

PELLE ANITA–VÉGH MARCELL ZOLTÁN

Válságok és alkalmazkodás: az Európai Központi Bank monetáris politikájának fejlődése

Az Európai Központi Bank (EKB) eddigi mintegy negyedszázados működését válságok övezik, ami próbára teszi, alkalmazkodásra készíti ortodox monetáris politikáját. Az euróövezet jegybankjának szerepét kronológiai megközelítésben, a kritikai elemzés módszerével értékeljük az inflációs célt követő monetáris politika elméleti és gyakorlati keretrendszerében. Az EKB válságkezelésének jól azonosítható szakaszai vannak. A 2008-as válságra adott kamatcsökkentési reakció később elégtelennek bizonyult, majd az eszközvásárlási programok megerősítették a jegybank végső hitelezői szerepét. Az eurót használó némely tagállam szuverén adósságválságának kezelése vegyes eredményeket hozott. A pandémia keltette válságra a reakció gyors és határozott volt, ám a gazdaságok újraindulásával jelentkeztek a döntések mellékhatásai: visszatért az infláció, amelyet az energia-válság csak súlyosbított. Legújabban a klímaválságra adott uniós válasz, a zöld átállás hat az európai közös monetáris politika irányára. Bár az inflációs célkövetés primátusa megmaradt, a pénzügyi stabilitás biztosítása felértékelődik.*
Journal of Economic Literature (JEL) kód: E52, E58, H12, O52.

Bevezetés

A jegybankok szerepe az árszínvonal emelkedésének kiegyensúlyozásában a kilencvenes évek eleje óta megkérdőjelezhetetlen, a rendelkezésükre álló eszköztár meghatározása és használata azonban napjainkban is szakirodalmi viták tárgya. Az Európai Központi Bank az európai gazdasági és monetáris unió központi intézménye. Az euróövezet elsősorban gazdasági integrációs képződmény,

* A kutatást a Szegedi Tudományegyetem Interdiszciplináris Kutatásfejlesztési és Innovációs Kiválósági Központ Humán és Társadalomtudományi Klaszterének Digitális Társadalom Kompetenciaközpontja támogatta. A szerzők a Zöld és digitális átalakulás kutatócsoport tagjai.

Pelle Anita egyetemi docens, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar (e-mail: pelle@eco.u-szeged.hu).

Végh Marcell Zoltán egyetemi adjunktus, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar (e-mail: vegh.marcell@eco.u-szeged.hu).

A kézirat első változata 2025. augusztus 27-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.18414/KSZ.2025.12.1226>

ugyanakkor létrejöttét és működését egyaránt politikai indíttatások és cselekvések összetett rendszere alakítja (*Palánkai és szerzőtársai* [2022]). Az EKB formálisan 1998. június 1-jén vette át az Európai Monetáris Intézet szerepét a maastrichti szerződés értelmében, majd teljes jogkörét és funkcionalitását 1999. január 1-je, az európai gazdasági és monetáris unió (GMU) harmadik szakaszának kezdete óta tölti be. 2019-ben a GMU első évtizedét sikeresnek értékeltük, a második évtized azonban nagyrészt válságkezeléssel telt – igaz, ennek következtében javult a valutaövezet válságállósága (*Pelle-Végh* [2019]).

Ebben a tanulmányban arra a kérdésre keressük a választ, hogy az EKB milyen szerepet töltött be az EU különféle válságainak kezelésében, döntéseinek és működésének milyen következményei voltak, végső soron mennyire sikeresen látta el szűken és tágan vett feladatát. Szűk feladataként a statútumában megfogalmazottakat tekintjük, azaz az árstabilitás mint elsődleges monetáris politikai cél elérését és fenntartását. Emellett a pénzügyi stabilitás mint jegybanki cél biztosítása is alapvető feladat. Árstabilitáson¹ az inflációs célkövetés sikeres megvalósulását (vagyis egy alacsony, de nulla feletti inflációs szint elérését) értjük, ami a monetáris politika végrehajtásáért felelős jegybank felelőssége, míg a pénzügyi stabilitás „olyan állapot, amelyben a pénzügyi rendszer, azaz a kulcsfontosságú pénzügyi piacok és a pénzügyi intézményrendszer ellenálló a gazdasági sokkokkal szemben, és képes zökkenőmentesen ellátni alapvető funkcióit: a pénzügyi források közvetítését, a kockázatok kezelését és a fizetési forgalom lebonyolítását”.²

Inflációs célkövető monetáris politikai stratégiáját – az uniós jogi kereteken belül – az EKB függetlenül határozza meg, ami az inflációs célkövetésnek enged valamelyes rugalmasságot (*Borio–Chavaz* [2025]), ezzel együtt e stratégia 1999 óta nagyon stabilnak mondható. Az EKB a pénzügyi stabilitási jelentéseit félévenként publikálja. Az elérhető legutóbbi ilyen jelentés (*ECB* [2025]) – a megelőző néhány félév hasonló dokumentumaival összhangban – megnövekedett figyelmet fordít a pénzügyi rendszeren kívüli kockázatokra, amelyek között a klímakockázatok egyre fajsúlyosabbak. Ezek a katasztrofális klímaesemények következtében megrongálódó infrastruktúrától az elmaradó gazdasági eredményeken és a leértékelődő eszközelemeken át a magasabb biztosítási díjakig terjednek, igen sokrétűek és változatos természetűek. Kezelésük így összetett és árnyalt megközelítést tesz szükségessé.

A jegybank mandátumát még tágabban értelmezve figyelembe kell venni az általánosabb gazdaságpolitikai célok teljesülését, a jegybank azokhoz való hozzájárulását is, ami egy valutaövezet jegybankjánál, valamint különféle – a maguk nemében páratlan – válságok esetén már bonyolult kérdéskör (*Tuori* [2022]). A jegybankok politikailag nem elszámoltatható szereplők, így a válságok kezelésébe való beavatkozásaik technokrata kritikák tárgyát képezik (*Tucker* [2018]). Állításunk szerint az európai monetáris unió eddigi története során az árstabilitás célja nem kérdőjeleződött meg, és nem is szorult háttérbe, ugyanakkor a pénzügyi stabilitás kritériuma egyre inkább előtérbe került az egymást követő válságok során, mintegy kiegészítve az inflációs célkövetést.

¹ <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-politika-keretrendszere/mi-az-arstabilitas>.

² <https://www.mnb.hu/web/penzugyi-stabilitas>.

A különböző válságok közül a klímaválság minden korábbinál komplexebb mind természetében, mind hatásaiban, és ezáltal szélesebb körben érinti a pénzügyi stabilitást, sőt áttételesen inflációs kockázatokat is hordoz. Így az újabb és újabb válságok tükrében azt is értékelhetjük, hogy reziliensebbé vált-e az eurózóna.

Vizsgálatunk során kronológiai megközelítést alkalmazunk. A GMU 1999-es indulása utáni első évtized az euróövezet közös monetáris politikai stratégiájának kialakításával telt, kedvező makrogazdasági környezetben. A pénzügyi integráció, amely már a maastrichti kritériumok teljesítésével lendületet vett, a különböző válságok idején – eltérő mértékben ugyan, de konzisztensen – visszafejlődött, majd a válság lecsengésével újra fejlődésnek indult (Soós [2021]). *Hobelsberger és szerzőtársai* [2022] három válságot azonosítottak a GMU megalakulása óta: a valutaövezetet exogén sokként érő 2007–2008-as pénzügyi vihart és az abból kibontakozó globális pénzügyi válságot (2008 szeptemberétől 2010 májusáig), az euróövezet némely tagállamának szuverén adósságválságát (2010 májusa – 2013 második fele), valamint a világválság keltette válságot (2020 februárjától). A második és a harmadik válság közti időszakot „alacsony infláció korszakának” nevezték. Ezt a szakaszolást mi is elfogadjuk, hozzátéve, hogy immáron egy következő, a pandémia utáni válságos szakaszt is azonosíthatunk, amelyet – a korábbiakkal ellentétben – éppen egy, a valutaövezet történetében addig páratlan inflációs hullám jellemzett. Ez a válság 2023 végéig tartott, amelyet egy energiaár-válság tetézt. Ez utóbbit a járvány utáni gazdasági újraindulás mellett az orosz–ukrán háború, illetve az arra adott uniós válaszok okozták. E válságokon kívül a 2020-as évektől a klímaválság is vitt be új szempontokat az EKB monetáris politikájába.

A 2008-as *globális pénzügyi és gazdasági válság* volt tehát az eurózóna és a közös monetáris politika első valódi stressztesztje. Ezt követte 2010-től az *adósságválság*, amelyen 2013-ra sikerült megbízhatóan úrrá lenni. 2014 és 2019 között egy néhány éves viszonylag nyugodt periódus következett, amikor is az európai monetáris politikának meglehetősen sajátos környezete alakult ki: nemcsak az infláció volt alacsony, de a gazdaságnövekedés üteme és a kamatláb is. E körülmények között ütött be a *világválság*, amely példátlan gazdasági lefagyást idézett elő, és ezzel az európai gazdaságpolitikák számára is új fejezet nyílt. A lezárások utáni újraindítás idejében újabb külső sokkok érték az európai gazdaságot, amelyek együttesen régóta nem látott szintekre emelték az inflációs rátákat. 2023 I. negyedében azután *bankválságok* rengették meg a globális pénzügyi szektort. Mindeközben az EU a *klímaválság* kezelésére is mind több területen fogalmaz meg célokat, stratégiát, illetve hoz intézkedéseket. Valójában egyre inkább úgy tűnik, hogy a válság válik az új normává, ezért célszerű berendezkednünk újabb és újabb válságok kezelésére és a rugalmas alkalmazkodóképesség, a reziliencia fejlesztésére (Brunnermeier [2021]). A reziliencia a monetáris politikában is egyre nagyobb jelentőségre tesz szert, az euróövezet vonatkozásában pedig tulajdonképpen a zavartalan működés alapfeltétele, amely főként a monetáris transzmisszió egészséges érvényesülésében, illetve a nem teljesen harmonizált tagállami üzleti ciklusok és a közös monetáris politika kapcsolatában nyilvánul meg (Halmai [2021]). A reziliencia ezen megközelítését tanulmányunkban az EKB-ra alkalmazzuk.

Vizsgálati módszerünk a kritikai elemzés, amelyhez referenciaként a jegybankok szűken és tágan értelmezett céljai és feladatai szolgálnak (*Bernanke–Mishkin* [1997], *De Grauwe* [2023]). Az EKB mint monetáris politikai intézmény működésének eredményességét komplexen értelmezzük. Egyik fő megállapításunk az, hogy a 2008-as globális válságot követően az EKB először vonakodott változtatni korábbi passzív attitűdjén, ám a szuverén adósságválságok során végül bekövetkezett az alkalmazkodás. A 2010-es évekbeli nyugodt időszakot utólag értékelve kritikai észrevételeink, hogy a jegybanki mérleg ekkor végbement kiemelkedő mértékű felduzzasztása révén az EKB maga is hozzájárult az inflációs kockázat erősödéséhez, de mintha ezt a veszélyt a döntéshozók akkor nem érzékelték volna kellőképpen, vagy legalábbis a reziliencia szempontja dominált. A világválság gazdasági hatásai példátlanok voltak, és ennek megfelelően kivételes bátorságot követeltek meg a válságkezelő politikáktól, amire az európai intézmények ezúttal készek voltak. A válság kezelését a 2008 és 2013 közötti szakasszal összehasonlítva az EKB immáron tanulékonynak és önkritikusnak bizonyult, és ez segítette a legrosszabb forgatókönyvek elkerülését és a pénzügyi stabilitás jó színvonalon való fenntartását a válság egésze során. A járvány lecsengésével és az újabb geopolitikai-geoökonómiai fejlemények révén azonban további kihívások jelentkeztek, amelyek hatásait utólagos értékelésünk szerint súlyosbították a járvány idején meghozott válságkezelő intézkedések ekkorra manifesztálódó, nem szándékolt mellékhatásai. A válságmenedzsment üzemmódból az európai monetáris politika így a 2022–2023-as inflációs trend sikeres megfordítása után még mindig nem vonulhatott vissza, miközben a klímaválság egyre nyilvánvalóbb manifesztálódása újabb kihívásként jelentkezik, fejlődést és alkalmazkodást követelve a monetáris politikától is. Nem válaszolható meg egyértelműen az a dilemma, hogy az EKB jól tette-e, hogy a 2010-es évek eleji válság kezelése során túlnyúlt eredeti hatáskörén (*Végh–Pelle* [2021]). Másrészt a klímakihívás is megközelíthető ezen az alapon: a klímaválság részben pénzügyi kockázatként megjelenő tüneteinek kezelésére szolgáló zöld monetáris politika (*Matos Rosa* [2025]) értékelésénél is feltehetjük a kérdést, hogy vajon mi történne, ha ezek a teljesen új típusú döntések és intézkedések nem születnének meg az EKB-ban.

Az EKB a 2008–2013-as válságban: pénzügyi válság és szuverén adósságválságok

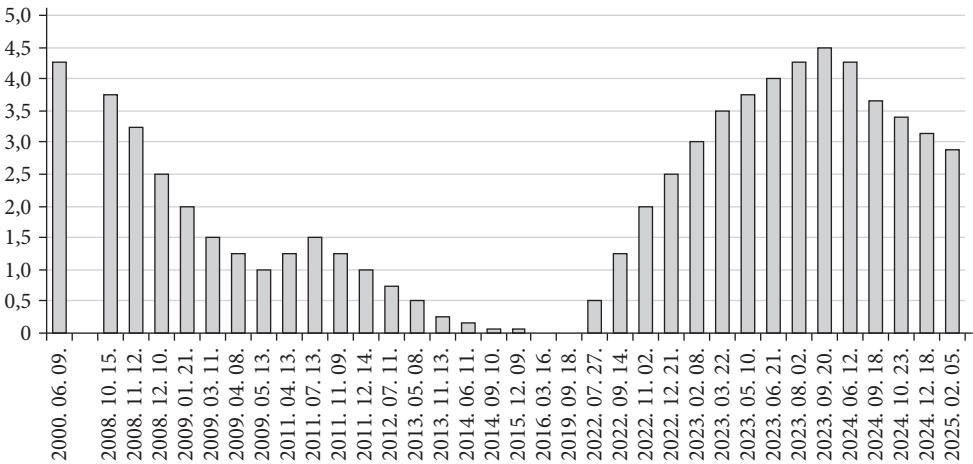
Az Egyesült Államok finanszírozási piacain, illetve ingatlanpiacán kialakuló pénzügyi buborék tekinthető a 2008-ban globálissá váló gazdasági válság kiindulópontjának, amely áttételes pénzügyi termékeken keresztül az európai piacokat is érintette, és az európai bankok tőkehelyzetét is sújtotta. A likviditás kiszáradásával a bankrendszer hitelezési tevékenysége jelentősen visszaesett, amit kezdetben az EKB eredményesen tudott likviditásbővítéssel kezelni, a Lehman Brothers 2008. szeptemberi csődjével azonban egyértelművé vált, hogy monetáris eszközökkel a gazdasági válság nem kezelhető tovább hatékonyan (*Király* [2008], *Pisani-Ferry* [2014]). Amíg a tagállami kormányoknak elsősorban a bankszökők és bankmentések kezelésére

kellett fókuszálniuk, addig az Európai Bizottság a lisszaboni stratégia újragondolásával, az állami támogatási szabályok időszakos lazításával igyekezett növelni a tagállami kormányok mozgásterét (Pelle [2010]). Mivel mindez továbbra sem bizonyult elegendőnek a gazdasági válság kezelésére, a Bizottság 2008. november végén kidolgozta, majd az Európai Tanács jóváhagyta az európai gazdasági fellendülés tervét (European Commission [2008]), amely az EU első közös válságkezelő intézkedésének tekinthető, és elsősorban a tudásalapú és fenntartható gazdasági célok támogatásához, továbbá a munkaerőpiaci stabilitáshoz kapcsolódik. A csomag mérete az EU GDP-jének mintegy 1,5 százalékát tette ki, ugyanakkor eléggé fragmentált maradt, hiszen a tagállamok kiegészítették saját különböző fókuszú és nagyságrendű válságkezelési csomagjaikkal (Végh [2020]).

Az EKB-hoz fűződő első válságkezelő eszköznek az *alacsony kamatlábak politikája* tekinthető. Ez a lépés nem nyúlt tovább az intézmény bevett eszközeinek körén: a 2008 októberében kezdődő kamatcsökkentési ciklus keretében az EKB az irányadó kamatokat előbb a 2000 júniusa óta érvényben lévő 4,25 százalékról egy hónapon belül két lépésben 3,25 százalékra, majd 2009 májusáig agresszíven 1 százalékig csökkentette (1. ábra). Az EKB 2011-ben próbálkozott kétlépcsős kamatnöveléssel, ami miatt erős kritikákkal szembesült (Nechio [2011]), mivel 2011 végétől az euróövezet újra recesszióba került.

1. ábra

Az euró alapkamatának alakulása, 2000. június – 2025. február (százalék)



Forrás: ECB Data Portal [2025].

Az alacsony kamatok politikája lehetővé tette, hogy a kereskedelmi bankok visszafogott költségek mellett tudjanak bankközi kölcsönökhöz jutni a tagállami jegybankoktól, ezáltal mérséklődjenek likviditási nehézségeik (Végh [2020]). A zéró, majd negatív kamatlábak politikája új és feltérképezetlen terepnek bizonyult az európai monetáris politika számára (Cœuré [2013]), hiszen egyrészt a periféria országai olcsóbban voltak képesek refinanszírozni az államadósságukat, ami enyhítette

a hatékony válságkezelő programok terheit, másrészt a magországok megtakarítói is motiválttá váltak a fogyasztásuk bővítésében, illetve forrásaik nem kockázatmentes eszközökben történő lekötésében, ami képes volt felpörgetni a gazdasági növekedést. Az eszköz tehát alkalmasnak tűnt a tagállamok közötti tartós fizetésimérleg-különbségek enyhítésére is anélkül, hogy a fizetésimérleg-hiánnyal rendelkező tagállamokat hosszú távú megszorításokra kényszerítette volna. Ebben az időszakban az volt a konszenzusos álláspont, hogy a válságba került euróövezeti tagállamoknak önerőből kell helyreállítaniuk makrogazdasági egyensúlyukat (Benczes [2022]). A válság ugyanakkor azt is megmutatta, hogy az árstabilitás nem elegendő a pénzügyi stabilitáshoz, miközben a válságkezelés költséges, így a monetáris politikának a válságok bekövetkezési valószínűségének lehetőség szerinti csökkentését is elő kell irányoznia (IMF [2015]).

A meghozott intézkedések nem bizonyultak elegendőnek, és további monetáris politikai eszközök bevezetése vált szükségessé (Novák-Tatay [2021]). Az eurózóna első, időszakos *eszközvásárlási programja* 2010 májusában indult értékpapírpiacon program (*Securities Market Programme, SMP*) néven. A program célja az volt, hogy helyreállítsa a monetáris transzmissziós mechanizmusok normális működését, méghozzá olyan módon, hogy jogosultságot adott az EKB (és más jegybankok) számára, hogy az államkötvények és a magánszektor kötvényeinek piacán direkt módon, a keresleti oldalon beavatkozhasson, és így elháríthassa azokat a likviditási gondokat, amelyek a monetáris politika hatásmechanizmusát veszélyeztették. A monetáris transzmisszió megfelelő működése az egyik pont, ahol a szoros értelemben vett monetáris politikai célok és a pénzügyi stabilitás célja összekapcsolódik (Juhro [2022]). Az SMP program során az EKB a pénzmennyiség állandóságát sterilizációval biztosította, azaz amennyi likviditást teremtett kötvényvásárlással, ugyanannyit más területen kivont a pénzforgalomból, elkerülendő azt, hogy az eszközvásárlási folyamat adósságfinanszírozást és mennyiségi lazítást jelentsen. A további intervencióktól sem tartózkodó monetáris politika felvállalása 2012. július 26-án Mario Draghi EKB-elnöknek a londoni Global Investment konferencián tartott, „whatever it takes” mottójával elhíresült beszédéhez köthető. A korábbiaknál még célzottabb válságkezelő monetáris eszköz a végleges értékpapír-adásvételi műveletek (*Outright Monetary Transactions, OMT*) nevű, 2012. augusztusban bejelentett EKB-program lett, amely időbeli és pénzbeli korlátozás nélküli felvásárlást tett lehetővé (Benczes [2020], Végh [2020]).

Ahogy a nemzetközi likviditási válság helyi bankválságokká alakult (olykor az ingatlanpiac helyi összeomlásával párosulva, például Spanyolországban), majd a nem teljesítő hitelek arányának növekedése – és nyomában a tőkepótlás igénye – miatt bekövetkező bankkonszolidációs intézkedések az államadósság gyors emelkedéséhez vezettek. Mindez pedig az addig szűk sávban mozgó szuverén felárak divergálását idézte elő. Arról, hogy mindez komoly bizalmi válsággal társult, a piac csődkockázati félelmeit tükröző CDS-felárak heterogén növekedése tanúskodott (Kiss-Alipanah [2024]). Ez egyértelműen a biztonságos eszközökbe (például aranyba, svájci frankba, AAA minősítésű államkötvényekbe) való meneküléssel társult (Baele és szerzőtársai [2020]). Ezt a negatív spirált csak az államadósság nem piaci konszolidációjával

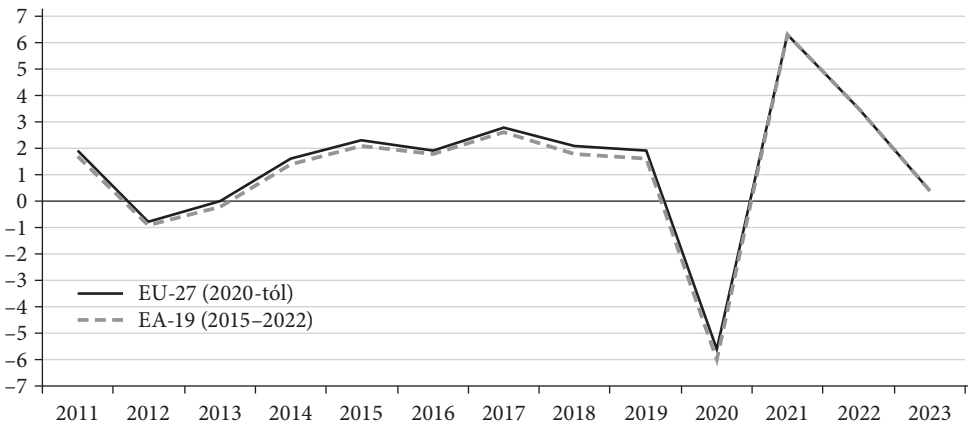
(például az IMF, illetve az Európai Stabilizációs Mechanizmus hiteleivel) és az EKB aktív kötvénypiaci megjelenésével lehetett megállítani. Mindez előrevetítette a következő időszakban széleskörűen alkalmazott értékpapír-vásárlási programokat.

A mennyiségi lazítás időszaka

2014-re az EU és az euróövezet gazdaságai visszatértek a növekedési pályára (2. ábra). Kifejezett fellendülésről azonban nem beszélhetünk, hiszen az átlagos éves növekedési ütem a 2014 és 2019 közötti időszakban – a Világbank [2023] adatai szerint – 2,1 százalék volt az EU-27, illetve 1,9 százalék a valutaövezet (EA-19) vonatkozásában, elmaradva a 2008-as válság előtti átlagos növekedéstől (2,4, illetve 2,2 százalék a 2000–2007-es időszakban).

2. ábra

A reál-GDP növekedési üteme az EU-ban és az euróövezetben, 2011–2023 (százalék)



Forrás: Eurostat (TEC00115 adattábla).

A pénzügyi válság nyomán kibontakozó valutaövezeti szuverén adósságválságok és a járvány indukálta válság kirobbanása közötti időszakban fennmaradt az alacsony kamatkörnyezet is: az alapkamat a 2011. decemberi egyszázalékos szintről 2016-ra több lépésben nullára csökkent (1. ábra), és a 2022. júliusi kamatdöntésig, amikor az EKB megkezdte a szigorítást, nulla százalék körül maradt. Az ilyen laza monetáris politika alapvetően a növekedést támogatná, ebben az időszakban azonban ez a hatás nem érvényesült.

Mindemellett az infláció is mérsékelt maradt: 2014 januárjában a ráta az előző év azonos időszakához képest 0,7 százalékon állt, majd 2015. januárig $-0,6$ százalékgig csökkent, de a 2020 januárjáig tartó időszakban szinte mindvégig 2 százalék alatt maradt, a 2018. július–október időszakot leszámítva, amikor is 2,2–2,3 százalékon tetőzött, amit aztán újabb mérséklődés követett (3. ábra). Az EKB-nak tehát a nulla-százalékos kamatkorlátot elérve kellett a deflációs kockázatot elhárítani és egyúttal

a növekedést támogatni. Erre a helyzetre a jegybank a *menyiségi lazítás* módszerét találta legalkalmasabbnak, ami néhány év távlatából sikeresnek látszott, és így megerősítette az EKB hitelességét, tudniillik, hogy az inflációs célt elsődlegesnek tekintni extrém alacsony kamat- és kvázi-deflációs környezetben is (Hartmann–Smets [2018]). Tehát egy olyan, válságok közötti nyugalmas időszakról beszélhetünk, amikor a monetáris politika számára meglehetősen sajátos környezet alakult ki a lassú növekedés–alacsony kamatlábak–mérsékelt infláció együttállása révén.

3. ábra

Fogyasztói árindex az euróövezetben, 2014. január – 2020. január [százalék, $M/(M-12)$]



Forrás: ECB Statistics [2025].

2015-re világossá vált, hogy a végleges értékpapír-adásvételi műveletek és az egységes bankfelügyeleti mechanizmus (*Single Supervisory Mechanism, SSM*) együttesen elegendő volt ahhoz, hogy megállítsák az érintett tagállamok finanszírozási helyzetének romlását. Ekkor az EKB-nak már egy új veszélyre: a szerény, majd stagnálásba fulladó gazdasági növekedés mellett kialakuló deflációra kellett reagálnia. 2014-re mind a maginfláció, mind a harmonizált fogyasztói árindex 2 százalék alá esett, az inflációs várakozások pedig nulla körül alakultak, de negatív értéket is felvettek (De Grauwe–Ji [2015]). Az EKB által alkalmazható utolsó válságkezelési eszköz – és a pénzügyi stabilizáció elérésének utolsó esélye – a mennyiségi lazítás (*Quantitative Easing, QE*) volt, amely a klasszikus monetáris politikán kívüli eszköz ugyan, de akkor már számos jelentős jegybank, mint a Fed vagy a Bank of Japan évek óta éltek vele. A QE olyan monetáris politikát jelent, amely a pénzmennyiség bővítésével kívánja élnékíteni a gazdaságot olyankor, amikor a monetáris politika standard eszköztára már nem hatékonyabbé (Bullard [2010], Kiss–Balog [2018]). Mindez kockázatmegosztást, azaz országok közti szolidaritásvállalást is jelentett, hiszen a tagállami kockázatokat megjelenítő államkötvények bekerültek az EKB mérlegébe (sterilizáció nélkül).

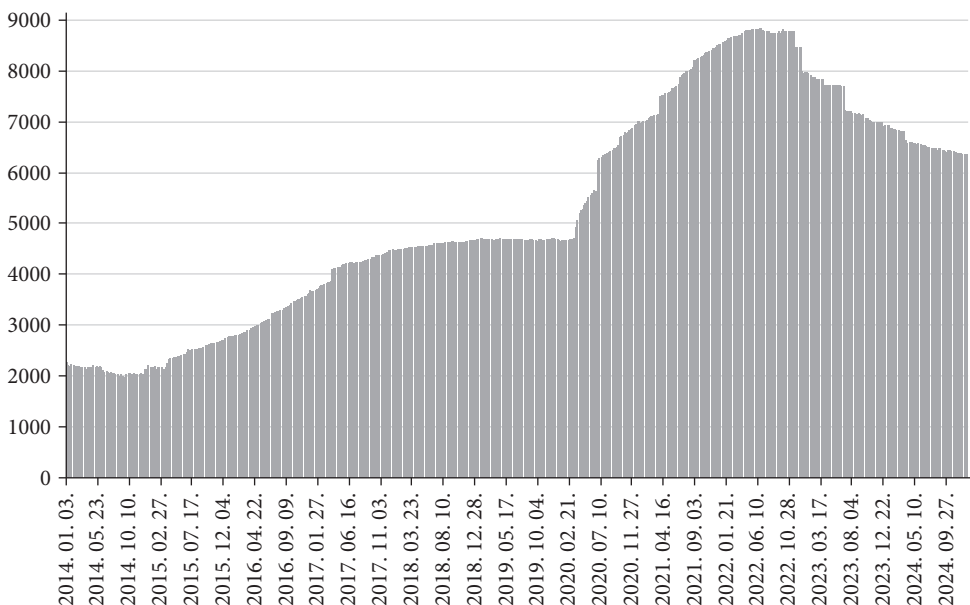
Mindezen programokkal az EKB végső soron magára vállalta az euróövezet végső hitelezőjének szerepét (Kiss és szerzőtársai [2020]), szükség szerint korlátlan

mértékben vállalva a válságba került államok finanszírozását. Ez utóbbi azonban nem volt automatikus: az Európai Bizottság, a Nemzetközi Valutaalap és az EKB együttesen döntöttek a további tagállami pénzügyi segítségnyújtás részleteiről, illetve feltételeiről. Ennek a kondicionalitásnak az érvényesítése hosszadalmassá tette a döntési folyamatot, és sok esetben társadalmi ellenállást váltott ki. A periféria tagállamainak lassú konszolidációja tehát megkezdődött, a versenyképességük helyreállítása azonban hiányosan valósult meg, miközben az EKB mérlege felduzzadt. Mindezt alacsony infláció és lassú gazdasági növekedés kísérte (Végh [2020]).

Az EKB történetét tekintve mindenképpen, de a monetáris politikát tágabb időhorizonton vizsgálva is sajátosnak tekinthető ez az időszak, amelyet a növekedés, az infláció és a kamat vonatkozásában is alacsony ráták jellemeztek. Ezért a kamatpolitikával már nem lehetett támogatni a növekedést (Claeys és szerzőtársai [2018]); emiatt vette kezdetét a fokozatos mennyiségi lazítás.

4. ábra

Az EKB mérlegfőösszegének alakulása, 2014. január – 2025. február (milliárd euró)



Forrás: ECB Data Portal [2025].

A két válság közötti mennyiségi lazítás több mint kétszeresére növelte az euróövezet központi bankjának mérlegfőösszegét: a 2014-es 2 billió euró körüli értékről 2018-ra 4,8 billió euró körülire, amely aztán nagyjából változatlan maradt a pandémia kitöréséig.

A 2011–2012-es mérlegbővítést illetően – amelyet visszatekintve a nem konvencionális monetáris politikai gyakorlat egyik első kísérletének tekinthetünk – a mennyiségi lazítással az EKB célja sokkal inkább a monetáris transzmisszió hatékonyságának biztosítása, semmint a gazdaság közvetlen monetáris politikai stimulálása volt

– és a beavatkozás elérte célját (*Cour-Thuman–Winkler* [2013]). Ezzel a tapasztalattal érkezett meg az EKB a szuverén adósságválságot követő időszakba.

Mészáros és Kiss [2020] vizsgálatai is azt támasztották alá, hogy a nem konvencionális monetáris politika tovagyűrűző hatásai hozzájárultak a pénzügyi rendszer stabilitásához, elsősorban a tőkepiacok likviditásának javítása révén. A mennyiségi lazítás olyan értelemben is eredményesnek tekinthető, hogy számítások szerint 1–2 százalékponttal csökkentette az euróövezeti periféria (Írország, Olaszország, Spanyolország, Portugália) kötvényhozamainak felárát (*Broeders és szerzőtársai* [2022]).

Kritikák is megfogalmazódtak azonban az eszközvásárlásokkal, a mennyiségi lazítással és a jegybanki mérlegfőösszeg megtöbbszöröződésével szemben. Elsősorban az addicionális reálgazdasági hatás volt kérdéses-kétséges, amely országonként eltérő mértéket öltött – elsősorban a makrogazdasági feltételrendszerek eltéréseiből következően (*Balogh* [2021]).

A pénzbőség – igazolva a közgazdaságtan törvényszerűségeit – magában hordozta az inflációs veszély kockázatának növekedését, és bár a 2010-es évek második felében egyre többet foglalkoztak a szigorítás időzítésével (*Goutsmedt–Fontan* [2023]), sem a körülmények, sem – intézményesült visszacsatolás híján – az EKB intézményi struktúrája nem kényszerítette ki (*Hartwell* [2023]). *Dabrowski* [2023] egyenesen az „elszalasztott lehetőség időablakának” minősíti a 2010-es évek második felét, amikor is az EKB nem fordult vissza időben a nem konvencionális monetáris politikától. Ilyen helyzetben érte a Covid-válság az euróövezetet és a közös európai monetáris politikát.

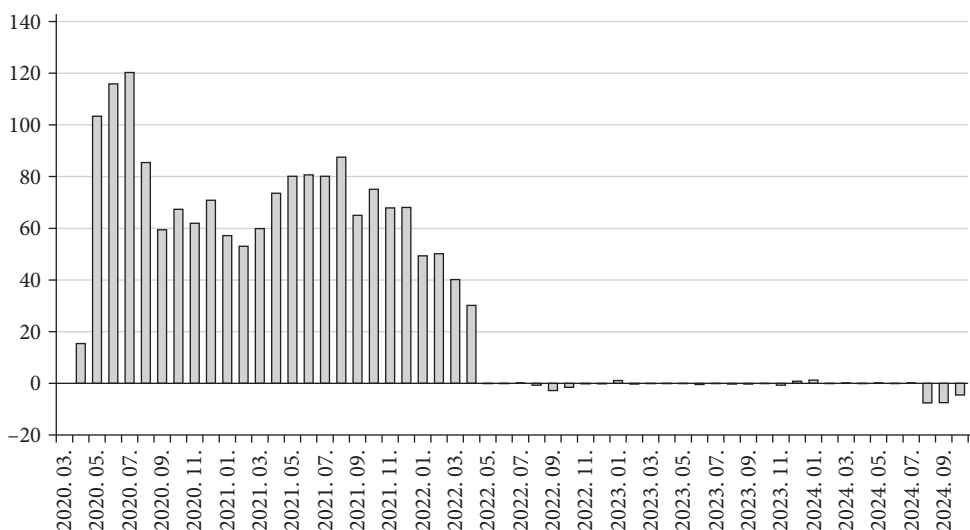
A világválság okozta válságra adott reakciók

A pandémia miatti válságra adott reakciók jelentősen eltérnek a korábbiakban tapasztalható válságkezelési mechanizmusoktól. A WHO 2020. január 30-án minősítette egészségügyi vészhelyzetnek, majd március 11-én járványnak a koronavírus globális terjedését, amely a közegészségügyi kockázatok szerteágazó hatásai mellett a gazdaság keresleti és kínálati viszonyait is alapvetően megrengette. A tagállamok első egészségügyi és gazdasági válságreakciói ugyanúgy szerteágazók voltak, mint a korábbi válságok idején, közös elemnek – és a korábbi válságokból jól ismert gyakorlatnak – tekinthető ugyanakkor, hogy az EU-tagállamok elsősorban hitelfelvétellel kezelték a gazdasági válságot. Ez az államadósságok példátlan dinamikájú és mértékű növekedését idézte elő az országok többségében. Komoly aggodalomra adhatott volna okot különösen az euróövezet három nagyobb déli államának: Spanyolországnak, Olaszországnak és Görögországnak az adósságnövekedése; a járvány kitörését követő időszakban az EU összes adósságbővülésének több mint 40 százaléka jutott erre a trióra (*Török* [2020]). De ezúttal az EKB hamarabb és hatékonyan tudott stabilizáló intézkedéseket tenni. Első lépésként 2020. márciusban a járványügyi vészhelyzeti eszközvásárlási program (*Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP*) keretében egy 750 milliárd eurós csomagot állítottak össze, amelyet rövidesen további 120 milliárd euróval bővítettek, és széles körű eszközvásárlást

tettek lehetővé. Emellett a korábban bevezetett hosszú távú refinanszírozási műveletek (*Long-Term Refinancing Operations, LTRO*) is folytatódtak, illetve a bankok tőkeegyeleltetési előírásain is enyhítettek a magánszektor hitelezésének fenntartása érdekében (*Hobelsberger és szerzőtársai [2022]*). Elsősorban a PEPP (5. ábra), másodsorban a többi eszközvásárlási program eredményeképp az EKB mérlegfőösszege 2020 tavasza és 2022 nyara között ismét majdnem megkétszereződött, 2022 júniusában 8,8 billió euró fölé tettözve (4. ábra). A mérlegfőösszeg csak 2022 novemberében kezdett csökkenni, de 2025 elején még mindig nagyobb, mint a pandémia előtt volt (2020. február végén 4,69 billió euró).

5. ábra

Havi nettó vásárlások a PEPP keretében, 2020. március – 2024. szeptember (milliárd euró)



Forrás: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.

A járvány okozta válság kezelésére az Európai Bizottság is tett lépéseket, főként a tagállami támogatási korlátozások ideiglenes felfüggesztésével és a tagállami központi költségvetések szabadabb költekezésének engedélyezésével. (Ez utóbbi elsősorban az egészségügyi és az álláskeresési kiadásokra vonatkozott.) Új – meghatározó súlyú – válságkezelő eszközként 2020 júliusában kidolgozták a *Next Generation EU (NextGenEU)* programot, amely az EU hétéves pénzügyi keretrendszerén felül irányított elő mintegy 750 milliárd eurót arra, hogy az EU a válságból még erősebben és versenyképesebben kerüljön ki. A program fókuszpontjai a zöld és digitális átállás, a forrását pedig – rendhagyó lépésként – közös kötvénykibocsátással fedezték (*Európai Bizottság [2023]*). A tagállamoknak helyreállítási terveket kellett készíteniük ahhoz, hogy le tudják hívni a *NextGenEU* válságkezelésre szánt elemének, a helyreállítási és rezilienciaépítő eszköznek (*Recovery and Resilience Facility, RRF*) a számukra allokált forrásait. A forráskihelyezés lehetővé tette, hogy az egészségügyi vészhelyzet által mélyebben érintett tagállamok arányában több forráshoz jussanak a közös

költségvetésből, mint a kevésbé sújtottak, ami hozzájárul a tagállamok gazdasági ciklusainak szinkronizálásához (Somosi–Farkas [2024]), tehát a fiskális unió egyik fontos részceljához. Szintén innovációnak tekinthető, hogy a források lehívását jogállamisági feltételekhez kötötték, amit Lengyelország és Magyarország helyzete indokolt. Összességében az EKB válaszreakcióját úgy értékelhetjük, hogy az intézmény tanult a korábbi válságkezelési hibáiból, azaz gyorsan és határozottan avatkozott be, az Európai Bizottság pedig a válaszreakciót megfelelő fiskális lépésekkel és számos innovatív rendelkezéssel egészítette ki.

A PEPP-nek kettős célja volt: támogatta a piacok működését és a monetáris politika transzmisszióját, ezáltal érdemben csökkentette a kockázatokat, elsősorban az illikviditási spirálok kialakulásának veszélyét. Mivel a járvány miatti korlátozások a gazdasági teljesítmény hirtelen és nagymértékű romlását vetítették előre, az inflációs célkövető monetáris politikának arra kellett koncentrálnia, hogy az árak leolvadását megakadályozza. A PEPP-nek sikerült a piacstabilizációs célját elérnie, és a folytatása is indokolt volt, a monetáris politika környezetének további enyhítése és a kereskedelmi bankok, a vállalatok és a háztartások pénzügyi helyzetének stabilizálása érdekében is. A példátlan körülmények példátlan rugalmasságot és innovativitást követeltek meg, ezen elvárásoknak a PEPP megfelelt (Böninghausen és szerzőtársai [2022]).

A világvárvány és a kezelésére meghozott intézkedések a 2007–2008-as válsággal összemérhető pénzügyi sokkot okoztak, mégsem alakult ki az euróövezetben a korábbihoz hasonló adósságválság, mégpedig a közös valuta új kormányzási struktúrájának köszönhetően. Ezúttal az országokénti kötvényhozamok nem divergáltak. De Grauwe és Ji [2022] ezt azzal magyarázzák, hogy az EKB tanult a korábbi válságok kezeléséből, válságkezelési eszközeinek hatékonyságából és hibáiból egyaránt. A szuverén adósságválságok kezelésének értékelésekor levonták azt a visszatekintve helyesnek bizonyuló következtetést is, hogy a kondicionalitás paradox helyzetet teremt, amit fel kell oldani. Az EKB ezt minden bizonnyal megértette, amikor a PEPP-et feltétel nélkül hirdette meg (De Grauwe–Ji [2022]). Hobelsberger és szerzőtársai [2022] is rámutatnak, hogy a globális válságtól és a szuverén adósságválságtól eltérően a pandémia idején az EKB-nak sikerült megelőznie a pénzügyi összeomlást – ők ezt a sikert a különböző szereplők (fiskális, monetáris és prudenciális hatóságok) cselekvése megfelelő, hatékony összehangolásának tulajdonítják.

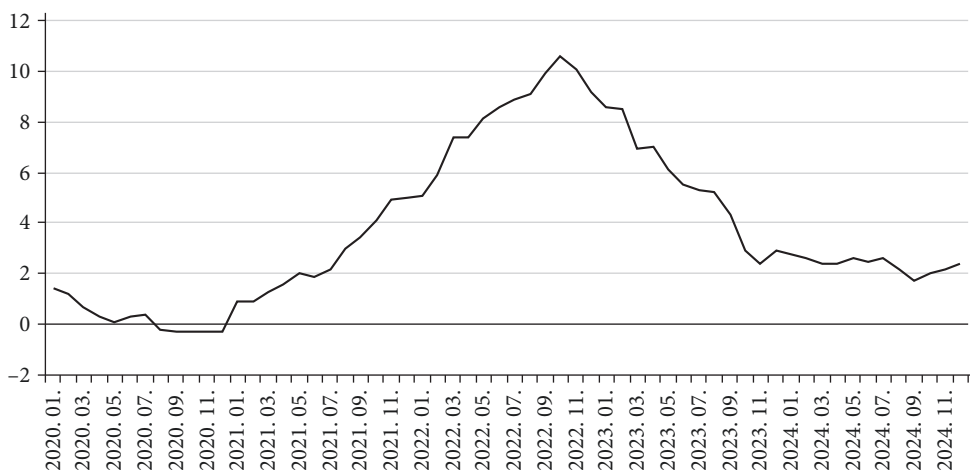
A régi-új ellenség: az infláció

A világvárvány okozta sokk hatásainak sikeres mérséklését követően új korszak vette kezdetét, amelyet az infláció felfutása jellemezett. A folyamat már 2021-ben elindult, és 2022 őszére inflációs rekord született az euróövezetben: októberben az előző év azonos hónapjához képest 10,6 százalékon tetőzött a pénzromlás üteme (6. ábra). Az inflációs nyomás szorosan összefüggött a pandémiával és annak kezelésével, és alapvetően három irányból érkezett: a kínálati oldalon a leállások miatt szűk keresztmetszetek alakultak ki, felhajtva a beszerzési árakat és a szállítási költségeket; a járványhelyzet elmúltával az újraindítások során az addigra rekordméretűre duzzadt

lakossági megtakarítások extrém keresletet generáltak (elsősorban a szolgáltatási szektorokban); továbbá erre az időszakra tehető az energiaárak emelkedésének kezdete is (*European Commission* [2021]).

6. ábra

Fogyasztói árindex az euróövezetben, 2020. január – 2024. december [százalék, M/(M-12)]



Forrás: ECB Statistics [2025].

Hogy külön válságperiódusnak tekinthető-e a 2021 nyarán induló, majd 2022-ben felpörgő infláció időszaka, vagy csupán a Covid-válság utóhatásának, megítélés kérdése. Annyi azonban tény, hogy a nagy jegybankok 2022-ben agresszív kamatemelésbe kezdtek azért, hogy teljesítsék az elsődleges küldetésüket: biztosítsák az árstabilitást. Az inflációs nyomást tovább fokozta az orosz–ukrán háború kapcsán fellépő kínálati sokk és az elmélyülő energiaválság (*De Guindos* [2022]), és a helyzetet tovább súlyosbította a fejlett világ Oroszországgal szembeni szankciós politikája. Az Ukrajnában zajló háború több csatornán keresztül is hatott az inflációra: egyrészt a globális geopolitikai kockázatok és az ezekkel járó bizonytalanság megjelenésével a politikai döntéshozók, a befektetők és az egyéb piaci szereplők mind további eszkalációra számítottak, ami törvényszerűen inflációgerjesztő hatással járt, amelynek a nagyságrendje ebben az esetben 1,3 százalékpontra volt becsülhető (*Caldara és szerzőtársai* [2022]). Ezenfelül az energiapiaci és egyéb világpiaci árak volatilis változását a globális ellátási láncok rugalmatlanul kezelték, ami az ellátási csatornák újratervezését igényelte, különösen az EU energetikai piacán és a kapcsolódó iparágakban. A tartósan magas inflációt nem szüntette meg az energiahordozók világpiaci árának normalizálódása sem. Az időszakosnak tekinthető kínálati hatások tartós inflációt okoztak, ezért érdemes megvizsgálni, hogy mekkora felelősség terheli emiatt a jegybankok monetáris politikáját, benne az esetleges túlzott élénkítéseket (*Gros–Shamsfakhr* [2022]).

Ha a pandémia idején kezdődő rendkívüli – az EU-ban főként monetáris – élénkítést tekintjük a tartósan magas infláció egyik okának, a 2022-ben kezdődött monetáris restriktció különösen indokoltnak tekinthető. Az azonban kérdéses volt, hogy az

EKB mekkora megszorítást tegyen, illetve milyen gyorsan érje el az inflációs célját. Ez utóbbi három módon valósulhatott volna meg: egyrészt mennyiségi szigorítással (*quantitative tightening*), ami azonban az eszközárak csökkenésével és a kötvénypiacok visszaesésével járhatott volna. Másrészt a cél elérhető lett volna a kínálatoldali sokkok eltűnésével (a háború lezárása, tartós energiapiaci stabilizáció), ami azonban nem következett be. A harmadik lehetőség pedig a kamatok emelése volt, ami viszont gazdasági visszaeséssel, esetlegesen ár-bér spirál kialakulásával fenyegetett (Andersson [2023]). 2022–2023-ban végül az utolsóként említett „ortodox” kamatemelési eszközt alkalmazták.

Az EKB monetáris politikája a zöld átállásban

A 2020-as évtizedben újfajta feladatok is megjelentek az EKB látókörében, amelyek egy egészen új megközelítést tettek szükségessé: a klímaváltozáshoz köthető cselekvésnek ugyanis monetáris politikai vonzatai is vannak, elsősorban a pénzügyi stabilitás célrendszerében, de részben az inflációs célkövetéssel kapcsolatban is. A monetáris politikának egyfelől a zöld átállás inflációs hatásait kell kezelnie, másfelől a jegybankoknak az üvegházhatású gázok emissziója és a termelés közötti kapcsolatot kell oldaniuk a hitelezési és értékpapírpiaci környezet makroprudenciális szabályozói átformálásával. Az euróövezetben a monetáris politika eredeti célja, az árstabilitás nem változott, ugyanakkor könnyen belátható, hogy a zöld átállás árszínvonal-emelő hatású (Hartwell [2023]). A központi banknak úgy kell tehát támogatnia az európai gazdaság zöld átállását, hogy közben az árstabilitás hiteles öre maradjon (Schoenmaker [2021]), és a pénzügyi stabilitás is biztosított legyen. Ehhez a központi banknak új, állami ügynökség jellegű szerepet is vállalnia kell, megkérdőjelezve az eddigi szokásokat és normákat (Kedward és szerzőtársai [2024]).

Az EKB a klímaváltozáshoz kapcsolódó indikátorainak rendszerét 2023 januárjában hozta nyilvánosságra, de már a korábbi években megfogalmazott számos kezdeményezést: először bejelentette, hogy a közös monetáris politikába integrálja a klímaváltozáshoz kapcsolódó célokat (ECB [2021]), majd arról adott tájékoztatást, hogy közvetlen pénzügyi ösztönzőket alakít ki a fenntarthatósági célokhoz kapcsolódóan (ECB [2022]). Szintén 2022-től az EKB a klímaváltozáshoz kapcsolódó stressztesztek lefolytatására is tesz kísérleteket, amelyek a különböző külső, klímaváltozás-eredetű aszimmetrikus sokkok és a tagállamok lehetséges gazdasági válságának kapcsolatát, azok esetleges tovaterjedését hivatottak modellezni. A klímaválsággal kapcsolatos kockázatok immáron részei a pénzügyi stabilitási szempontrendszernek. Schoenmaker és McKechnie [2024] mindazonáltal azt javasolják, hogy a jegybankok a zöld átállás során a kapcsolódó kockázatokat és költségeket endogén faktorként, sőt jogszabályi kötelezettségként, ne pedig egzogén tényezőként kezeljék, és a zöld átállás során elsősorban a rendszerkockázatokra összpontosítsanak, sőt akár képezzenek tartalékokat a klímaeredetű (rendszer)kockázatok kezelésére.

A vállalati szintű fenntarthatóságnak már korábban számos indikátora létezett, ugyanakkor 2023-ban ez a témakör egységes keretrendszert kapott a vállalati

fenntarthatósági jelentésekről szóló irányelv formájában (*Európai Parlament és Tanács* [2022]). Ez a korábbi, 2014-es szabályozást felváltó, az ESG-mutatókat kiegészítő jelentéstételi keretrendszer, amelynek fokozatos bevezetése 2024 és 2026 között történik, és célja, hogy jobb minőségű adatokat szolgáltatson a vállalatok működésének környezeti és társadalmi hatásairól – például az őket finanszírozó pénzintézeteknek. Szintén 2023-ban az EU-tagállamok is külön indikátorrendszert kaptak a klímacélokhoz kapcsolódóan (*ECB* [2024a]): a tagállamok teljesítményét ekkortól három különböző dimenzióban mérik, amelyeket az EKB a fenntartható pénzügy, szén-dioxid-kibocsátás és fizikai kockázatok címszavak alá sorolt be. Ezen témakörökön belül több mutató értékét is meghatározzák a tagállamok számára az európai gazdasági kormányzás keretei között megfogalmazott országspecifikus ajánlásokban.

Az EKB zöld átálláshoz való viszonyulását legjobban a bank elnökének 2024 júniusában Párizsban megfogalmazott beszéde szemlélteti (*ECB* [2024b]). Ebben *Christine Lagarde* kifejezi, hogy a klímaváltozás visszafordíthatatlan, rendszerszintű kihívás, ellentétben az ismert gazdasági kockázatokkal. Ezért az EKB négy célt fogalmazott meg: a zöld befektetéseken keresztül támogatott árstabilitás, a klímaváltozáshoz kapcsolódó elemzések készítése, a fenntartható közpolitikákhoz való hozzájárulás, valamint a pénzügyi műveleteken keresztül történő kockázatcsökkentés.

Mindez új szemléletet jelent az EKB árstabilitáshoz való hozzájárulásában: az inflációnak és a pénzügyi stabilitás veszélyeztetésének egyidejű fellépése megteremtette az igényt a preventív megközelítésre. A preventív szemléletben felértékelődik a nem gazdasági eredetű válságok előrejelzése és kezelése (*Wutscher* [2024]). Mivel a klímakockázatok megfelelő kezeléséhez szükség van a piaci szereplők bevonására is, az EKB a pénzügyi közvetítőrendszernek is kulcsszerepet szán abban, hogy a vállalatok megfelelően beárazzák ezen kockázatokat (*Schoenmaker–McKechnie* [2024]). Ezáltal végső soron létrejöhet egy újabb EU-n belüli szolidaritási mechanizmus, amely alkalmas az aszimmetrikus kockázatok elnyelésére, tovább közelítve az eurózónát az optimális valutaövezetek kritériumrendszeréhez – mindezt anélkül, hogy közös, föderális szintű költségvetésnek kellene létrejönnie.

Összegzés, értékelés

Az Európai Központi Bank indulása után mintegy negyedszázaddal minden jel arra mutat, hogy a válság válik az új normává. Ezen realitások között a reziliencia, azon belül is főképp a rugalmasság válik létfontosságúvá intézményi és működési értelemben egyaránt. Az EU-ban, azon belül is az euróövezetben célszerű, ha a rugalmasan alkalmazkodó fiskális politikai keretrendszer mellett monetáris politikai területen is van olyan gyors reagálású tűzerő, amely új, váratlan helyzetekben bevethető.

Az inflációs célt követő monetáris politika viszont fennmarad az európai gazdasági és monetáris unióban – ez a cél stabil az állandó változás közepette, ami jó eséllyel biztosítani tudja az EKB hitelességének megőrzését az egyre bizonytalanabbá váló jövőben is. Az eddigi alkalmazkodást látva nem várható, hogy megváltozna az EKB monetáris politikájának reaktív, innovatív, komplex, finomhangolós jellege.

Talán ez is része annak, ahogyan az intézmény alkalmazkodik a válság mint új norma paradigmájához.

Az egyes válságokat tekintve elmondható, hogy az euróövezet válságának kezelése konzervatív, míg a pandémia indukálta gazdasági válság kezelése radikális volt. Az előbbi éppen konzervatív volta miatt nem volt olyan hatásos, illetve meglehetősen lassúnak bizonyult, az utóbbit pedig negatív hatások kísérték. A pandémia utáni évek inflációja, amely Európában a gazdasági újraindulás idején, 2021 nyarán kezdett kialakulni, és 2022 őszén tetőzött, beárnyékolja az EKB válságkezelésének sikerességét.

A zöld átmenet újabb követelményeket támaszt az EKB számára is: egyaránt elvárásává válik a gyors reakció és a monetáris politika preventív jellegének erősítése, hiszen az EU és tagállamai különféle katasztrofális következmények kockázatával szembesülnek. Ugyancsak felértékelődik a pénzügyi stabilitás. A 2020-as évek közepén nemcsak a klímaválság, hanem a geoökonómiai helyzet is megköveteli, hogy kialakuljon a rugalmas alkalmazkodás és a gyors reagálás kultúrája, azaz javuljon a reziliencia – mind az Európai Központi Bankban, mind az EU teljes intézményrendszerében is.

Hivatkozások

- ANDERSSON, F. N. G. [2023]: The problem of stagflation: How should the European Central Bank respond to the increase in inflation? *European View*, 22. évf. 1. sz. 39–47. o. <https://doi.org/10.1177/17816858231157540>.
- BAELE, L.–BEKAERT, G.–INGELBRECHT, K.–WEI, M. [2020]: Flights to safety. *The Review of Financial Studies*, 33. évf. 2. sz. 689–746. o. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz055>.
- BALOGH ANDRÁS [2021]: Mi okoz inflációt? A jegybanki politikák és az infláció kapcsolata. *Hitelintézet Szemle*, 20. évf. 4. sz. 146–158. o.
- BENCZES ISTVÁN [2020]: Válság és válságrendezés a Gazdasági és Monetáris Unióban. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- BENCZES ISTVÁN [2022]: Gazdasági növekedés és versenyképesség intézményi perspektívában. A magyar eset (2008–2019). Ludovika Egyetemi Kiadó, Budapest.
- BERNANKE, B. S.–MISHKIN, F. S. [1997]: Inflation targeting: A new framework for monetary policy? *Journal of Economic Perspectives*, 11. évf. 2. sz. 97–116. o. <https://doi.org/10.1257/jep.11.2.97>.
- BORIO, CH.–CHAVAZ, M. [2025]: Moving targets? Inflation targeting frameworks, 1990–2025. *BIS Quarterly Review*, March, 31–52. o. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2503c.htm.
- BÖNINGHAUSEN, B.–FERNÁNDEZ BRENNAN, L.–MCCABE, L.–SCHUMACHER, J. [2022]: The pandemic emergency purchase programme – an initial review. *ECB Economic Bulletin*, 8. sz. 93–116. o.
- BROEDERS, D.–DE HAAN, L.–VAN DEN ENDT, J. W. [2022]: How QE changes the nature of sovereign risk. Working Paper, No. 737. De Nederlandsche Bank, Amsterdam.
- BRUNNERMEIER, M. K. [2021]: *The resilient society*. Endeavor Literary Press, Colorado Springs, CO.
- BULLARD, J. [2010]: Quantitative easing: Uncharted waters for monetary policy. *The Regional Economist*, Federal Reserve Bank of St. Louis, január, 1–3. o.
- CALDARA, D.–CONLISK, S.–IACOVIELLO, M.–PENN, M. [2022]: The effect of the war in Ukraine on global activity and inflation. *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, május 28.

- CLAEYS, G.–DEMERTZIS, M.–MAZZA, J. [2018]: A monetary policy framework for the European Central Bank to deal with uncertainty. Policy Contribution prepared for the European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON) as an input to the Monetary Dialogue of 26 November 2018 between ECON and the President of the European Central Bank, No. 18. Bruegel, Brüsszel.
- COUR-THUMAN, PH.–WINKLER, B. [2013]: The ECB's non-standard monetary policy measures: The role of institutional factors and financial structure. Working Paper Series, No. 1528. European Central Bank, Frankfurt am Main.
- CŒURÉ, B. [2013]: The economic consequences of low interest rates. Konferencia-előadás. International Center for Monetary and Banking Studies. Genf, 2013. október 9.
- DABROWSKI, M. [2023]: Two major economic crises in the early twenty-first century and their impact on central bank independence. *Accounting, Economics, and Law*, 13. évf. 2. sz. 169–215. o. <https://doi.org/0.1515/ael-2020-0139>.
- DE GRAUWE, P. [2023]: *Economics of the Monetary Union*. Oxford University Press, Oxford.
- DE GRAUWE, P.–JI, Y. [2015]: Quantitative easing in the Eurozone. It's possible without fiscal transfers. CESInfo Group, München.
- DE GRAUWE, P.–JI, Y. [2022]: The fragility of the Eurozone: Has it disappeared? *Journal of International Money and Finance*, 120. köt. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102546>.
- DE GUINDOS, L. [2022]: The euro area economy and the energy transition. Energy Prospectives event organised by IESE Business School and Naturgy Foundation. Konferencia. Madrid.
- ECB [2021]: ECB presents action plan to include climate change considerations in its monetary policy strategy. Press release, Frankfurt am Main. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1~f104919225.en.html.
- ECB [2022]: ECB takes further steps to incorporate climate change into its monetary policy operations. Press release, Frankfurt am Main. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220704~4f48a72462.en.html>.
- ECB [2024a]: Climate change-related indicators. <https://www.ecb.europa.eu/stats/all-key-statistics/horizontal-indicators/sustainability-indicators/html/index.en.html>.
- ECB [2024b]: Central banks in a changing world: the role of the ECB in the face of climate and environmental risks. Speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the Maurice Allais Foundation, Párizs, június 7. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2024/html/ecb.sp240607_1~faecc95713.en.html.
- ECB [2025]: Financial Stability Review. European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB DATA PORTAL [2025]: Key ECB interest rates. <https://data.ecb.europa.eu/main-figures/ecb-interest-rates-and-exchange-rates/key-ecb-interest-rates>.
- ECB STATISTICS [2025]: Measuring inflation – the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP). https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/index.en.html.
- EURÓPAI BIZOTTSÁG [2023]: A Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz. Brüsszel. https://next-generation-eu.europa.eu/recovery-and-resilience-facility_hu.
- EURÓPAI PARLAMENT ÉS TANÁCS [2022]: Az Európai Parlament és a Tanács 2022/2464 (EU) irányelve. *Az Európai Unió Hivatalos Lapja*, L 322/15. 2022. december 16.
- EUROPEAN COMMISSION [2008]: A European Economic Recovery Plan. COM(2008) 800 final, Brüsszel.
- EUROPEAN COMMISSION [2021]: European Economic Forecast, Autumn 2021. European Economy Institutional Paper Series, No. 160. Brüsszel.

- GOUTSMEDT, A.–FONTAN, C. [2023]: The ECB and the inflation monsters: strategic framing and the responsibility imperative (1998–2023). *Journal of European Public Policy*, 31. évf. 4. sz. 999–1025. o. <https://doi.org/10.1080/13501763.2023.2281583>.
- GROS, D.–SHAMSAKHAR, F. [2022]: Too little too late: ECB's normalisation path was model-rather than data-driven. *SUERF Policy Brief*, No. 370.
- HALMAI PÉTER [2021]: Középpontban a reziliencia: A Gazdasági és Monetáris Unió mélyülésének egyes mechanizmusai. *Pénzügyi Szemle*, 66. évf. 1. sz. 7–31. o. https://doi.org/10.35551/PSZ_2021_1_1.
- HARTMANN, PH.–SMETS, F. [2018]: The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy. *Working Paper Series*, No. 2219. European Central Bank, Frankfurt am Main.
- HARTWELL, C. A. [2023]: What is the European Central Bank *supposed* to do? *Accounting, Economics, and Law*, 13. évf. 2. sz. 217–242. o. <https://doi.org/10.1515/acl-2020-0035>.
- HOBELSBERGER, K.–KOK, C.–MONGELLI, F. P. [2022]: A tale of three crises: synergies between ECB tasks. *Occasional Paper Series*, No. 305. European Central Bank, Frankfurt am Main.
- IMF [2015]: Monetary policy and financial stability. *IMF Policy Papers*, augusztus 28. Washington, D.C.
- JUHRO, S. M. [2022]: The linkage between monetary and financial stability: Some policy perspectives. Megjelent: *Warjiyo, P.–Juhro, S. M.* (szerk.): *Central bank policy mix: Issues, challenges, and policy responses*. Springer, Singapore, 109–132. o. https://doi.org/10.1007/978-981-16-6827-2_7.
- KEDWARD, K.–GABOR, D.–RYAN-COLLINS, J. [2024]: Carrots with(out) sticks: credit policy and the limits of green central banking. *Review of International Political Economy*, 31. évf. 5. sz. 1593–1617. o. <https://doi.org/10.1080/09692290.2024.2351838>.
- KIRÁLY JÚLIA [2008]: Likviditás válságban (Lehman előtt–Lehman után). *Hitelintézési Szemle*, 7. évf. 6. sz. 598–611. o.
- KISS GÁBOR DÁVID–ALIPANAH, S. [2024]: Sovereign spread divergence owing to inflation and redenomination risk countered by unconventional monetary policy in the Eurozone. *Economic Modelling*, 131. köt. 106613. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106613>.
- KISS GÁBOR DÁVID–BALOG ENIKŐ [2018]: Conventional and unconventional balance sheet practices and their impact on currency stability. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 11. évf. 1. sz. 76–94. o. <https://doi.org/10.1504/IJMEF.2018.090575>.
- KISS GÁBOR DÁVID–TANÁCS GÁBOR ZOLTÁN–LIPPAI-MAKRA EDIT–RÁCZ TAMÁS [2020]: Last resort: European Central Bank's permanent engagement in tackling foreign exchange liquidity disruptions in the euro area banking system. *Financial and Economic Review*, 19. évf. 4. sz. 83–106. o. <http://doi.org/10.33893/FER.19.4.83106>.
- MATOS ROSA, S. [2025]: Green monetary policy measures and central bank mandates: A comparative political economy analysis. *Politics and Governance*, 13. évf. 8919. <https://doi.org/10.17645/pag.8919>.
- MÉSZÁROS MERCÉDESZ–KISS GÁBOR DÁVID [2020]: Spillover effects of unconventional monetary policy on capital markets in the shadow of the Eurozone: A sample of non-Eurozone countries. *Review of Economic Perspectives*, 20. évf. 2. sz. 171–195. o. <https://doi.org/10.2478/revecp-2020-0008>.
- NECHIO, F. [2011]: Monetary policy when one size does not fit all. *FRBSF Economic Letter*, 18.
- NOVÁK ZSUZSANNA–TATAY TIBOR [2021]: „A likviditás fogságában” – elméleti csapdák, gyakorlati útvesztők. *Pénzügyi Szemle*, 66. évf. 1. sz. 49–65. o. https://doi.org/10.35551/PSZ_2021_1_3.

- PALÁNKAI TIBOR–BENCZES ISTVÁN–KOLLAI ISTVÁN [2022]: Egységes valuta az európai integráció perspektívájában. *Közgazdasági Szemle*, 69. évf. 3. sz. 299–313. o. <https://doi.org/10.18414/KSZ.2022.3.299>.
- PELLE ANITA [2010]: Állami támogatások az Európai Unióban a gazdasági válság idején. *Európai Tükör*, 15. évf. 9. sz. 32–48. o.
- PELLE ANITA–VÉGH MARCELL ZOLTÁN [2019]: Hogyan változott az euróövezet a kezdetek óta? *Pénzügyi Szemle*, 64. évf. 1. sz. 127–145. o. <http://real.mtak.hu/id/eprint/112297>.
- PISANI-FERRY, J. [2014]: *The euro crisis and its aftermath*. Oxford University Press, Oxford.
- SCHOENMAKER, D. [2021]: Greening monetary policy. *Climate Policy*, 21. évf. 4. sz. 581–592. o. <https://doi.org/10.1080/14693062.2020.1868392>.
- SCHOENMAKER, D.–MCKECHNIE, H. [2024]: What can central banks do to take the Paris Agreement seriously? *Bruegel Policy Brief*, No. 26/24. Bruegel, Brüsszel.
- SOMOSI SAROLTA–FARKAS BEÁTA [2024]: A helyreállítási és rezilienciaeszköz félidőben: az Európai Unió sikeres új támogatási eszköze? *Külgazdaság*, 68. évf. 9-10. sz. 3–30. o. <https://doi.org/10.47630/KULG.2024.68.9-10.3>.
- SOÓS KÁROLY ATTILA [2021]: Az optimális valutaövezet két elmélete – aszimmetrikus sokkok és nemzetközi pénzügyi integráció. *Közgazdasági Szemle*, 68. évf. 12. sz. 1250–1275. o. <https://doi.org/10.18414/KSZ.2021.12.1250>.
- TÖRÖK LÁSZLÓ [2020]: A koronavírus miatti államadósság-növekedés az Európai Unió országaiban: A válságból való kilábalás utáni államadósság-ráták eltérő recessziós scenáriók mentén. *Pénzügyi Szemle*, 65. évf. 3. sz. 350–363. o. https://doi.org/10.35551/PSZ_2020_3_2.
- TUCKER, P. [2018]: *Unelected power: The quest for legitimacy in central banking and the regulatory state*. Princeton University Press, Princeton, NJ.
- TUORI, K. [2022]: The constitutional assessment of the ECB's objectives and tasks outside monetary policy. Megjelent: *ECB (szerk.): Treading softly: How central banks are addressing current global challenges*. ECB Legal Conference 2023. European Central Bank, Frankfurt am Main, 39–53. o.
- VÉGH MARCELL ZOLTÁN [2020]: Tanulságok az Európai Unió válságkezelésének vizsgálatából. Doktori értekezés. Szegedi Tudományegyetem, Szeged. <https://doi.org/10.14232/phd.10637>.
- VÉGH MARCELL ZOLTÁN–PELLE ANITA [2021]: Az Európai Központi Bank szerepének átalakulása az európai válságkezelés során. *Köz-Gazdaság*, 16. évf. 1. sz. 69–86. o. <https://doi.org/10.14267/RETP2021.01.08>.
- WUTSCHER, C. [2024]: The ECB's new green monetary policy. Megjelent: *Busch, D.–Ferrarini, G.–Grünwald, S. (szerk.): Sustainable finance in Europe – Corporate governance, financial stability and financial markets*. Second edition. Palgrave–Springer, Cham, 409–462. o.