

Pénzügyi intézményrendszer Magyarországon 2019

DOI 10.35511/978-963-334-336-4



SOPRONI EGYETEM KIADÓ

Sopron, 2019

Szerkesztők:

Kovács Tamás, Szóka Károly, Varga József

Szakmai lektor:

Parragh Bianka

Szerzők:

Baranyi Aranka
Bartók János
Fóriánné Horváth Margit
Für István
Gál Veronika Alexandra
Gulyás Éva
Hegedűs Mihály
Kómár András
Kovács Róbert
Kovács Tamás

Moizs Attila
Parádi-Dolgos Anett
Pataki László
Sipiczki Zoltán
Szarka Gábor
Szóka Károly
Tatay Tibor
Tóth Gergely
Varga József
Végh Richárd

Nyelvi lektor: Tompáné Székely Zsófia

Technikai szerkesztő: Horváthné Józsa Ágnes

A könyv a Soproni Egyetem és a Magyar Nemzeti Bank közötti együttműködés keretében, a Magyar Nemzeti Bank támogatásával készült.

Kiadja: Soproni Egyetem Kiadó

9400 Sopron, Bajcsy-Zsilinszky u. 4.

Felelős kiadó: Dr. Alpár Tibor László kutatási és külügyi rektorhelyettes

© Soproni Egyetem Kiadó

Nyomdai kivitelezés: Pátria Nyomda Zrt.

Felelős vezető: Simon László vezérigazgató

ISBN 978-963-334-335-7 (nyomtatott)

ISBN 978-963-334-336-4 (elektronikus)

DOI 10.35511/978-963-334-336-4

Minden jog fenntartva.

Tartalomjegyzék

Előszó	11
I. rész A hazai bankrendszer működése	13
1. Új irány a monetáris politikában Magyarországon – A modern jegybanki eszközök és intézkedések gyakorlatorientált rendszerezése (Tóth Gergely)	15
1.1. Bevezetés	15
1.2. A monetáris politika fogalma, működése, szerepe	15
1.2.1. Monetáris politika fogalma	15
1.2.2. A monetáris intézkedések hatásmechanizmusa	16
1.2.3. A jegybanki eszköztár	25
1.2.4. A Magyar Nemzeti Bank	36
1.3. Irodalomjegyzék	66
2. A belföldi fizetési forgalom (Varga József)	69
2.1. A belföldi fizetési forgalom kerete	69
2.1.1. A belföldi fizetési forgalom meghatározása	69
2.1.2. A fizetési számla típusai	70
2.1.3. A pénzforgalmi jelzőszám	71
2.1.4. Fizetési szokások Magyarországon	72
2.2. Fizetési formák	75
2.2.1. Az átutalás	75
2.2.2. Beszedési megbízás	77
2.2.3. Okmányos meghitelezés (akkreditív)	80
2.2.4. Bankkártya	81
2.2.5. Fizetési számlához kötődő készpénzfizetési és fizetési számla nélküli fizetési mód	85
2.2.6. A csekk	87
2.3. Irodalomjegyzék	88
3. Bankok működése a Hitelintézeti törvény alapján (Kovács Róbert)	91
3.1. Helyzetkép a magyar hitelintézeti szektor intézményi összetételéről	91
3.2. A magyar hitelintézeti szektor szabályozási háttere	92
3.3. A pénzügyi szolgáltatás és kiegészítő pénzügyi szolgáltatás	94
3.4. A pénzügyi intézmények: a hitelintézet és szervezeti formái, valamint a pénzügyi vállalkozás	99
3.5. A hitelintézetek alapításának és működésének, illetve egyes tevékenységeinek engedélyezése	101
3.6. A kiadott engedély felügyeleti visszavonása	104
3.7. A szolgáltatás nyújtásának szabadsága: másik EGT-államban történő fióktelep létesítés szabályai	105
3.8. Irodalomjegyzék	106

4. A banki működés kockázatai (<i>Sipiczki Zoltán</i>)	109
4.1. Pénzügyi kockázatok	110
4.1.1. Hitelkockázat	110
4.1.2. Kamatlábkkockázat	116
4.1.3. Likviditási kockázat	117
4.1.4. Mérlegen kívüli kockázat	119
4.1.5. Befektetési kockázat	119
4.1.6. Valutakockázat	120
4.1.7. Nyereség és jövedelemszerkezet romlása	120
4.1.8. Tőkemegfelelés elégségessége	121
4.2. Működési kockázatok	122
4.2.1. Belső csalás	122
4.2.2. Külső csalás	122
4.2.3. Foglalkoztatási gyakorlat és a munkahelyi biztonság	123
4.2.4. Ügyfelek, termékek és üzleti szolgáltatások	123
4.2.5. Eszközök fizikai károsodása	123
4.2.6. Üzleti zavarok és rendszerhibák (technológiai kockázatok)	124
4.2.7. Végrehajtás és folyamatmenedzsment	124
4.3. Szabályozási és környezeti kockázatok	124
4.3.1. Ország- és politikai kockázatok	124
4.3.2. Makrogazdasági politika	125
4.3.3. Pénzügyi infrastruktúra	125
4.3.4. Szabályozási kockázat	126
4.3.5. Pénzügyi vagy banki válság	127
4.4. Kockázatok kezelése a treasury menedzsmenttel	127
4.5. Irodalomjegyzék	128
5. Jelzálog-hitelintézetek (<i>Fóriánné Horváth Margit</i>)	131
5.1. Jelzálog-hitelintézet, zálogjog, önálló zálogjog, jelzálogjog fogalma. Jelzálog-hitelintézet elhelyezése a pénzügyi intézmények között	131
5.2. A jelzálog-hitelezés jogszabályi háttere	133
5.3. A jelzálog-hitelintézet működése	145
5.4. A magyar intézményi szabályozás hasonlítása más modellekhez	146
5.5. A magyar jelzáloghitelezés története a kezdetektől a hatályos törvény megjelenéséig	150
5.6. A magyar jelzálog-hitelezés intézményei	153
5.7. Irodalomjegyzék	159
6. Lakástakarékpénztárak (<i>Szóka Károly</i>)	161
6.1. A lakástakarékpénztárak és kialakulásuk	161
6.2. A magyarországi lakáspiac	161
6.3. A lakástakarékpénztárak kialakulása	166
6.4. A lakástakarékpénztárak magyarországi kialakulása	170
6.5. A lakástakarékpénztárak tevékenysége	172

6.6.	A lakástakarékpénztárak működése	177
6.7.	Az állami támogatás megszüntetése	182
6.8.	Irodalomjegyzék	183
7.	A szövetkezeti hitelintézetek Magyarországon (Moizs Attila).	187
7.1.	A szövetkezeti hitelintézet, a hitelintézetek sajátos megjelenési formája	187
7.2.	Szövetkezeti hitelintézetek Magyarországon	191
7.3.	A szövetkezeti hitelintézetek átalakításának aktuális állapotáról	199
7.4.	A szövetkezeti hitelintézetek jövője a magyar pénzügyi piacon	203
7.5.	Összefoglalás	208
7.6.	Irodalomjegyzék	209
8.	Egyéb banki műveletek és szereplők (Baranyi Aranka).	213
8.1.	Pénzügyi vállalkozások	213
8.2.	A lízing fogalma, története, típusai	215
8.2.1.	A lízing története	215
8.2.2.	A lízing fogalmának meghatározása a hazai jogszabályi környezetben	216
8.2.3.	A pénzügyi lízingszerződés	218
8.2.4.	Lízing fajtái	221
8.2.5.	A lízing tárgya	225
8.2.6.	A lízing ára	227
8.2.7.	A lízing és a hitel, mint eszközfinanszírozás jellemzői	229
8.3.	Faktorálás	231
8.3.1.	A faktorálás fogalma, jogi szabályozása	231
8.3.2.	Milyen jellemzői vannak a faktorálásnak?	232
8.3.3.	A faktoring fajtái	233
8.3.4.	Faktorpiaci kitekintő	236
8.4.	Irodalomjegyzék	238
9.	A bankszektor számviteli sajátosságai (Gulyás Éva)	241
9.1.	Bevezetés	241
9.2.	A hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások beszámolójára és könyvvezetésére vonatkozó számviteli előírások	242
9.3.	A hazai számviteli szabályozás	244
9.4.	Az IFRS-ek szerinti szabályozás	250
9.4.1.	A mérleg – pénzügyi helyzet kimutatás – felépítése	251
9.4.2.	Mérlegen kívüli tételek	252
9.4.3.	Átfogó jövedelem-kimutatás	253
9.4.4.	CF és Saját tőke-változás (SOCIE) kimutatás	254
9.5.	Pénzügyi instrumentumok	255
9.5.1.	A pénzügyi instrumentumok fogalma	255
9.5.2.	A valós érték	261
9.5.3.	A pénzügyi instrumentumok besorolására vonatkozó előírások	263

9.5.4.	Fedezeti ügyletek	265
9.5.5.	Magyar sajátosságok következményei	266
9.5.6.	Közzétételi kötelezettségek	268
9.6.	Függelékek	270
9.6.1.	Azonos jelentéssel használt kifejezések és rövidítések	270
9.6.2.	A számviteli kormányrendelet szerinti mérlegséma	271
9.6.3.	A számviteli kormányrendelet szerinti eredménykimutatás felépítése	272
9.6.4.	Egy lehetséges IFRS szerinti bankmérleg	273
9.6.5.	Az Átfogó jövedelemkimutatás egy lehetséges felépítése.	274
9.7.	Irodalomjegyzék	275
II. rész A tőkepiac működése		279
10. A tőkepiac és a tőzsde (Végh Richárd, Szarka Gábor)		281
10.1.	A tőkepiac szerepe a gazdaságban	281
10.1.1.	Finanszírozás	284
10.1.2.	Kereskedés és árképzés	288
10.1.3.	Kockázatkezelés	289
10.2.	A tőzsde régen és ma – A tőzsde fejlődése napjainkig	293
10.3.	A Budapesti Értéktőzsde működési környezete és sajátosságai 2019 elején	295
10.4.	A Budapesti Értéktőzsde piacfejlesztési stratégiája 2016-2020	301
10.5.	Irodalomjegyzék	306
11. Befektetési alapok (Tatay Tibor)		309
11.1.	A befektetési alapok rövid története a kezdetektől napjainkig	309
11.2.	A befektetési alapok, mint portfólióbefektetések	313
11.3.	A befektetési alapok létrehozása, működése	319
11.4.	A befektetési alapok csoportosítása	321
11.5.	A hozamok és kockázatok összemérésének gyakorlati kérdései.	325
11.6.	Irodalomjegyzék	329
12. Kockázatitőke-alapok (Kovács Tamás)		331
12.1.	Fogalmi értelmezés	331
12.2.	Jogi szabályozás	335
12.3.	A piac számokban – az elmúlt négy év rövid áttekintése.	337
12.4.	Irodalomjegyzék	340
III. rész Biztosítási szektor		343
13. A biztosítási piac jellemzői és szereplői (Parádi-Dolgos Anett)		345
13.1.	Bevezetés	345
13.2.	Kockázatok	346
13.3.	A biztosítási piac és szereplői.	348
13.4.	Irodalomjegyzék	361

14. Élet- és nem-életbiztosítások (Bartók János)	363
14.1. Személybiztosítás.....	365
14.2. Életbiztosítás.....	366
14.2.1. Az életbiztosítások története.....	366
14.2.2. Az életbiztosítási piac szereplői Magyarországon.....	367
14.2.3. Az életbiztosítások célja.....	368
14.2.4. Az életbiztosítási szerződés szereplői.....	369
14.2.5. Az életbiztosítások típusai.....	369
14.2.6. Kiegészítő biztosítások.....	372
14.2.7. Az életbiztosítások egyéb szempontú csoportosítása.....	373
14.2.8. Az életbiztosítások specialitása.....	373
14.2.9. A biztosítások költségei.....	374
14.2.10. A díjtartalék.....	376
14.2.11. Az életbiztosítási piac gazdasági jelentősége.....	377
14.2.12. Az életbiztosítási piac intézményrendszere.....	378
14.2.13. Az életbiztosítási piac szabályozása, etikus biztosítás.....	379
14.3. Nem-életbiztosítások.....	385
14.3.1. A nem-életbiztosítások története.....	386
14.3.2. A nem-életbiztosítási piac szereplői Magyarországon.....	387
14.3.3. A nem-életbiztosítások célja.....	388
14.3.4. A nem-életbiztosítási szerződés szereplői.....	388
14.3.5. A nem-életbiztosítások típusai.....	389
14.3.6. Kiegészítő biztosítások.....	392
14.3.7. A nem-életbiztosítások egyéb szempontú csoportosítása.....	393
14.3.8. A nem életbiztosítások specialitásai.....	393
14.4. Viszontbiztosítás.....	394
14.5. A biztosítási szektor kihívásai.....	395
14.6. Irodalomjegyzék.....	396
IV. rész Pénztári szektor	399
15. Önkéntes kölcsönös biztosító pénztárak (Gál Veronika Alexandra)	401
15.1. Önkéntes pénztárak fejlődése Magyarországon.....	402
15.2. Az önkéntes pénztárak működési alapelvei.....	403
15.3. Az önkéntes pénztárak alapítása.....	404
15.4. A tagsági viszony.....	405
15.5. Az alapszabályra vonatkozó előírások.....	407
15.6. Az önkéntes pénztárak szervezete.....	408
15.6.1. A közgyűlés feladata és hatásköre.....	409
15.6.2. Az igazgatótanács feladata és hatásköre.....	411
15.6.3. Az ellenőrző bizottság feladata és hatásköre.....	411
15.6.4. Az ügyvezető feladata és hatásköre.....	412
15.7. A pénztárak gazdálkodása.....	412
15.8. Az önkéntes pénztárak átalakulása, megszűnése.....	414

15.9.	Az önkéntes nyugdíjpénztárak	416
15.10.	Az önkéntes önszegélyező pénztárak	418
15.11.	Az önkéntes egészségpénztárak	419
15.12.	A pénztári szektor helyzete és tendenciái	421
15.13.	Irodalomjegyzék	425
16. Magánnyugdíjpénztárak és foglalkoztatói nyugdíjszolgáltató intézmények (Tatay Tibor)		
16.1.	A magánnyugdíjpénztárak	427
16.2.	A foglalkoztatói nyugdíjszolgáltató intézmények	431
16.3.	Irodalomjegyzék	434
V. rész A pénzügyi intézményrendszer működésének egyes speciális területei		
17. A pénzügyi szervezetek szanálása (Kómár András)		
17.1.	A szanálási keretrendszer kialakulása és magyarországi bevezetése	439
17.2.	A hazai szanálási keretrendszer főbb elemei	440
17.3.	A szanálási eszköztár	444
17.4.	Szanálási kollégiumok	445
17.5.	A szanálás finanszírozása	446
17.5.1.	A Szanálási Alap	447
17.5.2.	Az Országos Betétbiztosítási Alap szanálásfinanszírozási szerepe	448
17.6.	Az MKB Bank Zrt. szanálása	448
17.7.	A szanálási keretrendszer jövője	450
17.8.	Irodalomjegyzék	451
18. Az OBA, a BEVA és a Szövetkezeti Hitelintézetek Tőkefedezeti Közös Alapja működésének jellemzői (Pataki László)		
18.1.	Nemzetközi kitekintés	455
18.2.	A hazai betétbiztosítási rendszer jellemzői	456
18.3.	A BEVA működésének jellemzői	464
18.4.	Szövetkezeti Hitelintézetek Tőkefedezeti Közös Alapja	467
18.5.	Önkéntes Betétbiztosítási Alapok	469
18.6.	Irodalomjegyzék	470
19. A pénzmosás és a terrorizmus finanszírozása, valamint a leküzdésükre irányuló szabályozás (Für István).		
19.1.	A pénzmosás fogalma	473
19.1.1.	A pénzmosás folyamata	474
19.1.2.	Pénzmosási technikák	474
19.2.	A terrorizmus finanszírozása	483

19.3.	Nemzetközi fellépés a pénzmosás és a terrorizmus finanszírozása ellen	484
19.3.1.	ENSZ Egyezmények	484
19.3.2.	A Pénzügyi Akciócsoport (FATF)	485
19.3.3.	Az Egmont Csoport	486
19.3.4.	Az Európa Tanács egyezményei és a Moneyval	487
19.3.5.	Az Európai Unió szabályozása	487
19.3.6.	Az Európai Felügyeleti Hatóságok ajánlásai és iránymutatásai	490
19.3.7.	A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság ajánlásai	490
19.3.8.	Wolfsberg Csoport	491
19.4.	A pénzmosás és a terrorizmus finanszírozása elleni hazai szabályozás és intézményrendszer	492
19.4.1.	Előzmények	492
19.4.2.	Hatályos szabályok	492
19.5.	Irodalomjegyzék	498
20.	A hitelintézetek könyvvizsgálata (Hegedűs Mihály)	501
20.1.	Bevezető	501
20.2.	A hitelintézeti könyvvizsgálat környezete	502
20.2.1.	A könyvvizsgálat célja és a könyvvizsgálati kötelezettség	502
20.2.2.	A könyvvizsgálóval szemben támasztott szakmai és függetlenségi követelmények	504
20.3.	A könyvvizsgálati munka szakaszai	507
20.3.1.	A megbízás elfogadásához szükséges alapfeltételek	507
20.3.2.	A könyvvizsgálat tervezése	508
20.3.3.	A társaság tevékenységének megismerése	509
20.3.4.	A kockázatok és kezelésük	510
20.3.5.	Átfogó könyvvizsgálati terv kidolgozása	512
20.3.6.	Az alapvető vizsgálati eljárások, tesztek jellegének, ütemezésének és terjedelmének meghatározása	517
20.3.7.	Az általános kontrollkörnyezet vizsgálata	518
20.3.8.	A csalás kockázatának vizsgálata a hitelintézeti könyvvizsgálat részeként	520
20.4.	A beszámoló vizsgálata egyéb szempontjai	523
20.5.	Irodalomjegyzék	529
VI. rész	A szerzőkről röviden	533

1. Új irány a monetáris politikában Magyarországon – A modern jegybanki eszközök és intézkedések gyakorlatorientált rendszerezése

1.1. Bevezetés

A 2013. évi CXXXIX. törvény szerint a monetáris politika meghatározója és megvalósítója a Magyar Nemzeti Bank. A törvényi kiindulópont alapján, és a monetáris politikai gyakorlat nagyfokú szakmai hitelességgel történő bemutatása érdekében jelen fejezet a Magyar Nemzeti Bank által publikált könyvek, tanulmányok és a témához kapcsolódó tudományos, szakmai cikkek felhasználásával és rendszerezésével készült. A 2008-as válságot követően a jegybankok szerepe, gazdaságban betöltött funkciója nemzetközi és regionális térben egyaránt átalakult. Magyarországon a 2010 után bekövetkezett fiskális, illetve a 2013 után lehetővé vált monetáris politikai fordulat a két fő gazdaságpolitikai ág közötti együttműködést lehetővé tette, míg a 2010-től érvényes, új gazdaságpolitikai értékrend és a növekedésfókuszú gazdaságpolitika pedig szükségessé tette a gazdaságpolitikai ágak közötti összhang megteremtését.

1.2. A monetáris politika fogalma, működése, szerepe

1.2.1. Monetáris politika fogalma

A monetáris politika elméleti háttérének bemutatása és definiálása fontos pillérét képezi a monetáris politikai célok, eszközök, intézkedések és programok rendszerszemléletű megközelítésének és megértésének.

Definícióját tekintve a monetáris politika a gazdaságpolitika azon része, amelynek viteléért a jegybank felel. A gazdaságpolitika célja, hogy a gazdasági folyamatok befolyásolásán, irányításán keresztül a társadalom jólétét növelje. A monetáris politika ehhez leginkább az árstabilitás biztosításával tud hozzájárulni. A monetáris politika főbb elemei a kamat- és az árfolyampolitika. (Matolcsy, 2015) Magyarország monetáris politikáját a Magyar Nemzeti Bank határozza meg és valósítja meg.¹

¹ A 2013. évi CXXXIX. törvény (Jegybanktörvény) 1. fejezet, 4. §.

A monetáris politika fogalmi meghatározása nem elválasztható a 2013. évi Jegybanktörvény által megfogalmazott hármas jegybanki mandátumtól²:

- A Magyar Nemzeti Bank elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása.
- Az MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását, ellenálló képességének növelését, a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását.
- A rendelkezésére álló eszközökkel támogatja a Kormány gazdaságpolitikáját.

Mielőtt a monetáris politika hatásmechanizmusát részletezzük, érdemes a monetáris politikai eszköztár fogalmát is áttekinteni.

A monetáris politikai eszköztár mindazon eszközök összességét jelenti, amelyek a jegybanktörvény felhatalmazása alapján a jegybank rendelkezésére állnak a monetáris politikai céljai eléréséhez. Az eszköztár elemeivel a bankközi kamatok szintjét, illetve a bankközi piacon forgó jegybankpénz mennyiségét lehet közvetlenül befolyásolni.

1.2.2. A monetáris intézkedések hatásmechanizmusa³

A monetáris transzmisszió hagyományos csatornái

A monetáris politika a monetáris transzmisszió többlépcsős mechanizmusán keresztül befolyásolja a makrogazdasági változók alakulását.

A monetáris transzmisszió jellemzően öt csatornáját különböztetjük meg:

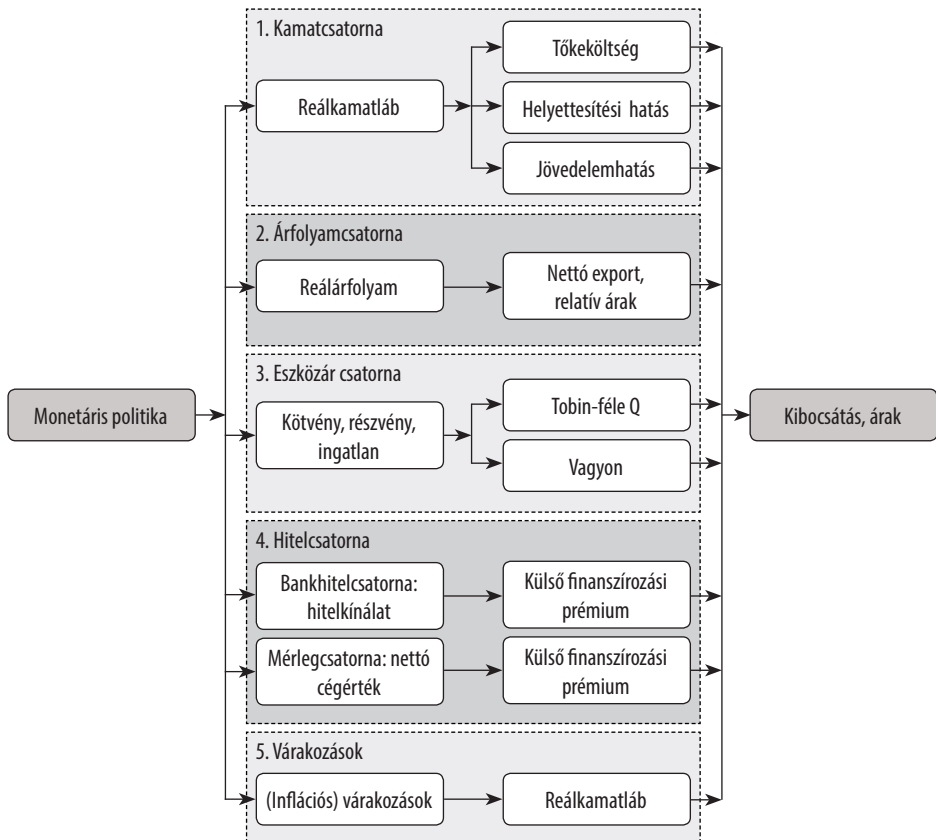
- a kamat-,
- az árfolyam-,
- az eszközár,
- a hitel-,
- és a várakozási csatorna.

Ezen csatornák mindegyike sajátos mechanizmust jelent, amelyen keresztül az árupiaci keresletet eléri a monetáris politikai lépések. A jegybank alapkamatról hozott döntései, illetve a jövőbeli döntésekre utaló kommunikációja első lépés-

² 2013. évi CXXXIX. törvény, 1. fejezet, 3. §.

³ Felcser et al. (2017).

ben a pénzügyi piacokon fejti ki hatását, ahogy a piaci kamatok, az eszközárak és a forintárfolyam gyorsan reagál. Ezt követi a termékpiacon reakció. Amint a vállalatok és a fogyasztók alkalmazkodnak a pénzpiaci fejleményekhez, megváltozik az aggregált kereslet. A megváltozó keresletre a vállalatok egyrészt az előállított termékek mennyiségének, másrészt áraik változtatásával reagálnak, így végül a monetáris politika a kibocsátást és az inflációt is befolyásolja.



1. ábra: A transzmissziós mechanizmus sematikus ábrája

Forrás: MNB

A gazdaságok és a pénzügyi piacok egyes strukturális jellemzői számottevő mértékben befolyásolják, hogy a monetáris politikai lépések hogyan fejtik ki hatásukat a makrogazdasági változókra. Ezen tényezők közé tartozik többek között a pénzügyi rendszer szerkezete vagy a gazdaság nyitottsága.

A kamatcsatornánál a jegybanki lépések a pénzügyi piaci és banki kamatokon keresztül fejtik ki makrogazdasági hatásukat, a hitelcsatornánál a banki hitelkínálatnak van kitüntetett szerepe. Az eszközár-csatorna jelentősége részben a tőkepiacok fejlettségén múlik. Mindezek miatt a pénzügyi rendszer fejlettsége és struktúrája meghatározó jelentőségű a monetáris transzmisszió hatékonyságát illetően. A pénzügyi mélyülés erősíti a monetáris politika makrogazdaságra gyakorolt hatását, emellett a pénzügyi innovációk (értékpapírosítás, új kockázatkezelő eszközök) és a szabályozás változása is érintheti a transzmissziós csatornákat. A nem banki pénzügyi szereplők (beruházási alapok, biztosítótársaságok, nyugdíjalapok stb.) növekvő jelentősége erősíti a piaci alapú finanszírozást (kereskedelmi papír, vállalati kötvény), így nő a pénzügyi piacok tőkepiaci orientáltsága. A fenti hatások emellett a banki hitelezést is befolyásolják. Ha növekszik a banki hiteleknél a piaci alapú árazás jelentősége, akkor a banki kamatok érzékenyebbé válnak a jegybank kamatlépéseire és azok piaci hatására.

A bankok hitelkínálata mellett egyéb finanszírozási formák is rendelkezésre állnak a gazdasági szereplők számára. Ezek közé tartozik az értékpapírpiac. Az Egyesült Államok pénzügyi rendszerében jóval nagyobb hangsúly jut a tőkepiacoknak a vállalatok és a háztartások finanszírozásában, mint a bankrendszernek. A feltörekvő és egyes fejlett gazdaságokban (különösen az EU-n belül) azonban elsősorban a bankok dominálnak a gazdasági szereplők finanszírozásában, ezért a bankrendszer kiemelt szerepet tölt be a monetáris politikai lépések tovagyrűzésében. A monetáris politika hatása az egyes csatornák esetében több tényezőtől, például a gazdasági szereplők eladósodottságától is függ. A nagyobb banki hitelállomány a hitelcsatornán, míg az értékpapírpiacokon keresztüli eladósodás (kötvények) fokozódása az eszközár-csatornán keresztül erősítheti a monetáris politikai lépések hatását a makrogazdasági változók alakulására.

A bankok számos gazdaságban kiemelt szerepet töltenek be a pénzügyi rendszerben, a bankrendszer strukturális jellemzői nagy jelentőséggel bírnak a transzmisszió szempontjából.

Makrogazdasági és gazdaságpolitikai környezet

A makrogazdasági és gazdaságpolitikai környezet több eleme is fontos szerepet játszhat a transzmisszió hatékonysága szempontjából. A gazdaság (és a pénzügyi

rendszer) fejlettsége mellett a gazdaság nyitottsága, az inflációs környezet jellemzői, a fiskális politika viselkedése, a monetáris politika keretrendszere, vagy a gazdaságot jellemző nominális merevségek mértéke is befolyásolja az egyes transzmissziós csatornák relatív eredményességét.

A makrogazdasági környezet változása, különösen az infláció szintjének és változékonyságának mérséklődése, fontos tényező lehetett az árfolyam-begyűrés megfigyelt csökkenésében, és így az árfolyamcsatorna működésében.

A monetáris politika nagyobb fokú hitelessége az inflációs várakozások horgonyzásával erősítheti a monetáris transzmissziót. Ezen kívül lebegő árfolyamrendszer mellett a piaci szereplők várakozásai kevésbé kötődnek az árfolyam alakulásához, ezért gyengébb lehet az árfolyamváltozások begyűrésére a fogyasztói árakba. Speciális eseménynek tekinthető az euró bevezetése, amely során az érintett európai országokban megszűnt az árfolyamkockázati prémium, az árfolyamcsatorna pedig egységesebb lett az euróövezet országaiban.

A fiskális politikának is fontos szerepe lehet a monetáris politika hatásmechanizmusában. Az infláció fiskális elméletében az inflációt a monetáris és a fiskális hatóság viselkedésének együttese határozza meg.

A nemkonvencionális eszközök transzmissziója

A válság során számos jegybank egészítette ki korábban használt eszköztárát nemkonvencionális jegybanki eszközökkel. A nemkonvencionális eszközök alkalmazására akkor van szükség, ha a hagyományos kamateszköz alkalmazása valamilyen korlátba ütközik, vagy a jegybank a kamateszközzel nem tudja kellő hatékonysággal kezelni a monetáris politikai célokat akadályozó problémát. Korlátot jelenthet a zéró nominálisalsó-korlát elérése, mert a jegybank nem tudja tovább csökkenteni a kamatot a technikai alsó korlátnál. Emellett a monetáris politikai célok elérését akadályozhatja, ha egyes pénzügyi piacokon zavarok, vagy fundamentálisan nem igazolható felárak alakulnak ki, amelyek jelentősen rontják a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságát. Ilyen problémákat a kamateszköztől eltérő nemhagyományos eszközök képesek kezelni. A válság alatt mindegyik kihívásra adódott példa, ezért a jegybankok a nemkonvencionális eszközök számos típusát alkalmazták.

A nemkonvencionális eszközök alkalmazásának kiemelt célja a defláció elkerülése volt. Mivel az irányadó kamatot a jegybankok nem tudták tovább csökkenteni, miközben további monetáris lazításra volt szükség, új eszközökkel igyekeztek a cél alá csökkenő inflációt a célra emelni. A fejlett országok jegybankjai által a klasszikus likviditásbővítő (fedezetért nyújtott jegybanki hitel) eszközökön kívül a legáltalánosabban használt nemkonvencionális intézkedés a pénzügyi eszközök vásárlása volt. Az eszközvásárlások jelenthetnek előre bejelentett összegű vagy nyílt végű állampapír-vásárlást és egyéb értékpapír-vásárlást is. Attól függően, hogy konkrétan milyen értékpapírt vásárol a központi bank, a transzmisszió némileg különbözhet, de az eszközvásárlások általános transzmissziója minden esetben hasonló csatornákon keresztül zajlik. Az eszközvásárlások hosszú hozamokra gyakorolt hatását a jegybankok kommunikációjuk előretekintő iránymutatásával erősítették, amely segítségével tartósan elköteleződtek az alacsony kamatpolitika mellett. Így több évre előre nem számíthattak a piaci szereplők kamatemelésre, ami a hozamgörbe hosszabb lejáratú szakaszain is csökkentette a hozamokat. Számos országban a banki hitelezés hiánya jelentett nehézséget. Emiatt több jegybank alkalmazott hitelezést ösztönző, támogató eszközöket, amelyek elsősorban a vállalati hitelezés élénkülését célozták meg.

A nemkonvencionális intézkedések csoportosítása

A válság és annak pénzügyi szektorra gyakorolt hatásai a jegybanki eszköztár átalakításához vezettek. Az új kihívások kezelésére a jegybankok számos új eszközt alkalmaztak. Ezeket jellemzően eltérő céllal, saját pénzügyi rendszerük sajátosságainak megfelelően, hazai transzmissziós mechanizmusaik töredezettségét figyelembe véve alakították ki.

Csoportosításunkban az eszközök evolúcióját is figyelembe véve négy különböző eszközt különböztetünk meg:

- általános likviditásbővítő eszközök,
- eszközvásárlások, azon belül állampapír-vásárlások,
- előretekintő iránymutatás,
- célzott hitelösztönző intézkedések.

A válságkezelés során a jegybankok szinte kivétel nélkül hajtottak végre általános likviditásbővítést. A jegybankok jellemzően a saját korábbi, hagyományos

likviditásnyújtó eszközeiket bővítették, sok esetben korlátlan mennyiségekkel és kedvezőbb feltételekkel alkalmazva azokat. A likviditásbővítést elősegítő eszközök célja a likviditási zavarok kezelése, a pénzügyi piacok stabilizálása. Az akut válság időszakában a bankközi piaci hozamok ugrásszerű növekedése, és a bankok közötti jelentősen csökkenő tranzakciószám megnehezítette a bankok forrásszerzését, ami így a banki hitelezést veszélyeztette. A jegybanki likviditásnyújtás történhet hazai vagy külföldi devizában. Egy jól funkcionáló pénzügyi rendszerben a jegybank korlátozott likviditást nyújt a bankrendszer számára, válság esetén viszont többnyire felső korlát nélküli mennyiségben tették elérhetővé hiteleszközeiket, és esetenként devizalikviditást nyújtó eszközökkel egészítették ki. További likviditásbővítő célt szolgált a jegybankban elfogadható fedezeti kör bővítése, a jegybanki partnerkör bővítése, a tartalékszabályok módosítása és jegybanki hiteleszközök futamidejének meghosszabbítása.

Az eszközvásárlások során a jegybankok különböző típusú értékpapírokat, pénzügyi eszközöket vásárolnak nagy volumenben a magánszektor szereplőitől. A vásárlások az esetek többségében transzparensszerűen, előre bejelentett ütemben és mennyiségben történtek, de van példa a nyíltvégű vásárlásokra is, ahol a jegybank nem kommunikálta a vásárlások tervezett végösszegét, időhorizontját vagy egyéb részleteit. Az eszközvásárlási programok célja az adott hitelpiacon való célzott beavatkozás, a piaci zavarok, felárak mérséklése. Az eszközvásárlások jelentős része az állampapírpiaconra fókuszált. Állampapír-vásárlások során a központi bank célja általában a nominális kamatok alsó korlátja melletti további lazítás a kockázatmentes hozamgörbe hosszú végének csökkentésén keresztül, így az esetleges deflációs vagy cél alatti inflációs kockázatok csökkentése. Előfordulhat, hogy más céllal, a túlzott kötvénypiaci felárak mérséklése (transzmisszió helyreállítása) miatt kezd a központi bank állampapír-vásárlásba. Az eszközvásárlások a jegybankmérleg növekedésével járnak, ezért gyakran jegybanki mérlegpolitikának is nevezik őket. Az állampapír-vásárlások jelentősen növelték a magánszektor likviditását és csökkentették a hosszú hozamokat, ezáltal mérsékeltek az államadósság refinanszírozásának költségeit.

Ha az irányadó ráta eléri a nominális alsó korlátot, az inflációs várakozások lefelé eltávolodhatnak az inflációs céltől, hiszen a központi bank hagyományos eszköztárán keresztül nem tud tovább lazítani a monetáris kondíciókon.

Ebben az esetben a jegybank kommunikációs eszközök segítségével is lazíthat a nominális alsó korlátnak megfelelő kamatszint tartós tartása melletti elköteleződéssel. Ilyenkor a jegybank nem csökkenti alacsonyabb szintre a kamatot, amit később a cél elérésével összhangban emelne, hanem jóval hosszabb ideig való tartást kommunikál, amivel szintén lazítást ér el a hozamgörbe hosszabb szakaszán.

Ez a kommunikáció az előretekintő iránymutatás (*forward guidance*). Az alacsony kamat fenntartására vonatkozó elköteleződéssel a jegybank a hozamgörbe hosszabb lejáratú szegmensében igyekszik csökkenteni a hozamokat, azzal az üzenettel, hogy hosszabb ideig nem fog emelni az irányadó kamatokon.

Az előretekintő iránymutatásnak több típusa létezik. A jegybanknak lehetősége van előrejelzés jellegű és elköteleződés jellegű iránymutatást adni. Az előrejelzés jellegű iránymutatás gyengébb jelzést ad, mert az adott pillanatban rendelkezésre álló információk alapján fejezi ki a jövőre nézve a kamatszint tartását. Így, ha például egy sokk hatására emelkedik az infláció, az iránymutatás érvényét vesztheti, és a piacszereplők arra számíthatnak, hogy ha az infláció előrejelzett értéke a cél fölé emelkedik, akkor a jegybank a korábbi – más információs bázison tett – kamattartási ígéretével szemben mégis kamatot emel. Ezzel szemben az elköteleződés jellegű iránymutatás erőteljesebb jelzést adhat, és jobban köti a jegybankot a korábbi bejelentésének betartására. Ebben az esetben, ha a jegybank súlyosnak ítéli meg a lefelé mutató inflációs kockázatokat, akkor konkrét időponthoz is kötheti az előretekintő iránymutatást. Ezt akkor tudja hitelesen kommunikálni, ha elhiteti a szereplőkkel, hogy akkor is tartani fogja az alapkamatot, amikor más esetben már kamatot emelt volna. Hasonlóan megteheti azt is, hogy egy konkrét makrogazdasági mutatószám szintjéhez, például a munkanélküliségi ráta egy értékéhez köti az első kamatemelés lehetőségét (ahogy azt a Federal Reserve és a Bank of England tette). Ekkor egy inflációs sokk esetén is fenn kellene tartania a kamatszintet a komolyabb hitelességveszteség elkerülése érdekében.

A válság kitörését követően a bankközi piacok súlyos zavarai, az emelkedő forrásköltségek, valamint a recessziós várokozásokból fakadó veszteségek és a bankrendszer mérleglépítési folyamatának következményeként a bankok jelentősen szigorítottak hitelkondícióikon. A folyamat során a bankok magánszektor

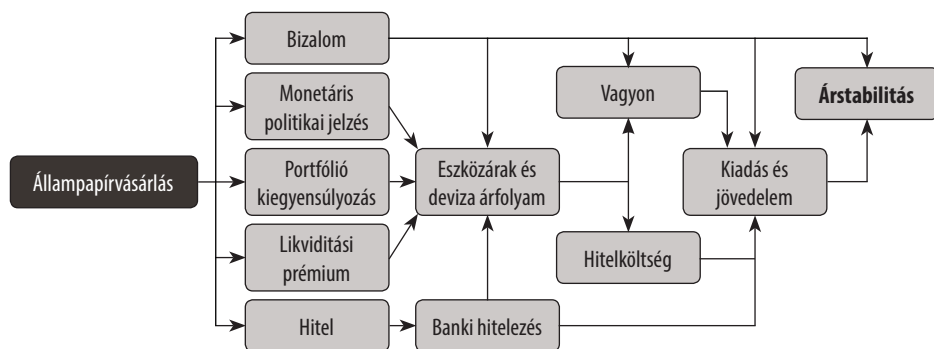
számára nyújtott hitelezése visszaesett. A jegybankok által alkalmazott nemkonvencionális eszközök ugyan lefelé tolták a hozamgörbét és oldották a pénzügyi zavarokat, ennek ellenére azonban nem voltak képesek jelentősen élénkíteni a magánszektorban nyújtott banki hitelezést. Ezért a központi bankok egy része célzottan a banki hitelezés támogatása érdekében avatkozott be. A hitelösztönzést segítő jegybanki programok jellemzően kiszámítható (például többéves fix kamatozású hitel) és olcsó banki forrászerzést tettek lehetővé (jellemzően a jegybanki hiteleszköznél alacsonyabb kamaton). A legtöbb hitelösztönzést támogató jegybank valamilyen formában olcsóbb forrást vagy egyéb transzfert biztosított a hitelintézetnek, amit célzottan hitelezésre kellett fordítaniuk a kereskedelmi bankoknak. A bankszektor számára nyújtott kedvezményes jegybanki eszközöktől a banki hitelezési hajlandóság és a hitelezési aktivitás növekedését várták.

Az első ilyen programokat a jegybankok 2010-2013 között alkalmazták (a japán jegybank hitelezésösztönző programja, az angol jegybank FLS programja, az MNB Növekedési Hitelprogramja), majd 2014-től fokozatosan hitelvállalási feltételekhez kötve, de továbbra is kedvezményes hitelt nyújtottak a kereskedelmi bankok számára (EKB TLTRO I-II programok, az angol jegybank Term Funding Scheme programja, az MNB Növekedéstámogató Programja). A két típus között a fő különbség az volt, hogy a korábbi eszközöknél a kereskedelmi bankok legfeljebb annyit vállaltak, hogy az eszközt célzottan, adott célcsoport finanszírozására fordítják, míg 2014-től a jegybankok az eszközök feltételül szabták, hogy valamekkora mértékben növeljék az adott célcsoportnak nyújtott hitelezést egy referencia-időszak hitelállományához képest.

Az eszközvásárlások transzmissziója

Az eszközvásárlás során a jegybank pénzügyi eszközöket vásárol a másodlagos piacon, amit jegybankpénz teremtésével, így a jegybanki tartalékok megfelelő mértékű megemelkedésével finanszíroz.

A mennyiségi lazítás közvetlen hatással van mind a szűk, mind a tág értelemben vett pénz mennyiségére. A mennyiségi lazítás különböző eszközök, elsősorban államkötvények vásárlását célozza, az esetek döntő többségében nem banki pénzügyi vállalatoktól (például nyugdíjalapoktól).



2. ábra: A mennyiségi lazítás hatása a mérlegekre

Forrás: MNB

A nemkonvencionális eszközök működése és így monetáris transzmissziója is eltér a hagyományos kamateszköz transzmissziójától. A leggyakrabban használt nemkonvencionális jegybanki lépés, az eszközvásárlás (mennyiségi lazítás), számos lehetséges csatornán keresztül hat a gazdaságra. Az eszközvásárlások során a központi bank rövid idő alatt nagy mennyiségi pénzt juttat a pénzügyi rendszerbe.

A vásárlások a kereslet élénkülésével a piacok működésének javulásához és magasabb árakhoz, így alacsonyabb hozamokhoz vezetnek. A reálgazdaság élénkítéséhez szükséges feltétel volt, hogy a pénzügyi rendszer likviditási zavarait oldják a jegybankok, amire az eszközvásárlások gyors megoldást jelentettek.

A hagyományos monetáris transzmissziós mechanizmushoz hasonlóan a jegybankok által alkalmazott mennyiségi lazítás is számos csatornán képes hatni a reálgazdasági és pénzpiaci kondíciókra. Amikor a pénzügyi piacok nem működnek megfelelően, a jegybankok mennyiségi lazítási programjai a likviditás növelésén és az adotrészpiac keresletének ösztönzésén keresztül hathatnak a piaci kondíciókra. A jegybank erőteljes elköteleződése a további lazítás mellett, általános bizalmat adhat a piacoknak, amit bizalmi csatornának nevezünk.

1.2.3. A jegybanki eszköztár

1.2.3.1. Devizatartalék szerepe⁴

Egy ország devizatartaléka alatt alapvetően a monetáris hatóság számára elérhető, idegen devizában denominált, külföldiekkel szemben fennálló követeléseket, pénzügyi eszközöket értjük. Az eszköznek – legalább – három kritériumnak kell megfelelnie ahhoz, hogy beleszámítson a devizatartalékba.

A követelésnek:

- külfölddel szemben kell fennállnia, tehát például hazai kibocsátású devizakötvény vásárlása nem számít bele a devizatartalékba;
- külföldi devizában denominálnak kell lennie, azaz egy külföldi kibocsátó esetleges hazai devizában kibocsátott kötvénye nem számít tartalékelemnek;
- a jegybank számára elérhetőnek, könnyen hozzáférhetőnek kell lennie, ami a devizatartalékból kizárja a nem konvertibilis devizában fennálló, illetve tőkekorlátozás alá eső követeléseket.

A devizatartalék mértékét bruttó módon szokás megjeleníteni és értelmezni, azaz a jegybank külföldi követeléseiből a jegybank külfölddel szembeni kötelezettségei nem kerülnek levonásra. A devizatartalék-tartás nem más tehát, mint egy – külfölddel vagy hazai bankrendszerrel szemben fennálló – adósságból finanszírozott bruttóvagyon-alap fenntartása, kezelése, gyarapítása.

Célok

A jegybankok a devizatartalék tartásának céljaiból kiindulva, és a befektetők elvárásai alapján meghatározzák, mekkora devizatartalékot tartanak szükségesnek. A tartalékszint meghatározása után a következő lépés a devizatartalék befektetési, illetve tartalékkezelési stratégia kiépítése, mely a tartalék szerkezetének, összetételének meghatározását foglalja magába. A jegybankok a kockázathozam preferenciáik alapján eldöntik milyen eszközökbe, és az egyes eszközökből mekkora arányban kívánnak befektetni.

A jegybankok különböző célok elérése érdekében tartanak devizatartalékot, a legtöbb ország egyszerre több célt is megjelöl. A modern jegybankok által kitű-

⁴ Csávás – Kiss (2017).

zött tartaléktartási célok szerteágazóak. A célok egy része a monetáris politika és a pénzügyi stabilitás támogatásához kapcsolódik.

A fejlett országoktól jellemzően nem várnak el érdemi devizatartalékot, a feltörekvő országokban azonban fontos a megfelelő devizatartalékszint fenntartása. Általánosnak tekinthető az a nézet, hogy a fejlett országoknak alacsony mértékű devizatartalékra van szükségük. A legfejlettebb országok jellemzően rugalmas árfolyamrendszert alkalmaznak, így leginkább piaci zavarok esetére tartanak fenn devizatartalékot. Ezzel szemben a feltörekvő gazdaságok erősebben rá vannak utalva a külföldi forrásokra, így a tartaléktartás fő motivációja, hogy egy pénzügyi válságra való felkészülésként megfelelő mértékű puffert tartsanak. A tartaléktartási célok többsége monetáris politikai vagy pénzügyi stabilitási célokhoz kapcsolódik. Az intervenciók kapacitás biztosítása például a monetáris politika, azon belül is az árfolyam-politika része.

A devizalikviditás nyújtása pedig pénzügyi stabilitási célokkal van összefüggésben. Ugyanakkor egy konkrét cél egyszerre tölthet be monetáris politikai és pénzügyi stabilitási funkciót is.

Monetáris politikai célok	Pénzügyi stabilitási célok	Tranzakciós célok	Egyéb
	Piaci szereplők elvárásainak megfelelés		
Intervenciók kapacitás			
Bankoknak devizalikviditás nyújtása			
Új-merkantilizmus			
	Fizetési mérleg finanszírozása		
		Állami tranzakciós devizaigény	
			Vagyonfelhalmozás

3. ábra: A tartalékolási célok meghatározása

Forrás: MNB

A piaci szereplők elvárásainak megfelelő tartalékszint biztosítása, a befektetői bizalom erősítése, mint tartalékolási cél, a nemzetközi tőkepiacokra ráutalt feltörekvő országok számára fontos. A befektetők, hitelminősítők, nemzetközi szervezetek

nemcsak válsághelyzetben, de kedvező piaci környezetben is elvárják, hogy egy jegybank demonstrálja, a tartalékok elegendőek a pénzügyi sokkok kivédésére. A külföldi befektetők nyomon követik a jegybankok tartalékmegfelelését, ami a külső sebezhetőség egyik fontos indikátora, és hatással van a befektetési döntéseikre. A hitelminősítő intézmények is fontosnak tekintik a devizatartalék mértékét, ami befolyásolja, hogy egy ország milyen hitelminősítést kaphat. A devizapiaci intervenció kapacitás biztosítása a rögzített, vagy szűk sávós árfolyamrendszert használó országok mellett a lebegő árfolyamú országokban is fontos. A rögzített, vagy szűk sávós árfolyamrendszert alkalmazó jegybankok számára a devizatartalékok tartásának fő célja, hogy válságok idején képesek legyenek az árfolyamrendszert intervenció alkalmazásával megvédeni, és hitelessé tegyék az árfolyamrendszert. Emellett számos feltörekvő ország ún. menedzselt lebegtetést folytat, ahol a jegybank szintén megpróbálja befolyásolni az árfolyamokat. Ezen országokban nem feltétlenül egy adott árfolyamszint, vagy árfolyampálya elérése a cél, hanem az árfolyam-ingadozások csökkentése, ami szerves része lehet a monetáris politikának. A tisztán lebegő árfolyamrendszert alkalmazó, fejlett országokban a jegybankoknak nem céljuk az árfolyam szintjének közvetlen befolyásolása. Ugyanakkor még a legfejlettebb devizapiacokon is szükség lehet beavatkozásra. A devizapiacokat érő rendkívüli sokkok egyes esetekben olyan mértékű kockázatot okozhatnak az árjegyzőként működő bankok számára, hogy azok visszavonulhatnak a piacról, ami a piacok működését és a pénzügyi stabilitást veszélyezteti, és szélsőséges árfolyam ingadozást idézhet elő. A devizapiaci likviditáshiány kezelése monetáris politikai és pénzügyi stabilitási szempontból is fontos.

Az állam tranzakciós devizaigényének biztosítása a jegybanknak, mint az állam bankja funkciójából ered. Jellemzően a jegybankok vezetik az állam hazai és külföldi devizában denominált számláit, és végzik a devizában felmerülő tranzakcióit.

A fizetési mérleg közvetlen finanszírozása, mint tartalékolási cél, a kevésbé fejlett, likvid devizapiaccal nem rendelkező, vagy rögzített árfolyamrendszert alkalmazó országokban releváns.

Az új merkantilizmus egy viszonylag új tartalékolási cél, ami gazdaságpolitikai célokhoz kapcsolódik. Ez azt jelenti, hogy egyes országok az egyensúlyinál leértékelt árfolyamot igyekeznek fenntartani, és azon keresztül az exportot ösztönözni (például Kína).

Tartalékszint meghatározása

A devizatartalékok megfelelő, illetve optimális szintjét az akadémiai irodalom és a gyakorlati szakemberek számos kritérium alapján határozzák meg. Fontos megkülönböztetni egymástól az optimális és a megfelelő devizatartalék szintet. Az optimális szint egy adott közgazdasági modell eredményeként kapott szintet jelöl, ami számos tényező függvénye, és jellemzően az akadémiai irodalomban használatosak. A megfelelő szint a befektetők által elvárt, szükségesnek tartott szintet jelenti.

A befektetők, piaci szereplők számos, széles körben használatos, mutatót követnek nyomon a devizatartalék megfelelő szintjének meghatározására. A mutatók egy része tradicionális, régóta használt mutató, amelyek egyszerűek, így szinte bárki által könnyen kiszámolhatóak és nyomon követhetőek. Az optimális devizatartalék-szint meghatározásánál egyre inkább terjednek a modell alapú megközelítések, amelyek országok széles körét használó becslésekre építenek, illetve a gazdasági szereplők optimalizáló viselkedését is figyelembe veszik. Az egyszerűbb mutatók sokasodásával az összetett, kombinált mutatók használata is kezd elterjedni, melyek az egyes komponensekhez különböző súlyokat rendelnek.

Egyszerű szabályok	Összetett szabályok
<ul style="list-style-type: none">· Guidotti-mutató· Importszabály· Pénzmenyiség szabály· Bruttó külső adósság aránya	<ul style="list-style-type: none">· Bruttó finanszírozási igény (rövid külső adósság+ fizetési mérleg deficit)· Költség-haszon alapú modellek· IMF-féle kombinált mutató (rövid külső adósság, külföldi tartozások, pénzmenyiség, export)· Wijnholds-Kapteyn mutató (rövid külső adósság és pénzmenyiség)

4. ábra: Tartalékmutatók csoportosítása

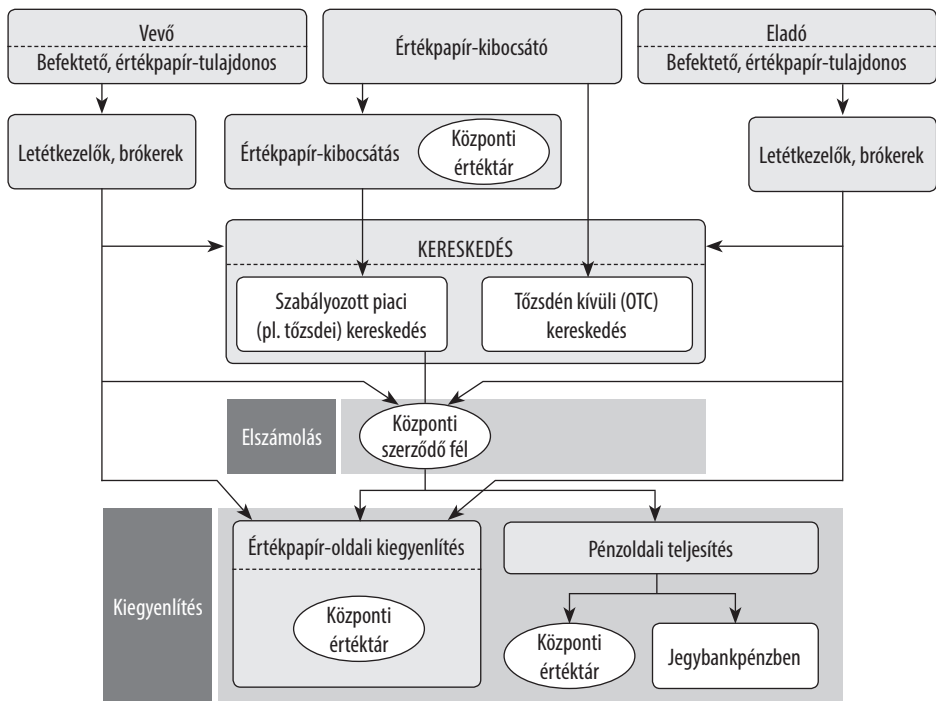
Forrás: MNB

Ezek közül az egyik legelfogadottabb és leginkább használt a Guidotti-mutató. A Guidotti-szabály szerint a devizatartalékoknak fedezniük kell az ország egy éven belül lejáró külföldi adósságát. Az 1990-es években a rövid, külső adósság jelentősen nőtt egyes latin-amerikai és délkelet-ázsiai országokban, melyet a devizaliberalizáció terjedése tett lehetővé. Az 1994–1995-ös mexikói, az 1997–1998-as délkelet-ázsiai és az 1998–1999-es brazil válságok kitöréséhez hozzájárult, hogy a devizatartalék lényegesen elmaradt a rövid, külső adósság szintjétől. Ezen országok jelentős tőke kivonást szenvedtek el, melynek ellensúlyozásához a devizatartalékok nem voltak elegendőek, így a rögzített árfolyamrendszer feladá-

sára kényszerültek. E válságok tapasztalata nyomán Pablo Guidotti, az argentin jegybank korábbi alelnöke és Alan Greenspan, az amerikai Fed volt elnökének javaslatai alapján született meg a Guidotti-szabály 1999-ben (a Guidotti–Greenspan-szabály elnevezés is használatos). A Guidotti-szabály egy olyan válsághelyzetben jelent releváns mutatót, amikor a külső finanszírozás leáll, és csak a devizatartalékból biztosítható a lejáró külső adósság visszafizetése.

1.2.3.2. Pénzforgalom fenntartása, mint jegybanki feladat⁵

A gazdasági szereplők egymással szemben teljesített fizetéseinek összességét pénzforgalomnak nevezzük. A pénzügyi infrastruktúrák kifejezést azoknak az informatikai rendszereknek, technológiai megoldásoknak, folyamatoknak és szabályoknak összefoglaló megjelölésére használjuk, amelyek a fizetések kezdeményezését és lebonyolítását, valamint az értékpapírok és egyéb pénzügyi eszközök gazdasági szereplők közötti áramlását lehetővé teszik.



5. ábra: Értékpapír-piaci infrastruktúra

Forrás: MNB

5 Bartha et al. (2017).

A jegybankok döntő többségének alapvető feladatai között explicit módon rögzítésre kerülnek – sokszor a központi bankok működését szabályozó törvények szintjén is – a pénzforgalommal és a pénzügyi infrastruktúrák működésével kapcsolatos célok. Ennek oka elsődlegesen az, hogy e területek több ponton is kapcsolódnak a jegybank alapvető céljaihoz, és meghatározó módon képesek befolyásolni, hogy azok teljesülnek-e vagy sem.

A pénzforgalom és a pénzügyi infrastruktúrák működése befolyásolhatja a központi bankok három nagy céljának, a monetáris stabilitás és a monetáris transzmisszió hatékonyságának, a pénzügyi stabilitásnak és a gazdasági növekedés támogatásának teljesülését.

A monetáris stabilitás és a monetáris transzmisszió hatékonyságának növelése és fenntartása

A monetáris stabilitás szűk értelemben az árstabilitást jelenti, ami a legtöbb jegybank elsődleges célja, és a pénz értékmérő és felhalmozási eszközfunkciójának védelmét jelenti. Tágabb értelemben azonban a fizetőeszközbe vetett bizalom általános megőrzésének követelményeként is lehet rá tekinteni. Ebben az értelemben pedig nem hanyagolható el a pénzforgalmi vagy csereeszköz funkciójába vetett bizalom növelése és fenntartása. Ez utóbbi viszont nem képzelhető el a pénzforgalom és a pénzügyi infrastruktúrák megbízható, biztonságos és hatékony működése nélkül.

A megbízhatóan és stabilan működő pénzügyi infrastruktúrák elengedhetetlenek, ezen túlmenően egyrészt a monetáris politikai műveletek gyors és hatékony végrehajtásához, másrészt a pénzpiacok súrlódásmentes működésének támogatásán keresztül hozzájárulnak a monetáris transzmisszió hatékonyságának növeléséhez.

A pénzügyi közvetítés mélyülésének biztosítása, a pénzügyi stabilitás megteremtése és fenntartása

A pénzügyi piacok hatékony működése alapfeltétele mind a pénzügyi közvetítés mélyülésének, mind a pénzügyi stabilitás megteremtésének. A jól működő (biztonságos, megbízható és hatékony) pénzügyi infrastruktúrák ennek megvalósulását és fenntartását jelentős mértékben támogatják, hiszen ezek a rendsze-

rek jelentik a gazdasági szereplők egymással szembeni megbízható pozíció nyilvántartásának, elszámolásának és teljesítésének az alapját. A nem megbízható, a felmerülő kockázatokat nem megfelelően kezelő fizetési rendszer ezzel szemben alapjaiban ingathatja meg a pénzügyi piacok működését, sőt felerősítheti a pénzügyi piacok egy-egy szereplőjénél jelentkező problémákat, így rendszerszintű kockázatok kialakulásának kiindulópontja lehet. Ezen túlmenően a bankok és a pénzügyi piacok egyéb jelentős szereplői közötti, nagy összegű fizetési forgalom biztonságos, megbízható és hatékony lebonyolítása szintén kulcskérdés a pénzügyi stabilitás megőrzése szempontjából.

A gazdaság növekedésének támogatása

A biztonságosan, megbízhatóan és hatékonyan működő pénzügyi infrastruktúrák közvetett módon már a fenti célok támogatásán keresztül is kedvezően hatnak a gazdaság teljesítményére.

A pénzforgalom hatékony működésének azonban jelentős közvetlen hatása is van a makrogazdaság teljesítményére. Nemzetközi kutatások egybehangzó eredménye azt mutatja, hogy a hatékonyabb pénzforgalmi rendszer több csatornán keresztül is kedvezően hat a gazdaság versenyképességére és növekedésére. A társadalmi szinten olcsóbban működő pénzforgalom egyrészt erőforrásokat szabadít fel, amelyek más, esetleg produktívabb termelési folyamatokban használhatók fel. Másrészt, a pénzforgalmi szolgáltatások költségintjének csökkenése általánosan javítja a vállalatok hatékonyságát. Harmadrészt, a hatékonyabb elektronikus fizetési módok terjedésével együtt általában kimutatható mértékben visszaszorul a feketegazdaság, amely az adóbeszedési hatékonyság javulásán keresztül fejt ki kedvező gazdasági hatását.

Jegybanki célok

Általánosan elfogadott az a nézet, hogy a jegybankoknak transzparens módon megfogalmazott célként kell kitűzniük maguk elé annak elérést, hogy az adott gazdaság pénzforgalma és pénzügyi infrastruktúrái biztonságosan, megbízhatóan és hatékonyan működjenek. A különböző országok más és más modelleket alkalmaznak a pénzügyi infrastruktúrák felügyeletére, szabályozására és felvi-gyázásra. Egyes országokban a jegybankok egyedül, máshol más állami hatóság-

gokkal közösen gyakorolják ezeket a funkciókat. Az alkalmazott modelltől függetlenül egyértelműen megállapítható, hogy minden jelentős központi bank – a rájuk vonatkozó jegybanktörvények alapján – az elsődleges céljának való megfelelés keretein belül biztosítja a fizetési és elszámolási rendszerek stabilitását, és biztonságos, kiszámítható működését.

Kockázatok a pénzügyi infrastruktúrában

A jegybankok világszerte a pénzügyi infrastruktúrák jelentőségét és központi szerepét felismerve arra törekednek, hogy feltárják, beazonosítsák és csökkenték azokat a kockázatokat, amelyek a rendszer működését veszélyeztetik, funkcionális és hatékony működését ellehetetleníthetik. A jól megtervezett és robusztusan működő pénzügyi infrastruktúra piaci stressz esetén is képes arra, hogy költséghatékonyan, fennakadás nélkül lássa el alapvető funkcióját, a gazdasági szereplők tranzakcióinak teljesülését. A pénz- és tőkepiac az az elsődleges hely, amely a bankok likviditási helyzetének hatékony kezelésére szolgál, azaz ahol a likviditási felesleggel rendelkező bankok ki tudják azt helyezni, illetve ahonnan a likviditáshiánnyal küzdő bankok forrást tudnak bevonni. A bankok számára a gyors és olcsó likviditásszerzés alapvető fontosságú, csakúgy, mint a többletlikviditással rendelkező bankok számára, hogy rövid időn belül és a lehető legkedvezőbb feltételek mellett tudják kihelyezni a többletüket. A jól működő pénzpiacok éppen ebben a gyorsan változó helyzetben segítik a piaci szereplőket. A pénzpiacokon azonban nemcsak a kereskedelmi bankok aktívak, hanem sok esetben a jegybank is, hiszen a pénzpiacokon keresztül interveniál, illetve számos esetben a jegybanki monetáris politika is közvetlenül a pénzpiacokra gyakorol hatást.

A pénzügyi stabilitás szempontjából kiemelkedő jelentősége van annak, hogy stresszidőszakban is normálisan tudjanak működni a pénz- és tőkepiacok, mert ha ez nem így történik, akkor a piac szereplői nem tudnak forrást szerezni és kihelyezni, ezáltal pedig megrendülhet az alapvető bizalom a teljes rendszerben. Piaci stressz esetén a pénzügyi és tőkepiacokat kiszolgáló pénzügyi infrastruktúrának stabilitási okból is kezelni kell tudnia azt a helyzetet, ha egy rendszer-tag fizetésképtelenné válik, és nem tudja teljesíteni a fizetési kötelezettségeit. Sok esetben egy fizetési kötelezettség nemteljesítése az első jele annak, hogy egy intézmény fizetésképtelen helyzetbe került, ezért óriási jelentőségű, hogy a fizetési

rendszerek milyen eszközökkel és módon képesek csökkenteni a likviditási és hitelkockázatot, és milyen módon tudják meggátolni, hogy egyes rendszertagok fizetési nehézségei átgyűrűzzenek másokra. A kockázatkezelési eszközök kialakítása jellemzően jelentős anyagi ráfordítást igényel, de még mindig összehasonlíthatatlanul kisebb költséggel jár egy jól megtervezett és megfelelő kockázatkezelési protokollokat alkalmazó pénzügyi infrastruktúra üzemeltetése, mint egy rendszertag nemteljesítéséből fakadó pénzügyi krízis kezelése.

A jegybankoknak a következő kockázattípusokat kell kezelni:

- rendszer és résztvevőinek likviditásával összefüggő kockázatok,
- működési kockázat, szolgáltatás ellátásnak kockázata,
- jogi kockázat,
- üzleti, működési modellek kockázata,
- pénzforgalmi szabályok be nem tartásának kockázata.

A felvigyázás, mint a jegybankok rendszerkockázatot csökkentő tevékenysége

A pénzügyi infrastruktúrák komplexitása, hálózati felépítése miatt rendkívül sokféle fertőzési csatorna jelenik meg a rendszerekben, amik így végső soron az egész pénzügyi rendszer stabilitását is veszélyeztethetik, és amiket ráadásul az egyes szereplők a döntéseik meghozatalakor nem is feltétlenül mérlegelnek. Éppen a pénzügyi infrastruktúrák ezen jelentős negatív externáliái miatt, jellemzően szükséges a jegybankok beavatkozása, hogy a felvigyázási tevékenységen túl szabályozással, fejlesztéssel olyan irányba tereljék a rendszerek működését, mely a rendszerkockázatokat minimalizálja.

Felvigyázásnak nevezzük azt az alapvető jegybanki funkciót, aminek során a jegybank biztosítja a pénzügyi infrastruktúra megbízható és hatékony működését, valamint folyamatosan nyomon követi és elemzi a már létező és jövőben kialakítandó rendszereket. A jegybankok felvigyázási tevékenységük során elsősorban azokat a pontokat, azokat a kockázatokat keresik, ahol a rendszer egésze nem kellően biztonságos, ahol a kockázatok realizálásának következtében a teljes rendszer működése veszélybe kerülhet. A felvigyázási tevékenység rendszerszemléletben, a pénzügyi közvetítőrendszer egészének hatékonyságát és stabilitását hivatott előmozdítani, más megfogalmazásban a rendszerkockázat csökkentését hivatott szolgálni.

A pénzforgalom és a pénzügyi infrastruktúrák hatékony működése érdekében a jegybankoknak a következő eszközrendszer áll rendelkezésükre:

- készpénz és jegybanki számlapénz kibocsátás,
- a pénzforgalommal és a pénzügyi infrastruktúrákkal kapcsolatos elemzés és kutatás,
- pénzügyi infrastruktúrák működtetése és tulajdonlása,
- a pénzforgalmat és a pénzügyi infrastruktúrákat érintő piaci fejlesztés kezdeményezése és koordinálása (katalizátor funkció),
- a pénzforgalmat és a pénzügyi infrastruktúrákat érintő szabályozás kezdeményezése vagy alkotása.

1.2.3.3. A jegybank, mint végső hitelező⁶

A végső hitelezői szerep meghatározása

A jegybank a végső hitelezői funkció (Lender of Last Resort) ellátása során a stresszhelyzetbe került hitelintézeteknek likviditási segítséget nyújthat. Ennek segítségével az illikvid pénzügyi intézmények számára lehetővé válik, hogy rövid távon eleget tegyenek pénzügyi kötelezettségeiknek. A likviditási segítségnyújtás tipikus kivitelezési módjának tekinthető, amikor a jegybank megfelelő fedezet, vagy állami garanciavállalás mellett nyújt hitelt, vagy egyéb ügylettel jegybanki számlapénzhez, vagy a piacokon fedezetképes likvid eszközökhöz segít hozzá olyan szolvens (hosszú távon fizetőképes) bankot, vagy a bankrendszer több intézményét, melyek átmenetileg nem képesek a piacokról elegendő pénzbeáramlást előteremteni az azonnal (vagy rövidtávon) felmerülő kötelezettségeik teljesítéséhez.

A végső hitelezői szerepkör elősegítheti a monetáris politika transzmissziós csatornáinak működését rendszerszintű likviditási krízisek időszakában. A jegybank monetáris politikai eszközeinek tényleges végrehajtói a kereskedelmi bankok, akiken keresztül egy-egy döntés meghatározza az adott ország pénzügyi stabilitását. A monetáris politika és a végső hitelezői funkció kapcsolata elsősorban nem egyedi banki, hanem rendszerszintű likviditási sokk esetében markáns. Ebben az esetben ugyanis egy illikvid bankrendszer nem képes közvetíteni azon monetáris politikai eszközök hatását, amelyet a jegybank monetáris politikai célja teljesítésére felhasznál. Rendszerszintű likviditási krízis időszakában a kamattranszmisszió egyik első közvetítőjének a működése válhat bizonytalaná.

⁶ Rédei – Zsigó (2017).

A prudenciális szabályozási és felügyeleti tevékenység preventív módon méréselkelheti a likviditási krízisek bekövetkeztének valószínűségét.

A likviditási segítségnyújtás célja és indokai

A likviditási segítségnyújtás indoka, hogy a pénzügyi rendszer a likviditási krízisek időszakaiban piaci tranzakciókon keresztül képtelenné válhat a likvid eszközök és a likviditási kockázat hatékony rendelkezésre bocsátására és elosztására. A likviditási krízisek jellemzően többféle piaci súrlódás és piaci kudarc egymást erősítő hatásainak következtében a bankrendszer egészének szintjén okoznak pénzügyi stresszt. A jegybank gyakorlati céljai a végső hitelezői funkció ellátásával a bank- és pénzügyi rendszer válságát előidéző piaci tökéletlenségek hatásának mérséklése, mivel ezek jelentősen ronthatják a hatékony gazdasági erőforrás-elosztást, a pénzügyi stabilitást, a monetáris transzmisszió hatékonyságát és a reálgazdasági teljesítményt.

A jegybank ideális szereplő a végső hitelezői szerepkör betöltéséhez, miután:

- rövidtávon képes nagy mennyiségű likvid forrást gyorsan az érintettek rendelkezésére bocsátani,
- többletinformációval rendelkezik, miután a pénzügyi stabilitási feladatainak ellátása során szerzett információi miatt széles rálátással rendelkezik a pénzügyi közvetítőrendszerre,
- a kormányzattól monetáris és stabilitási feladatainak ellátásában független jegybank hitelessége az inszolvens bankok megsegítésével szemben gyakorolt szigorral könnyebben biztosítható, mint a fiskális hatóságé.

A végső hitelezői funkcióval szemben támasztott követelmények

1. A likviditási krízisek gyakran rendszerszinten jelentkeznek. A bankrendszer szintjén jelentkező likviditási krízisek a pénzügyi fertőzős hatások, a bankközi piacok általános befagyása, valamint a bizalmatlanság és pánik gyors terjedése a rendszer egymástól távoli intézményeinél is problémát okozhatnak. A bankok széles körének (vagy akár bizonyos eszköztípusok teljes piacainak) szüksége lehet tehát a végső hitelező segítség igénybevételére. Továbbá a pánik indulhat olyan intézmény(ek)től, amelyeknek a jegybank nem akar segítséget nyújtani.

2. Az inszolvens intézmények likviditási segítségnyújtásban való részesítése több kedvezőtlen következménnyel járhat, ezért azok az intézmények, melyekről ezt a jegybank megállapítja, kizárása kerülnek a likviditási segítségből.
3. A jegybank jó minőségű fedezet megkövetelésével védheti magát a partner nemteljesítésének kockázatával szemben, a szigorú fedezeti követelmények azonban likviditási krízisben korlátozhatják a segítségnyújtásban részesíthető bankok körét, illetve a segítségnyújtás mértékét.
4. A likviditási segítségnyújtásra vonatkozó hatékony jegybanki kommunikáció jelentős hatást gyakorolhat a likviditási krízisek kockázataira. Az előzetesen folytatott egyértelmű, nyilvános kommunikáció hozzájárulhat ahhoz, hogy a bankok, a betéteseik és hitelezőik várakozásaiba beépüljön, hogy a fenti követelményeket teljesítő intézmények számára a végső hitelezői segítségnyújtás elérhető lesz likviditási krízis esetén. Ez hatásosan mérsékelheti, vagy megelőzheti mindazon kedvezőtlen piaci folyamatokat, melyek kialakulását az illikviditás realizálódására vonatkozó piaci várakozások magyarázzák (bankpánikok, bankközi piacok befagyása és továbbiak).

1.2.4. A Magyar Nemzeti Bank

1.2.4.1. Az MNB története⁷

A XIX. század elején Magyarország a Habsburg uralkodóház fennhatósága alatt állt. A birodalomban a jegybanki feladatokat előbb az 1816. július 1-jétől működő Osztrák Nemzeti Bank, majd az 1878. szeptember 30-án létrejött és paritásos alapon dolgozó Osztrák-Magyar Bank látta el.

Az 1848-49-es forradalom és szabadságharc idején a megalakuló első független magyar kormány a jegybanki feladatok ellátását a Pesti Magyar Kereskedelmi Bankra bízta. Az első világháború következményeként 1918. október végén az Osztrák-Magyar Monarchia felbomlott, az Osztrák-Magyar Bankot felszámolták. A központi banki feladatkört az 1921. július 11-én megalakult Magyar Királyi Állami Jegyintézet vette át.

Az önálló magyar jegybank, a Magyar Nemzeti Bank részvénytársasági formában 1924. június 24-én kezdte meg munkáját. Első elnöke Popovics Sándor

⁷ www.mnb.hu/a-jegybank/informaciok-a-jegybankrol/az-mnb-tortenete, letöltve: 2019. május 30.

volt. A központi bank teremtette meg az első világháborút követően inflálódott korona stabilizációját, majd kibocsátotta az új valutát, a pengőt. Átvette az állami számlák vezetését, az államadósság kezelését. Kamat- és hitelpolitikájával, váltóleszámítolási elveivel és gyakorlatával irányította az ország hiteléletét, befolyásolta a bankrendszer működését. Hatáskörébe került a devizagazdálkodás felügyelete is. Megalakulásától – 1930 – részvényese és aktív tagja a Nemzetközi Fizetések Bankjának (BIS).

Az 1929 őszen kirobbant világgazdasági válság előidézte pénzügyi krízis 1931 júliusában elérte Magyarországot is. A Magyar Nemzeti Bank ez időtől kezdve az 1990-es évek elejéig a kötött devizagazdálkodás megvalósítója, e téren a hatósági feladatok ellátója, gazdaságpolitikai felelősséggel és hatáskörrel rendelkező központi bank. A második világháború időszakában a jegybank erőfeszítései dacára a nemzeti valuta, a pengő inflációja bontakozott ki. A háború befejezését követően a pengő értékvesztése a világtörténelem eddigi legnagyobb méretű pénzromlását produkálta.

A Magyar Nemzeti Bank közreműködésével valósult meg 1946. augusztus 1-jén a stabilizáció, jelent meg az új fizetőeszköz, a forint. A nagybankok – köztük a jegybank – magyar tulajdonú részvényeinek 1947 végén lezajlott államosítását követően a bankrendszert rövid idő alatt átalakították. A kereskedelmi bankokat és a takarékpénztárakat felszámolták, a bankrendszert egyszintűvé tették. A Magyar Nemzeti Bank 1948 második felétől a jegybanki hatáskörök mellett kereskedelmi banki feladatokat is ellátott. Mint államosított központi bank, irányítása kormányzati fennhatóság alá került.

1987. január 1-jével Magyarországon visszaállt a kétszintű bankrendszer. A létrejövő új kereskedelmi bankok apparátusa, fiókhálózata, ügyfélköre kevés kivételtől eltekintve a Magyar Nemzeti Banktól került át a megalakuló pénzintézetekhez. A Magyar Nemzeti Bankról 1991 októberében elfogadott – majd többször módosított – törvény helyreállította a jegybank függetlenségét, újraszabályozta feladatkeretét.

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2001. évi LVIII. törvény alapján az árfolyamrendszer megválasztása tekintetében a kormány az MNB-vel egyetértésben dönt. A forint árfolyama az euróval, mint referenciavalutával szemben 2008. február 26-tól kezdődően szabadon lebeg, a forint mozgását a piaci erők határozzák meg.

1.2.4.2. MNB feladatköre^{8,9}

A Magyar Nemzeti Bank Magyarország központi bankja. Az MNB a Központi Bankok Európai Rendszerének tagja.

Az MNB, valamint döntéshozó szerveinek tagjai a Magyar Nemzeti Bankról szóló törvényben foglalt feladataik végrehajtása és kötelességeik teljesítése során függetlenek, nem kérhetnek és nem fogadhatnak el utasításokat az Európai Központi Bank kivételével a Kormánytól, az Európai Unió intézményeitől és szerveitől, tagállamainak kormányaitól vagy bármilyen más szervtől.

A Magyar Nemzeti Bank elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. A Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül, a rendelkezésre álló monetáris politikai eszközökkel, támogatja a Kormány gazdaságpolitikáját.

Az MNB alapvető feladatai:

- Az MNB meghatározza és megvalósítja a monetáris politikát.
- Az MNB jogosult Magyarország hivatalos pénznemében bankjegy- és érmekibocsátásra. Az MNB által Magyarország hivatalos pénznemében kibocsátott bankjegy és érme – ideértve az emlékbankjegyet és emlékérmét is – Magyarország törvényes fizetőeszköze.
- Az MNB a magyar gazdaság külső stabilitásának megőrzése érdekében hivatalos deviza- és aranytartalékot képez, és kezeli azt.
- Az MNB a devizatartalék kezelésével és az árfolyampolitika végrehajtásával kapcsolatban devizaműveleteket végez.
- Az MNB felvigyázza a fizetési és elszámolási, valamint az értékpapír-elszámolási rendszereket, ennek keretében felvigyázza a rendszer, valamint a központi szerződő fél tevékenységét végző szervezet tevékenységét e rendszerek biztonságos és hatékony működése, továbbá a pénzforgalom zavartalan lebonyolítása érdekében. Ezen jogkörében, valamint a 171. § (2) bekezdésében meghatározott jogalkotási jogkörében részt vesz a fizetési és elszámolási, valamint az értékpapír-elszámolási rendszerek kialakításában.
- Az MNB feladatai ellátásához és az Európai Unió működéséről szóló szerződéshez fűzött, a Központi Bankok Európai Rendszere és az Európai Központi Bank Alapokmányáról szóló (4.) Jegyzőkönyv 5. cikkében

⁸ 2013. évi CXXXIX. törvény, Jegybanktörvény.

⁹ Lentner (2017a).

meghatározott az EKB-val szemben fennálló statisztikai adatszolgáltatási kötelezettség teljesítéséhez statisztikai információkat gyűjt és hoz nyilvánosságra.

- Az MNB alakítja ki a pénzügyi közvetítőrendszer egészének stabilitására vonatkozó makroprudenciális politikát, amelynek célja a pénzügyi közvetítőrendszer ellenállóképességének növelése, valamint a pénzügyi közvetítőrendszernek a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítása. Az MNB ennek érdekében az e törvényben meghatározott keretek között feltárja a pénzügyi közvetítőrendszer egészét fenyegető üzleti és gazdasági kockázatokat, elősegíti a rendszerszintű kockázatok kialakulásának megelőzését, valamint a már kialakult rendszerszintű kockázatok csökkentését vagy megszüntetését, továbbá hitelpiaci zavar esetén a hitelezés ösztönzésével, a túlzott hitelkiáramlás esetén annak visszafogásával, járul hozzá a közvetítőrendszer gazdaságfinanszírozó funkciójának kiegyensúlyozott megvalósulásához.

A jegybank végső, távlati célja, hogy a monetáris politika kialakításakor minél kisebb és moderálható infláció elérésére törekedjen. Az MNB e cél veszélyeztetése nélkül – a rendelkezésére álló monetáris politikai eszközökkel – támogatja a kormány gazdaságpolitikáját. A monetáris politikát az MNB határozza és valósítja meg. A jegybank eszköztárában az árstabilitás biztosítása mellett megjelennek a pénzügyi stabilitás és a gazdaságpolitika támogatásának céljai és eszközei is.

A jegybank megfelelő monetáris kondíciókkal, vagyis alacsony jegybanki alapkamatokkal, és a fenntartható növekedést támogató politikával segíti a gazdasági növekedést.

Az MNB által kibocsátott bankjegy és érme Magyarország törvényes fizetőeszköze. Az MNB vezeti a kincstári egységes számlát és az Államadósság Kezelő Központ pénzforgalmi számláját. Az MNB a kincstári egységes számla egyenlege után kamatot fizet a központi költségvetés javára. Az MNB számlavezetési tevékenységével összefüggésben betétet fogad el, és megfelelő biztosíték ellenében hitelt nyújt. Nem nyújthat azonban folyószámlahitelt vagy bármely más hitelt a kormánynak, az államháztartás központi alrendszerébe vagy helyi alrendszerébe tartozó közigazgatási szervnek, közjogi testületnek, közintézménynek vagy

közvállalkozásnak, továbbá ezektől közvetlenül nem vásárolhat adósságinstrumentumokat.

Az MNB ellátja a pénzügyi közvetítőrendszer felügyeletét. A pénzügyi szervezeteket fenyegető, nemkívánatos üzleti és gazdasági kockázatok feltárása, a már kialakult egyedi vagy ágazati kockázatok csökkentése vagy megszüntetése, illetve az egyes pénzügyi szervezetek prudens működésének biztosítása érdekében megelőző intézkedéseket alkalmaz. Az MNB – a Pénzügyi Békéltető Testület útján – ellátja a fogyasztók és a pénzügyi törvények hatálya alá tartozó szervezetek vagy személyek közötti vitás ügyek bírósági eljáráson kívüli rendezését. A Pénzügyi Békéltető Testület az MNB által működtetett, szakmailag független testület, amely a Pénzügyi Békéltető Testület elnökéből és a békéltetőtestületi tagokból áll. Az MNB statisztikai információkat gyűjt és hoz nyilvánosságra. A Magyar Nemzeti Bank nemcsak mint klasszikus jegybank működik, hanem tudományos műhelyként is funkcionál. Társadalmi felelősségvállalási programja keretében támogatja a közgazdasági képzés megújítását, a pénzügyi kultúra terjesztését. Az MNB számára törvény állapíthat meg feladatot. Egyéb tevékenységet csak elsődleges célja és alapvető feladatai teljesítésének veszélyeztetése nélkül folytathat.

1.2.4.3. Az MNB szervei – Monetáris Tanács, Pénzügyi Stabilitási Tanács, az igazgatóság és a felügyelőbizottság¹⁰

A Monetáris Tanács az MNB legfőbb döntéshozó szerve, amelynek hatáskörébe az MNB alapvető feladataival, a kötelező jegybanki tartalék és az azután fizetendő kamat mértékével, az árfolyamrendszerrel és a pénzügyi közvetítőrendszer egészét fenyegető kockázatokkal kapcsolatos döntések tartoznak. Továbbá az ezekkel összefüggő kommunikáció módjának meghatározása, az olyan döntések végrehajtása, amelyeket a Monetáris Tanács saját hatáskörében megtart, és minden olyan kérdés, amelyet törvény, alapító okirat vagy belső eljárási szabály a Monetáris Tanács hatáskörébe utal.

A Monetáris Tanács szükség esetén bármikor összehívható, de havonta legalább egy alkalommal ülésezik. A Monetáris Tanács legalább öt-, legfeljebb kilenctagú testület. A Monetáris Tanács elnöke az MNB elnöke, tagjai továbbá az MNB alelnökei és azok a személyek, akiket hat évre az Országgyűlés a Monetáris Tanács tagjává választ. A Monetáris Tanács tagjai megbízatásuk időtartama

¹⁰ Lentner (2017b, 181-183.o.)

alatt az MNB-vel munkaviszonyban állnak. A Pénzügyi Stabilitási Tanács hatáskörébe tartozik az MNB mikro- és makroprudenciális feladataival kapcsolatos monetáris tanácsi döntés végrehajtásának irányítása, és a Monetáris Tanács által meghatározott stratégiai keretek között az MNB mikro- és makroprudenciális feladataival kapcsolatos döntéshozatal.

A Pénzügyi Stabilitási Tanács hatáskörében a többi között

- a pénzügyi közvetítőrendszer egészének stabilitása érdekében folyamatosan figyelemmel kíséri a pénzügyi közvetítőrendszer egészének, illetve a pénzügyi piacok stabilitását;
- számba veszi a pénzügyi közvetítőrendszer egészét veszélyeztető kockázati tényezőket;
- elemzi azokat az intézmény- vagy terméktípushoz, ezek gyors elterjedéséhez kapcsolódó kockázatokat, amelyek veszélyt jelenthetnek a pénzügyi közvetítőrendszer egészére nézve;
- nyomon követi a nemzetközi és az európai piacokon zajló fejleményeket, illetve a pénzügyi közvetítőrendszer egészének stabilitását veszélyeztető kockázatokat, és a Monetáris Tanács által meghatározott stratégiai keretek között dönt a szükséges intézkedésekről;
- megtárgyalja a pénzügyi közvetítőrendszer egészét érintő stratégiai, szabályozási, kockázati kérdéseket, és szükség esetén állást foglal;
- a pénzügyi közvetítőrendszer egészének stabilitását fenyegető helyzetben értékeli a rendszerkockázatokat, dönt az azok csökkentése vagy megszüntetése érdekében szükséges intézkedésekről;
- szükség szerint napirendre tűzi az Európai Rendszerkockázati Testületnek a pénzügyi közvetítőrendszer egészének szempontjából releváns ajánlásait, állásfoglalásait, kockázati figyelmeztetéseit;
- szükség szerint megtárgyalja az Európai Felügyeleti Hatóságok által kiadott ajánlásokat, határozatokat, ideértve az európai pénzügyi rendszer stabilitásának komoly veszélyeztetettsége esetén a nemzeti felügyeleti hatóságoknak címzett, egyedi intézkedések megtételére felszólító határozatokat is, valamint állást foglal az azokból származó feladatokról;
- évente meghatározza az MNB ellenőrzési tevékenységének kiemelt célterületeit és döntést hoz meghatározott hatósági eljárásokban.

A Pénzügyi Stabilitási Tanács döntéseiről rendszeresen beszámol a Monetáris Tanácsnak. A Pénzügyi Stabilitási Tanács legalább három, legfeljebb tíz taggal működő testület.

Tagjai: az MNB elnöke, a pénzügyi felügyeleti feladatot felügyelő alelnökök, valamint az MNB elnöke által kijelölt vezetők. A Pénzügyi Stabilitási Tanács ülésén a pénz-, tőke- és biztosítási piac szabályozásáért felelős miniszter képviselője, valamint az MNB elnöke által felkért külső meghívottak tárgyalási joggal vesznek részt. A Pénzügyi Stabilitási Tanács szükség szerint, de legalább kéthavonta ülészik.

Az igazgatóság felelős a Monetáris Tanács döntéseinek végrehajtásáért és az MNB működésének irányításáért. Az igazgatóság hatáskörébe tartozik a Monetáris Tanács által hozott döntések végrehajtásának irányítása, az MNB számviteli beszámolójának megállapítása, az osztalék fizetéséről való döntés, az MNB szervezettel és belső irányításával összefüggő kérdések jóváhagyása, szakmai tervek és programok jóváhagyása stb. A Monetáris Tanács bármely, a hatáskörébe tartozó kérdés eldöntésére – beszámolási kötelezettség mellett – felhatalmazhatja az igazgatóságot. Az igazgatóság elnöke az MNB elnöke, tagjai az MNB alelnökei. A felügyelőbizottság az MNB folyamatos tulajdonosi ellenőrzésének szerve. A felügyelőbizottság hatáskörébe nem tartozó feladatok tekintetében az MNB belső ellenőrzési szervezetét az igazgatóság irányítja. A felügyelőbizottság hatásköre nem terjed ki az MNB alapvető feladataira, és azoknak az MNB eredményére gyakorolt hatására. A felügyelőbizottság tagjai az Országgyűlés által választott elnök és további három tag, az államháztartásért felelős miniszter képviselője és az államháztartásért felelős miniszter által megbízott szakértő.

1.2.4.4. Innovációk a magyar monetáris politikában

A monetáris politikai fordulat előtti évek¹¹

A Magyar Nemzeti Bank monetáris politikája 2001-ben áttért az inflációs célkövető rendszerre és a 2008-ig fenntartott sávós árfolyamrendszerre, tartósan azonban nem sikerült a 3%-os cél közelébe mérsékelni az inflációt. A válság előtt a jegybanki politika alapvetően az egy cél egy eszköz mandátummal működött. Ez azonban nem bizonyult kellően hatékonynak.

¹¹ Parragh (2017).



6. ábra: Válság előtt: egy cél – egy eszköz

Forrás: MNB

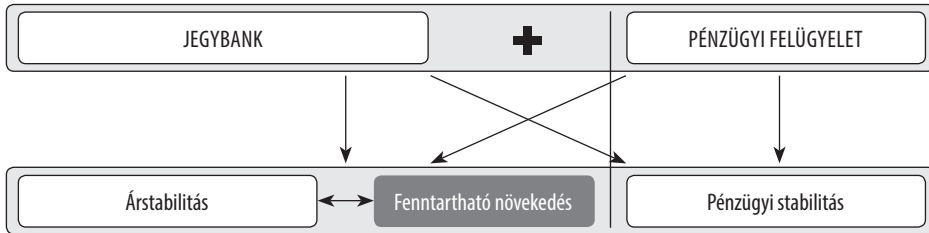
A devizahitelfelvételi-kedvet erősítette a drámai magasságú forintkamat. 2002 és 2010 között az államháztartás lokális alrendszerében és a családok szintjén is egy gyors, de 2008-ra már kezelhetetlenné vált adósságállomány halmozódott fel. Az adósságcsapdává fejlődött túlhitelezési folyamat jelentős károkat okozott, s beigazolódott, hogy a piaci szereplők tevékenységének ellenőrizetlenül hagyása nem vezet tartós piaci egyensúly kialakulásához, sőt válságba torkollott. A 2008-as válság alapvetően adósságválság volt, amely ráadásul szinkronizáltan, több gazdasági régiót egy időben sújtott.

A pénzügyi-gazdasági válság következményeként kialakult egyensúlytalanság, gazdasági recesszió, vállalati szférában tapasztalt súlyos likviditási problémák bizalomhiánnyal, csökkenő vállalkozási kedvvel, romló és borúlátó piaci várakozásokkal párosultak. Az akkori gazdaságpolitikai döntéshozókkal szembeni bizalmatlanság a fennmaradni és versenyképességüket megőrizni képes vállalkozások esetében a gyors kiút keresésének igényét hozta magával. Létkérdéssé vált a hazai mikro-, kis- és közepes vállalkozói kör számára gyors és hatékony állami, kormányzati, akár jegybanki segítségnyújtás. A semleges kamatszint fellelt tartott alapkamat-politika csak akkor járt volna eredménnyel, ha közben a jegybank arra is képes, hogy megakadályozza a forinthitelektől a devizahitelek felé fordulást mindhárom gazdasági szereplőnél.

Az önkormányzatok eladósodási folyamata a 2010-es évre nehezen kezelhető méreteket öltött, amely a velük üzleti kapcsolatban lévő, beruházásban, fejlesztésben érintett vállalkozói körre nézve számos negatív következménnyel járt, súlyos versenyképességi és fennmaradási kihívásokat teremtve.

A monetáris politika újraértelmezése¹²

2013 márciusában az új jegybanki vezetés hivatalba lépésével új korszak vette kezdetét a monetáris politikában, ami egyben új korszakot jelentett Magyarországon a fiskális és a monetáris politika közötti kölcsönhatásban is. Ettől kezdve a Magyar Nemzeti Bank irányadó eszköze mellett innovatív, újszerű instrumentumok és programok alkalmazásával igyekezett eleget tenni elsődleges céljának (árstabilitás elérése és fenntartása), továbbá a törvényben kitűzött feladatának megfelelően az elsődleges cél veszélyeztetése nélkül törekedett arra is, hogy támogassa „a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását” és „a rendelkezésre álló eszközökkel a Kormány gazdaságpolitikáját” (2013. évi CXXXIX. törvény 3. § (2)). 2013 óta a jegybank tevékenységének több aspektusa is kedvezően hatott a költségvetési politikára.



7. ábra: Válság után: több cél – több eszköz

Forrás: MNB

A 2013-as monetáris politikai reformok szükségesek voltak ahhoz, hogy az árstabilitás, pénzügyi stabilitás és a fenntartható költségvetési politika célkitűzései rendszerében független, mégis kölcsönös támogatás valósuljon meg, megalapozva a hosszútávon fenntartható gazdasági növekedést. A jegybanktörvényben meghatározott elsődleges jegybanki célon túlmenően új bizonyosságot is hozott a válság. A fentiek értelmében a jegybankoknak nem elegendő csak az alacsony inflációt monitorozni, mivel a gazdaságban alacsony inflációs időszakban is épülhetnek fel súlyos egyensúlytalanságok, hitelpiaci túlfutások, amelyek a buborékok kipukkanását követően tartósan visszavetik a gazdaság növekedését.

A növekedésfókuszú jegybanki eszköztár új elemeként jelent meg a jegybanki döntéshozatalban a makroprudenciális szabályozás. Az alapkamat változását

¹² Matolcsy – Palotai (2016), valamint Parragh (2017).

eredményező eszközök kiegészültek a pénzügyi rendszer aktivitását, kockáztvállalását közvetlenül is befolyásoló, a pénzügyi stabilitást, gazdasági növekedést, illetve a monetáris transzmissziót javító eszközökkel. A transzmissziós mechanizmusból kiindulva a jegybanki alapkamat alakítása jelzés értékű, mely meghatározó a piaci szereplők várakozásainak alakulásában. Az alacsony kamatkörnyezet – kiemelve a monetáris politika előrettekintő jellegét – pozitív hatásai (kiszámíthatóság, átláthatóság, biztonságosabb jövőtervezés) a gazdasági szereplők széles körében érvényesülnek, és az árstabilitáshoz való hozzájáruláson túl a magán- és versenyszféra szereplői jelenben hozott, ám jövőre irányuló döntésekkel segíteni tudják a monetáris politika eredményességét.

A magyar monetáris politikai fordulat és jegybanki szemléletváltás fontos pillérét képezik a magyar modellnek, amelyek a gazdaságpolitikai ágak közötti összhangot a gazdasági szereplőkkel kooperatív állami dimenzióban is képesek megvalósítani.¹³ Erre jó példa fiskális politikai értelemben az adózás és adóigazgatás területe.

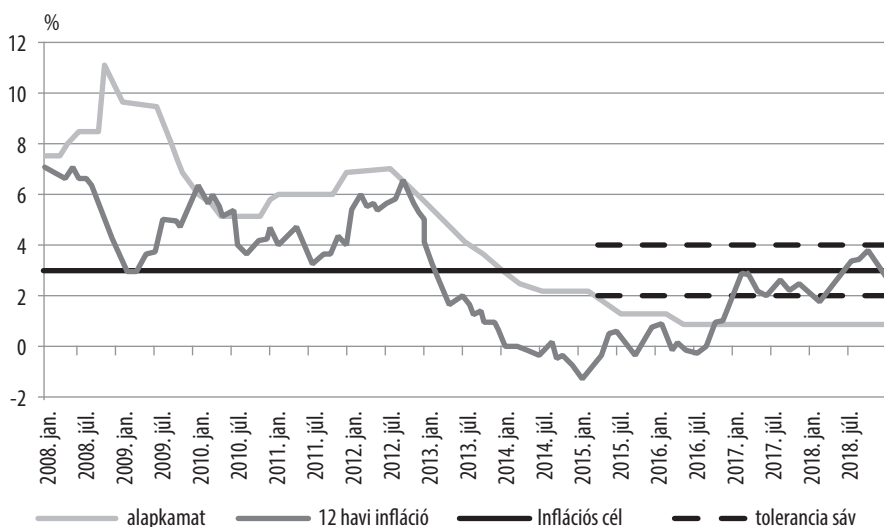
1.2.4.5. Az MNB kamatpolitikája a 2008-as válság kitörésétől napjainkig

A 2007-2008-as globális pénzügyi válság világméretűvé válásától napjainkig tartó időszakban nem csak a jegybanki eszköztár radikális és innovatív átalakítására került sor, hanem a jegybank kamatpolitikája is jelentős változáson esett keresztül. A Lehman Brothers csődjétől kezdődően az európai jegybankok többsége összehangolt kamatcsökkentésbe kezdett. Ezzel ellentétben külső sérülékenységünkre való hivatkozással (magas államadósság, magas devizahitel-állomány) az MNB 2008 szeptemberében a jegybanki alapkamat 11,5%-ra emeléséről döntött. A válság első éveiben Magyarországon a még magas inflációs környezet és a forintra helyeződő leértékelődési nyomás magas kamatszint fenntartását tette indokolttá.

2012 nyarán kezdődött meg a folyamatos kamatcsökkentés periódusa, amikor a Monetáris Tanács külső tagjainak szavazata révén sor került az első jelentős kamatvágásra. A kamatfordulatot részben a globális jelentőségű jegybankok tartósan laza monetáris politikai irányultsága, részben az országgkockázat javuló megítélése, és a fiskális politika terén meghozott, az államadósság csökkentését

¹³ Lásd részletesen az állami megújulásról és a kooperatív állammodellről: Kolozsi – Lentner – Parragh (2017).

lehetővé tevő intézkedések támogatták. 2012 végétől ráadásul megtört a magas inflációs várakozásokkal jellemezhető periódus, és jelentős dezinfláció ment végbe a gazdaságban, ami tovább indokolta a monetáris lazítás folytatását. 2012 augusztusa és 2013 júliusa között az MNB Monetáris Tanácsa a kezdeti 7 százalékról – 25 bázispontos lépésekkel – 4 százalékra csökkentette a jegybanki alapkamatot. Ezt követően újabb kamatsökkentési ciklusok következtek, amit 2014-től az egy-egy hónapban negatívba forduló éves infláció is indokoltá tett. Végül a jelenlegi kamatszint úgy alakult ki, hogy az alacsony költségoldali inflációs nyomásra, és a korábban nem tapasztalt visszafogott inflációs várakozásokra válaszul, a Monetáris Tanács 2016 márciusa és májusa között 3 lépésben további 45 bázisponttal történelmi mélypontra, 0,9 százalékra szállította le az alapkamatot.



8. ábra: Az alapkamat és a fogyasztóiár-index alakulása, 2008-2018

Forrás: MNB

A kamatsökkentések során alkalmazott előretékintő iránymutatás megfelelő mederbe terelte a kamatvárakozásokat, és elősegítette, hogy a monetáris lazítás hatása hatékonyan érvényesüljön. A hagyományos és nemhagyományos eszközök aktív alkalmazásával is megtámogatott kamatsökkentés nemcsak az árstabilitási cél megvalósítását tette lehetővé, de a kiszámítható és mérsékelt ka-

matkörnyezet a pénzügyi stabilitás fenntartásának is kedvezett. A rövid kamatszintekhez alkalmazkodó állampapírhozamok és banki hitelhozamok jelentős megtakarítást jelentenek az államháztartás és a magánszektor hiteladósai számára, ami segíti a fogyasztási és beruházási kereslet bővülését és ezzel a reálgazdasági növekedésre is ösztönzőleg hatott.

1.2.4.6. A Magyar Nemzeti Bank monetáris, mikro- és makroprudenciális tevékenysége¹⁴

A rendszerváltozást megelőzően a Magyar Nemzeti Bank központi bankként fontos szerepet töltött be a nemzetközi pénzügyi kapcsolatok, a pénzkibocsátás, az árfolyam- és kamatpolitika, a refinanszírozás alakításában. Ráhárultak a devizasabályok alakításának és ellenőrzésének feladatai is. A rendszerváltozás folyamatában a jegybanktól független felügyeleti intézmény jött létre. A 2008-ban kezdődő válságot megelőző időszakban Magyarország az állam és a háztartások túlzott eladósodása következtében rendkívül sérülékennyé vált. A háztartások túlzott eladósodottságában és a devizahitelek általános elterjedésében, a pénzügyi rendszer szabályozásában és felügyeletében meglévő hiányosságok is szerepet játszottak. A súlyos nemzetgazdasági és társadalmi hatásokkal járó következmények hívták fel a figyelmet arra, hogy Magyarországon meg kell erősíteni a makroprudenciális keretrendszert, illetve meg kell valósítani a felügyelet és a jegybank integrációját. Ki kellett alakítani egy átlátható, megfelelő felhatalmazással és eszköztárral felruházott makroprudenciális intézményt, illetve biztosítani kellett, hogy a makroprudenciális szempontok megfelelően tudjanak érvényesülni az egyedi intézményi felügyeleti (mikroprudenciális) munkában. Az intézményi motivációk, felhatalmazások, eszközök és a korábbi koordinációs tapasztalatok alapján indokolt volt, hogy az MNB legyen a makroprudenciális politika elsődleges felelőse. Az MNB, mint makroprudenciális hatóság kapjon jól elhatárolt szabályozóeszközöket, amelyeket megfelelő előkészítés és konzultáció után önállóan alkalmazhat. Ugyancsak indokolt, hogy a tágabb értelemben vett pénzügyi stabilitási felelősségeket és eszközöket is vonják össze az MNB alatt, vagyis a korábbi Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete által gyakorolt egyedi intézményi felügyeleti tevékenység is kerüljön a jegybankhoz. Ennek előnye, hogy mind a makro- és mikroprudenciális felügyelet, mind pedig a monetáris

¹⁴ Lentner (2017a, 180-181.o.)

politika tágabb információs bázishoz juthat, javulhatnak az egyes döntések előkészítésének feltételei. Ezáltal konzisztensebbé válhat a pénzügyi közvetítőrendszer felé történő hatósági fellépés és tágabb eszköztár állhat a jegybank közvetlen befolyása alatt az egyedi vagy rendszerszintű pénzügyi válságok megelőzésére, illetve a már bekövetkezett válsághelyzetek gyors és eredményes megoldására. A PSZÁF fogyasztóvédelmi, piacfelügyeleti, valamint tőke- és biztosítá felügyeleti funkciói is integrálódtak a jegybankba. Az egységes makro- és mikroprudenciális intézményi rendszer létrejött 2013-ban történt. Az árstabilitás fenntartása továbbra is elsődleges cél a jegybank működésében, de a korábbi időszakhoz képest – és ennek veszélyeztetése nélkül – nagyobb figyelmet kap a gazdasági növekedés és a pénzügyi stabilitás. A pénzügyi stabilitás olyan állapot, amelyben a pénzügyi rendszer ellenáll a gazdasági sokkokkal szemben, és képes zökkenőmentesen ellátni alapvető funkcióit, vagyis a pénzügyi források közvetítését, a kockázatok kezelését és a fizetési forgalom lebonyolítását. Az integráció után szükségessé vált egy új felügyeleti stratégia kialakítása. Jövőkép tekintetében a stabil, versenyző, közbizalmat élvező pénzügyi szektor, és az azt felügyelő, formáló erős MNB a cél. Küldetése tehát a jegybank mikroprudenciális tevékenységének, a pénzügyi rendszer stabilitásának fenntartása és támogatása, valamint a rendszer szereplőinek a rendszerbe és egymásba vetett bizalmának megerősítése az integrált felügyeleti eszköztár segítségével. Elérendő, komplex központi értéknek pedig a stabilitás és a bizalom nevezhető a pénzügyi rendszer egészében.

A jegybank új típusú monetáris politikája keretében alkalmazott növekedést támogató hitelprogramok, továbbá a Kormány bérvezérelt gazdaságpolitikája következtében előálló fizetőképes keresletgyarapodás által megvalósuló megtakarítási hajlandóság növekedése, illetve a lakossági hitelezési igény újra emelkedése, és mindezt megelőzően a vállalatok és a lakosság devizahitel terheinek konszolidálása, a bankszektor tevékenységének gyors felfutását vetítette előre.¹⁵ Mindezek következtében is szükséges volt a mikro- és makroszintű szabályozási és felügyeleti tevékenység integrációja, egy intézményi körben koncentrálása.

¹⁵ Lentner (2018, 22-25.o.)

Jegybanks felügyeleti stratégiai célok:

- rendszer szereplőinek rendszerbe és egymásba vetett bizalmának növelése;
- a pénzügyi rendszer hitelezési, finanszírozási készségének és képességének növelése;
- egészséges, fenntartható verseny biztosítása;
- integrált működés;
- kockázatalapú felügyelet;
- eredményes fogyasztó- és piacfelügyelet;
- aktív szabályozó szerep;
- meghatározott időben történő jogérvényesítés;
- erősebb nemzetközi szerepvállalás;
- naprakész, integrált tudásbázis működtetése.

1.2.4.7. Fiskális politikát támogató monetáris politika¹⁶

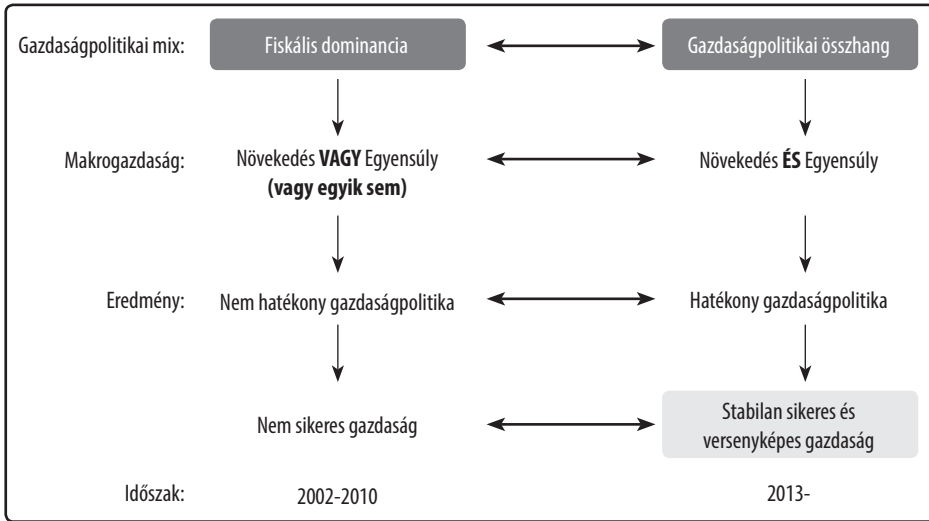
A gazdaságpolitika két meghatározó szereplőjének, a fiskális és a monetáris politikának egymáshoz való viszonya meghatározó a gazdaságpolitika sikeressége szempontjából. Magyarországon gazdasági szempontból az minősíthető a leg-sikeresebb időszaknak, amikor a fiskális és a monetáris politika kihasználta a lehetséges szinergiákat, illetve az volt a legkevésbé sikeres időszak, amikor az egyik úgy működött, hogy a másikat kényszerhelyzetbe hozva, utóbbi csak rossz és még rosszabb válaszokat tudott adni.

A fiskális és a monetáris politika egymáshoz való viszonyulása, továbbá a két ágközti kapcsolódási pontok, egymásra hatások nem csak elméleti szinten, hanem a gazdaságpolitika hatékony vitele és a makrogazdasági folyamatok aktív alakítása szempontjából is érdemi szereppel bírnak. A túlzó fiskális dominancia miatt 2002 és 2010 között a magyar gazdaságban a fiskális egyensúly és a reálgazdasági növekedés egyszerre nem tudott érvényre jutni, sőt a 2007 és 2010 közti időszakban sem egyensúly, sem növekedés nem jellemezte hazánkat. 2010 után azonban két lépésben fiskális, majd monetáris fordulat következett be. Előbbi megteremtette a fiskális egyensúlyt, utóbbi pedig, építve a költségvetési stabilitásra, megtette a szükséges lépéseket az árstabilitás és a pénzügyi stabilitás eléréséhez. A két gazdaságpolitika között 2013 után megvalósult független,

¹⁶ Matolcsy – Palotai (2016).

de konstruktív összhang hazánk makrogazdasági folyamatainak (reálnövekedés, infláció, foglalkoztatottság, államháztartási hiány, külső és belső eladósodottság, sérülékenység, kockázati megítélés) tartós javulásában is tetten érhető.

Összességében megállapítható, hogy a gazdaságpolitika két fő ága közti harmonikus és sikeres együttműködés nélkülözhetetlen alapja a makropénzügyi egyensúly és a dinamikus növekedés együttes megteremtésének.



9. ábra: A gazdaságpolitika dominanciája, illetve annak eredménye Magyarországon

Forrás: MNB

1.2.4.8. Jegybanki hitelösztönző programok

Növekedési hitelprogram¹⁷

A pénzügyi és gazdasági válság kitörését követően Magyarországon a vállalati hitelállomány nemzetközi összehasonlításban is kiemelkedő mértékű csökkenésen ment keresztül. 2013 elejére a hitelállomány a közel 5 éven át tartó, évi 5 százalékos körüli visszaesés következtében, a válság előtti szint 75 százalékára zsugorodott, jelentős részben a banki hitelkínálati korlátoknak köszönhetően.

¹⁷ Magyar Nemzeti Bank (2018).

A jegybanki alapkamat-csökkentéseket a bankok csak a kis- és középvállalkozások korlátozott körénél érvényesítették, a kkv-k jelentős része túlzottan magas kamatokkal szembesült, ezzel a monetáris transzmisszió sérült. A gazdaság az ún. „hitelösszeomlás” (credit crunch) jelenségével állt szemben, ami mélyítette a gazdasági visszaesést és hátráltatta a válságból való kilábalást. A kkv-hitelpiac – mint a monetáris politikai transzmisszió egyik meghatározó csatornája – működésének helyreállítása, a gazdasági növekedés elősegítése és a pénzügyi stabilitás megerősítése érdekében, az MNB 2013 júniusában elindította a Növekedési Hitelprogramot (NHP).

Az NHP 2013. június és 2017. március közötti működése során sikeresen teljesítette az elindításakor kitűzött célokat: a kkv-hitelpiac helyreállítását és a gazdasági növekedés elősegítését. A program nemcsak a kkv-hitelállomány mennyiségére gyakorolt jelentős hatást, de kedvező irányban befolyásolta a hitelállomány szerkezetét is, köszönhetően a hosszú, akár 10 éves futamidőre elérhető fix, alacsony kamatozású hiteleknek. A program keretében közel 40 ezer vállalkozás jutott finanszírozáshoz több mint 2 800 milliárd forint összegben. A program hozzájárult a hitelezési fordulat bekövetkezéséhez: a korábban tapasztalt csökkenő trend megállását követően a kkv-hitelállomány 2015-től növekedést mutat, amelynek dinamikája 2018 egészében már elérte az évi 12 százalékot. Az MNB becslései alapján a program gazdasági növekedésre gyakorolt hatása 2013–2017 között 2–2,5 százalék között lehetett, egy olyan alternatív pályához képest, amelyben az NHP hiányában csak lassabban állt volna helyre a hitelezés (a hitelösszeomláshoz, mint alternatív pályához viszonyítva pedig akár a 6 százalékot is elérhette).

Az NHP harmadik szakaszával párhuzamosan az MNB 2016-ban elindította a Piaci Hitelprogramot (PHP), a piacialapú – azaz jegybanki refinanszírozás nélkül megvalósuló – hitelezésre való gördülékeny visszaállás elősegítése, valamint a fenntartható gazdasági növekedés kkv-hitelezésen keresztüli biztosítása érdekében. A bankok 2016-ban és 2017-ben is jelentősen túlteljesítették a program keretében tett hitelezési vállalásaikat, így az sikeresen hozzájárult a hitelállomány növekedéséhez, annak szerkezetére azonban nem gyakorolt érdemben hatást, a hosszú, fix kamatozású hitelek aránya visszaszorult. A PHP 2018-ban még támogatja a kkv-hitelezés bővülését, de év végén lezárult.

A Növekedési Hitelprogram Fix¹⁸

A vállalati hitelezés volumene 2018-2019-re megfelelő szintet ért el, de szerkezete még nem elég egészséges. A hosszú lejáratú hitelek aránya nemzetközi összehasonlításban alacsony, és a fix kamatozású hitelek aránya is alulmúlja a fejlettebb országokban jellemző arányt. Az NHP idejében teret nyertek a hosszú futamidejű, fix kamatozású hitelek, a program kivezetését követően azonban ezek aránya visszaesett, amin a PHP sem tudott változtatni. Mivel piaci alapon nem jöttek létre széles körben hosszú lejáratú, fix és kedvező kamatozású hitelek, a vállalkozások érdemi része nem tudta kihasználni hosszútávra a kedvező kamatszintet, ezért a monetáris transzmisszió sérült, így ismét jegybanki beavatkozás volt indokolt. Az MNB ezért 2019 elején elindítja a Növekedési Hitelprogram Fix (NHP fix) elnevezésű konstrukciót, 1 000 milliárd forintos keretösszeggel. Az új konstrukció a legfontosabb paraméterei és a lebonyolítás módja tekintetében meg fog egyezni az NHP korábbi szakaszaival. Így az MNB 0 százalékos kamat mellett biztosít majd a hitelintézeteknek refinanszírozási forrást, amelyet azok maximum 2,5 százalékos kamatmarzs mellett hitelezhetnek tovább kkv-nak, új beruházások forint alapú finanszírozására.

Az NHP fix az NHP korábbi szakaszainál célzottabbnak tekinthető, ami alapvetően az alábbi három fő jellemzőben mutatkozik meg:

- csak 3 évnél hosszabb futamidejű hitelek nyújthatók,
- csak beruházási célra nyújthatók hitelek, és ezen belül is szűkül a felhasználás köre a harmadik szakaszhoz képest,
- a program likviditási szempontból semleges, mert az NHP fix keretében folyósított hitelvolumenből fakadó többletlikviditás alapkamaton sterilizálásra kerül.

Az MNB ezzel a programsorozattal támogatta, támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulását.

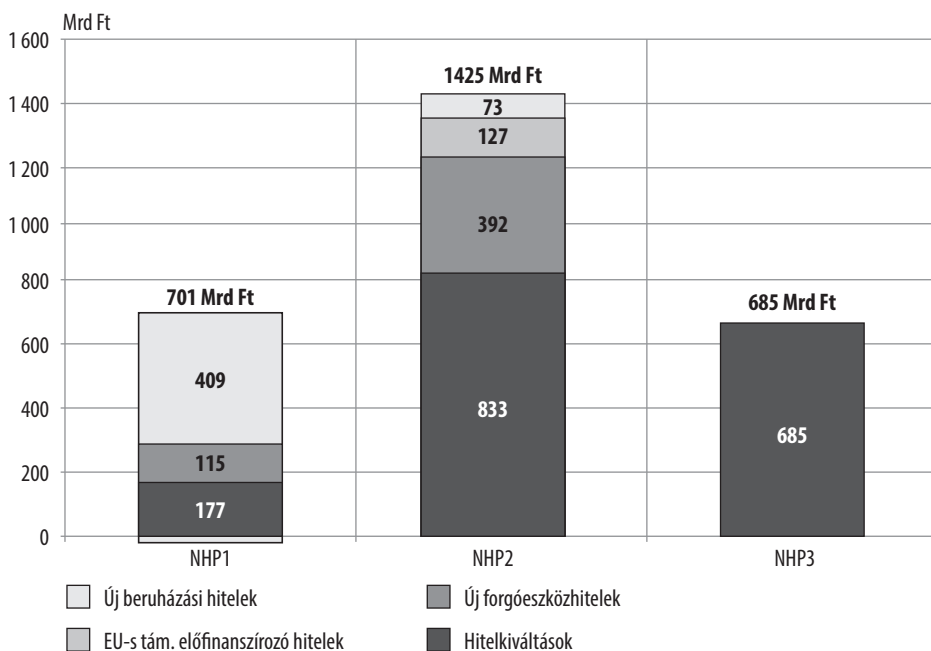
Néhány részlet visszatekintve¹⁹

A 2013-2016 között elérhető Növekedési Hitelprogram első szakaszában a hitelkiváltás volt az elsődleges hitelfelvételi ok, de emellett jelentős volt az új hitelek volumene is. A Növekedési Hitelprogram keretében hitelt felvevő vállalkozá-

¹⁸ Magyar Nemzeti Bank (2018).

¹⁹ Parragh (2017).

sok hitelállomány-szerkezete egészségesebbé vált nemcsak az árfolyamkockázat kiiktatásával, hanem a fix kamatozás és a hosszú lejárat miatt is. A közép- és hosszútávon tervezhető törlesztés biztonságát adta a fix, maximum 2,5 százalékos hitelkamatláb, amely tartósan járult hozzá a pénzügyi helyzet javításához. Az NHP első szakaszában (2013. június–augusztus) 750 milliárd forintos kerektösszeg állt rendelkezésre, amelyből 93,5 százalékos kihasználtsággal kötöttek hitelszerződést a hitelintézetek; ez az arány 701 milliárd forintot, s mintegy 10 ezer szerződést jelentett. Az első szakasz a számítások szerint közel 0,5 százalékos hazai GDP-növekedést eredményezett, és új munkahelyek teremtésén túl segítette a régi munkahelyek megőrzését is.



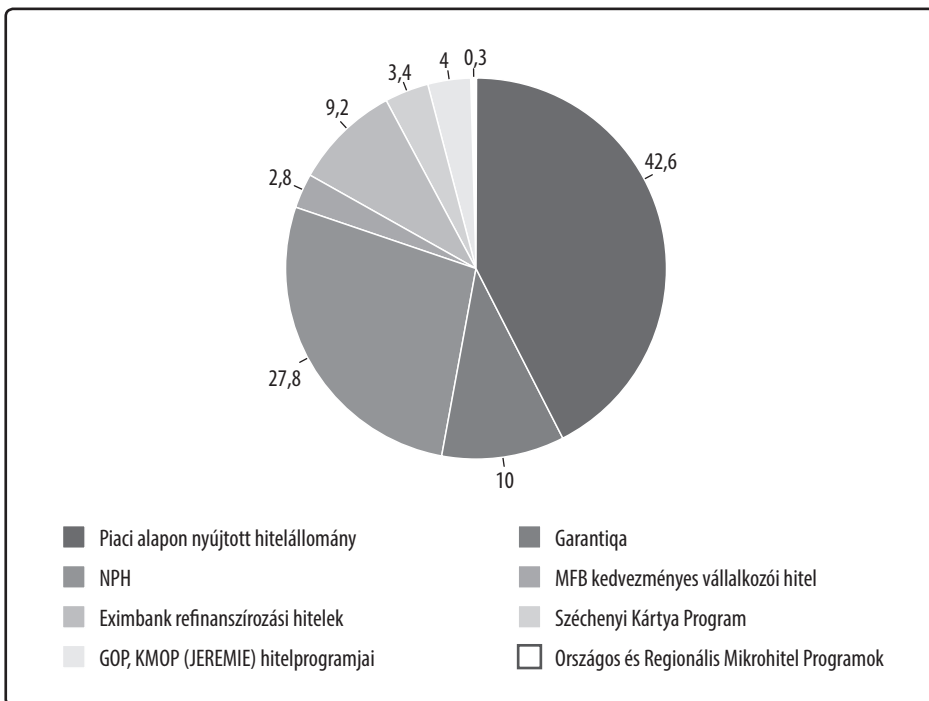
10. ábra: Hitelcélok megoszlása az NHP egyes szakaszaiban

Forrás: MNB

Miközben jelentősen mérsékelte az NHP a kis- és közepes vállalati kör kamatterheit, versenyfokozó hatását is kifejtette a bankszektor szereplőire nézve, különösen a bankváltás lehetőségének szabadsága miatt (ezzel a hitelszerződések mintegy 20 százalékában éltek is a vállalkozások). Az NHP második szakaszában

(2013. október és 2015. december 31. között) a kis- és közepes vállalati kör számára 1 402,1 milliárd forintösszegben nyújtottak hitelt. A második szakasz főleg új hitelkihelyezés formájában jutott el a vállalkozásokhoz, melyek esetében 97 százalékban új hitel, 61 százalékban beruházási hitel. A hosszabb szerződéskötési időszak és az élénkebb verseny a mikrovállalatok nagyobb arányú részvételét eredményezte, e szakaszban már a hitelek fele 10 millió forint alatti volt.

Az átmeneti eszközként elindított NHP fokozatos kivezetése jegyében került elindításra (a Növekedéstámogató Program részeként) 2016 elején az NHP harmadik szakasza, amely a korábbinál célzottabb finanszírozást tett lehetővé. A 2017. március végén zárult kivezető szakasz 700 milliárd forintos keretszege közel teljes mértékben felhasználásra került. Az NHP három szakaszában és az NHP+ konstrukció keretében a bankok összesen mintegy 2 800 milliárd forintnyi hitelszerződést kötöttek, közel 40 ezer vállalkozás jutott kedvező finanszírozáshoz.



11. ábra: KKV hitelállomány megoszlása (%) 2016-ban

Forrás: Parragh (2017)

Az NHP hatására nemcsak megállt a kvv-hitelezés évek óta tartó visszaesésének folyamata, de a hitelezési dinamika növekedésbe fordult, és 2016-ra elérte a gazdasági növekedés támogatásához szükséges bővülés mértékét. Az NHP-ra volt szükség ahhoz, hogy a vállalati hitelállomány évek óta tartó csökkenő trendje megszűnjön.

A hitelösztönző programok rendszerezése és főbb jellemzői²⁰

A monetáris politikai eszközök és így a hitelösztönző eszközök is lehetnek általánosak és célzottak. Célzottság alatt egyfelől érthetjük azt, hogy az adott eszköz egy meghatározott, jól körülhatárolt probléma (tágabb értelemben egy kedvezőtlen makrogazdasági tendencia, pénzügyi stabilitási kockázat vagy piaci kudarc) kezelését szolgálja-e. A legkevésbé célzott eszköznek az alapkamat csökkentése tekinthető, és hasonló hatással bírnak a szintén hozamleszorító hatást elérni kívánó nagyszegű eszközvásárlási programok, valamint az általános likviditásbővítő eszközök is. Ezzel szemben vannak olyan dedikáltan hitelösztönzési céllal bevezetett programok, amelyek célzottabb módon hatnak a hitelezésre, a bankok hitelezési aktivitására.

A hitelösztönző eszközök vonatkozásában kétféle módon beszélhetünk célzottságról:

- akkor, ha az eszköz egy körülhatárolt szektor (legtöbbször kvv-k) hitelhez jutási nehézségeit próbálja kezelni,
- valamint akkor, ha konkrétabb célt tűz ki a hitelezés élénkítésén túl (illetve azon belül), amely lehet akár az adott hitelállomány növelése, a hitelezési feltételek javítása, a beruházási hitelek növelése, nem-teljesítő állomány csökkentése.

Egy adott eszközhöz való hozzáférést, az igénybevétel mennyiségét és/vagy árát a jegybank feltétel teljesítéséhez is kötheti, a nemteljesítéshez pedig legtöbbször szankció (legalább a meg nem szolgáltat kedvezmények visszaszolgáltatása) kapcsolódik.

A programok megbonthatók abban a tekintetben is, hogy milyen módon ösztönzik a bank hitelezési tevékenységét. Egy hitelösztönző program hatékonysága abban az esetben a maximális, amennyiben abban a hitelezési tényezőben

²⁰ Kolozsi – Parragh – Pulai (2017).

„segít” a hitelintézeteknek, amely a legszűkebb keresztmetszetet jelenti a hitelezési képesség vagy hajlandóság tekintetében. Az is releváns lehet, hogy az adott program milyen széles fedezeti kör mellett érhető el, hiszen minél szélesebb az elfogadható banki fedezetek köre, annál hozzáférhetőbb banki oldalról a hitelösztönző program. Az egyes programok természetesen elérhetőségük alapján is eltérhetnek. Itt két dimenziót érdemes megemlíteni: a rendelkezésre állás hosszát és a keretösszegük GDP-hez mért arányát. A nagyobb volumenű és hosszabb rendelkezésre állású programok nagyobb valószínűséggel bírnak nagyobb hatással, mint a kisebb és rövidebb programok; bár a hatékonyságuk nem feltétlenül jobb, ebből a szempontból sok múlik a célzottság mértékén. Végül nem egységesek a hitelösztönző programok abban a tekintetben sem, hogy a hitelpiac melyik oldalára kívánnak elsődlegesen hatni, jóllehet általában valamilyen mértékben és hosszabb távon mind a keresleti, mind a kínálati oldalra hatnak az egyes intézkedések. Az elsősorban közvetlenül a hitelkínálatra ható programok jellemzően kedvező árazású forrást vagy más ösztönző – például hitelezést olcsóbbá/könnyebbé tevő, kockázatot csökkentő – eszközöket biztosítanak a hitelintézetek számára, a hitelezés bővülése pedig jellemzően az ennek hatására megváltozó banki viselkedés, jellemzően a banki hitelkamatok csökkentése által indul el. Ezzel szemben vannak olyan monetáris politikai intézkedések is (például az általános kamatcsökkentés), amelyek a hitelezést hitelkereslet élénkülésén keresztül is támogatják. A hitelkamatok keresleti oldali élénkítés céljából, illetve annak eredményeképp bekövetkezett csökken(t)ése ugyanakkor visszahat a kínálati oldalra, mivel élénkíti a bankok közötti versenyt, valamint a javuló vállalati megtérülés és az emelkedő eszközárak hatására hosszabb távon javul a vállalatok hitelképessége is.

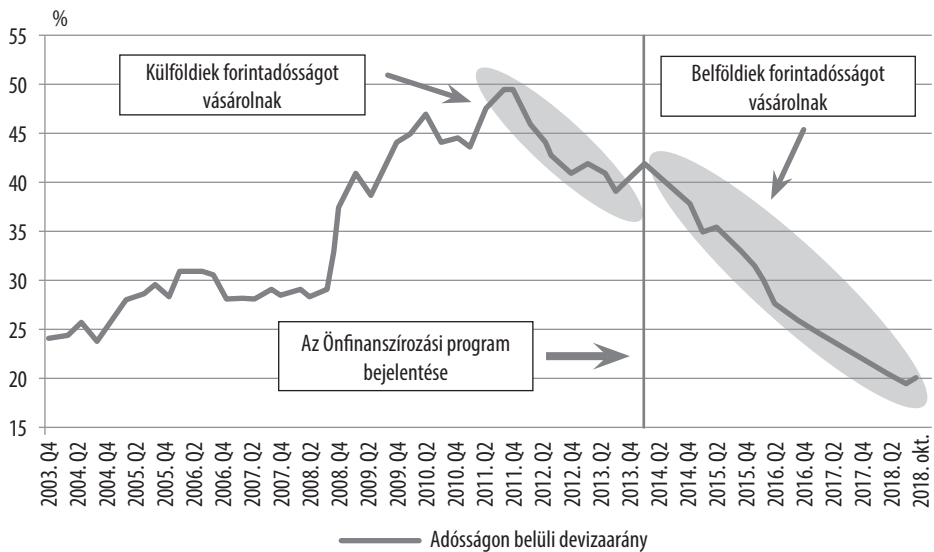
1.2.4.9. *Önfinanszírozási program*^{21,22}

Kiemelt jelentőségű elem a monetáris politikai eszköztárban a Magyarország sérülékenységének csökkentése érdekében bevezetett Önfinanszírozási program. A 2008–2009-es pénzügyi-gazdasági válságot követően fő célkitűzésként fogalmazódott meg Magyarország külső sérülékenységének, valamint a külső és devizaforrásokra való ráutaltságának csökkentése. A jegybank Önfinanszírozási

²¹ Parragh (2017).

²² Magyar Nemzeti Bank (2019a).

programját az államadósság belső forrásokból történő finanszírozásának segítése és a külső forrásokra való ráutaltság csökkentése érdekében hirdette meg. A programnak köszönhetően lehetővé vált a jegybanki mérleg egyszerűsödése, más néven szűkülése, amely javuló monetáris transzmisszióval párosult. A külső sérülékenység csökken, ha az Államadósság Kezelő Központ a lejárá devizaadósságát forintból tudja megújítani, mindeközben törekszik a belföldi szereplőknek a folyamatba történő bevonására. Ebben az összefüggésrendszerben alapvető fontosságú, hogy a növekvő forintállampapír-kínálatra legyen elégséges szintű kereslet. Az MNB módosította az irányadóeszköz formáját és 2014 nyarán az addigi jegybanki kötvénnyről jegybanki betétre állt át. Az MNB 2016 augusztusától a korábbi heti gyakoriság helyett havonta egy tenderen fogad be banki betéteket a három hónapos irányadó eszközben, 2016 októberétől pedig korlátozza a tenderen elfogadott banki ajánlatok mennyiségét.

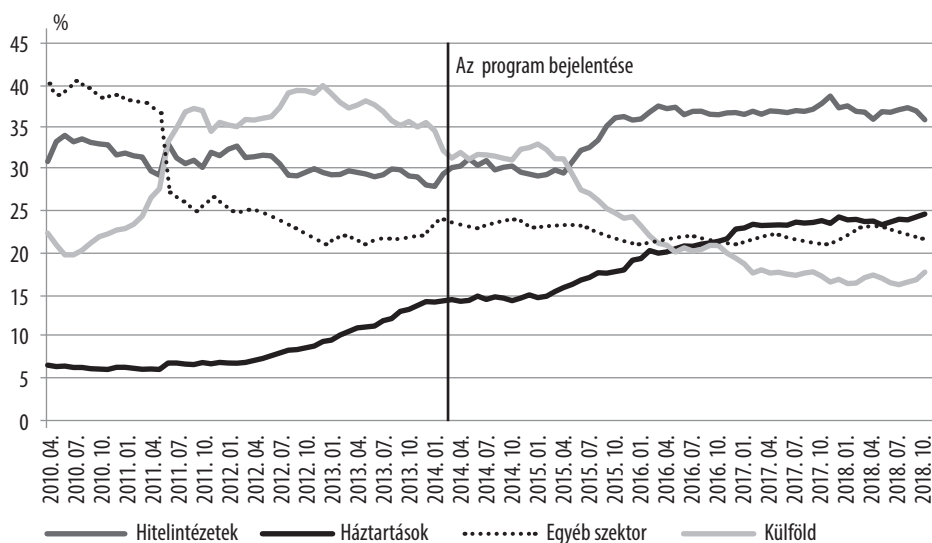


12. ábra: Devizaarány alakulása a központi költségvetés bruttó adósságán belül

Forrás: MNB

A 2014-2016 közötti időszakban a forint állampapírok tulajdonosi struktúrája jelentős mértékben átrendeződött, a hazai szektorok aránya érdemben emelkedett. A program során meghozott intézkedések következtében a bankrendszer

likvid értékpapír- és kiemelten állampapír-portfóliója jelentősen bővült, így a forint állampapírok piacán a hitelintézetek váltak a legfontosabb szereplővé: arányuk 30-ról 38 százaléig emelkedett. A hazai szektorok közül a bankok mellett a háztartások tulajdonosi részaránya is kiemelkedő mértékben nőtt: a 2012-es 10 százalékos alatti szintről 2014 elejére 15, 2016 végére 23, 2018 októberére pedig 25 százalékra. Az ÁKK lakossági állampapír programjainak hatására a háztartások aktívabb szerepvállalása az adósságfinanszírozásban szintén hozzájárult a külső sérülékenység csökkentéséhez.



13. ábra: Tulajdonosi szektorok aránya a forint állampapírok piacán

Forrás: MNB

A jegybanksi alapkamat-csökkentések és az Önfinszírozási program intézkedései az állampapírpiaci hozamcsökkenésen keresztül segítették elő az államháztartás kamatterheinek jelentős enyhülését, ami költségvetési megtakarítást eredményezett az állam számára.

Az Önfinszírozási program teljesítette a meghirdetésekor kitűzött célokat, csökkent az ország külső sérülékenysége, erősödött a pénzügyi stabilitás, javult Magyarország nemzetközi megítélése. A lejáró devizaadósság megemelt forint-állampapír kibocsátásból történt megújításának köszönhetően megválto-

zott az államadósság finanszírozási szerkezete, javult a deviza összetétele, valamint csökkent a devizaárfolyamok változására való érzékenysége. 2014 közepétől kezdődően a magyar államnak a nemzetközi hitelek törlesztéséhez, valamint a devizakötvény-lejáratok refinanszírozásához nem volt szüksége nettó értelemben devizaforrás bevonására, ennek köszönhetően az ÁKK 2014 és 2016 között összesen mintegy 11 milliárd eurónyi devizaadósságot törlesztett forintforrásokból anélkül, hogy jelentősebb összegű devizakötvény-kibocsátásra került volna sor a nemzetközi piacokon.

A banki alkalmazkodás nagyban hozzájárult ahhoz, hogy az államadósság finanszírozásán belül 2016 végére 25 százalék, 2018. október végére 20 százalék körüli mértékre csökkent a központi költségvetés devizában fennálló adósságállománya a 2013 végi 42 százalékos színtről. A nemzetgazdaság bruttó külső adóssága 2016 végére 70 százalék, 2018. szeptember végére 58 százalék, míg az állam bruttó külső adóssága 2016 végére 40 százalék, 2018 őszére pedig 30 százalék alatti GDP-arányos szintre csökkent, emellett pedig folytatódott a bankszektor alkalmazkodása is. A program a hazai makrogazdasági környezet javulásában és a külső sérülékenység jelentős csökkenésében elért eredményeit a nemzetközi pénzügyi intézmények is elismerték, illetve egyértelműen hozzájárult ahhoz, hogy 2016-ban a három fő nemzetközi hitelminősítő Magyarország adósbesorolását a befektetésre ajánlott kategóriába emelte vissza.

Devizahitelek forintosítása²³

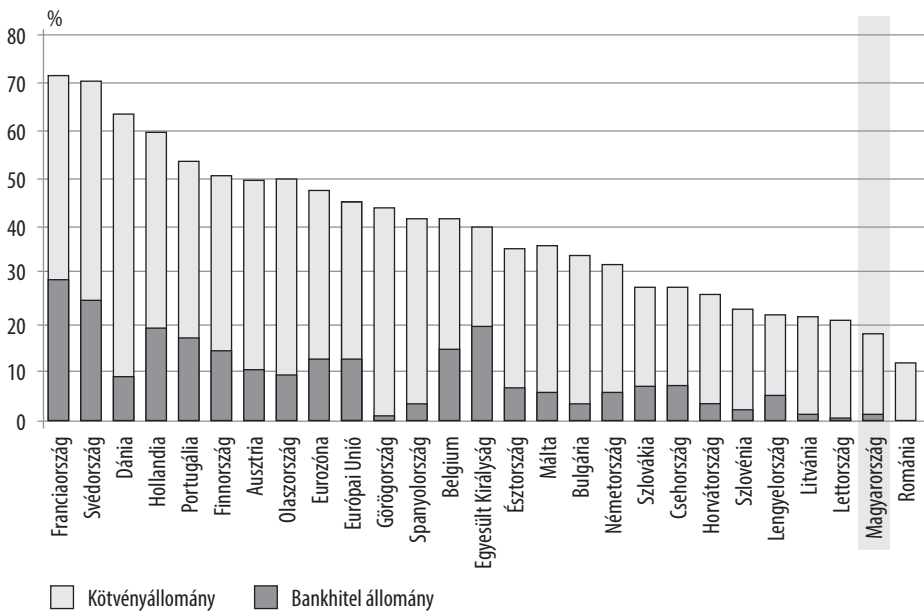
A külföldi és devizakitetség csökkentése az Önfinszírozási program által érintett állami szektorokon túl a háztartási szektorban is megtörtént, amelyet mindenekelőtt a lakosság jelzálog- és egyéb devizahitelek kivezetése segített elő, amiben kiemelkedő szerepet töltött be a jegybank is. A forintosításhoz szükséges csaknem 10 milliárd eurónyi devizaliquiditást az MNB bocsátotta a bankok rendelkezésére 2014 őszétől kezdődően, mégpedig úgy, hogy az ország stabilitása szempontjából fontos tartalékmegfelelés nem sérült. A forintosítás eredményeként Magyarországon kikerültek a banki mérlegekből a fedezetlen lakossági devizahitelek, azaz sikerült visszafordulni az utóbbi másfél évtized strukturális problémáinak kialakulásához vezető téves útról.

²³ Parragh (2017).

1.2.4.10. Növekedési kötvényprogram²⁴

A vállalatok számára a kötvénypiacon történő forrásbevonás a bankhitel felvétele mellett alternatív finanszírozási lehetőség. A vállalatok többféle forrást használnak hosszútávú beruházásaik és mindennapi üzleti tevékenységük finanszírozására: a finanszírozás saját tőke mellett történhet idegen forrás igénybevételével, azaz bankhitelből vagy kötvény-, illetve részvénytőzsról való forrásbevonással is.

Az elmúlt években megvalósult hitelezési fordulat eredményeképpen a hitelezés volumene megfelelő szintre került Magyarországon. A finanszírozás diverzifikációja azonban egyelőre nem valósul meg: míg a nem pénzügyi vállalatok bankhiteleinek GDP-arányos értéke meghaladja 17 százalékot, addig a kötvényállományuk mindössze 1,5 százalék körül alakult 2018 végén. Ez az érték mind az európai uniós országok, mind a kelet-közép-európai országok átlagától messze elmarad.



14. ábra: A nem pénzügyi vállalatok kötvény- és bankhitel állománya a GDP arányában, (2018. II. negyedév)

Forrás: MNB

²⁴ Magyar Nemzeti Bank (2019b).

A vállalatok forrásbevonásának több pillérre helyezése számos előnyt hordoz magában. Egy fejlett vállalati kötvénypiaci versenyt támaszthat a bankhitelekkel szemben, aminek eredményeképp a vállalatok forrásköltsége mérséklődhet. Ezen felül egy likvid kötvénypiac hozzájárul a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságának javulásához, valamint a vállalatok forrásellátottságát biztosító piacok közötti egészséges verseny a jegybanki kamatdöntések hatékonyabb érvényesülését biztosíthatja. Emellett egy megfelelően likvid és fejlett kötvénypiac a pénzügyi stabilitást növelheti, és egy esetleges gazdasági válság hatásait is tompíthatja.

A vállalatikötvény-piac likviditásának növelése érdekében az MNB 2019. július 1-jétől meghirdette a Növekedési Kötvényprogramot (NKP). A program keretében a jegybank 300 milliárd forint keretösszegben nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott, jó minősítéssel rendelkező kötvényeket, valamint vállalatokkal szemben fennálló hitelkövetelések fedezete mellett kibocsátott értékpapírokat vásárol.

1.2.4.11. Aranytartalék szerepének felértékelődése²⁵

Az arany a megváltozott pénzügyi-gazdasági környezetben is speciális szerepet töltött be a pénzügyi eszközök között. Az elmúlt években a változó jegybanki, gazdasági és geopolitikai folyamatok hatására az arany szerepe számos országban felértékelődött, különösen likviditása, hitelkockázat-mentessége és sokk-el-lenállóképessége miatt. A 2008-as világgazdasági válságot követően a világ jegybankjainak aranytartaléka jelentősen emelkedett.

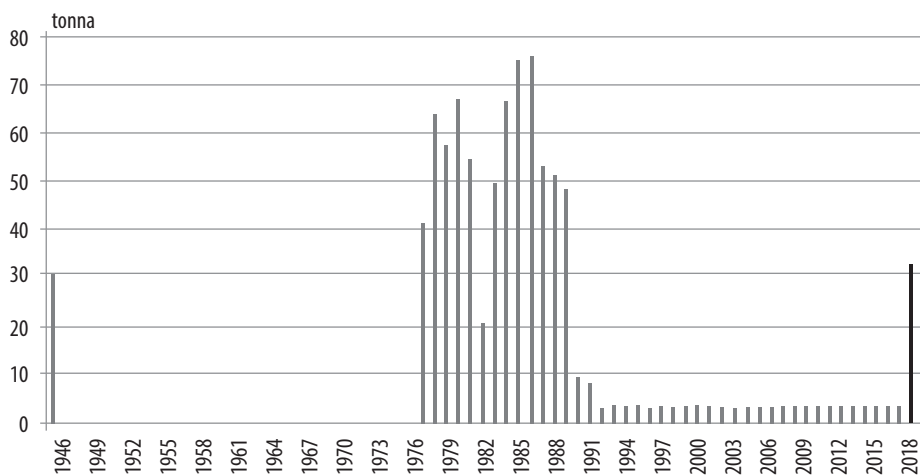
Az aranytartalék tartásának előnyei

- Az aranytartalék továbbra is használt tradicionális tartalékeszköz, súlyos válságok elleni védvonal szerepét betöltő instrumentum, vagyonelem.
- Az arany a nemzetközi tartalék részeként diverzifikációs szerepet tölt be, csökkenti a tartalék koncentrációját, támogatva a tartalék pénzügyi kockázatainak szétterítését, megosztását.
- A fizikai arany, mint befektetési forma, esetében a jegybank válsághelyzetben sem szembesül hitelkockázattal.

²⁵ Magyar Nemzeti Bank (2019a).

- Az aranynek minden gazdasági környezetben van gazdaságstratégiai szerepe. Az aranytartalék tartásával, felhalmozásával a jegybank alkalmas az országgal szembeni bizalom erősítésére belföldön és külföldön egyaránt.
- A globális pénzügyi rendszer érdemi átalakulása, rendszerszintű válsága esetén az arany jelentősége újra megnőhet, az országok közötti kapcsolatokban ismét szerephez juthat, és nemzetstratégiai szempontból is kiemelten fontos lehet. Más jegybankoknak a válságot követő időszakban megfigyelt aranyvásárlásai jól mutatják a nemzetközi trendek és a jegybanki stratégiai hozzáállás változását.
- Válsághelyzetben az arany árfolyama potenciális menedékeszközként emelkedhet, ami növeli a devizatartalékok értékét, így javíthatja a tartalékmegfelelést, valamint az ország ellenállóképességét a válságokkal és piaci turbulenciákkal szemben.

Az arany Magyarország történelmében különösen fontos szerepet töltött be. Magyarország aranytartaléka a rendszerváltás környékén jelentős mértékben csökkent, miután az MNB akkori vezetése azt a stratégiai döntést hozta, hogy aranykészleteit a minimális szintre csökkenti.



15. ábra: Az MNB aranytartalékainak alakulása

Forrás: MNB

2018-ban az MNB az aranytartalék helyreállítása és hazaszállítása mellett döntött. A jegybank első lépésben a már birtokában lévő 3 tonnás aranytartalékot szállította haza 2018 elején. Ezt követően a Monetáris Tanács az aranytartalék megtízse-

rezéséről döntött, amely 2018 őszén meg is valósult. Utolsó lépésben az MNB az újonnan megvásárolt teljes aranykészletet hazaszállíttatta. Ezzel lezárult az aranytartalék helyreállításának folyamata, Magyarország 31,5 tonnás aranytartaléka újra itthon található. A magyar aranytartalék mértéke a megtízszerezést követően mind arányát tekintve, mind abszolút értelemben a nemzetközi rangsor középmezőnyébe került, megfelel a nem-eurozónás régiós országok átlagának.

1.2.4.12. Tőkepiaci szerepvállalás, Budapest Értéktőzsde²⁶

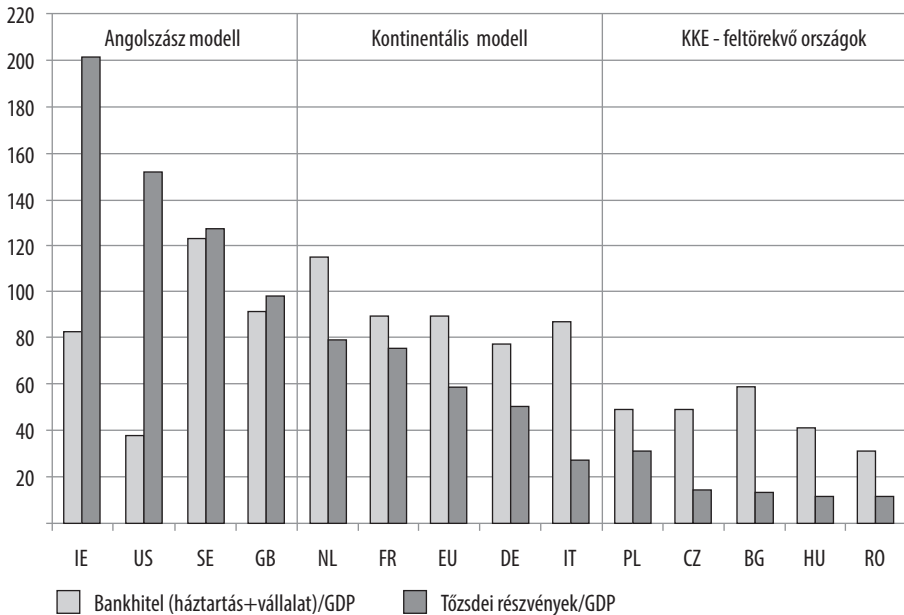
A 2008-as válság következtében a Budapesti Értéktőzsdén a nemzetközi folyamatokkal összhangban a részvények árfolyama jelentősen csökkent, a tőzsdei befektetések megítélése jelentősen romlott. A regenerálódás a mai napig tart, a részvénypiaci forgalom azóta sem érte el a válság előtti szintet, az új kibocsátások száma alacsony szinten maradt. Így a tőzsde gazdaságban betöltött szerepe a válság következtében erőteljesen csökkent.

A tőzsdefejlesztés legújabb szakasza a Magyar Nemzeti Bank 2015. év végi tulajdonossá válásával vette kezdetét. A tulajdonszerzését követően ez megváltozott, a nyers profitelvárásokkal szemben előtérbe került a hazai tőkepiac fejlesztésének szándéka, mely szükségszerűen aktív szerepvállalást igényel. A Magyar Nemzeti Bank többségi tulajdonossá válását ezen túlmenően nemzetközi kitekintésben is jellemző gazdaságstratégiai szempontok indokolják. A hosszú távú tulajdonosi szemlélet a tőzsdei működésben és kereskedésben bizalomteremtő hatással jár.

A jegybankok monetáris politikáért, pénzügyi stabilitásért felelős intézményekként működésük egyik kiemelt területének tekintik a tőkepiacok hatékonyságát. A tőkepiac fontos szerepet tölt be a monetáris politikai döntések transzmissziójának minél teljesebb érvényesülésében, melynek keretében a Magyar Nemzeti Bank a hazai tőkepiac fejlesztése, a befektetői bázis szélesítése és az eszközár-csatorna transzmissziójának javítása céljával növelte befolyását a Budapest Értéktőzsde Zrt.-ben.

A tőzsde valós forrásszerzési csatornaként funkcionálhat a hazai vállalatok számára, hozzájárulva a gazdasági növekedéshez, munkahelyek teremtéséhez és az innovatív vállalatok hazai központú fejlődéséhez.

²⁶ Parragh – Végh (2018).



16. ábra: Banki és tőzsdei finanszírozás

Forrás: Világbank

A Magyar Nemzeti Bank aktív szerepvállalását az eddig említetteken túl további szempontok is indokolják, melyek nem választhatók el a hazai tőkepiacra hatással lévő legfontosabb trendektől. A főbb trendek a következőképpen foglalhatók össze:

- versenyképességi fordulat, fenntartható felzárkózási célok megvalósítása (többek között demográfiai folyamatok és ezek kezelésére adott megoldások, hazai tőkés réteg megerősítése, nemzeti jólét növelése);
- EU-támogatások és források csökkenése;
- a banki finanszírozás gazdaságra gyakorolt hatása, összefüggései;
- a tőkepiaci unió törekvései a tőkepiac fejlesztése érdekében;
- banki és tőzsdei finanszírozás egészséges, gazdasági növekedést támogató aránya tekintetében, nemzetközi kitekintésben tapasztalható jelentős eltérések.

Fő célkitűzésként fogalmazódott meg, hogy a magyar tőzsde fejlesztésével olyan tőkepiac jöjjön létre, amely a vállalatok jelenleginél sokkal szélesebb körének teremt reális és elérhető finanszírozási alternatívát, így kiegészítheti a banki hi-

telezés növekedéstámogató hatását. A magyar tőkepiac 2016 előtt nem tudott a diverzifikált pénzügyi közvetítőrendszer részeként a versenyképes gazdaság és fenntartható növekedés motorjává válni, továbbá nem vált a vállalatok banki finanszírozás melletti alternatívájává sem.

A gazdasági fejlődésben rövid- és hosszútávon is meghatározó a pénzügyi közvetítés és pénzügyi rendszer működése. A banki hitelezés és a tőkepiaci finanszírozás egyaránt fontos szerepet töltenek be a gazdasági növekedés és a nemzetgazdasági teljesítőképesség alakulásában. Az egészséges szerkezetben megvalósuló hitelezés ösztönzése és a tőkepiac fejlesztése egységben járulhat hozzá a fenntartható gazdasági növekedés megvalósításához, mely téren nem hagyható figyelmen kívül a jogszabályi környezet támogató szerepe.

1.2.4.13. Társadalmi felelősségvállalás²⁷

A Magyar Nemzeti Bank küldetésének tekinti, hogy elsődleges céljának és alapvető feladatainak veszélyeztetése nélkül fenntartható pozitív eredménye terhére a közjót szolgálja, és lehetőségeihez mérten olyan szakmai és össztársadalmi célok megvalósításához nyújtson támogatást, amelyek tükrözik a hitelességet, értéket teremtenek és erősítik a társadalmi kohéziót. Ezen elveket tükrözik az MNB Társadalmi Felelősségvállalás Programjának legfőbb pillérei, vagyis a pénzügyi ismeretterjesztés, a gazdasági oktatási-kutatási infrastruktúra fejlesztése, a nemzeti kultúra támogatása és karitatív tevékenységekhez való hozzájárulás. A jegybank társadalmi felelősségvállalási stratégiája a meghatározó külföldi jegybankok gyakorlatának figyelembevételével került kialakításra.

Az MNB lehetőségeihez mérten közvetlenül, illetve alapítványai útján, stratégiai együttműködési megállapodások keretében, illetve eseti támogatások nyújtásával vállal szerepet az értékteremtésben, a nemzeti értékek, a szellemi és kulturális örökség megőrzésében, valamint a szakemberképzés, tudományos tevékenység támogatásában. Karitatív célú adományozással hozzájárul a hátrányos helyzetű csoportok életminőségének, esélyegyenlőségének javításához, a rendkívüli élethelyzetek okozta nehézségek enyhítéséhez.

²⁷ Magyar Nemzeti Bank (2019): MNB jelentés: 2013-2019, Magyar Nemzeti Bank

Programok

A Magyar Nemzeti Bank középtávú társadalmi felelősségvállalási stratégiájának részeként 2014-ben elindította az Értéktár Programot, amellyel nagyszabású kulturális missziót vállalt fel. A program célja visszahozni Magyarországra a külföldre, illetve a külföldi tulajdonba került műkincsek legjavát, a hazai hagyatékokban fellelhető jelentős alkotásokat pedig megvásárlásuk révén itthon tartani.

A Pénziránytű Alapítvány a Magyar Nemzeti Bank kezdeményezésére jött létre azzal a céllal, hogy pénzügyi tudatosságot fejlesztő programokat dolgozzon ki és valósítsa meg.

1.3. Irodalomjegyzék

2013. évi CXXXIX. törvény (Jegybanktörvény)

Bartha Lajos – Luspay Miklós – Varga Lóránt (2017): Pénzforgalom és pénzügyi infrastruktúrák, In: Magyar Nemzeti Bank: Modern jegybanki gyakorlat, Magyar Nemzeti Bank; 287-360. o.

Csávás Csaba – Kiss M. Norbert (2017): A devizatartalék szerepe a jegybankok működésében, In: Magyar Nemzeti Bank: Modern jegybanki gyakorlat, Magyar Nemzeti Bank; 189-238. o.

Felcser Dániel – Lehmann Kristóf – Vonnák Balázs (2017): A monetáris politika működése —transzmisszió a válság előtt és után, In: Magyar Nemzeti Bank: Modern jegybanki gyakorlat, Magyar Nemzeti Bank; 9-55.o.

Kolozsi Pál Péter – Parragh Bianka – Pulai György (2017): Jegybanki hitelösztönző programok rendszerezése – célzottság és intenzitás. *Pénzügyi Szemle*, 2017/4, 498-519. o.

Kolozsi Pál Péter (2017): Konstruktív összhang a gazdaságpolitikában – jegybanki programok és a jól irányított állam. *Új Magyar Közigazgatás*, 10. évf., Különszám, 19-28. o.

Kolozsi Pál Péter – Lentner Csaba – Parragh Bianka (2017): Közpénzügyi megújulás és állami modellváltás. *Polgári Szemle*, 13. évf., 4–6. szám, 2017, 28–51. o., DOI: 10.24307/psz.2017.1204 <https://polgariszemle.hu/aktualis-szam/146-allampenzugyi-muhely-nemzetgazdasagtan/917-kozpenzugyi-megujulas-es-allami-modellvaltas-magyarorszagon>

Lentner Csaba (2017a): Közpénzügyi menedzsment. Dialóg Campus Kiadó, Pécs, 266. o.

Lentner Csaba (2017b): Az MNB szervei – Monetáris Tanács, Pénzügyi Stabilitási Tanács, az igazgatóság és a felügyelőbizottság, Közpénzügyi menedzsment, Dialóg Campus Kiadó, Pécs, 181-183. o.

- Lentner Csaba (2018): A pénzügyi stabilitás követelményének egyes szabályozási és felügyeleti vetületei a magyar kereskedelmi bankszektorra. *Controller Info Tudományos Szakfolyóirat*, Jubileumi különszám, IX. osztály kategóriás lapja, 22-25.o. DOI: 10.24387/CI.2018.K.6.
- Matolcsy György (2015): Egyensúly és Növekedés. Kairosz Kiadó.
- Matolcsy György – Palotai Dániel (2016): A fiskális és a monetáris politika kölcsönhatása Magyarországon az elmúlt másfél évtizedben. *Hitelintézeti Szemle*, 15. évf. 2. szám, 2016. június, 5–32. o.
- Matolcsy György – Palotai Dániel (2018): A magyar modell: A válságkezelés magyarreceptje a mediterrán út tükrében. *Hitelintézeti Szemle*, 17. évf. 2. szám, 2018. június, 5–42. o.
- MNB (2015): Nemzetközi kitekintés – Az amerikai bankrendszer sajátosságai. Magyar Nemzeti Bank, 2015. augusztus 14. <https://www.mnb.hu/letoltes/nemzetkozi-kitekintes-az-amerikai-bankrendszer-sajatossagai.pdf>
- MNB (2017a): Magyar út: célzott jegybanki politika. Magyar Nemzeti Bank.
- MNB (2017b): Modern jegybanki gyakorlat. Magyar Nemzeti Bank.
- MNB (2018): A Növekedési Hitelprogram Fix elindításának jegybanki szempontjai és a konstrukció fontosabb jellemzői, Magyar Nemzeti Bank.
- MNB (2019a): Jelentés 2013-2019. Magyar Nemzeti Bank.
- MNB (2019b): Növekedési kötvényprogram elindításának jegybanki szempontjai és a konstrukció főbb jellemzői. Magyar Nemzeti Bank
- MNB (2019c): Az inflációs célkövetéses rendszer. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-politika-keretrendszer/az-inflacios-celkoveteses-rendszer>. Letöltés: 2019. május 23.
- Parragh Bianka (2017): Monetáris hitviták. *Pénzügyi szemle*, 2017/2, 234-250.o
- Parragh Bianka – Végh Richárd (2018): Megújuló állam – megújuló tőkepiac. *Polgári Szemle*, 14. évf. 4–6. szám, 48–78.o. DOI: 10.24307/psz.2018.1205 <https://polgariszemle.hu/aktualis-szam/157-gazdasagpolitika/985-megujulo-allam-megujulo-tokepiac>
- Rédei Attila – Zsigó Márton (2017): A jegybank végső hitelezői szerepköre. In: Magyar Nemzeti Bank: Modern jegybanki gyakorlat, Magyar Nemzeti Bank; 469-492. o.