségvetés és költségvetési politika – sem a válság előtt, sem alatta (és azóta sem). Ez maga után vonta a költségvetési koordináció igényét. A tagállamok fiskális stabilitása kapcsán az vált kérdésessé, hogy az esetlegesen bajba jutó országokat sújtó magas kockázati felárak és kamatszintek elégséges szankcióként viselkednek-e, azaz megakadályozzák-e a tagállamokat felelőtlen gazdaságpolitikák folytatásában a teljes monetáris unió stabilitásának veszélyeztetése nélkül. A tagállamok valódi kockázata azonban nem feltétlenül és teljes egészében kimutatható – például egy kockázatosabb politikát folytató tagállam adósságait más tagállamok is tarthatják portfóliójukban, egyfajta országok közti segítségnyújtásként –, ilyen esetben pedig a piac helytelenül árazhat. Az ilyen jellegű kockázatok kezelésére az 1997-ben létrehozott Stabilitási és Növekedési Egyezmény (SNE) szolgált, amely egyrészt formalizálta a maastrichti szerződés számszerűsített sarokszámait, másrészt a fegyelmezetlen fiskális magatartást szankcionáló mechanizmusokat léptetett életbe. Az SNE kezdetben egyensúlyhoz közeli, vagy többletet mutató államháztartási pozíciót írt elő a tagállamok számára, ugyanakkor csak a 3 százalékot meghaladó költségvetési hiányt szankcionálta. Habár az SNE előírásait annak későbbi reformjai jobbra fellazították, a szankciók elrettentő ereje kiegészítésként szolgált a maastrichti szerződés „ki nem segítés” záradékának⁵, ami végső soron azt szögezi le, hogy a súlyosan eladósodott tagállamoknak is meg kell birkózniuk a saját fiskális problémáikkal, nem segíthet rajtuk más tagország vagy uniós intézmény. A fenti logika szigorúan tiltja az EKB számára a tagállamok direkt finanszírozását, a tagállami válságkezelés támogatása pedig nem tekinthető az EKB feladatának.

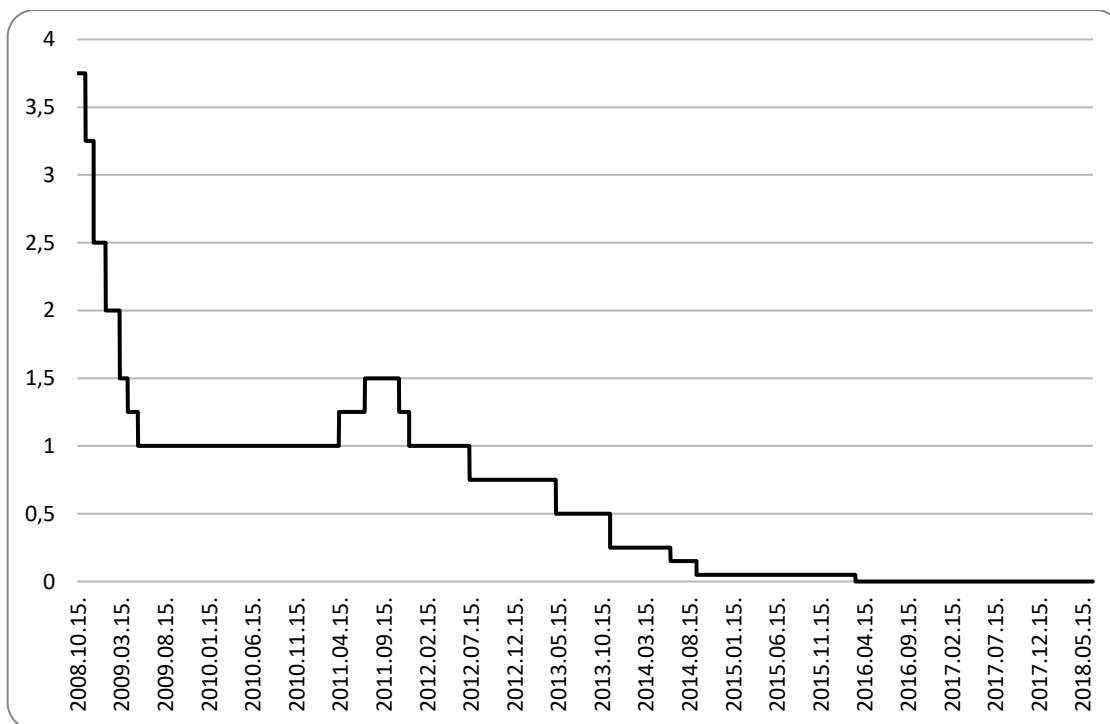
3. Első reakciók a válságra

A válság 2008-as kitörése előtt számos egyensúlytalanság épült ki, melynek egyik oka az eltérő reálkamatlában kialakulása a perifériális és centrális országcsoport körén belül [Pisani-Ferry, 2014]. Ennek a folyamatnak eredményeként a periféria bizonyos országai – különböző módokon és mértékben – folyamatos eladósodási folyamaton mentek keresztül. A válság hatására azonban a tagállamok döntő többsége – az SNE szabályozó ereje ellenére – 2007-től rohamosan romló költségvetési pozíciókba került, a túlzottdeficit-eljárások pedig 2009-ben általánossá váltak. Nyilvánvaló lett egyrészt, hogy az európai gazdaságpolitikai koordináció nem

⁵ no bailout clause

gazdasági válságok kezelésére jött létre, továbbá az is, hogy félkész állapotban csupán általános növekedési környezetben működik elégségesen, gazdasági visszaesés idején nem. Indokolttá vált, hogy a közös valuta történetének első súlyos gazdasági válsága idején a gazdaságpolitikai koordináció szabályai és az EKB szerepköre is újragondolásra kerüljön. Az EKB az európai bankrendszer romló likviditási helyzetére egyébként már a válság kitörése előtt is hozott likviditásbővítő intézkedéseket, például 2007 decemberében az egyesült államokbeli Feddel kezdett együttműködésbe az euróvezeteten belüli dollárlikviditás megőrzése érdekében (Term Auction Facility), ezzel biztosította a piaci szereplők számára az amerikai fizetőeszközhöz való hozzáférést kedvező feltételek mellett, enyhítve az eurón lévő nyomást a devizapiacokon [EKB, 2008]. Sinn [2014] értelmezésében viszont az első, EKB-hoz fűződő válságkezelő eszköz az alacsony kamatlábak politikájának bevezetése volt. Ez a válságkezelési program még egyáltalán nem nyúlt tovább az intézmény bevett eszközeinek körén: a 2008. októberben kezdődő kamatcsökkentési program keretében az EKB irányadó kamatlábait 3,25%-ról 2009 áprilisáig agresszíven 0,25%-ig csökkentette. A kamatszint 2012. júliusban érte el a 0%-ot (közben 2011-ben két alkalommal kamatemelésre került sor, ami az az év végi recesszióba fordulás miatt erős kritika tárgyává vált), 2014-ben pedig az irányadó kamat átlépett negatív tartományba: először -0,1%-ra, 2015. decemberre pedig már -0,3%-ra csökkent tovább [1. ábra]. Az alacsony kamatok politikája lehetővé tette, hogy a kereskedelmi bankok visszafogott költségek mellett tudjanak a tagállami jegybankoktól bankközi kölcsönökhöz jutni, és ezáltal mérséklődjenek likviditási nehézségeik.

1. ábra: Európai Központi Bank fő refinanszírozási műveletek kamatlába (2008.10.15-2018.05.15., %)



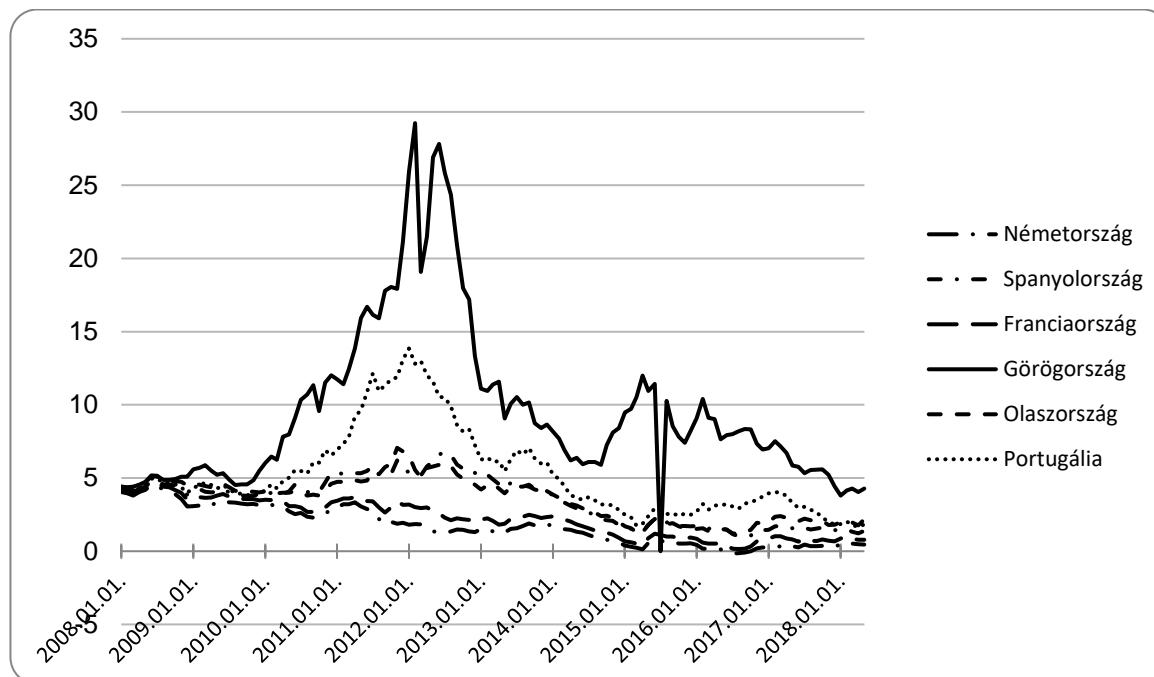
Forrás: saját szerkesztés <https://www.ecb.europa.eu/> alapján

Az EKB kezdetben a bankok helyzetét korlátlan likviditás nyújtásával erősítette meg az overnight ügyletekre vonatkozóan, és a fedezetként befogadható eszközök körét is bővítette. A kereskedelmi bankok a hirtelen jött likviditás-injekciót viszont nem a reálgazdaság hitelezésére használták fel, hanem a befagyó hitelezési

tevékenység közepette realizált nagymértékű veszteségeik kompenzálására – a bankközi kölcsönzést tehát az olcsó jegybanki hitelezés váltotta fel. A zéró, majd negatív kamatlábak politikája új és feltérképezetlen terepnek bizonyult az európai monetáris politika számára. Cœuré [2013] szerint egy ilyen horderejű gazdasági válság idején a monetáris lazítás az egyetlen lehetséges megoldás, amivel a tagállamok gazdasága fenntartható növekedési pályára állítható az árstabilitás megőrzése mellett. A lépést az is indokolta, hogy az európai tőkepiacok töredezettségük miatt nem működtek hatékonyan, ezért a válság első éveiben olyan kamatkörnyezet alakult ki, melyben a tőkeáramlás iránya megfordult, a perifériális országok felől a magországok felé, fokozva a periféria országainak kiszolgáltatottságát és válságnak való kitettségét [Sinn, 2014]. A rendkívül alacsony, akár negatív kamatkörnyezet tehát olyan nem szokványos válságkezelési eszköz, amelynek hatására egyszerre képesek javítani helyzetükön a magukat olcsóbban refinanszírozni képes adósok a válság által nagyobb mértékben sújtott államokban, valamint a magországokban lévő hitelezők finanszírozási helyzete is javul, hiszen motiváltabbá válnak lekötni a megtakarításaikat a nem biztonságos, nem kockázatmentes eszközökben (mint a perifériális országok részvényei és államkötvényei). Ugyanakkor a tőkepiacokon kontrollálatlanul zajló folyamatok tovább mélyítették a periférikus országok válságát [Cœuré, 2013].

Az elhúzódó recesszió, majd az euróövezet gazdaságának lassú növekedése, az alacsony kamatkörnyezet és a deflációs kockázat (0% körüli infláció) azonban új eszközök alkalmazását követelte meg [Ábel et al., 2014; Bodnár et al., 2014]. Az euróövezet közös monetáris politikájának első, időszakos eszközvásárlási programja 2010. májusban kezdődött értékpapírpiacon (Securities Markets Programme, SMP) néven. A program célja az volt, hogy helyreállítsa a monetáris kibocsátási mechanizmusok normál működését, még hozzá olyan módon, hogy jogosultságot adott az EKB és más jegybankok számára, hogy az államkötvények és a privát szektor kötvényeinek piacain direkt módon, a keresleti oldalon beavatkozhassanak, és így elháríthassák azokat a likviditási problémákat, melyek a tradicionális monetáris politika hatásmechanizmusát veszélyeztették. A programot megelőzően egyes tagállamok hosszú lejáratú államkötvényeinek kamatszintje folyamatos emelkedésbe kezdett, ami a tagországok államadóságainak hosszú távú finanszírozhatóságát veszélyeztette (2. ábra). Az SMP program keretében az eszközvásárlások nagyságrendjéről az EKB Kormányzótanácsa hozhatott döntést, még hozzá a monetáris politika klasszikus eszköztárának működtetése érdekében, az EKB tehát nem a tagállamok államadóság-terheinek csökkentését tűzte ki ezzel céljául. A központi bank így államadóságot csupán a másodlagos piacon vásárolhatott [OJ, 2010].

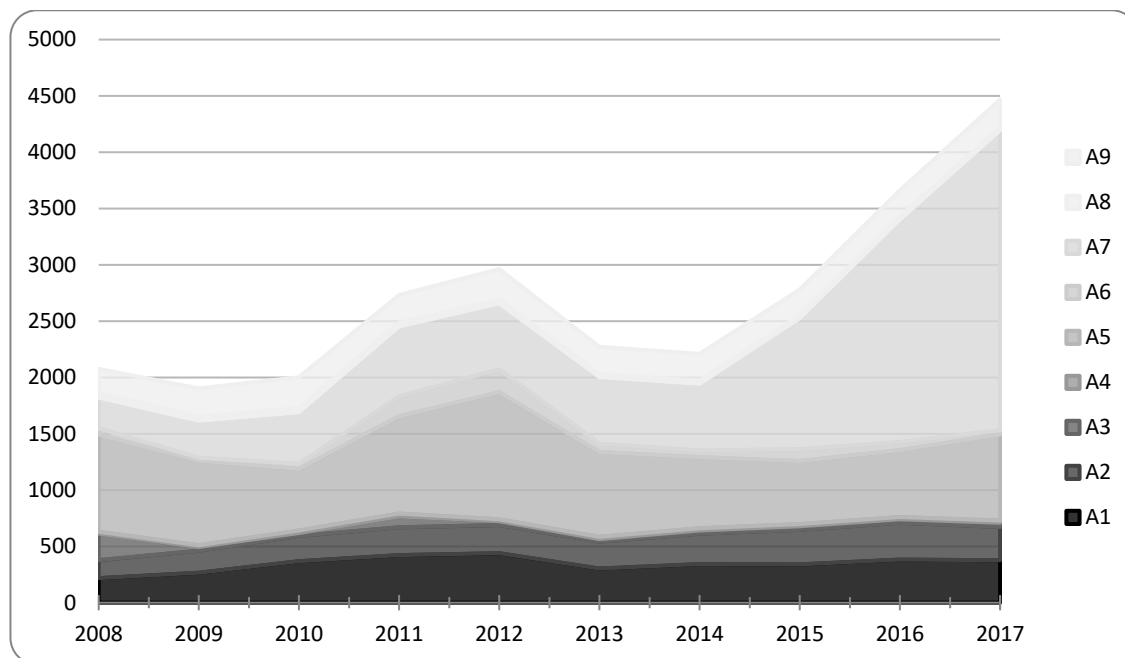
2. ábra: Néhány eurózóna-tagállam tízéves lejáratú kötvényeinek kamatláb-változása (2008-2018, %)



Forrás: saját szerkesztés <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn4864> alapján

Az SMP program során az EKB a pénzmennyiség állandóságát sterilizációval is biztosította, azaz amennyi likviditást teremtett a kötvényvásárlással, az ezzel azonos pénzmennyiséget más területen kivonta a pénzforgalomból. A program első két évében az EKB 212 milliárd eurónyi államadósságot vásárolt fel, ami az euróövezet GDP-je 2,2%-ának felelt meg [Commonwealth Bank, 2012]. Az SMP programban elkölthető pénzmennyiségnek nem szabtak elméleti korlátot, ugyanakkor az eszközvásárlási hullám nem tudta megfékezni a növekvő államkötvényhozam-elvárásokat. Mindezek ellenére az EKB mérlegfőösszege az euróövezet GDP-jének 30%-ára bővült, ami ezáltal elérte a 3 billiárd eurót (3. ábra). Ez az arányszám magasabb, mint a Fed és a Bank of England mérlegfőösszege, ugyanakkor az EKB mérlege magasabb arányban tartalmazott olyan biztonságos eszközöket, mint az arany vagy külföldi fizetőeszközök: ezeket leszámítva a GDP-hez viszonyított arány nagyjából 25%-ot tett ki, ami egyezik a többi nagy jegybank hasonló mutatójával [Commonwealth Bank, 2012]. Gros és Mayer [2011] korai véleménye szerint azonban az SMP nem hatékony eszköz a hozamcsökkentésre és a fiskális politikákra nehezedő nyomás enyhítésére, ehelyett ők inkább az újonnan induló EFSF kezdeményezést pártolták a tagállami adósságproblémák megoldására, hiszen annak közvetlen ereje van a tagállami strukturális reformok kikényszerítésére is, amivel a valódi versenyképességi hátrányok orvosolhatók. Továbbá az európai kötvényalap számára bővebb demokratikus legitimáció is adható lett volna, mint egy monetáris szervnek – az EKB megoldása ebben a tekintetben túlzottan technokrata, így a piaci feszültségeket leszorító ereje sem bizonyulhatott elégségesnek.

3. ábra: Az EKB mérlegfőösszegének alakulása (2007-2018, Mrd EUR)



Forrás: saját szerkesztés <http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html> alapján

Megjegyzés: A1: Arany és aranykövetelések. A2: Az euróövezeten kívüli rezidensekkel szembeni, devizában denominált követelések. A3: Az euróövezet rezidenseinek devizában denominált követeléseit. A4: Az euróövezeten kívüli rezidensekkel szembeni, euróban denominált követelések. A5: Monetáris politikai műveletekhez kapcsolódó, euróban denominált hitelek euróövezetbeli hitelintézetek részére. A6: Az euróövezetbeli hitelintézetekkel szembeni egyéb, euróban denominált követelések. A7: Az euróövezetbeli rezidensek által kibocsátott, euróban denominált értékpapírok. A8: Az államháztartás adóssága euróban. A9: Egyéb eszközök.

4. Repóügyletek és értékpapír-piaci részvétel

Az EKB bővülő, a konvencionalitástól egyre távolabb kerülő válságkezelő eszköztárának következőként bevezetett elemei a hosszú távú refinanszírozási ügyletek különféle fajtái voltak. Még 2008. áprilisban a szokásos kétheti lejáratú refinanszírozási ügyleteket három-, majd hathavi, hosszú távú repóügyletekkel (long term refinancing operations, LTRO) egészítették ki, amelyek iránt óriásinak bizonyult a kereslet, hiszen azok közvetlenül tették lehetővé a bankok számára kockázati szintjeik mérséklését, problémás eszközeiket időszakosan kivezelve könyveikből, a kockázatokat pedig az EKB mérlegébe áthelyezve. 2008. áprilisban 25 milliárd eurónyi LTRO ügyletre írtak ki tendert, amit jelentős túljegyzés kísért: összesen 177 bank jegyzett le LTRO tranzakciót 103 milliárd euró értékben. A 2011 decemberi aukción pedig már 489 milliárd eurónyi LTRO ügylet kelt el. Később a LTRO lehetőségek köre tovább bővült: 2011. decemberben az EKB kínálatába bekerült a 36 havi lejáratú, targetált repóügylet (TLTRO), mindössze 1%-os kamatszint mellett [EKB, 2018A]. Ezt az eszközt az EKB jórészt a spanyol, görög, olasz és ír bankok számára tette elérhetővé, így ezen országok még tovább tudták csökkenteni finanszírozási költségeiket, és meg tudták állítani a tőkemenekülés jelensége miatt felhalmozott bankrendszeri kitétségeiket a TARGET2 rendszeren belül [Merler, 2014]. Emellett a tagállami bankoknak állampapírok vásárlására is fedezetük keletkezett, amivel egyrészt arbitrázst realizálva szintén saját jövedelmezőségüket javították, másrészt keresleti nyomást gyakoroltak az állampapírok piacára, leszorítva a tagállami költségvetések refinanszírozási költségeit [Fahr et al., 2011]. A legnagyobb

nagyságrendű LTRO aukció 2012. februárban történt, ahol 529 milliárd eurónyi repóügylet jegyzése valósult meg 800 bank részvételével. 2014-ben a targetált LTRO csomagok köre még tovább bővült: bizonyos bankok 2014 áprilisától 0%-os kamattal férhettek hozzá a repóügyletekhez [EKB, 2014]. Az LTRO ügyletek ezáltal egy uniós szintű, szupranacionális szerv általi közös, európai kockázatvállalást jelentettek. Az eszközzel kezdetben valamennyi tagállam élhetett, később azonban már célzottan, néhány bajba jutott válságállam bankjai számára biztosította a tőkehelyzet javításának lehetőségét.

Az EKB következő válságkezelő innovációjának előzménye az volt, hogy 2012 nyarán felerősödtek a spekulatív folyamatok, amelyek a legsúlyosabb helyzetben lévő tagállam, Görögország euróövezetből való kilépéshez kapcsolódtak. A kockázatok nem csak Görögország kötvénypiacain jelentkeztek: a spekulánsok az azonnali és határidős piacokon végzett adásvételeikkel immáron a következő válságállam bedőlését találgatták, vagy végső soron az euróövezet szétesésére spekuláltak. A mediterrán országok esetleges kiválása a monetáris unióból nagyfokú tőkemenekülést, a tőkepiacok országhatárok mentén való fragmentálódását vonnák maguk után, romboló hatást gyakorolva a gazdasági outputra, a munkanélküliségre és a bankrendszerek mérlegeire [Darvas, 2012]. 2012 nyarán az EKB-nak lépnie kellett a pénzpiaci spekuláció ellen. Ennek első lépése a megváltozó, nyílt és intervencióktól sem tartózkodó monetáris politika felvállalása és kommunikálása volt. 2012. július 26-án tartotta meg Mario Draghi, az EKB 2011 novembere óta hivatalban lévő elnöke a londoni Global Investment konferencián a „whatever it takes” tagmondatával elhíresült beszédét [Draghi, 2012], melyben kiállt az euró sikeressége mellett. Kiemelte, hogy az unió közös valutája reálgazdasági mutatókban, inflációban, termelékenységben, foglalkoztatásban nagyobb fejlődést tett lehetővé a használói számára, mint amit más fejlett gazdasági térségek elértek, miközben az euróövezet sokkal alacsonyabb államadóssággal, költségvetési deficittel és kiegyensúlyozottabb folyó fizetési mérleggel rendelkezik, mint Japán vagy az Amerikai Egyesült Államok. A felgyülemlett rendszerkockázatok a belső különbségekből adódnak, ám az EKB hatékonyan lesz képes fellépni ezek ellen – így Draghi, aki e célok szolgálatába állította az euróhoz kapcsolódó intézményrendszer gyors ütemű változását és fejlődését, azt is kifejezve, hogy az EKB minden eszközt kész bevetni a közös valuta megmentése érdekében. A beszédet követő új, a korábbiaknál még célzottabb válságkezelő beavatkozást jelentő monetáris eszköz a végleges értékpapír-adásvételi műveleteket (Outright Monetary Transactions, OMT) életre hívó, 2012. augusztusban bejelentett EKB program lett.

Az OMT olyan eszközvásárlási programként jött létre, melynek a keretében az EKB ugyan csak másodlagos piaci államkötvény-vásárlásokba kezdett, azonban az – egyben le is záruló – SMP-vel ellentétben ez nem időszakos művelet volt, hanem időbeli és pénzbeli korlátozás nélküli felvásárlást tett lehetővé, a bajba jutott euróövezeti tagállamoknak a korlátlan likviditásbővítés lehetőségét nyújtva. Az OMT programban való részvétel feltételeként az EKB azt kötötte ki, hogy a segítségnyújtásra szorult tagállam pénzügyi asszisztenciát kérjen az EFSF⁶ vagy ESM⁷ alapoktól, majd azoktól direkt pénzügyi támogatást vagy elővigyázatossági hitelkeretet is kapjon, továbbá hajlandó legyen beleszólást engedni a gazdaságpolitikájába, a feltételeesség (conditionality) jegyében. Az ilyen jellegű gazdaságpolitikai kooperáció tovább képes fokozni a támogatás piacstabilizáló erejét, ugyanakkor egyben a szuverén fiskális politikai mozgástér csökkenését is jelenti, hiszen az OMT megállapodás csupán addig érvényes, amíg az érintett tagállam vállalja az EFSF/ESM által diktált kiigazítási feltételeket [Wilkinson, 2015]. Megállapodás esetén az EKB az OMT program keretében a

⁶ European Financial Stability Facility, azaz Európai Pénzügyi Stabilitási Eszköz

⁷ European Stability Mechanism, azaz Európai Stabilitási Mechanizmus

másodlagos piacon 1-3 éves lejáratú államkötvényeket vásárolt, amivel nemcsak a tagállamok forráshoz jutását kívánta segíteni, hanem a rövid- és középtávú kamatokat is befolyásolni igyekezett [Lombardi és Moschella, 2016]. A beavatkozás célja ugyanakkor a tagállamok államadóságainak a piaci alapon való finanszírozásra történő visszaállítása volt. A források korlátlan rendelkezésre állása ellenére az OMT is megköveteli a sterilizációt, azaz – az árstabilitás megőrzése érdekében – a kötvényvásárlással teremtett likviditást az EKB automatikusan azonnal felszívja [EKB, 2012A].

Az OMT programot létrejöttének évében Darvas [2012] „az EKB varázspálcájának” nevezte annak okán, hogy már csupán a bejelentésének ténye jelentős változásokat eredményezett a válságállamok kötvénypiacain. A kétéves lejáratú spanyol államkötvények 2012. júliusban 6,9%-os kamattal keltek el, ami 15 éves csúcsot jelentett – a program bejelentésének hatására ennek az eszköznek a kamata kora szeptemberre 3% alá esett. Más lejáratú állampapírok kamat- és kockázati szintje hasonlóképpen mérséklődött csakúgy, mint más tagállamok államkötvényei, például az olasz, vagy a portugál állampapírok [Altavilla et al., 2014]. Darvas [2012] kommentárja szerint a helyzet kezelésére az OMT bevezetése számottevően megnyugtatta a piacokat – hatékonyabb volt tehát, mint a némileg pontatlanul definiált SMP –, és sikeresen meghonosított egy mesterségesen alacsony kamatkörnyezetet anélkül, hogy inflációs nyomás alá helyezte volna az euróövezetet. Azonban az OMT mégsem tekinthető teljes megoldásnak: a program nem tudja önmagában semlegesíteni az euróövezet elhagyásához fűződő valamennyi kockázatot, hiszen azok fennmaradhatnak, amíg a fenntartható gazdasági növekedés és a munkahelyteremtés nem áll helyre. Ezen felül az OMT, ahogy a többi közös monetáris politikai eszköz, nem képes sem a belső versenyképességi különbségeket, sem a strukturális problémákat orvosolni. Mindazonáltal Draghi az OMT programot – hatását tekintve – a 2013 előtti legsikeresebb monetáris politikai intervenciónak nevezte, hiszen így a kötvénypiaci helyzet stabilizálása mellett a korábbi évek deflációs veszélyei is elhárultak, amivel egyidejűleg a válságállamokban kedvezőbb befektetési környezetet teremtve a részvénypiaci indexek értéke is pozitív fordulatot tudott venni. Ráadásul míg a program a válságállamok kötvényhozamait letörte, a német államkötvények hozamai emelkedni tudtak – aminek elsősorban a német megtakarítók, biztosítók, nyugdíjalapok voltak a haszonélvezői [EKB, 2013A].

Mi árnyalja az OMT sikerét? A program kritikái közé tartozik, hogy redisztribúciót jelent a tagállamok között, ami nem tartozik alapvetően a monetáris hatóság mandátumához, társadalmi-etikai felelősségi kérdéséhez [Lentner et al., 2017], továbbá az EKB a tagállami kormányok működésére vonatkozóan is sorsfordító döntéseket hozhat. A program ráadásul forrásátcsoportosítással elmoshatja a határokat a fiskális és a monetáris politika között, másként megfogalmazva tiltott tagállami finanszírozást valósít meg [Darvas, 2012]. Ezen kritikák uniós alkotmányjogi aggályokat is felvetettek, továbbá a német gazdasági elit ellenállását is kiváltották. Számos álláspont ütköztethető azzal kapcsolatban, hogy a bajba jutott tagállamok kiségitése jogi szempontból az euróövezet stabilitását szolgáló feladatnak vagy tagállamnak nyújtott direkt finanszírozásnak minősül, márpedig utóbbit a maastrichti szerződés egyértelműen tiltja [Siekmann, 2015]. A német Alkotmánybíróság (Bundesverfassungsgericht) konkrétan az Európai Bírósághoz fordult állásfoglalásért, hogy az OMT nem jelent-e tiltott monetáris finanszírozást [BVerfGE, 2014]. Az Európai Bíróság, az OMT technikai jellemzőire hivatkozva [EKB, 2012A] azt állapította meg, hogy az OMT az euróövezet stabilitásának fenntartását szolgálja, ami az EKB feladata, tehát nincs szó tiltott monetáris finanszírozásról [CoJEU, 2015].

Az OMT programjának adaptálásával Benink és Huizinga [2013] szerint az EKB végső soron magára vállalta az euróövezet végső hitelezőjének szerepét. Ezzel a lépéssel az EKB az Európai Stabilitási Mechanizmus egyik komoly korlátját haladja meg, hiszen annak forrásai – pénzteremtő képesség híján –

limitáltak. Felmerül ugyanakkor annak is a veszélye, hogy azon tagországok, amelyek élnek az OMT programban való részvétel lehetőségével, a versenyképességet helyreállító strukturális reformok halogatásába kezdhetnek, morális kockázatot jelentve az unió egészére nézve. Az EKB végső hitelezői szerepét tovább erősítette a rendkívüli likviditási segítség (Emergency Liquidity Assistance, ELA) nevű intézkedés, amely arra szolgál, hogy az euróövezet pénzügyi intézményei, melyek szolvensek, azonban illikvidék, közvetlen likviditási-injekciókat kaphassanak a tagállami jegybankoktól az EKB felügyeletével [EKB, 2015A]. Ebben az esetben a tagállami jegybank a saját kockázatára tud forrást kínálni magasabb kamat mellett, azonban ezt a (vétőjoggal bíró) közös monetáris hatóság felé jeleznie kell. Ha egy ország bankjai túlzottan rászorulnak az ELA-finanszírozásra, az rendszerszintű kockázatok megjelenését vonhatja maga után – ahogy ez 2013-ban Ciprus, vagy 2015 elején Görögország esetében történt. Az ELA-mechanizmusok bevezetési nehézségeit ezen felül a TARGET2 rendszer rugalmassága is segítette a perifériális országok tökemenkülsési folyamatainál, főként Görögországban, de Írországból, Portugáliában hasonlóképpen, mely folyamat a magországok követeléseinek minden korábbinál koncentráltabb felhalmozódásával járt együtt [Sinn, 2012].

A végső hitelezői szerep felvállalása összességében sikeresnek bizonyult, a helyzetből adódó morális kockázatokat is sikerült kordában tartani. Benink és Huizinga [2013] az OMT programot alapvetően kedvezőnek ítéli, azonban kritizálják korlátlan jellegét, hiszen a kiegészítés mértékének meg kellene találnia az egyensúlyi állapotot. Így ugyanis megőrizhető lenne a kötvénypiacok fegyelme és a strukturális reformok megvalósításának készítése is. De Grauwe [2013] hasonlóképpen érvel: a válság rámutatott arra, hogy a monetáris hatóságoknak ténylegesen fel kell vállalniuk a pénzügyi stabilitás megőrzésének feladatát. Éppen ezért amennyiben az EKB az OMT bevezetésével és fenntartásával valóban felveszi a végső hitelezői szerepet, a kedvezőtlen egyensúlyú gazdasági pályák (amik a versenyképességi hátrányokat alacsony gazdasági növekedéssel, emelkedő államadóssággal és tartósan magas munkanélküliséggel párosítják) megelőzhetővé válhatnak csakúgy, mint az ezek következményeként fellépő likviditási válságok – ráadásul tényleges kötvénypiaci beavatkozás nélkül. 2015-ig bezárólag csupán két tagország, Írország és Portugália részesült tényleges OMT-támogatásban, azaz az OMT túlzott alkalmazásához kapcsolódó félelmek túlnyomórészt alaptalanok maradtak, ellenben a program piaci bizalmat helyreállító hatást tudott gyakorolni valamennyi válságállamra vonatkozóan.

5. Bankfelügyelet és mennyiségi lazítás

Az eurózóna architektúrája továbbra is hiányosságokat hordozott magában, és csupán további reformok életbe léptetésével jöhet létre egy fejlettebb pénzügyi keretrendszer és integrált pénzügyi piac [Bletzinger és von Thadden, 2018]. 2014-ben az EKB pénzügyi folyamatokat stabilizáló célkitűzései közül újabb valósult meg: 2014. november 4-én lépett életbe az egységes bankfelügyeleti mechanizmus (Single Supervisory Mechanism, SSM), melynek rendszerével a részt vevő tagállami bankokra vonatkozóan az EKB bankfelügyeleti jogköre megteremtődött. Az SSM a bankunió koncepciójának első lépése, amely egy új jegybanki funkcióval, a bankszanálással [Földényiné et al., 2016] és az ezt támogató egységes bankszanálási mechanizmussal (Single Resolution Mechanism, SRM) kiegészítve kezdte el a működését. Az Európai Bizottság még 2012-ben fogalmazott meg javaslatot az EKB bankfelügyeleti szerepének kibővítéséről [EB, 2012] azzal a céllal, hogy a pénzügyi szektor szereplőinek kockázatait egyetlen intézmény monitorozza, beleértve a bankok egymáshoz fűződő, összekapcsolódó kockázatait is. Emellett 2015-ben megkezdte működését a Single Resolution Board

(SRB) is, mely közvetlenül felügyeli az országhatárokon átnyúló tevékenységeket folytató bankokat és korai beavatkozásokkal, iránymutatással képes szabályozni azokat. Ezen tényezőknek köszönhetően a közös monetáris intézmény képes lesz fellépni a komplex kockázatokból adódó jövőbeni bankválságok ellen, mivel – ahogy a válság során be is bizonyult – a pénzpiaci anomáliák a gazdasági növekedésre is veszélyt jelenthetnek. Az egységes bankfelügyeleti mechanizmus végső soron a nemzeti bankfelügyelet és az EKB együttműködését jelenti olyan formában, hogy az európai jegybanké a végső felügyeleti jogkör, a nemzeti felügyeleti hatóságok pedig támogató szereppel bírnak a komplex válságok elkerülése érdekében.

A mechanizmus életbe lépésétől kezdődően a jelentős nagyságrendű⁸ bankokat az EKB ezután tehát közvetlenül felügyeli. Az EKB a banki eszközök hirtelen romlására vonatkozó stressztesztet lefolytatásával, eszközminősítési jelentésekkel vizsgálja a jelentős bankok működését annak érdekében, hogy az ún. rendszerkockázatokat feltárja [Huertas, 2016]. A rendszerkockázatok abban különböznek az eddig ismert banki kockázatoktól, hogy nemcsak egyéni pénzpiaci szereplőkhöz kapcsolódnak, hanem a teljes pénzügyi rendszer működésére veszélyt jelentenek [Kaufman, 2000; Csontos és Szalai, 2015]. Az SSM bevezetésével az EKB további jogosultságot szerez különféle helyszíni vizsgálatok lebonyolítására, banki engedélyek megvonására és kiadására, akvizíciók vizsgálatára, a közös prudenciális szabályok direkt betartatására, valamint esetlegesen magasabb tőkekövetelmények előírására. Az euróövezeten kívüli tagállamok számára opcionális az SSM-ben való részvétel, ugyanakkor – ahogy Darvas és Wolff [2013] rávilágít – a közös bankfelügyeletben való mielőbbi részvétel érdekében állhat valamennyi tagállamnak, hiszen olyan meggyőző előnyökkel járhat, mint a felgyorsuló pénzügyi integráció, a határon átnyúló banki tevékenységek ellenőrizhetősége, valamint a versenytorzító hatások elkerülése. Gren et al. [2015] pedig azt emelik ki, hogy az SSM hitelességét, kockázatmenedzselő szerepének sikerességét empirikus eredmények függvényében lehet majd megállapítani, hiszen az EKB szabálykövetésre kényszerítő mechanizmusai elégtelenek maradtak, így a nemzeti bankfelügyelő hatóságok továbbra is meghatározó tényezőkként működnek, valamint az SSM közvetlen látókörén kívül eső pénzügyi intézmények még így is jelentősnek számítanak.

2015-re világossá vált, hogy az OMT és az SSM együttesen elegendőek voltak arra, hogy megállítsák a kötvénypiaci helyzet romlását, és elejét vegyék a tagállami államadósságok további növekedésének. Azonban ebben az évben az EKB-nak már egy új veszélyre, a deflációra kellett reagálnia, a tagállamok szerény vagy kérdéses, stagnálásba fulladó gazdasági növekedése mellett. 2014-re mind a maginfláció, mind a harmonizált fogyasztói árindex 2% alá esett, az inflációs várakozások pedig a 0% körüli szintet, vagy negatív tartományba tartozó értéket is felvettek [De Grauwe és Ji, 2015]. Az EKB által megvalósítható utolsó válságkezelési eszköz és esély a pénzügyi stabilizáció elérésére a mennyiségi lazítás⁹ (quantitative easing, QE), hiszen ily módon a szuverén csődök kockázata az EKB mérlegének expanzióján keresztül terül. A mennyiségi lazítás ugyancsak a monetáris politika klasszikus eszköztáratól eltérő eszköz [Giavazzi és Tabellini 2015], ugyanakkor számos más jelentős jegybank, mint az egyesült államokbeli Fed vagy a Bank of Japan akkor már évek óta éltek ezzel a lehetőséggel. Az Egyesült Államok 2008-ban kezdte meg mindezt olyan formában, hogy a pénzpiaci válság

⁸ A jelentős minősítés három esetben ítéltető oda valamely banknak, ha (1) mérlegfőösszege meghaladja a 30 milliárd eurót, ha (2) adott bank meghatározó szerepet tölt be egy tagállam bankrendszerében, vagy ha (3) adott bank pénzügyi intézmény asszisztenciáért folyamodott az ESM vagy az EFSF alapokhoz. A „nem jelentős” bankok felügyelete továbbra is a tagállami bankfelügyelet feladata marad, ám az EKB-val szoros kooperációban.

⁹ A mennyiségi lazítás olyan monetáris politika, amely a pénzmennyiség bővítésével való gazdaságélénkítést jelent olyankor, amikor a szűk monetáris politika eszköztára nem hatékony többé [Bullard, 2010].

tetőpontján sterilizáció nélküli eszközvásárlásba kezdett annak érdekében, hogy az overnight kamatlábak zuhanását megállítsa, mielőtt azok a 0%-os értéket elérnék – ennek következtében a forgalomban lévő pénz mennyisége egy év alatt majdnem a háromszorosára emelkedett. A Bank of England 2009. márciusban indított hasonló, a pénzügyi piacokat stabilizáló programot, a Bank of Japan pedig 2010. októberben, a Shinzō Abe miniszterelnök válságkezelő, Abenomics néven elhíresült válságkezelő programjának egyik pillérjeként [Hausman és Wieland, 2014]. Habár az SMP és az OMT révén az EKB is rendelkezett eszközvásárlási programmal, azok nem irányultak a pénzmennyiség növelésére, azoknál a bejelentési hatás fontosságát kell inkább kiemelni [Falagiarda és Reitz, 2015]. Bullard [2010] hozzáteszi, hogy a jegybankok mérlegének megnövelése egyáltalán nem szokatlan jelenség a modern monetáris politikában, ugyanakkor az eszközvásárlási programoknak kinyilvánítottan időszakosnak, nem permanensnek kell lenniük. Az inflációs szint normalizálódása esetén pedig a központi banknak fokozatosan fel kell adnia eszközfinanszírozó működését, ráadásul a megfelelő ütemben, hiszen a túlzott tempójú eszközeladás letörné az árakat, a túl lassú pedig az inflációs kockázatok halmozódásával és pénzügyi buborékképződéssel járna.

Az euróövezet mennyiségi lazítási programját nagy várakozás előzte meg, mire 2015. januárban Draghi bejelentette azt [EKB, 2015B]. A márciusban kezdődő program az európai jegybank elsődleges célját, az árstabilitást olyan módon igyekezett megteremteni, hogy a piaci eszközvásárlás keretét havi 60 milliárd euróra növelte legalább 2016. szeptemberig, vagy még tovább, amíg az inflációs cél teljesülése helyre nem áll. Mindezt az EKB a bankközi kamatok további, 0,3%-ról 0,2%-re való csökkentésével egészítette ki, ezzel ösztönözve a bankokat, hogy a frissen keletkezett pénzt a gazdaságba csatornázzák hitelkihelyezés formájában. A QE program kockázatmegosztást, azaz országok közti szolidaritásvállalást is jelent, hiszen egyrészt a tagállami kockázatokat megjelenítő államkötvények – legalábbis részben – az EKB mérlegében jelennek meg, másrészt pedig a QE felvásárlások a szupranacionális európai intézmények kötvényeit is érintik, mivel azok jellemzően a válságállamok adósságleveleit birtokolják [Giavazzi és Tabellini, 2015]. A QE program végrehajtható inflációs veszélyek és adófizetői pénz kockáztatása nélkül, hiszen csődhelyzet esetén az EKB mérlegében lévő kötvények nem fizetnének kamatot többé, azonban ugyanennyivel csökkennének a központi bank kiadásai is [De Grauwe és Ji, 2015]. A QE sikere mindazonáltal elsősorban a fiskális politikák koordinációján múlik, különben egy lehetséges aszimmetrikus gazdasági sokk kialakulása esetén a negatív hatások különböző mértékben sújthatják a tagországokat [Saraceno és Tamborini, 2015]. Az EKB több esetben és fórumon már korábban is [pl. EKB, 2012B; EKB, 2013B] hangsúlyozta, hogy a fiskális politika feladatai monetáris politikai lépésekkel nem kiválthatók, a monetáris politika nem tud strukturális változásokat indukálni – a nemkonvencionális monetáris politika sem. Ilyen esetben pedig a QE az euróövezet egészét stabilizálná, az egyéni tagországokat viszont nem, azaz az „azonos recept mindenkinek” (one-size-fits-all) probléma újfent fennállna. Ezért a QE nem elégséges, ha további, elsősorban fiskális irányú reformok nem egészítik ki annak stabilizáló erejét.

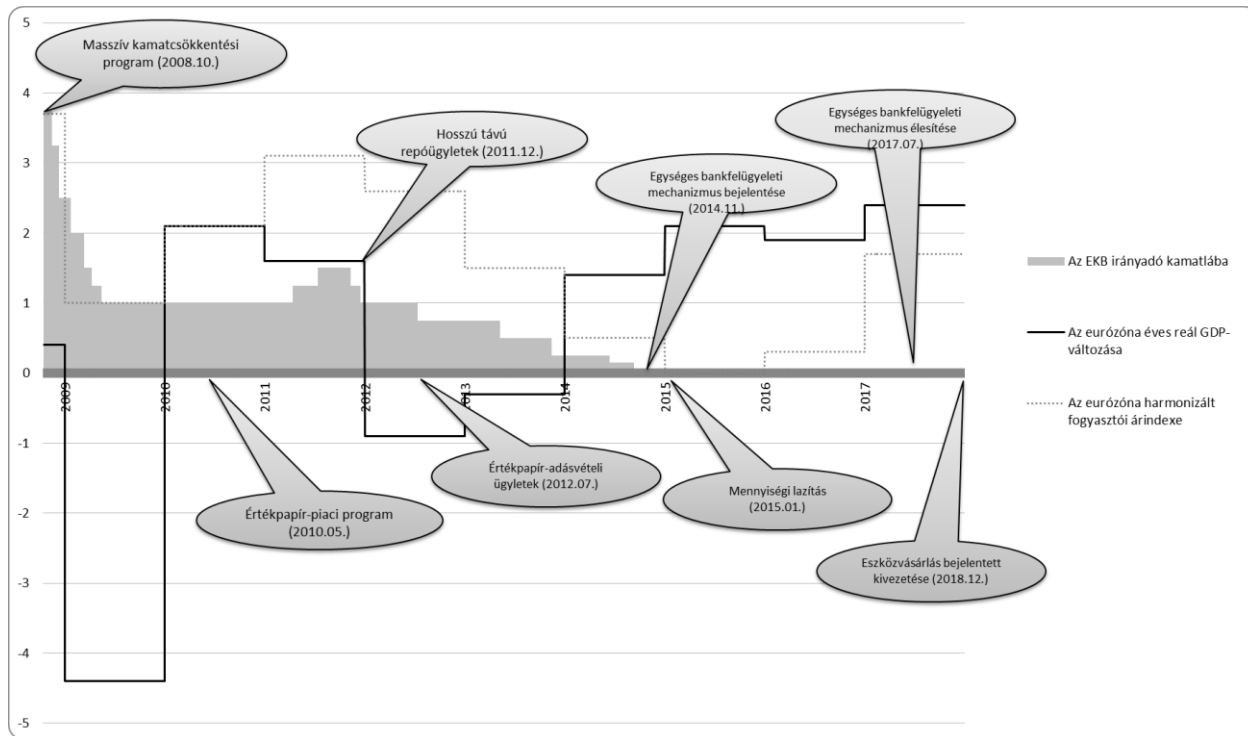
Az SSM élesítésére szinte pontosan öt évvel elindítása után, 2017 nyarán került sor, amikor egy spanyol bankot sikerült SRB-közreműködéssel konszolidálni (majd 1 euróért egy másik spanyol banknak eladni), míg az egyik legrégebbi európai pénzügyi intézmény, az olasz Banca Monte dei Paschi di Siena esetében rekaptalizációra került sor elővigyázatossági céllal, továbbá két regionális olasz banknál likvidációt hajtottak végre SRB-részvétellel, ám az olasz inszolvenca-eljárás keretében [König, 2017]. Ami pedig az eszközvásárlási programokat illeti, az EKB 2018. június 14-i sajtótájékoztatóján jelentette be, hogy az intézmény „a hagyományostól eltérő monetáris politikai intézkedéseket illetően 2018. szeptember végéig a

jelenlegi 30 milliárd eurós havi ütemben folytatja a nettó eszközvásárlást az eszközvásárlási program (APP) keretében. A Kormányzótanács arra számít, hogy 2018 szeptembere után annak függvényében, hogy a beérkező adatok megerősítik-e a testület középtávú inflációs várakozását, a nettó eszközvásárlás havi ütemét 2018. december végéig 15 milliárd euróra csökkenti, ezt követően pedig a nettó eszközvásárlás megszűnik.” [EKB, 2018B]

6. Összefoglalás és kitekintés

Az Európai Központi Bank tevékenységét elemezve elmondható, hogy – eredeti mandátumát meghaladva, de azt szem elől nem tévesztve, és eszközrendszerét jócskán továbbfejlesztve – az euróövezet egyik legfontosabb válságkezelő szervévé lépett elő, részben felvéve a végső hitelezői szerepet is. Habár mandátuma nem változott, az EKB-nak egyre szélesedő fókusszal kellett a válságévek történéseire reagálnia (4. ábra): elsőként a bankok likviditási problémái és tőke megfelelési nehézségei, ezt követően a tagállamok refinanszírozási gondjai és az elszálló államkötvény-kamatok jelentettek kihívást. Majd az intézménynek az egész euróövezetet veszélyeztető deflációval, végül pedig a számos eszközzel több éven át megteremtett pénzügyi stabilitás fenntartásával kellett szembenéznie, a monetáris politika egyre szélesebb eszköztárát hívva segítségül. Az európai monetáris hatóság válságkezelő működése kapcsán kijelenthető, hogy mivel az integráció gazdasági kormányzása féloldalas maradt, így az EKB-nak egyedi országproblémák megoldásával is foglalkoznia kellett a közös valuta árstabilitásának megőrzése érdekében, ami politikai funkcióként is értelmezhető. A defláció mérséklésére az aktuális alkotmányos és intézményi kereteken belül pedig a mennyiségi lazítás tekinthető az utolsó eszköznek, amely az EKB rendelkezésére áll. A sterilizáció nélküli, korlátlan likviditásbővítés tovább mérsékelheti a válságállamok nehézségeit, azonban a tagállamok közti versenyképességi különbségek enyhítésében önmagában nem elegendő. Továbbá a mennyiségi lazításnak komoly elméleti korlátja, hogy az EKB mérlegében felhalmozott eszközöktől az inflációs folyamatok visszatérésekor meg kell szabadulnia, ráadásul optimális ütemben, azaz az eszközárak letörése és az infláció elszabadulása nélkül.

4. ábra: az EKB szerepe a válságkezelésben



Forrás: saját szerkesztés

Az EKB mindvégig képest volt megfelelni a stabilitás biztosítása követelményének, reagált a világgazdasági történésekre, valamint a fejlett gazdasági térségek fiskális és monetáris politikáinak változásaira. Az infláció beindulása vélhetően a teremtett likviditás megszűnésével, az eszközvásárlási folyamatok visszafordulásával, ezáltal az EKB mérlegfőösszegének csökkenésével jár együtt a közeljövőben. Üdvözlendő, hogy ez akkor történik, amikor a bankunió kiépülésének lépései már megtörténtek, azaz a gazdasági fellendülés olyan pénzügyi környezetben valósulhat meg, mely már – elméleti szinten vizsgálva – jóval kevésbé kitett a fragmentálódásnak vagy a pénzügyi fertőzések nemzetközi terjedésének. Mindazonáltal az EKB-nak a következő években is számottevő szerepe marad az euróövezet válsága, illetve annak utóhatásai kezelésében. Ezen felül kibővült hatásköre révén a gazdasági növekedés feltételeinek megteremtésében, biztosításában is kulcsszerepet tud vállalni.

A kutatást az EFOP-3.6.2-16-2017-00007 azonosítószámú, *Az intelligens, fenntartható és inkluzív társadalom fejlesztésének aspektusai: társadalmi, technológiai, innovációs hálózatok a foglalkoztatásban és a digitális gazdaságban* című projekt támogatta. A projekt az Európai Unió támogatásával, az Európai Szociális Alap és Magyarország költségvetése társfinanszírozásában valósul meg.

Felhasznált irodalom:

- Ábel I. – Csortos O. – Lehmann K. – Madarász A. – Szalai Z. (2014): „Az inflációs célkövetés megújulása a válság után” *Hitelintézési Szemle*, 13. évf., 4. szám, 35-56. o.
- Alesina, A. – Grilli, V. (1991): *The European Central Bank: Reshaping Monetary Politics in Europe*. NBER Working papers, No. 3860., Cambridge.
- Altavilla, C. – Giannone, D. – Lenza, M. (2014): *The Financial and Macroeconomic Effects of OMT Announcements*. ECB Working Paper Series, No. 1707 / August 2014, Frankfurt.
- Barro, R. J. (1997): *Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study*. NBER Working papers, No. 5698., Cambridge.
- Benczes I. – Kutasi G. (2010): „A Gazdasági és Monetáris Unió fiskális szabályrendszere: Válság előtt és után” *Európai Tükör*, XV. évf., július-augusztus, 107-127 o.
- Benink, H. – Huizinga, H. (2013): *How to Limit the ECB's OMT?* VOX CEPR's Policy Portal, London. <http://www.voxeu.org/article/how-limit-ecb-s-omt> Lekérdezve: 2016.01.26.
- Bletzinger, T. – von Thadden, L. (2018): *Designing QE in a Fiscally Sound Monetary Union*. ECB Working Paper Series, No 2156., June 2018, Frankfurt.
- Bodnár K. – Kovalszky Zs. – Kreiszné Hudák E. (2014): „A válságokból történő kilábalás és a hitelezés kapcsolata” *Hitelintézési Szemle*, 13. évf., 4. szám, 57-85. o.
- Bullard, J. (2010): *Quantitative Easing: Uncharted Waters for Monetary Policy*. Federal Reserve Bank of St. Louis, President's Message, St. Louis.
- BVerfGE (2014): *Hauptsacheverfahren ESM/EZB: Urteilsverkündung sowie Vorlage an den Gerichtshof der Europäischen Union*. Pressemitteilung Nr. 9/2014, 7 Februar. Bundesverfassungsgericht, Karlsruhe. <https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/DE/2014/bvg14-009.html> Lekérdezve: 2018.09.26.
- Cœuré, B. (2013): *The Economic Consequences of Low Interest Rates* AT *International Center for Monetary and Banking Studies*. Konferencia helye, ideje: Geneva, 2013.10.09.
- CoJEU (2015): *The OMT programme announced by the ECB in September 2012 is compatible with EU law*. Press release No 70/15. Court of Justice of the European Union, Luxembourg.
- Commonwealth Bank (2012): *The ECB's Securities Market Program (SMP): About to Restart Bond Purchases?* Commonwealth Bank of Australia, Sydney.
- Csortos O. – Szalai Z. (2015): „A globális pénzügyi válság kezelésének nehézségei: elméleti és gazdaságpolitikai tanulságok” *Hitelintézési Szemle*, 14. évf. 3. szám, 5-38. o.
- Darvas Zs. (2012): „The ECB's Magic Wand” *Intereconomics*, Vol. 47., Issue 5, 266-267 o.
- Darvas Zs. – Wolff, G. B. (2013): „Should Non-Euro Area Countries Join the Single Supervisory Mechanism?” *DANUBE: Law and Economics Review*, 4, (2), 141-163 o.
- De Grauwe, P. (2013): „The European Central Bank as Lender of Last Resort in the Government Bond Markets” *CESInfo Economic Studies*, Vol 59., 3/2013, 520-535 o.
- De Grauwe, P. – Ji, Y. (2015): *Quantitative Easing in the Eurozone. It's Possible without Fiscal Transfers*. CESInfo Group, January 2015, Munich.
- Draghi, M. (2012): *Speech AT Global Investment Conference*. Konferencia helye, ideje: London, 2012.07.26.
- Dornbusch, R. – Favero, C. A. – Giavazzi, F. (1998): *The Immediate Challenges for the European Central Bank*. NBER Working papers, No. 6369., Cambridge.
- EC (2012): *Council Regulation Conferring Specific Tasks on the European Central Bank Concerning Policies Relating to the Prudential Supervision of Credit Institutions*. European Commission, Brussels.
- EKB (2008): *European Central Bank Again Offering US Dollar Liquidity*. European Central Bank, Frankfurt.

- EKB (2012A): *Technical Features of Outright Monetary Transactions*. European Central Bank, Frankfurt.
- EKB (2012B): *Managing financial crises: the role of the ECB*. Speech by Peter Praet, member of the Executive Board of the ECB, Vienna, 10 May. European Central Bank, Frankfurt.
- EKB (2013A): *Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A) Mario Draghi, President of the ECB, Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB*. European Central Bank, Frankfurt.
- ECB (2013B): *Monthly Bulletin*. February. European Central Bank, Frankfurt.
- EKB (2014): *ECB Announces Further Details of the Targeted Longer-Term Refinancing Operations*. European Central Bank, Frankfurt.
- EKB (2015A): *ELA Procedures*. European Central Bank, Frankfurt.
- EKB (2015B): *ECB Announces Expanded Asset Purchase Programme*. European Central Bank, Frankfurt.
- EKB (2018A): *The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and its monetary policy implementation framework Q2 2016 – Q4 2017*. ECB Occasional Paper Series, No 209., April 2018, Frankfurt.
- EKB (2018B): *Monetáris politikai döntések*. Sajtóközlemény, június 14. Európai Központi Bank, Frankfurt.
- EMI (1998): *Annual Report – 1997*. EMI, Frankfurt.
- Fahr, S. – Motto, R. – Rostagno, M. – Smets, F. – Tristani, O. (2011): *A Monetary Policy Strategy in Good and Bad Times*. ECB Working Paper Series, No. 1336 / May 2011, Frankfurt.
- Falagiarda, M. – Reitz, S. (2015): *Announcements of ECB unconventional programs: Implications for the sovereign spreads of stressed euro area countries*. Journal of International Money and Finance, Vol. 53., (May), 276-295. o.
- Földényiné Láhm K. – Kómár A. – Stréda A. – Szegedi R. (2016): „Bankszanálás mint új MNB-funkció – az MKB Bank szanálása” *Hitelintézeti Szemle*, 15. évf., 3. sz., 5-26. o.
- Giavazzi, F. – Tabellini, G. (2015): *Effective Eurozone QE: Size Matters More than Risk-Sharing*. VOX CEPR's Policy Portal, London. <http://www.voxeu.org/article/effective-eurozone-qe-size-matters-more-risk-sharing> Lekérdezve: 2016.01.30.
- Gren, J. – Howarth, D. – Quaglia, L. (2015): „Supranational Banking Supervision in Europe: The Construction of a Credible Watchdog” *Journal of Common Market Studies*, Vol. 53., (S1), 181-199 o.
- Gros, D. – Mayer, T. (2011): *Debt Reduction Without Default?* CEPS Policy Brief, No. 223/ February 2011, Brussels.
- Hausman, J. K. – Wieland, J. F. (2014): „Abenomics: Preliminary Analysis and Outlook” *Brookings Papers on Economic Activity*, N/A, Spring 2014 , 1-63 o.
- Horváth Á. – Szalai Z. (2004): *Gazdasági és Monetáris Unió*. MNB Műhelytanulmányok, 12., Budapest.
- Huertas, T. (2016): *European Bank Resolution: Making it work!* CEPS Papers 11262, Centre for European Policy Studies, Brussels.
- Issing, O. (2000): *The Monetary Policy of the European Central Bank: Strategy and Implementation*. CESInfo Group, Forum 2 / 2000, Munich.
- Kaufman, G. G. (2000): „Banking and Currency Crises and Systemic Risk: Lessons from Recent Events” *Economic Perspectives*, Vol 24., No. 3, 9-28 o.
- König, E. (2017): *Takeaways from the first application of the EU's crisis management framework*. The Eurofi Financial Forum, 13-15 September, Tallinn. <http://tallinn2017.eurofi.net/takeaways-first-application-eus-crisis-management-framework/> Lekérdezve: 2018. május 25.
- Lamfalussy, C. – Maes, I. – Péters, S. (2013): *Alexandre Lamfalussy: The Wise Man of the Euro*. Lannoo Campus, Leuven.
- Lentner Cs. – Szegedi K. – Tatay T. (2017): „Társadalmi felelősség a központi bankok működésében” *Hitelintézeti Szemle*, 16. évf., 2. sz., 64-85. o.
- Lombardi, D. – Moschella, M. (2015): „The government bond buying programmes of the European Central Bank: an analysis of their policy settings” *Journal of European Public Policy*, Vol. 23, Issue 6, 851-870. o.

- Merler, S. (2014): *How I learned to stop worrying about TARGET2 and love the ECB*. Bruegel, Brüsszel. <http://bruegel.org/2014/10/how-i-learned-to-stop-worrying-about-target2-and-love-the-ecb/> Lekérdezve: 2019.05.19.
- Mundell, R. (1963): „Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates” *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29., No. 4., 475-485 o.
- Obstfeld, M. (2001): *International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model*. IMF Staff Papers, Vol. 47, Special Issue, Washington.
- Official Journal of The European Union (2008): *Protocol (No 4) On The Statue of The European System of Central Banks and of The European Central Bank*. European Council, Brussels.
- Official Journal of The European Union (2010): *Decision of the European Central Bank of 14 May 2010 Establishing a Securities Markets Programme*. European Council, Brussels.
- Pelle A. – Végh M. Z. (2019): Hogyan változott az euróvezet a kezdetek óta? *Pénzügyi Szemle*, 64. évf. 1. szám, 127-145. o.
- Pisani-Ferry, J. (2014): *The Euro Crisis and its Aftermath*. Oxford University Press, Oxford.
- Saraceno, F. – Tamborini, R. (2015): *How Can It Work? On the Impact of Quantitative Easing in the Eurozone*. DEM Working Papers, N. 2015/3., Trento.
- Siekmann, H. (2015): *The Legality of Outright Monetary Transactions (OMT) of the European System of Central Banks*. IMFS Working Paper Series, No. 90., Frankfurt.
- Sinn, H. W. (2012): *Fed versus ECB: How Target debts can be repaid*. VOX CEPR's Policy Portal, London. <https://voxeu.org/article/fed-versus-ecb-how-target-debts-can-be-repaid> Lekérdezve: 2018.09.25.
- Sinn, H-W. (2014): *The Euro Trap on Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*. Oxford University Press, Oxford.
- Wilkinson, M. A. (2015): „The Euro Is Irreversible! ... Or is it? On OMT, Austerity and the Threat of “Grexit”.” *German Law Journal*, Vol. 16., No. 04., 1049-1072 o.