

**MONETÁRIS
POLITIKA
MAGYARORSZÁGON**

2000. május

Készítették:
a Magyar Nemzeti Bank Pénzpolitikai főosztályának
munkatársai

A kéziratot szerkesztette: Bozó Ilona

A kiadvány a Magyar Nemzeti Bank monetáris politikáját mutatja be.
Ez a szándék azonban nem zárja ki,
hogy egyes fejezetekben a szerzők személyes véleménye is megjelenjen,
amelyek nem feltétlenül esnek egybe az MNB hivatalos véleményével.

Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Pénzpolitikai főosztálya
Vezető: Sándor György ügyvezető igazgató
Kiadja: a Magyar Nemzeti Bank Titkársága
Kiadásért felel: Dr. Kajdi József
A tervezés, tipografizálás és tördelés a Tájékoztatási osztály
kiadványi csoportjának munkája
1850 Budapest, V. Szabadság tér 8–9.
Internet: <http://www.mnb.hu>
ISBN: 963 9057 72X

ELŐSZÓ	5
I. A JEGYBANK SZEREPE MAGYARORSZÁGON	
A MAGYAR NEMZETI BANK RÖVID TÖRTÉNETE (<i>Bozó Ilona, Szabó József</i>)	9
Az Osztrák Nemzeti Bank és az Osztrák-Magyar Bank	9
Az önálló magyar jegybank	11
Az előkészületek	11
Az MNB létrehozásától a háborúig	12
Áttérés a tervgazdaságra	13
A jegybank a szocialista tervgazdaság időszakában	13
A Magyar Nemzeti Bank és a bankrendszer átalakítása 1987-ben	15
MAGYAR NEMZETI BANK SZEREPE A PÉNZÜGYI RENDSZERBEN	
(<i>Bozó Ilona, Érsek Zsolt, Szabó József, Tóth Henrik</i>)	17
A jegybank funkciói, szerepe a pénzügyi rendszerben	17
Bankjegy- és érmekibocsátás (emisszió).	19
A jegybank mint a bankok bankja	20
A végső hitelezői („lender of last resort”) funkció	21
A jegybank mint az állam bankja.	23
Devizatartalék-kezelés az MNB-ben	25
Szabályozási funkció	27
Bankellenőrzés	28
A fizetési rendszer fenntartása	30
Statisztika	34
Szervezeti felépítés és döntéshozatal	35
Az MNB jegybanktörvény által definiált szervei	35
Jegybanki függetlenség	38
A függetlenség fontossága	38
Személyi függetlenség	39
Működési függetlenség	40
Pénzügyi függetlenség	41
A jegybanki áttekinthetőség (transzparencia) követelménye	42
II. A MONETÁRIS POLITIKA CÉLRENDSZERE ÉS GAZDASÁGRA GYAKOROLT HATÁSA	
A MONETÁRIS POLITIKA CÉLRENDSZERE (<i>Gereben Áron, Kondrát Zsolt</i>)	45
A monetáris politika végső célja	45

Árstabilitás versus gazdasági növekedés	47
A magyar monetáris politika végső célja	49
Közbülső célok	51
A célrendszer hierarchiája	51
A MNB közbülső célja	51
A célrendszer alsó szintje	57
Az MNB operatív célja	58
INDIKÁTOROK (<i>Barabás Gyula, Boros Emma, Horváth Csaba, Kerekes Anna</i>)	59
A pénzágregátumok	59
A hitelágregátumok és nettó finanszírozási kapacitás	62
A hozamgörbe a jegybankok gyakorlatában	63
A MONETÁRIS TRANSZMISSZIÓ (<i>Kármán András</i>)	68
A monetáris transzmisszió csatornái	68
Kamattranszmisszió	71
A transzmisszió hatékonysága	71
A kamattranszmisszió hatékonysága Magyarországon	72
Az MNB kamatpolitikája	73
Transzmisszió a hozamgörbe mentén	75
III. A MONETÁRIS POLITIKAI ESZKÖZTÁR	
AZ ESZKÖZRENDSZER FEJLŐDÉSÉNEK TÖRTÉNETI ÁTTEKINTÉSE	
(<i>Bozó Ilona</i>)	81
Direkt monetáris eszközök alkalmazása	81
Pénzpiacok fejlődése – indirekt eszközök alkalmazása	83
AZ ESZKÖZTÁR MŰKÖDÉSE NAPJAINKBAN (<i>Bozó Ilona, Glanz Tamás,</i>	
<i>Tóth Henrik</i>)	87
A devizapiaci intervenció	87
A forinteszkoztar mukodese	88
Kötelezőtartalék-szabályozás	89
A jelenlegi jegybanki eszköztár alapinstrumentumai	94
Kamatfolyosó	97
Az irányadó instrumentum	99
A sterilizáció eszközei	101
A likviditás tervezése és finomszabályozása (gyorstender)	104
Az eszköztár működtetésének egyes elemei	111
FELHASZNÁLT IRODALOM	113
MELLÉKLET	115
FOGALOMTÁR	119
TÁRGYMUTATÓ	129

Magyarországon a piacgazdaság keretei kiépültek, és az átmenet napjainkra lényegében lezárult. A gazdaság kiegyensúlyozott és tartós fejlődésének egyik fontos tényezője a körültekintően megválasztott monetáris politika.

A Magyar Nemzeti Bank a monetáris politika vitelében egy kialakult és jól működő pénzpolitikai eszköztárra támaszkodik. A monetáris politika eredményessége azonban nemcsak a jegybank rendelkezésére álló eszközökön és ezen eszközök alkalmazásában szerzett tapasztalatokon múlik. Az országot érő külső hatások, a gazdaság reakcióképessége, a pénzügyi szektor stabilitása, a pénz- és tőkepiacok fejlettsége egyaránt hat a gazdaságpolitika egészére és együttesen határozzák meg a monetáris politika mozgásterét.

Magyarország sikeresen birkózott meg a gazdasági átmenet kihívásaival. A magyar gazdaság viszonylag magas ütemben növekszik, miközben szinte folyamatosan csökken az infláció és kezelhető mértékűre mérséklődött a folyó fizetési mérleg hiánya. A monetáris politika a választott árfolyamrendszernek megfelelő eszközökkel segíti Magyarország felzárkózási folyamatát.

Az eredményesség, a monetáris politika transzmissziós mechanizmusának hatékonysága azonban az eszköztár hozzáértő alkalmazásán túl egyéb tényezők-

tól is függ. Fontos, hogy a gazdasági szereplők, a pénzügyi vállalkozások mellett a vállalatok, vállalkozók, sőt a háztartások is megértsék szándékainkat, lássák a gazdasági egyensúly megőrzésére irányuló, valamint inflációcsökkentési céljaink elérésének feltételeit. Az átláthatóság és a kiszámíthatóság úgy javítja a monetáris politika eredményességét, hogy annak hatásaival a gazdaság szereplői kalkulálni tudnak, azokat beépíthetik döntéseikbe. A tájékozódás megkönnyítése érdekében, az iránymutatás szándékával évente bemutatjuk a nyilvánosságunk és ezen belül kiemelten az Országgyűlésnek is a Monetáris Politikai Irányelveket. Az MNB rendszeresen publikálja az Inflációs Jelentést. Az egyedi, jegybanki lépésekhez fűzött közleményekkel, valamint a Jegybanktanács üléseit követő tájékoztatókkal a sajtó kiterjedten foglalkozik. A Jegybank az éves beszámolóját a Közgyűlés általi jóváhagyást követően bemutatja az Országgyűlésnek. Mégis úgy érezzük, hogy e kiadvány, mely nem a pillanatnyi helyzet sajátosságait, hanem a jegybank működési kereteit, az eszközrendszer általános jellemzőit mutatja be, hiányt pótol.

A „Monetáris politika Magyarországon” című kiadványt, – melyet az olvasó most a kezében tart – az MNB Pénzpolitikai Főosztályának munkatársai állították össze, akik maguk is részesei a monetáris politika mindennapjainak, a döntések előkészítésének, az alkalmazott eszköztár alakításának és üzemeltetésének. Gyakorlati tapasztalatokon nyugvó összefoglaló munka ez, mely témájánál fogva nem minden részében mondható könnyű olvasmány. A Magyar Nemzeti Bank,

miközben tevékenységéről a társadalom egészének tartozik beszámolási kötelezettséggel, ezzel az írással elsősorban a téma iránt érdeklő olvasót kívánja tájékoztatni.

Bízom benne, hogy e kézikönyv a maga módján a monetáris politika transzmissziós mechanizmusának gördülékenyebbé tételét szolgálja, és így közvetetten hozzájárulhat a magyar gazdaság további fejlődéséhez.

Riecke Werner

I. A JEGYBANK SZEREPE MAGYARORSZÁGON

A MAGYAR NEMZETI BANK RÖVID TÖRTÉNETE¹

Bár történelmileg az 1668-ban létrehozott svéd Sveriges Riksbank a legidősebb központi bank, az állambankári feladatokat ellátó intézmények Európaszerte általában az 1694-ben felállított Bank of England példájára alapozva jöttek létre.

A kontinensen az osztrák központi bank az elsők között alakult meg, és a politikai keretek miatt a fennhatósága alá tartozott a korabeli Magyarország területe is. A kiegyezés folytán a birodalmon belül megnövekedett politikai súlyt a dualista államfelépítési elveknek megfelelően a központi bank duális felépítése is kifejezte. Önálló magyar jegybankról csak a Monarchia felbomlása után beszélhetünk.

Az Osztrák Nemzeti Bank és az Osztrák-Magyar Bank

AHabsburgok Magyarországot a török elleni harc során fegyverrel meghódított területnek tekintették, és gazdaságpolitikájuk vitelében elsősorban az osztrák örökös tartományok érdekeit tartották szem előtt. A napóleoni háborúk Európaszerte **inflációval** és pénzromlással jártak, ezért az osztrák kormány az állami adósságterhet és a papírpénz-kibocsátást

önálló állambank létrehozásával próbálta kordában tartani.

Az 1816. június 1-i császári pátenssel alapított Osztrák Nemzeti Bank (ONB) az „államigazgatás különleges védelme alatt álló szabadalmaztatott magánintézet”² volt, amelynek államhoz fűződő üzleti kapcsolatai igen szorosak és titkosak voltak. A nehéz időkben az Osztrák Nemzeti Bank „kötelességének tekintette” az állam megsegítését, és ezek a „nagyon fontos szolgálatok” az uralkodó részéről „hálaival ismertettek el”.³ Az ONB bankjegy-kibocsátási és fiókállítási monopóliummal rendelkezett az Osztrák Császárság területén. Az államkölcsonök mellett fontos üzletágává nőtte ki magát a kereskedelmi váltók *leszámítolása* és a *lombardhitel*. Az európai jegybankok közül egyedülálló módon – a központi banki és a kereskedelmi banki funkciók keveredésének betudhatóan – jelzálog-hitelezési és záloglevél-kibocsátási tevékenységgel is foglalkozott.

Az 1862. évi banktörvény az állam és a jegybank közötti viszonyt szándékozott szabályozni, nem utolsósorban a tetemes felhalmozódott államadósság leépítése céljából. A banktörvény szelleme

¹ A szöveg közben vastag betűvel szedett fogalmak magyarizációját lásd a fogalomtárban betűrendben!

² A Magyar Nemzeti Bank története I., KJK, Budapest 1993, 155. o.

³ Az 1849. jún. 20-i császári pátens szóhasználat; forrás: A Magyar Nemzeti Bank története I., KJK, Budapest 1993, 157. o.

szerint az Osztrák Nemzeti Bank abban az időben a Porosz Banknál és a Második Császárság alatti Banque de France-nál is függetlenebbnek volt tekinthető. A bank-kormányzó és a kormánybiztos császári kinevezési joga formális volt. A törvényalkotók szándéka szerint a bank csak bizománysként léphetett volna fel az állam tranzakciói során, és csak az állam által szabályszerűen benyújtott váltókat volt köteles leszámítolni. Kizárták az állampapírok hitelfedezetként történő elfogadását (lombardírozás). Ez az autonómia kisebb módosításokkal 1878-ig, az Osztrák-Magyar Bank létrehozásáig fennmaradt.

A magyar rendek kezdetektől fogva közjogilag is vitatták a bécsi bank Magyarországra is kiterjedő bankjegy-kibocsátási jogát. A Batthyány-kormány a Pesti Magyar Kereskedelmi Bankon keresztül saját pénz kibocsátását is megkísérelte, de ez a kísérlet a szabadságharcral együtt megbukott. Az önálló magyar jegybank kérdése a kiegyezési tárgyalások során is előkerült, és végül kompromisszumos módon, a dualista monarchia dualista felépítésű jegybankja, az *Osztrák-Magyar Bank létrehozásával zárult le, amely 1878. szeptember 30-án tartotta alakuló közgyűlését.* Az OMB alapszabályában is magában hordozta kettős jellegét: egyrészt a Monarchia teljes területének központi bankjaként működött, másrészt Bécs mellé Budapest a szervezeti és vezetői egyenjogúság jegyében is üzletviteli jogokat és befolyási lehetőséget szerzett.

Az Osztrák-Magyar Bank szervezete a dualista államépítmény miatt összetett volt. A bankvezetés döntéshozatali és végrehajtó területre tagolódott, amelyek alsóbb szintjeit dualizálták. A döntéshozó szervek közül főtanács és a kormányzó,

valamint a főtanács bizottságai központosítottak voltak, miközben a két székhelyen két igazgatóság működött egy-egy alkormányzóval az élén. A főtanács gyakorolt általános felügyeletet az egész banküzem felett. A főtanácsba országonként két-két képviselőt választottak, akik egyben igazgatósági tagok is voltak. Az igazgatóságok képviselői, sőt az államhatalom kormánybiztosai is részt vettek a főtanács ülésein. A kormánybiztosok az idő múlásával gyarapodó bizottsági rendszernek is tagjai voltak (végrehajtó-, jelzálog-, igazgatási és devizabizottság). A végrehajtó szervek közül az üzletvezetés és a központi szolgálat Bécsben működött, de mindkét fővárosban megtalálható volt a helyi szolgálat egy-egy főintézet keretein belül.

Az Osztrák-Magyar Bank felállításának idején az Osztrák Nemzeti Bank gyakorlatából örökölt *fedezeti rendszer működött, ezüstpénzforgalom mellett.* A felhalmozott ezüstkészletek miatt a fedezet megtartása az első időszakban nem akadályozta a forgalom szükségleteihez igazított bankjegymennyiség gyarapítását. Az ezüstpénz és a bankjegyek mellett azonban államjegyek is forogtak, és a *készfizetés* sem volt jellemző, ezért ezt nem tekintetjük tiszta ezüstpénzrendszernek.⁴

1878 után az európai országok egymás után tértek át az *aranystandardra*, és az ezüsttermelés emelkedése mellett ez is az ezüst árfolyamának csökkenéséhez vezetett. 1878-ra eltűnt az ezüst felára a papírpénzzel szemben, sőt az ezüstforintnak diszázsiója alakult ki, vagyis az ezüstforint névértéke felülmúlta belső értékét. Komoly méreteket kezdett ölteni a magán-személyek spekulációs célú pénzveretése, amit később fel is függesztettek.

Ilyen keretek között alakították ki a monarchia új pénzrendszerét, az *aranykorona-rendszert*, azonban a *készfizetés* hiánya és az ezüstpénzek fizetőeszközként

⁴A készfizetést 1859. április 29-én függesztették fel, és ez a helyzet a Monarchia további története során nem változott; még az aranyvaluta-rendszer (aranykorona) 1892-es bevezetésével sem.

való felhasználása miatt ezt nem tekint-
hetjük tiszta aranystandardnak (*sánta
aranyvaluta*). A német Reichsbank min-
tájára közvetett eszközként 5 százalékos
bankjegyadót vezettek be. A fedezeti
rendszer ilyen átalakításával az Osztrák-Magyar Bank elindult a tényleges
központi bankká, a bankok bankjává vá-
lás útján.

A háború kitörése miatt 1914 au-
gusztusának közepén felfüggesztették a
bank alapokmányát, és megindult az ál-
lamkölcsonök folyósítása. Az aranyvaluta
fedezeti elveit fokozatosan fellazították.
A hadikölcson-kötvények névértékük
75 százaléig lombardírozásra kerültek az
Osztrák-Magyar Banknál, ezzel a jegy-
bank burkoltan az állam háborús kiadása-
it finanszírozta. A korona árfolyamának
folyamatos romlása és a nemesfémkész-
letek csökkenése tette szükségessé a *De-
vizaközpont* 1916. február 1-jei felállítá-
sát, amely a hasonló német példát egy
hónapos késéssel követte.

Az első világháborút követő forra-
dalmi hullámban széthulló Monarchia
utódállamai sorra hozták létre önálló va-
lutájukat. A magyar gazdaság nehéz hely-
zetben volt. A beruházások szintje vissza-
esett, a valutataralékok csökkentek, a
külföldi tőke forrása elapadt. Az infláció a
háború bankópréssel való finanszírozása
és az utódállamokból beáramló bankjegy-
tömeg miatt magas volt.

Az önálló magyar jegybank

Az előkészületek

Az első világháború után az európai
bankárok a pénzügyi rendszer talpra
állításában komoly akadállynak érezték az
Európai Jóvátételi Bizottság politikai joga-

sítványait, ezért a politikai befolyás csök-
kentésére, ezen belül is különösképpen a
jegybanki függetlenség erősítésére töre-
kedtek.

Ebben a korszakban jött létre a Ma-
gyar Nemzeti Bank is, jelentős nemzetkö-
zi – elsősorban angol – támogatással.

A húszas évek közepére a háborúban
győztes nyugat-európai államok túljutot-
tak a háborút követő gazdasági és politikai
válságon és a kontinens egészének stabili-
zálódása vált érdekükké. A magyarországi
stabilizációhoz nyújtandó népszövetségi
kölcson egyik feltételül az önálló magyar
jegybank felállítását szabták.

Az 1919. szeptember 10-én aláírt
osztrák békeszerződésben szerepelt az
Osztrák-Magyar Bank felszámolása is.
A magyar békeszerződés szó szerint
emelte át a vonatkozó részt. 1919. de-
cember 31-én végérvényesen lejárt a
volt közös jegybank átmenetileg meg-
hosszabbított szabadalma.

Az osztrák és a magyar üzletvezető-
ség 1920. január 1-jétől elkülönült egy-
mástól, s Bécs, illetve Budapest központ-
tal könyveléstechnikailag is elkülönített
banktevékenységet folytattak az Osztrák-Magyar Bank nevének megtartása
mellett.

A Magyar Királyi Állami Jegyinté-
zetet 1921. év augusztusában állították
fel, élén *dr. Popovics Sándorral*, a harma-
dik Wekerle-kormány egykori pénzügy-
miniszterével, a magyar békedelegáció
pénzügyi küldöttségének vezetőjével.

A Jegyintézet Hegedűs Lóránt pénz-
ügyminiszter elképzelése szerint a kon-
szolidáció támogatójaként a koronáról az
új pénzre való áttérést volt hivatott előké-
szíteni. A jegyintézet átvette a korábbi kö-
zös jegybank eszközeit, alkalmazottait és
részben üzletmenetét is.

1922. augusztus 8-án a valutaüzér-
kedés letörésére, a korona romlásának

megállítására újból életre hívták a Devizaközpontot.⁵

Az MNB létrehozásától a háborúig

1924. februárjában a Jóvátételi Bizottság elfogadta a magyar szanálási programot és a magyar állam hitelképessége érdekében feloldotta a jóvátételi zálogjogokat. A szanálási törvénycsomag részeként *1924. április 26-án az V. törvénycikk határozott a Magyar Nemzeti Bank létrejöttéről és tevékenységi köréről.* Ebben az állam bankjegykibocsátás kizárólagos jogát 1943. december 31-ig az MNB-re ruházta. Az alakuló közgyűlést 1924. május 24-én tartották az Akadémia dísztermében, az elnöki posztra Popovics Sándor, a vezérigazgatói székbe Schróber Béla került. A bank 1924. június 24-én kezdte meg működését,⁶ és június 30-án tette közzé nyitómérlegét.

Az alapítók között az állam szerepelt a legnagyobb, 39,5 százaléknyi részvénytulajdonnal. A budapesti pénzintézetek

⁵ Az intézmény a Magyar Nemzeti Bank keretein belül 1916. január 1-jétől 1925. november 25-ig állt fenn.

Kezdetben csupán a kereslet és kínálat nyilvántartását és a külföldi fizetőeszközök szervezést, áttekinthető piacát akarták megteremteni, ezért a csatlakozók kötelesek voltak eladásra szánt külföldi fizetőeszköz-bevételeiket a központ rendelkezésére bocsátani, illetve valuta- és devizaszükségleteket a felhasználás céljának megjelölésével a Devizaközponttól beszerezni. Az állami célokra szükséges külföldi fizetési eszközöket a Devizaközponttól elkülönítve kezelték. A Devizaközpont vezetésével az Osztrák-Magyar Bankot bízták meg, az kötelezte magát, hogy az exportforgalomból származó pénzállományát rendelkezésre bocsátja, és ügyfelei igényét is a központtól szerzi be. A Devizaközpont már tevékenységének első hónapjaiban is deficités volt, ilyen körülmények között az OMB saját készleteit használta fel, később pedig külföldi kölcsönök felvétele vált szükségessé. A központi árfolyamok elszakadtak a piaciaktól (részletesebben lásd az MNB története 373–377. o.). 1916. december 23-án rendelettel hatósági jogosítványhoz kötötték a külföldi fizetési eszközökkel való kereskedést, és megszűntették a Devizaközpont önállóságát.

⁶ Az alapkatmatot 10 százalékban határozták meg, és a koronát az angol fonthoz kötötték. (1 angol font=346 000 papirkorona, 1 aranykorona=17 000 papirkorona)

⁷ A tőzsdei bevezetés indokaként az a korabeli felfogás szolgált, amely szerint az állam az általa az eszközök átadásáért cserében kapott részvényeket minél előbb magánkézbe kell juttassa, így is garantálva az állam és a jegybank függetlenségét.

⁸ A Magyar Nemzeti Bank ettől kezdve az 1990-es évek elejeig a kötött devizagazdálkodás megvalósítójává vált.

közösségén (TEBE – Takarékpénztárak és Bankok Egyesülete) kívül osztrák, svájci, holland, román és csehszlovák pénzintézetek és cégek is jegyeztek részvényt. A Nemzeti Bank részvényeit 1925. szeptember 21-én vezették be a budapesti tőzsdére.⁷ A Magyar Nemzeti Bank átvette az *állami számlák vezetését, az államadósság kezelését.* Megalakulásától (1930) részvényese és aktív tagja a Nemzetközi Fizetések Bankjának (BIS).

1924 nyarára az infláció jelentősen mérséklődött, az MNB stabilizálta, és az angol fonthoz kötötte a korona árfolyamát. 1925 áprilisában az angol fontot újból aranyalapra helyezték, ezzel a korona is aranyalapú valuta lett. A korona stabilizációjára alapozott új valutát, a pengőt 1925 novemberében vezették be, de forgalomba csak 1926. december 27-től került.

A húszas évek stabilizációja komoly mértékben támaszkodott külföldi forrásokra. Az alapvető szerkezeti reformok híján az 1929 őszén kirobbant világgazdasági válság egy eladósodott és sok tekintetben versenyképtelen magyar gazdaságra sújtott le. A pénzügyi krízis 1931 júliusában elérte Magyarországot is: a betétesek megrohanták a bankokat. A tartalékok védelme érdekében újból *devizakorlátozásokat* vezettek be, amelyek tartósan fennmaradtak.⁸

Az 1938-as győri programban meghirdetett hadigazdálkodásra való átállással meglódult a bankjegykibocsátás és az államadósság. A költségvetés finanszírozása érdekében korlátozták az MNB önállóságát és az állam hitelezésére kötelezték. A háborúba való belépéssel az állam vált a legfontosabb fogyasztóvá és az ipari termelés jó része az állami igényeket fedezte.

A magánbankok hitelezési gyakorlatát is állami felügyelet alá vonták. A háborús kiadásokat rövid futamidejű állampapírok kibocsátásával finanszírozták,

amit a jegybank leszámított. A forgalomban lévő pénz mennyiségének ilyenképpen való emelése 1941–1942-től az infláció növekedését eredményezte, ami 1944-től példátlan gyorsulásba és *hiperinflációba* torkollott.

A fegyverszüneti egyezmény megkötésével az MNB feladatait politikai indokok alapján felállított koalíciós bizottságok vették át, a jegybank csupán a bankoprést működtette. A gazdaságirányítás azonban már ekkor politikailag megosztott volt.

Áttérés a tervgazdaságra

A háború után beinduló gazdasági újjáépítés során az ipari termelés fokozatosan emelkedett, és a mezőgazdaság is szervezettebbé vált. A visszaszolgáltatott aranykészlettel és rövid távú külföldi hitelek segítségével esély látszott a *stabilizációra*. Ennek támogatására a hitelezést szoros ellenőrzés alá vonták, és a vállalatok a legfontosabb árucikkekből a gazdaságirányítás utasítására készleteket halmoztak fel. Az új valuta, a forint⁹ 1946. augusztus 1-jei sikeres bevezetéséhez az MNB is jelentősen hozzájárult azzal, hogy limitálta az államnak nyújtott hitelek mértékét és futamidejét. 1 milliárd forint mértékben bankjegyplafont állapítottak meg, és ennek szigorú tiszteletben tartása is alátámasztotta az új fizetőeszköz szilárdságát.

A jegybank a szocialista tervgazdaság időszakában

A banktevékenység és a hitelezés korlátozásán keresztül előidézett mesterséges pénzsűke nem csak a pénzkínálat és az infláció kordában tartására szolgált,

hanem a tőzsdei és kereskedelmi banki tevékenység visszafogását is célozta, ami a bankok és a tulajdonukban lévő nagyvállalatok későbbi államosítását készítette elő (1947. XXX. tv.). 1947–1948 során az MNB gyakorlatilag teljesen új szervezetté alakult, és a Pénzügyminisztérium felügyelete alá került. Az ország ipari termelésének 80 százalékát kitevő üzemek pénzügyi tevékenységének ellenőrzése az MNB kizárólagos joga lett. Az MNB látta el a hitelfelügyeletet és az állami tulajdonú vállalatok – amelyek az áruforgalom felét adták – vezetésének felügyeletét. A vállalatok számára kötelezővé vált, hogy pénzügyi és hiteltevékenységüket MNB-egyszámlájukon keresztül vezessék. A beruházások, amelyeket eredetileg hitelből terveztek finanszírozni, rövidesen visszethermentessé (költségvetési forrásból finanszírozottá) váltak.

Az így létrejött *egyszintű bankrendszerben* az MNB által ellátott kereskedelmi banki funkciók mellett a profiltisztítás jegyében további, specializált pénzügyintézeteket hoztak létre (Beruházási Bank, Szövetkezeti Hitelintézet, Országos Takarékpénztár, Külkereskedelmi Bank).

Az MNB újraszervezte a devizahatósági funkciókat, kezelte a háború előtti tartozásokat, valamint a háborús jóvátételi kötelezettségeket. Bár a forint stabilitásának védelmében prudens hitelbírálatra törekedett, az 1947–1948-as időszakban a vállalatok hitelezése terén a hitelcélok elbírálásában a bank szakembereivel szemben egyre inkább az államigazgatási szervek politikai szempontjai érvényesültek. Az első öt éves terv (1950–1954) idején az MNB monetáris politikájának a beruházásokat, a hidegháborús, erőltetett

⁹ A forint árfolyamát az utolsó békeévek, 1938–39 fogyasztói árai alapján határozták meg, ennek alapján egy dollár 11,739 forintnak felelt meg.

¹⁰ Az elnöki tisztség megszűnt, a vezérigazgatót a pénzügyminiszter előterjesztésére a Minisztertanács nevezte ki. Az elnöki, alelnöki és ügyvezető igazgatói tisztségeket 1956 áprilisában állították vissza az Elnöki Tanács törvényerejű rendeletével.

katonai fejlesztéseket és a mezőgazdaság átszervezését kellett támogatnia. Ezek végrehajtásában az MNB-nek csak *adminisztratív*, mechanikus szerep jutott. Az 1949-es alkotmány szerint az MNB névlegesen megőrizte ugyan részvénytársasági formáját, de a kormány irányítása alá került.¹⁰ A kereskedelmi banki tevékenysége miatt a bank fiókhálózata jelentősen bővült: 1952-re 134 MNB-fiók működött szerte az országban (az államosításkor 21 fiókinézet működött), az alkalmazottak száma pedig elérte a 9 ezer főt.

A devizaműveletek végzése és engedélyezése 1950-tól az MNB kizárólagos joga lett. Ugyanakkor az MNB új vezetése az 1917-es szovjet példától eltérően a külföldi kölcsönök visszafizetésére és az államosított eszközök külföldi tulajdonosainak kárpótlására törekedett, ami 1970-re meg is valósult.¹¹

A KGST megalakulásával a tagországok közötti pénzügyi műveletek elszámolását is az MNB végezte. Bár az 1956 utáni gazdasági konszolidáció során többször felmerült a jegybanki feladatok elkülönítése a kereskedelmi banki feladatoktól, ez végül nem valósult meg. A gazdasági reformok során azonban az MNB monetáris politikai eszközeinek jelentősége megnőtt, és a hatvanas évek külkereskedelmi fellendülése miatt a bank belső devizapiaci tevékenysége is kiszélesedett.

A területi igazgatóságok hálózatát 1960 utolsó negyedében fokozatosan leépítették, és 19 megyei igazgatóságot hoztak létre.

A tervgazdaság és a piac közötti összhang javítása érdekében az 1968-as „új gazdasági mechanizmus” kidolgozásában az MNB szakértői is részt vettek. Rendeletben erősítették meg az MNB 1948 utáni, a pénzkibocsátásra, a fizetési

forgalom szabályozására, a számlavezetésre és a devizagazdálkodásra vonatkozó monopoljogait. Ez a rendelet világosan elválasztotta a jegybank központi banki és egyéb nemzetgazdasági funkcióit, ugyanakkor érintetlenül hagyta az egyszintű bankrendszert és az MNB kormányzati felügyeletének alapelvét. A jegybank újra részvénytársasági jogi formában működött.

Az új gazdasági mechanizmusban az MNB frissen létrehozott Hitelpolitikai Tanácsa dolgozta ki éves *hitelpolitikai irányelveket*. Az MNB az irányelvek alapján felelősséggel tartozott az alkalmazás tekintetében, és felügyelte a végrehajtást. A gazdasági racionalitáson, profitabilitáson alapuló döntések lehetősége megnövekedett. Az ún. banki felügyelet, ami a gyakorlatban a vállalatok irányításába való hivatali beavatkozást és bírságok kivetését jelentette, megszűnt. Az importengedélyezések némi egyszerűsítésével és a dollár árfolyamának kiigazításával a külkereskedelem felszabadítása irányában is történtek lépések. A központi banki feladatokat ellátó szervezeti egységek határozottabban elkülönültek a kereskedelmi banki funkciókat ellátóktól.

Az 1968-as történelmi események a magyar gazdasági reform számára is fordulópontot jelentettek, amelyek többek között *újraközpontosítási törekvések* formájában jelentek meg a gazdaságban. 1972 januárjától a gazdasági tevékenységet folytató szervezetek álló- és forgótőke finanszírozása az MNB kizárólagos felelősségévé lett. Az Állami Fejlesztési Bank szerepe az egyedi, nagyméretű beruházási projektek állami költségvetésből fedezett finanszírozására korlátozódott. Az olajválság miatt bekövetkező cserearányromlás beszűkítette a reform amúgy is korlátozott mozgásterét, és a nyolcvanas évek elejének *adósságválsága* a gazdasági feszültségekre utaló félreérthetetlen jel-

¹¹ Az MNB külföldi részvényeseinek kártalanítása némileg korábban, 1967-re zajlott re.

zés volt. Az MNB külföldi hitelfelvétellel és kötvénykibocsátással finanszírozta a külső egyensúlytalanságot, ami abban az időben nem volt általános egy kelet-közép-európai ország esetében.

A nemzetközi hitelfelvétellel párhuzamosan építette ki az MNB nemzetközi képviselőiteinek hálózatát a világ nagy pénzügyi központjaiban (1967–1995 Párizs, 1970–1995 Zürich, 1973–1995 London, 1973–1998 Frankfurt, 1974–1975 Bejrút, 1977–1996 New York, 1983 – Tokió). Az MNB-n keresztül folyamatos kommunikáció folyt a fejlett országokkal, ennek is köszönhető, hogy Magyarország 1982-ben a Nemzetközi Valutaalap és a Nemzetközi Újjáépítési és Fejlesztési Bank tagországainak sorába lépett.

A Magyar Nemzeti Bank és a bankrendszer átalakítása 1987-ben

A nyolcvanas évek során az országnak egy megváltozott nemzetközi gazdasági környezethez kellett alkalmazkodnia. Ennek eredményeképpen a pénzügyi rendszer merevsége is oldódott: új intézmények jöttek létre, kötvénykibocsátások keretében megjelentek az értékpapírok, kereskedelmi törvényt léptettek életbe, kiterjesztették a hitelkereteket, és megjelent a faktorálás. A mesterséges növekedésélénkítés rövid távon további jelentős adósságfelhalmozáshoz vezetett. E folyamat tarthatatlanságának felismerése vezetett a bankrendszer reformjához.

A változáshoz a gazdaságpolitika szemléletváltozása adott alapot: a 80-as években, amikor tényleges lépések történtek a piaci viszonyok kifejlésztésében, nyilvánvalóbbá vált, hogy a pénzintézeti rendszer gyökeres változtatására is szükség van. A „kvázi” piaci viszonyok között az egyszintű bankrendszer rugalmatlan-

sága, a piaci szempontú hitelezés háttérbe szorulása nyilvánvalóan hátráltatta a gazdaság piaci elemeinek fejlesztését. Az MSZMP KB 1984. decemberi határozatában kimondta, hogy az MNB-n belül külön kell választani a jegybanki és a kereskedelmi banki funkciókat, és meg kell kezdeni a *kétszintű bankrendszer* kialakításának előkészületeit. A magyar bankrendszert 1987. január 1-jével alakították át *kétszintűvé*. Az új bankrendszerben a központi bank – vagyis a jegybank – a Magyar Nemzeti Bank.¹²

Az új rendszerben az MNB a bankok és az állam bankja lett; a Minisztertanács Elnökének befolyása alá tartozott. Feladataiként határozták meg a pénzkínálat befolyásolását és a kormány gazdaságpolitikai céljai elérésének elősegítését a monetáris és hitelpolitika hagyományos eszközeivel (kamatpolitika, tartalékpolitika, refinanszírozás, **nyíltpiaci műveletek**). Az MNB továbbra is felelős volt az állami számlák vezetéséért, a költségvetésnek nyújtott hitelezésért, és kezében maradt a devizaforgalom engedélyezése. Az MNB szabályozta és irányította a kereskedelmi bankok tevékenységét. A bankrendszer kétszintűvé válása során az öt létrejövő kereskedelmi bank közül három (a Magyar Hitelbank, a Magyar Kereskedelmi és Hitelbank és a Budapest Bank) az MNB Általános Hiteligazgatóságának, Pest Megyei Igazgatóságának és fiókjainak leválasztásával jött létre.

A kereskedelmi bankok nem regionális vagy ágazati jelleggel jöttek létre (még ha az újonnan létrehozott bankoknál tapasztalható is volt egy-egy ágazat túlsúlya), ami magában hordozta egy bankok közötti valódi verseny lehetőségét. Az olyan külföldi példák, melyeken ágazati vagy regionális alapon szervezett bankrendszert lehetett tanulmányozni, azt

¹² A magyar szakirodalom már a bankrendszer kétszintűvé tétele előtt is egyre inkább a „jegybank” kifejezést használta – ami egy meghatározó klasszikus funkciójából, a bankjegykibocsátási monopóliumból adódik – nem pedig a más nyelvekben döntően használt „központi bank” kifejezést.

mutatták, hogy ott továbbra is monopolhelyzetű bankok állnak szemben a vállalatokkal, s az ágazatok és régiók eltérő igényei akadályozzák az egységes és normatív szabályozás létrehozását. A bankok ügyfélkörüket a kezdeti központi elosztás után szabadon alakíthatták ki. Az országos hatáskörrel létrehozott bankokat részvénytársaság formájában alapították meg, ahol a többségi részvénytulajdonos az állam volt, amelyet a Pénzügyminisztérium képviselt. A részvények kisebb hányadát vállalatok és szövetkezetek birtokolták.

Az 1990-es választások után a törvényhozás a piacgazdaságra való áttérés jegyében alkotta meg a *jegybankról szóló 1991. évi, azóta többször kiegészített és módosított LX. törvényt* és a pénzügyintézetekről és a pénzügyintézeti tevékenységről szóló 1991. LXIX. törvényt. Az új jegy-

banktörvény helyreállította az MNB autonómiáját, és újraszabályozta tevékenységét. A jegybank a Parlamentnek tartozik beszámolási kötelezettséggel, függetlenné vált a kormánytól. A bank önállóan alakítja ki és hajtja végre monetáris politikáját.

Az intézményi reformmal a nem jegybanki funkciók leépítése során a 90-es évek második felében – egy kivétellel – a külföldi képviseltek és érdekeltségek megszüntetésre kerültek. 1996 novemberében a 18 megyei igazgatóságot felszámolták, és 8 területi igazgatóság kezdte meg működését. 1999. január 1-jétől Debrecen, Győr, Kecskemét és Székesfehérvár székhellyel négyre csökkent a területi igazgatóságok száma.

A MAGYAR NEMZETI BANK SZEREPE A PÉNZÜGYI RENDSZERBEN

A jegybank funkciói, szerepe a pénzügyi rendszerben

A legtöbb országban valamilyen szintű rendelkezésben (általában törvényben) rögzítik a jegybank feladatait. Ha a különböző országok központi bankjait hasonlítjuk össze, azt láthatjuk, hogy a jegybankok felruházott jogaikban és felépítésükben is erősen különböznek egymástól, aminek hátterében az áll, hogy a központi bankok rögzített feladatai is széles skálán mozoghatnak.

A központi bankok hagyományosan rendelkeznek a pénzkibocsátás monopóliumával. E funkció révén minden központi bank feladata a hitel- és pénzkínálat alakítása, és ezzel összefüggésben a piaci kamatlábak befolyásolása – vagyis a monetáris politika vitele. A központi bank teljes egészében vagy részben felelős lehet az árfolyamok alakításáért és az ország valutatartalékainak kezeléséért. A központi bankok vezetik a kereskedelmi bankok pénzforgalmi (elszámolási) számláit, őrzik a bankok lekötött és szabad tartalékait. Fontos szerepet játszanak a pénzforgalmi (fizetési) rendszerek fenntartásában. A legtöbbjük felelős a pénzügyi rendszer stabilitásáért, egyrészt a bankok és más hitelintézetek ellenőrzésének és felügyeletének ellátásával, másrészt a végső hitelnyújtó-

ként való fellépéssel (lender of last resort funkció). A központi bank legtöbbször a kormány bankja is. Feladatai közé tartozhat a devizasabályozás, néhány országban kezeli az ország adósságállományának egy részét vagy akár egészét. A központi bank feladatainak ellátásához szükség van gazdaságelemzői és kutatási részlegre is. A fenti felsorolásból is érződik, hogy a központi bankok funkciói sokrétűek lehetnek, a kérdés azonban az, hogy e funkciók közül melyek azok, melyeken keresztül a központi bank döntő befolyással bír az adott ország gazdaságára. A központi bankok történelmére visszatekintve látható, hogy vannak olyan feladatok, melyek a legtöbbjüknél közősek, s a működésük lényegét érintik. Ami a központi bankok kezébe hatékony eszközt ad azon pénzügyi környezet befolyásolására, amelyben a gazdaság működik, az a *forgalomban lévő pénzmennyiség és a hitelkínálat fölött gyakorolt ellenőrzés joga és lehetősége, s ebből adódóan a piaci kamatlábakra gyakorolt hatása*. Ezt a lehetőséget a bankjegykibocsátás monopóliuma és a „bankok bankja” funkció – a bankok számláinak, lekötött és szabad tartalékaiknak kezelése, valamint hitelezésük (amely tipikusan együtt jár a **végső hitelezői** szereppel is) – biztosítja a jegybank számára. Az árfolyamrendszer és a devizatartalékok kezelése nehezen elválasztható a kamatlábak meghatározásától, bár a kincstár

gyakran szintén szerepet vállal ebben a feladatban. A költségvetés számláinak vezetése manapság már kisebb befolyással bír a pénz- és hitelkínálat befolyásolásában, de ennek ellenére az „állam bankja” funkció klasszikus, kitüntetett szerepet játszik a legtöbb jegybanknál.

Azokban az országokban, ahol a központi banknak elegendő függetlensége van ahhoz, hogy a kamatlábakat meghatározza, a célok, amelyek elérésére ezt a jogosítványát felhasználhatja, gyakran a törvényhozás által rögzítettek. A *Magyar Nemzeti Banknak* – mint ahogy a világ legtöbb jegybankjának – *törvényben rögzített alapvető feladata a hazai fizetőeszköz vásárlóerejének védelme*. A jegybank kezébe adott jogosítványok (funkciók) felhasználása a fizetőeszköz vásárlóerejének védelme érdekében jelentik a jegybank monetáris politikáját. A forint vásárlóerejének védelme mellett az MNB feladatai közé tartozik a rendelkezésre álló monetáris politikai eszközökkel támogatni a kormány gazdaságpolitikai programjának megvalósulását. Az MNB tehát a kormány által kialakított gazdaságpolitikával összhangban tervezi meg és hajtja végre monetáris politikáját.

1. kiemelés: Az MNB jogállása és alapvető feladata Jegybanktörvény, I. fejezet

1. § A Magyar Nemzeti Bank (a továbbiakban: MNB) a Magyar Köztársaság jegybankja, a nemzetgazdaság központi bankja.

...

3. § Az MNB a rendelkezésére álló monetáris politikai (pénz- és hitelpolitikai) eszközökkel támogatja a Kormány gazdaságpolitikai programjának megvalósulását.

4. § (1) Az MNB alapvető feladata a nemzeti fizetőeszköz belső és külső vásárlóerejének védelme.

Sok ország központi bankjának törvényben rögzített célja eltérhet az árstabilitás elérésében megjelölt céltól (szerepelhetnek alá- vagy mellérendelt, egyéb makrogazdasági célok is a célrendszerben), de a kitűzött célokat a központi bankok mindenütt a monetáris politikájukon keresztül valósíthatják meg.

A Magyar Nemzeti Bank feladatain belül tehát az első, *legfontosabb feladata makroökonomiai jellegű: a monetáris politika működtetése*, vagyis a forgalomban lévő pénz- és hitelkínálat mennyiségének befolyásolása a hazai fizetőeszköz értékének megőrzése céljából. Ezen feladatát a jegybank a következő klasszikus jegybanki funkciókra építve valósíthatja meg:

- *emisszió*, vagyis a bankjegy-kibocsátási monopólium,
- a bankok bankja – a végső hitelezői (lender of last resort) funkció,
- az állam bankja,
- a devizatartalékok kezelése.

A központi bankoknak azonban van egy második funkciócsoportja is, amely magába foglalja a mindazokat a feladatokat, melyek szükségesek a bankrendszer egészséges működésének fenntartásához, a *pénzügyi stabilitás megőrzéséhez*. Ha egy bank rosszul működik, veszteséges és esetleg elveszti alaptőkéjét is, akkor ennek következményei a gazdaság egészére nézve messzemenően károsak. Veszélyeztetheti a bankrendszerbe vetett bizalmat, s ezen keresztül a pénzbe vetett bizalmat, a megtakarítások arányát is. A probléma nagyságától függően megrengetheti az egész bankszektor működését. A jegybank mintegy központi szervként megteremti azokat a feltételeket, amelyek megpróbálják *minimalizálni* a bankok biztonságos működését veszélyeztető *kockázati tényezőket*. Így a központi banknak a bankrendszer támogatásában játszott szerepe messzebb megy

annál, hogy részükre szükség esetén segítséget nyújt a végső hitelezői funkció révén.

A Magyar Nemzeti Banknak a bankrendszer egészséges működését segítő funkciói a következők:

- szabályozási-,
- bankellenőrzési feladatok,
- a **fizetési rendszer** fenntartása és fejlesztése.

Mint ahogy a fejezet elején lévő, nem strukturált felsorolásból is kiderült, a világ országaiban a jegybankok számos egyéb funkciót is elláthatnak, de a feladatok köre lehet a felsoroltnál szűkebb is. A bankrendszer egészséges működéséhez szükséges funkciókat elláthatják – és sok helyen el is látják – a jegybankon kívüli, attól független szervezetek. Napjainkban is vitatott kérdés, hogy milyen formában – jegybankon belül vagy azon kívül – hatékonyabb ezen feladatok ellátása. A két feladatcsoporthoz kapcsolt *felsorolás a Magyar Nemzeti Bank jegybanktörvényben is rögzített feladatait tükrözi vissza*, ami főbb vonalakban egybeesik a legtöbb iparilag fejlett ország jegybankjának feladataival.

A monetáris politika vitéléhez, a pénzügyi stabilitás megtartásához egyaránt szükséges a gazdaság, a pénz- és tőkepiacok megfelelő mutatószámainak, a bankrendszer teljesítményének ismerete és elemzése. Helyzeténél fogva a Magyar Nemzeti Bank a hivatalos statisztikai szolgálathoz tartozó intézmény, adatokat gyűjt és szolgáltat is. Az *adatgyűjtés és -szolgáltatás* a jegybank speciális, mindkét funkciócsoportjához kapcsolódó feladata.

A következő alfejezetekben a könyv áttekintést nyújt a Magyar Nemzeti Bank feladatairól a Jegybankról szóló 1991. évi LX. törvény alapján. A monetáris politika vitélének alapjául szolgáló funkciók árnyaltabb kibontására a könyv további fejezeteiben kerül sor, melyek a monetáris po-

litika cél- és eszközrendszerére, valamint hatásmechanizmusára koncentrálnak.

Bankjegy-, és érmekibocsátás (emisszió)

A jegybanktörvény értelmében Magyarországon kizárólag a Magyar Nemzeti Bank jogosult a hazai törvényes fizetőeszköz – a forintbankjegyek és -érmék – kibocsátására, címleteinek meghatározására, valamint forgalomból való bevonására. Az MNB által kibocsátott bankjegyeket és érmeiket magyar törvényes pénzenben teljesítendő fizetésnél mindenki köteles névértéken elfogadni.

2. kiemelés: Az MNB jogállása és alapvető feladata

Jegybanktörvény I. fejezet

4.§ (2) Az MNB kizárólagosan jogosult bankjegy- és érmekibocsátásra.

Amikor a fizetési forgalom még nagyrészt készpénzben bonyolódott le, a jegybankok a készpénz-kibocsátási monopóliumukon keresztül közvetlenül tudták befolyásolni a forgalomban lévő teljes pénzmennyiséget. A központi bankoknak kulcsfontosságú funkciója volt a bankjegy-kibocsátás. A pénzforgalom technikai fejlődésével és a készpénzkímélő módszerek elterjedésével a készpénz hányada azonban – hosszabb távú trendet figyelembe véve – csökken a gazdaságban. (A pénzmennyiségi kategóriákról, vagyis a pénzaggregátumokról, a monetáris bázisról és a pénzmennyiséggel való kapcsolatáról lásd bővebben a „A pénzaggregátumok” alfejezetet). Bár a pénzmennyiség szabályozása nem szűkíthető le a készpénzforgalom feletti ellenőrzésre, így a készpénz forgalomban lévő mennyisége, a fizetési szokások és **fizetési rendszerek** technikai változásából adódó ala-

kulása, és ennek prognosztizálása továbbra is fontos szerepet játszik a monetáris politikában. A jegybank feladata a *forgalom készpénzigényének maradéktalan kielégítése* megfelelő címletösszetételű, korszerű bankjegyekkel és érmékkel.

A fizetőeszközként használt bankjegyek gyártása bonyolult technikai folyamat, és a tervezéstől a feleslegessé, illetve használhatatlanná vált bankjegyek megsemmisítéséig terjed. (A tervezésben és előállításban a pénzhamisítás megakadályozása fontos szempont.) A bankjegyek mellett a Magyar Nemzeti Bank a forintpénzérték kibocsátásával és forgalomba hozatalával is foglalkozik. 1999-ben lezárult a törvényes fizetőeszközök teljes cseréje, amely 1993-ban a forgalmi érmék cseréjével kezdődött és az új bankjegysorozat első eleme – a 10 000 forintos címlet – 1997. évi bevezetésével folytatódott. A régi bankjegy- és érmesorozat minden címletét bevonta a Magyar Nemzeti Bank, így 1999 októberétől kizárólag az új bankjegysorozat hat címlete és az érmesorozat hét címlete áll rendelkezésre a készpénzfizetéseknél.

Az új sorozat bankjegyei korszerű alapanyagok, új technológiák és a modern biztonsági elemek felhasználásával készülnek. A törvényes fizetőeszközök címletösszetétele a forgalom igényeinek megfelelően a névérték növekedése irányába mozgott el: kétszeresére nőtt a legnagyobb és a legkisebb bankjegycímlet névértéke, az érmeforgalomban pedig megszűnt a fillér.

Az új címletértéket képviselő bankjegyek térnyerésével, illetve a forgalom által nem igényelt címletek bevonása hatásaként az elmúlt években összességében csökkent a forgalmi bankjegyek és érmék mennyisége, miközben az általuk képviselt érték dinamikusan nőtt.

2000 elején a forgalomban lévő bankjegyek és érmék összesen 810 milli-

árd forint értéket képviseltek, ezen belül a bankjegyek aránya 98 százalék, az érmék aránya 2 százalék volt. A forgalomban lévő készpénzállomány értékének mintegy 10 százaléka található a pénztintezeteknél, 90 százaléka pedig a bankrendszeren kívül (háztartások, kiskereskedelem, gazdálkodó szervezetek házipénztárai stb.).

A jegybank mint a bankok bankja

A Magyar Nemzeti Bank – és a többi központi bank – speciális helyzete abból ered, hogy a kereskedelmi bankok bizonyos mértékig függenek a jegybankpénztől.¹³

Egyrészt a bankoknak az ügyfeleik által elhelyezett betétek és a részükre nyújtott hitelek kifizetésére szükségük van készpénzre, amit csak a jegybanktól tudnak beszerezni.

Másrészt a központi bank vezeti a hitelintézetek pénzforgalmi számláit, ami azt jelenti, hogy a hitelintézetek ezen számlái mindig rendelkeznek valamilyen egyenleggel (állománnyal) a készpénz nélküli **bankközi** tranzakcióik rendezésére.

3. kiemelés: MNB feladatai: az MNB számlavezetési tevékenysége Jegybanktörvény II. fejezet

26. § (1) Az MNB vezeti – ha más hitelintézetet nem hatalmaz fel – a hitelintézetek pénzforgalmi számláját.

(2) Az MNB vezeti az elszámolóházak pénzforgalmi számláját.

(3) Az MNB vezeti az Országos Betétbiztosítási Alap és a Befektetővédelmi Alap pénzforgalmi számláját.

¹³ A jegybankpénzt a szakirodalom leggyakrabban „monetáris bázis”-ként említi, a jegybankon kívüli készpénzt és a bankok jegybankszámláit foglalja magába. Bővebben lásd az „Indikátorok” fejezetben belül a „Pénzaggregátumok” alfejezetet.

Harmadrészt a magyarországi bankok kötelesek forrásállományuk egy meghatározott arányában az MNB-ben betétet elhelyezni (részletesebben lásd „A kötelező tartalék szabályozása” alfejezetben). 1994. év őszéig a kötelező tartalékszámra és a bankok pénzforgalmi számlája elkülönült. A zsrórendszer bevezetésével a két számlát összevonták, s a bankok a pénzforgalmi számlák **kötelező tartalék** teljesítésén túl meglévő egyenlegeit fel tudják használni a bankközi elszámolási rendszerben.

A fenti három tényező – a forgalomban lévő készpénzállomány, a bankok kötelező tartalékai, valamint a szabadon, a pénzforgalomban felhasználható egyenlegük – együttesen alkotja a monetáris bázist, amely fölött a jegybank gyakorol ellenőrzést. Ezen állományok különböző eszközökkel történő befolyásolásán keresztül a jegybank hatást gyakorolhat a pénzmennyiségre (a *pénzkinálatra*).

A monetáris politika egyik fontos kérdése, hogy adott körülmények között mennyire szoros és kiszámítható ez a kapcsolat – például a jegybanki kamatok változtatása és a pénzmennyiség változása között. (Lásd a pénzaggregátumokról és a transzmisszióról szóló fejezeteket.)

Nem minden bank függ közvetlenül a központi bank által biztosított pénztől. A megfelelő nagyságú egyenlegekhez szükséges jegybankpénz-mennyiség nem feltétlenül csak a jegybanktól szerezhető be. Azok a bankok, melyek átmenetileg vagy akár tartósan a szükségesnél több jegybankpénzzel (*likviditással*) rendelkeznek, a **bankközi** pénzpiacon keresztül kölcsönt nyújtanak az átmenetileg likviditáshiánnyal küzdő bankoknak. Egészen azonban a pénzpiacnak nem áll rendelkezésére több jegybankpénz, mint amennyit a jegybank létrehozott.

A végső hitelezői („lender of last resort”) funkció

4. kiemelés: MNB feladatai: rendkívüli hitel hitelintézet szükséghelyzetében Jegybanktörvény II. fejezet

17. § (1) A hitelintézet szükséghelyzetében az MNB a hitelintézetnek rendkívüli hitelt nyújthat. E hitel rendelkezésre bocsátását az MNB az Állami Bankfelügyeletnek a szükséghelyzetben teendő intézkedésétől, illetőleg az Állami Bankfelügyelet által kezdeményezett intézkedésnek a hitelintézet részéről történő teljesítésétől is függővé teheti.

A bankoknál időszakosan jelentkező likviditásszükséglet a normál üzletmenet részét képezi. Ennek fedezésére több piaci eszköz is a bankok rendelkezésére áll (állampapír vagy devizaeszköz eladása stb.) másrészt a jegybank, mint a bankok bankja, hitel nyújthat a pénzintézetnek. Előfordulhat azonban, hogy a bank *likviditáshiánya* állandósul vagy hirtelen nagy mértékűvé válik. A jegybanknak lehetősége van arra, hogy az átmenetileg vagy tartósan likviditáshiánnyal küszködő bankokat valamely, nem szokásos eljárás keretében jegybankpénzzel lásson el. A funkció tehát szorosan összefügg mind a bankok pénzellátását biztosító („bankok bankja”), mind az egészséges bankrendszer fenntartását biztosító funkciókkal.

Felmerülhet azonban a kérdés, hogy miért kell segíteni egy – esetlegesen talán üzleti hibák miatt is – rosszul működő, likviditáshiánnyal küszködő bankot. Azon az alapvető problémán túl, hogy a bankcsőd alkalmával a betétesek elveszthetik megtakarításaikat, arra is esély van – a bank

méretétől függő mértékben – , hogy a válság a többi bankra is *továbbgyűrűzik*. A bankok megrohanása sorozatos fizetésképtelenséghez vezethet, amely megbéníthatja a bankrendszer egy részét vagy egészét, s ezen keresztül erőteljesen visszavetheti a gazdaságot. Tehát egy bank megmentésének mérlegelésnél a befektetők védelme mellett minden esetben erős súllyal esik latba az a szempont, hogy egy *bankcsőd* megrendítheti a bankrendszerbe és a fizetőeszközbe vetett bizalmat, visszavetheti a megtakarítások arányát, és a gazdaság stabilitását is veszélyeztetheti. Annak illusztrálására, hogy mennyire fontos megelőzni a bankcsődöket, az 1929–1933-as gazdasági válságot szokták példaként felhozni: bankcsődök okozták az Egyesült Államokban ezen időszakban tapasztalt nagymértékű pénzkínálat-csökkenést, amit sok közgazdász a gazdasági válság során bekövetkezett gazdasági összeomlás okozójának és „hajtóerejének” tart.

Az a kérdés is felvetődhet, hogy a betétesek védelme szempontjából miért szükséges mentőövet nyújtani ezeknek a bankoknak, amikor a betéteseket nem érheti kár, hiszen mögöttük áll a betétbiztosítás intézménye. Első pillantásra úgy tűnhet, hogy egy – a legtöbb országban meglévő – *betétbiztosítási alap*, amely védi, biztosítja a betéteseket a bankcsődből eredő veszteségek ellen, feleslegessé teheti a jegybank végső hitelező szerepét. Ez azonban két ok miatt sem igaz. Egyrészt a betétbiztosítók csak egy bizonyos értékhatárig – Magyarországon 1 millió forintig – biztosítják a betéteket, s bár ezek a kisösszegű betétek csak nagyon kis hányadát teszik ki a teljes betétállománynak, ha nagy számban fordulnának elő bankcsődök, a biztosítási alapok még ezeket a kisértékű betéteket sem tudnák teljes egészében fedezni. (A jegybank azonban mint végső hitelező valószínűleg

a legtöbb országban a biztosítási alapok mögött állva biztosítaná a szükséges eszközöket.) Másrészt az 1 millió forint összegnél nagyobb értékű betéteket nem biztosítják a betétbiztosítók. A nagybetétesek részéről a bankrendszerbe vetett bizalom megrendülése könnyen vezethet a bankok megrohanásához, és így a betétbiztosító rendszer ellenére is előfordulhat bankcsőd.

A *végső hitelezői* szerep nem csak a bankcsődök káros hatásaitól védheti a gazdaságot, hanem védelmet jelenthet a bankcsődök által okozott *pénzpiaci válságok ellen* is. A pénzügyi pánik mindenképpen komolyan károsítja a gazdaságot, mivel gátolja a pénzügyi piacok azon alapvető feladatát, hogy a szabad pénzeszközöket hatékony befektetési lehetőségekbe rendezze át. Egy tőzsdei összeomlás esetén a brókercégek nagy számban kerülhetnek olyan helyzetbe, hogy pótlólagos pénzügyi eszközökre van szükségük tevékenységük finanszírozására. A bankok éppen a készülődő csődhelyzetek miatt vágathják el a további finanszírozási lehetőséget a brókercégek számára.

Formáját tekintve a végső hitelezői funkció ritkább esetben jelent valamilyen rendkívüli, a rendelkezésre álló monetáris politikai eszközöktől független hitelnyújtást, hanem mindenütt szorosan összekapcsolódik a jegybankpénz-kínálat – adott országra jellemző – monetáris politikai eszközeivel (lásd: „A monetáris politikai eszköztár” fejezetet). A jegybankpénz-kínálat technikája sokféle lehet (aukciók, rediszkont, rendelkezésre állás), mint ahogy az is országonként változó képet mutat, hogy a jegybank a kamattal vagy egyéb, valamilyen direkt (kontingensek) szabályozó eszközzel – esetleg ezek kombinációjával – igyekszik befolyásolni az igénybevételt. Ezen eszközök megválasztása és szabályozása a pénzkínálat szabályozásának, vagyis a monetáris politikának része, amennyiben azonban

a jegybank feloldja a szabályozásban megadott korlátozást egy bankra vonatkozóan annak megmentésére, *az eszköz a végső hitelező, a „lender of last resort” funkciót tölti be.*

A segítségnyújtás formája lehet a *kötelező tartalék képzése alól való átmeneti felmentés* is. Bár a bankok kötelező tartalékaikat is felhasználhatják fizetési forgalmuk fedezésére, hónap végére átlagosan mégis meg kell felelniük a tartalékolási kötelezettségnek. Amennyiben felmentést kapnak ez alól, a tartalékráta nagyságától függően szabadul fel likviditás az adott bank számára. Magyarországon a nemzetközi összehasonlításban magas ráta miatt (12 százalék) az így felszabaduló jegybankpénz jelentősen bővítheti az adott bank likviditását.

Bár a jegybanknak, mint végső hitelezőnek szerepe a bank és pénzügyi pánik megelőzésének előnyével jár, ezen lehetőség deklarálásának hátrányos oldalai is lehetnek. Előfordulhat, hogy a bankok számítva a jegybank segítségére, a *biztonságosnál nagyobb kockázatokat* vállalnak a banki tevékenységük különböző – főként hitelezési – területén. Ez a kockázat a nagyobb bankoknál a legerősebb, mivel úgy gondolhatják, hogy ők túl nagyok és fontosak ahhoz, hogy a jegybank ne segítsen, ugyanis esetleges bukásuk sokkal valószínűbben kiválthatja a bank megrohanását, és a bankpánik továbbgyűrűzésének valószínűsége is nagyobb. Ez magyarázza, hogy miért nyúl a jegybank csak a legvégső esetben a végső hitelezés eszközehez.

Van egy olyan aspektusa is a végső hitelezői funkciónak, mely szorosan a fizetési rendszer fenntartásához és üzemeltetéséhez kapcsolódik: az MNB hitellehetősége(ke)t biztosíthat a fizetési rendszer zavartalan működése érdekében. Amennyiben egy bank előzetesen rosszul méri fel likviditási helyzetét, és az első-

molás időpontjában **likvid eszközei** nem nyújtanak fedezetet az átutalandó tételekre az elszámolás rendszerében, a *jegybank hitelnyújtással biztosítja az egymás közötti fizetések folyamatos lebonyolítását.* Ezen hitel kamata a pénzügyi kamatszint felett van.

A jegybank mint az állam bankja

Az MNB és az államháztartás kapcsolatának több aspektusa van: egyrészt az *MNB* mint az állam bankja vezeti a kincstár egységes számláját.

5. kiemelés: MNB feladatai: kapcsolat az államháztartással, az MNB számlavezetési tevékenysége Jegybanktörvény, II. fejezet

18. § (1) Az MNB vezeti a kincstári egységes számlát, továbbá a pénzügyminiszter által kijelölt egyéb állami számlákat.

(2) Az MNB vezeti az Állami Privatizációs és Vagyonkezelő Részvénytársaság pénzforgalmi számláját, amelynek mindenkor egyenlegét folyamatosan be kell számítani a kincstári egységes számla egyenlegébe.

Másrészt – a számlavezetési funkcióval összefüggésben – az MNB *finanszírozási* kapcsolatban lehet a költségvetéssel.

Az állami költségvetés és a központi bankok finanszírozási kapcsolata a legtöbb fejlett európai országban nagy múltra tekint vissza, a törvényhozók azonban a múlt tapasztalatainak birtokában szigorúan körbehatárolták ezt a tevékenységet annak érdekében, hogy megakadályozza a központi bankok autonóm monetáris politikára vonatkozó jogainak csorbulását. Az Európai Unió szerződése (Maastrichti Szerződés) értelmében sem az ECB, sem a tagállamok központi bankjai nem nyújthatnak folyószámla-, vagy

más típusú hitelt sem a közösségi intézményeknek vagy szervezeteknek, sem a központi, regionális vagy helyi kormányzatoknak vagy más központi szervezeteknek, tagállamok állami tulajdonban lévő vállalatainak; illetve tilos ezen intézményektől, szervektől hitelviszonyt megtestesítő értékpapírt közvetlenül vásárolniuk. A rendelkezés szándéka egyrészt, hogy megszilárdítsa a költségvetési fegyelmet a tagországokban, és ugyanakkor lezárja az **infláció** egyik fő forrását. Másrészt a központi bank által a kormányzatnak nyújtott közvetlen hitelek folyósításának betiltása jelentős tényezője a nemzeti központi bankok és az Európai Központi Bank (ECB) *függetlenségének* is.

Az elmúlt években a MNB és a költségvetés finanszírozási kapcsolata is nagy változáson ment keresztül. Az 1990. évben a jegybank összes kihelyezéséhez (mérlegfőösszeghez) képest az államháztartás részére történő kihelyezés még meghaladta a 70 százalékot. A következő években a gazdaság átstrukturálódása szükségessé tette a jegybanki hiteleknek a gazdálkodói szféra javára történő áthelyezését.

Az 1991. évi jegybanktörvény egyrészt még tükrözi a jegybanktörvény elfogadásakor fennálló azon gyakorlatot, hogy az MNB a központi költségvetés finanszírozását hitelnyújtás alapján (hitelszerződések alapján) folytatta, másrészt azonban már felső határt szabott a költségvetés jegybanki hitellel történő finanszírozásának, kimondva, hogy az adott évben a központi költségvetésnek nyújtott hitelek állományának növekedése az év egyetlen napján sem haladhatja meg a központi költségvetés adott évi tervezett bevételeinek három százalékát. Annak érdekében, hogy a központi költségvetés a pénzpiac többi szereplőjéhez képest ne legyen kedvezményes helyzetben, a központi költségvetésnek nyújtott hitelek tekintetében a

jegybanki alapkamat – tehát egy piaci mértékű kamat – volt az irányadó.

A jegybanktörvény 1994-es módosítása (1994. évi IV. törvény) a költségvetési bevételek és kiadások hónapon belüli asszimmetrikus ütemezése miatt a folyamatos pénzellátás érdekében lehetővé tette a költségvetési forgóalap (ma: Kincstári Egységes Számla – KESZ) néhány napos, átmeneti likviditási nehézségeinek korlátozott finanszírozását. Ez a központi költségvetés adott évi bevételi előirányzatának legfeljebb 2 százalékáig nyújtható hitel minden hónapban – több alkalommal vagy egybefüggően, de legfeljebb 15 napig állhat fenn. A központi költségvetés a likviditási hiteltartozás után az MNB-nek a mindenkori jegybanki alapkamatot fizeti. Az elmúlt évek gyakorlata azonban azt mutatja, hogy ezt a hitellehetőséget a költségvetés nem vette igénybe, az APV Rt. számlájával együtt a KESZ egyenlege pozitív.

A jegybanktörvény 1996-os módosítása (1996. évi – 1991. évi LX. törvényt módosító – CXXIX. törvény 19.§ (3)) – a jelenleg is érvényben lévő szabályozás szerint már *megtiltja azt, hogy az MNB a központi költségvetésnek hitelt nyújtson*, ami alól csak a likviditási hitel jelent kivételt.

A közvetlen jegybanki finanszírozásnak a tiltása csak úgy jöhetett létre, hogy a hazai tőkepiac fejlődésével a költségvetésnek egyre inkább lehetősége nyílt arra, hogy a hiány finanszírozása már a jegybank beiktatása nélkül, közvetlenül a piacról történjen állampapír-kibocsátás formájában. A jegybank is finanszírozhatja a költségvetést nem csak közvetlen hitelnyújtással, hanem állampapírok megvásárlásával is. Nem mindegy azonban, hogy ez az **elsődleges piacon** teszi – ami a gyakorlatban azt jelentené, hogy az MNB részt vehetne az állampapír-aukciókon – vagy pedig csak a másodpiacon vásárol állampapírokat. Az első esetben megvan

a lehetősége, hogy a költségvetés esetlegesen növekvő finanszírozási szükséglet nyomására a jegybank az aukciókon keresztül finanszírozza a hiányt, ami magába rejti a kialakuló hozamok piaci szinttől való eltorzításának veszélyét is. A másodpiaci vásárlások, vagyis a piaci szereplők által már megvásárolt állampapírok jegybanki vétele kevésbé befolyásolja az állampapírok hozamát, mint az elsődleges piacon a kibocsátáskor történő állampapír-vásárlás, amely a költségvetés közvetlen finanszírozását jelenti. A másodpiacra történő értékpapír-kereskedelemben való jegybanki részvétel azonban szükséges, mert a hatékony monetáris politika viteléhez – az eszközzrendszer működtetéséhez, a nyíltpiaci műveletekhez – a jegybanknak szüksége lehet megfelelő értékpapír-állományra. A *jegybanktörvény* ezen megfontolások miatt *tiltja, hogy az MNB értékpapírt közvetlenül az államtól, azaz az elsődleges piacon vásároljon*. A módosítás szerint azonban nincs akadálya annak, hogy az MNB – monetáris politikai céljait követve – a másodlagos értékpapírpiacra, **nyíltpiaci műveletek** keretében állampapírt vásároljon.

Ez a szabályozás az Európai Unió Maastricht-i szerződésében lefektetett elvekkkel is összhangban van. Ezek ugyanis nem a költségvetés jegybanki finanszírozását tiltják, hanem azt, hogy ez a tőkepiac megkerülésével történjen. Ezek az elvek az Európai Unió országaiban is a **jegybanki függetlenség** megőrzését és annak elkerülését szolgálják, hogy torz információk miatt téves gazdaságpolitikai döntések szülessenek. Ugyanakkor a jegybankok számára a másodpiaci műveletek végzése terén biztosított mozgástér kizárólag a monetáris politika céljainak elérése érdekében használható ki, ez nem szolgálhatja a központi költségvetés közvetlen finanszírozására vonatkozó tilalom megkerülését.

6. kiemelés: MNB feladatai: kapcsolat az államháztartással, az MNB számlavezetési tevékenysége Jegybanktörvény, II. fejezet

19. § (1) Az MNB az államháztartás alrendszerei közül finanszírozási kapcsolatot kizárólag a központi költségvetéssel tarthat.

(2) Az MNB az államháztartással való finanszírozási kapcsolatokat illetően az Országgyűlésnek felelősséggel tartozik.

(3) Az MNB a központi költségvetésnek hitelt – a (4) bekezdésben említett kivétellel – nem nyújthat. Az MNB állampapírt nyíltpiaci műveletei keretében vásárolhat. Az MNB állampapírt közvetlenül az államtól nem vásárolhat.

(4) Az MNB a kincstári egységes számla átmeneti likviditási nehézségeinek áthidalására – legfeljebb a központi költségvetés adott évi tervezett bevételeinek két százaléka erejéig – likviditási hitelt nyújthat. A központi költségvetésnek ilyen likviditási hiteltartozása egy naptári hónapban több alkalommal vagy egybefüggően, de legfeljebb 15 napig állhat fenn; a központi költségvetésnek likviditási hiteltartozása az év utolsó napján nem lehet.

Devizatartalék-kezelés az MNB-ben

A világ központi bankjainak legfőbb feladatai között szerepel az adott ország devizatartalékának kezelése. A *tartalék tartásának céljai* közel azonosak az egyes országokban, az egyes célok fontossága azonban eltérhet az államok helyzetétől függően. A fő tartaléktartási célok az *intervenció, tranzakció és vagyonfelhalmozási cél*. Hogy mikor melyik cél a domináns a jegybank számára egy adott időszakban, azt több tényező – alkalmazott árfolyamrendszer, adósságállomány nagysága, **fizetési mérleg** – határozza

meg. Végső esetben – amennyiben a gazdasági szereplők erre valami okból (háború, válság, természeti csapás stb.) már nem képesek – a központi bankok devizatartalékai szolgálnak az ország devizakifizetési (import stb.) teljesítésére is.

Magyarország esetében mindhárom alapvető cél jelentkezik. A jelen árfolyamrendszerben a **valutakosár** által meghatározott centrumárfolyam körül engedélyezett ingadozási sáv két szélén az MNB elvileg korlátlan vételi, illetve eladási kötelezettséget vállal. Ennek teljesítéséhez megfelelő nagyságú devizatartalékokkal kell rendelkeznie. Közvetlenül a tartalékból történik az MNB és az állam által felvett devizahitelek kamat- és tőketörlesztése. A kellően magas tartalék növeli külföldi befektetők, hitelezők hazánk iránti bizalmát, valamennyi gazdasági szereplő számára megkönnyíti, olcsóbbá teszi a külföldi forrásbevonást.

A tartalék növekedésének forrása végső soron a **folyo fizetési mérleg** pozitív egyenlege vagy tőkebeáramlás lehet. A külföldiek befektetési és a belföldi magánszektor devizaforrása a bankközi devizapiacon konvertálódik forintra. A kívánatos tartalékszint eléréséhez (fenntartásához) szükséges lehet a tartalék célú devizahitel-felvétel. Az állam devizahitel-felvétele történhet a hazai vagy külföldi pénz- és tőkepiacokról, vagy nagy nemzetközi szervezetektől (IMF, Világbank). 1999-ig az MNB, jelenleg közvetlenül az állam jelenik meg a külföldi piacokon.

A tartalékok *optimális nagyságának* megállapítására nincs minden országra érvényes, általánosan elfogadott képlet. A leginkább használt „mértékegység” az importigény. Eszerint átlagosan a háromhavi importnak megfelelő összeg tekinthető elfogadható tartalékszintnek. Ez átlagérték, a gyakorlatban a fejlett országok esetében 1–2 havi érték is elegendő, míg a kevésbé fejlettek esetén 6–8 havi a jel-

lemző nagyság. A devizatartalék kívánatos nagysága természetesen több tényezőtől függ, úgy mint az alkalmazott árfolyamrendszertől, az ország forrásbevonási képességétől, a gazdaság nyitottságától, a folyó fizetési mérleg egyenlegének változékonyságától is. Az MNB tartalékpolitikájában a háromhavi import, mint minimumérték szerepel. A jegybanki tartalékok terhelő külső adósságszolgálat a kívánatosnak tartott tartalékszintet átlagosan 3 havi törlesztés értékével emeli. A végleges tartalékszint kialakításánál a jegybank tekintettel van a potenciális rövid távú tőkeáramlásokra is.

A *tartalékok devizaszerkezete* általában jól tükrözi az egyes országok külkereskedelmi kapcsolatainak irányultságát. A távol-keleti országok devizatartalékain belül emiatt magasabb a dollár és a jen, az európai országok tartalékaiban az euró aránya. Általános tendencia, hogy az arany szerepe a tartalékkezelésben a legtöbb országban a minimumra csökkent. Az MNB devizatartalékait a főbb devizákban, elsősorban euróban és dollárban tartja, az arany részaránya minimális. A devizaszerkezet tükrözi az ország külső fizetéseinek és a forint kosarának összetételét.

A *befektetési irányelvek* szempontjából a befektetői biztonság-likviditáshozam „szentháromságból” a központi bankok általában a biztonságra helyezik a fő hangsúlyt, ami érthető, mivel a központi bankok országuk devizatartalékát kezelik, mely többnyire abszolút értékben és a GDP százalékában is jelentős összeg. Nem véletlen tehát, hogy ezen intézményeket a világ legnagyobb, ugyanakkor legkonzervatívabb befektetői között tartják számon. Ennek megfelelően nagyon kevés kivételtől eltekintve nem fektetnek például sem részvénybe, sem ingatlanba. Az értékpapírpiacra jellemzően a legmagasabb hitelminősítésű papírokat keresik, leginkább a fejlett országok állampapírjait

vásárolják. A likviditási szempont azért fontos, mert a tartalékoknak **intervenció** vagy egy esetleges válság esetén jelentős értékvesztés nélkül azonnal bevethetőnek kell lenni ahhoz, hogy alapvető funkcióiknak eleget tudjanak tenni. Ezen követelménynek méretüknél fogva megint csak a legnagyobb, legfejlettebb országok állampapírai képesek megfelelni. A biztonságot és a likviditási szempontot szem előtt tartva a tartalékok kezelői arra töreksenek, hogy a lehető legjobb hozammal rendelkező eszközökbe helyezték a tartalékokat. A Magyar Nemzeti Bank devizatalalék-kezelési irányelvei összhangban vannak a nemzetközi központi banki gyakorlattal. Az üzletkötésre engedélyezett partnerek listáján a legnagyobb kereskedelmi és befektetési bankok és értékpapírházak sorakoznak.

Szabályozási funkció

A jegybank szabályozási tevékenysége megoszlik az operatív intézkedést igénylő engedélyezési ügyek, valamint az elméleti tevékenység, a pénz- és tőkepiacon működő vállalkozásokra vonatkozó szabályozási javaslatok kidolgozása, véleményezése között.

7. kiemelés: Vegyes rendelkezések: Jogosultságok Jegybanktörvény, V. fejezet

71. § (1) Az MNB a jogszabályok keretei között a pénzügyi intézmények és a pénzügyi intézménynek nem minősülő, kiegészítő pénzügyi szolgáltatást végző jogi személyek, valamint a befektetési szolgáltatók és az elszámolóházak számára jegybanki rendelkezésben kötelező előírásokat adhat, ...

(2) A jegybanki rendelkezés a pénzforgalom tekintetében a jogi személyekre, jogi személyiség nélküli gazdasági társaságokra és természetes személyekre is kiterjed.

A pénz- és tőkepiacon végzett tevékenységeket illetően az *engedélyezési hatáskör* Magyarországon hagyományosan megoszlik az Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet (ÁPTF) és az MNB között. Ezért annak ellenére, hogy az 1997-től hatályos törvényi rendelkezések alapján a pénzügyi intézmények által végezhető pénzügyi és kiegészítő pénzügyi szolgáltatási tevékenységek túlnyomó részét már az ÁPTF engedélyezi, egyes szolgáltatások tekintetében az MNB az engedélyező hatóság.

A törvényi szabályozás által az MNB engedélyezési hatáskörébe adott pénzügyi, valamint kiegészítő pénzügyi szolgáltatási tevékenységek meghatározott köre (mint pl. a készpénzkímélő fizetési eszközök kibocsátása és az ezekkel kapcsolatos szolgáltatások nyújtása, a pénzfeldolgozás, az elszámolásforgalmi tevékenység) esetében az engedélykérelmek elbírálása, döntéselőkészítése az MNB feladata. E feladatkörében szervezi a beérkezett kérelmek bankon belüli vizsgálatát, értékelését, valamint a szükséges konzultációkat, és ezek alapján tesz javaslatot az engedély megadására vagy elutasítására.

Jóllehet, az MNB önálló szabályozási felhatalmazása csak a szorosan vett jegybanki feladatokkal összefüggő tárgykörökre terjed ki, a monetáris politika sikere szempontjából a hazai pénzügyi piacok egésze, de különösen a bankrendszer tekintetében az MNB számára kiemelkedő fontosságú a pénz- és tőkepiac biztonságos és egészséges működését célzó *prudenciális szabályozás* is. Ezért a rendszerkockázatok csökkentése érdekében a jegybank részt vesz mind a **prudenciális szabályozásra**, illetőleg ezzel összefüggésben a felügyeleti tevékenységre vonatkozó javaslatok előkészítésében, értékelésében.

A *jogszabály-alkotási funkció* a meglévő jogszabályok felülvizsgálata, a módosítási javaslatok, illetőleg az új el-

képzések előkészítése, kidolgozása és egyeztetése. Ennek során a jegybank hasznosítja mind az engedélykérelmek elbírálása, véleményezése, mind a bank többi szakterületeinek az operatív tevékenysége során kapott információkat, a különböző nemzetközi testületek vonatkozó szabályozási ajánlásaival, valamint a szakirodalomban megjelenő publikációkkal együtt.

Utóbbi tekintetben kulcsfontosságú az EÜ vonatkozó szabályainak elemzése, valamint a hazai jogrendszer kapcsolódó területének harmonizálása.

A jegybanki tevékenységek egy speciális területe a *devizaengedélyezési jogkör, mely alapját az MNB devizahatósági jogköre képezi.*

8. kiemelés: MNB feladatai: Devizagazdálkodási feladatok Jegybanktv. II. fejezet

28. § Az MNB a devizagazdálkodás központi szerve. Az MNB devizahatósági jogkörét a devizáról szóló jogszabályok állapítják meg.

29. § (1) Az MNB szabályozza – az Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelettel egyetértésben – a hitelintézeteknek és a pénzügyi vállalkozásoknak és pénzügyi intézményeknek nem minősülő, kiegészítő pénzügyi szolgáltatást végző jogi személyeknek külföldi pénznemben, továbbá a devizajogszabályok alkalmazásában külföldiekkel forintban végzett pénzügyi tevékenységét. Az MNB részt vesz az exporthitelnyújtás elveinek és feltételeinek kialakításában.

(2) Külföldi hiteleket – ide nem értve a 24. §-ban meghatározott kormányhiteleket – az MNB, valamint a (3) bekezdésben meghatározott engedélyezési, illetve bejelentési kötelezettség mellett hitelintézetek és más jogi személyek vehetnek fel és nyújthatnak.

(3) Devizaműveletek végzésére felhatalmazott hitelintézetek az MNB-nek történő bejelentési kötelezettség mellett vehetnek fel külföldi hiteleket. Az MNB engedélyezheti hitelintézeteknek külföldi hitelek nyújtását, más jogi személyeknek külföldi hitelek felvételét és nyújtását.

1996. január 1-jén lépett hatályba a devizáról szóló 1995. évi XCV. törvény, amely az ún. **folyó fizetési műveletekre** széles körű átválthatóságot tett lehetővé mind devizabelföldiek, mind devizakülföldiek számára, eleget téve ezzel az IMF Alapokmánya VIII. cikkelye szerinti konvertibilitásnak, amely feltétele volt az OECD-tagság elnyerésének is. A tőkeműveleteket illetően a belföldiek külföldi működőtőke-befektetéseinél (közvetlen vállalkozásszerzés), továbbá az éven túli lejáratú külföldi devizahitel-felvételnél és nyújtásánál került sor lényeges liberalizálásra, míg a rövid lejáratú tőkebehozatal és -kivitel devizahatósági engedélykötelezettsége a hektikus tőkebeáramlás nem kívánatos hatásainak kivédése érdekében maradt fenn.

Ha a devizahatósági engedély iránti kérelem elbírálásnak szempontjait devizajogszabály nem határozza meg, a devizahatóság határozata meghozatalánál a nemzetgazdasági érdekeket vagy a kérelmező, illetőleg a kedvezményezett körülményeit mérlegeli. A nemzetgazdasági érdekeket szem előtt tartva nem ad a devizahatóság engedélyt olyan műveletekre, amelyek a Magyar Nemzeti Bank monetáris politikai céljaival ellentétesek.

Bankellenőrzés

A pénzügyi tevékenységek törvények és rendeletek által szabályozott működését két intézmény ellenőrzi: az Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet, mely közvetlenül a kor-

mánynak, valamint a Magyar Nemzeti Bank, mely az Országgyűlésnek tartozik beszámolási kötelezettséggel.

Az Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet ellenőrzi a hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról szóló (1996. évi CXII.) törvény követelményeinek való megfelelést (tőkemegfelelési mutató, eszközértékelési elvek, menedzsmentre vonatkozó követelmények, a nyereségre, likviditásra, fizetőképességre stb. vonatkozó előírások betartása).

Az az elvárás azonban, hogy a monetáris, illetőleg a jegybanki szabályozás hatékony legyen, feltételezi, hogy az MNB meggyőződhessen arról, hogy érvényesülnek-e, – s milyen módon – a vonatkozó jogszabályok, és a jogszabályok felhatalmazása alapján kiadott jegybanki előírások a pénzügyintézetek mindennapos gyakorlatában. Ez a *jegybanki ellenőrzés* során történik.

A jegybanki ellenőrzés hatálya kiterjed a kötelező tartalékról szóló MNB elnöki rendelkezés betartására, a pénzforgalomról és a bankhitelről, valamint a devizagazdálkodásról szóló jogszabályok és végrehajtásukra kiadott jegybanki előírások megtartására. Így a jegybanki ellenőrzés a jelenlegi gyakorlat szerint elsősorban a kötelező tartalékokra, a jogszabály alapján a kötelezően alkalmazandó kamatok mértékére és a jegybanki információs rendszer keretében szolgáltatandó információkra vonatkozó jogszabályok, illetőleg jegybanki előírások megtartásának vizsgálatát jelenti.

Vannak olyan pénzügyi szolgáltató tevékenységek is, melyekre kizárólag az MNB adhat felhatalmazást, s amely felhatalmazásokat vissza is vonhat. Ilyenek: készpénz-helyettesítő fizetési instrumentumok kibocsátása és az ezzel kapcsolatos szolgáltatások, pénzváltási tevékenység, elektronikus elszámolási rendszerek-

ben végezhető műveletek, pénzfeldolgozási tevékenység.

A **jegybanki ellenőrzés** alapvetően a jegybanki adatgyűjtési rendszer, vagyis a pénzügyintézetek által szolgáltatott adatok révén történik. A *nem helyszíni ellenőrzés* lehetőségét a két ellenőrző szervezet számára az előírt napi, havi, negyedéves, illetve éves rendszerességgel kért és a pénzügyintézetek által beküldött adatok biztosítják. A szabályozás által rögzített adatszolgáltatási rend nyújtja azt az alapot a jegybank számára, mely segítségével figyelemmel tudja kísérni a pénzügyi közvetítő rendszer állapotát. A jegybanki ellenőrzés során azonban az MNB jogosult kiegészítő adatok, beszámolók, mérlegek, bizonylatok és vizsgálati anyagok bekérésére is.

A *helyszíni ellenőrzéseket* a jegybank erre a célra felállított főosztálya végzi. A helyszíni ellenőrzés során részletesen vizsgálják a **kötelező tartalék** teljesítését, a devizagazdálkodási-, a pénzforgalmi szabályok betartását, valamint ellenőrzik a különböző típusú adatszolgáltatás pontosságát.

9. kiemelés: MNB feladatai: Jegybanki ellenőrzés Jegybanktörvény, II. fejezet

35. § (1) A jegybanki ellenőrzés a pénzügyi intézmények és a pénzügyi intézménynek nem minősülő, kiegészítő pénzügyi szolgáltatást végző jogi személyek, valamint a befektetési szolgáltatók és az elszámolóházak tekintetében e törvény, a pénzforgalomról és a devizáról szóló jogszabályok, valamint a végrehajtásukra kiadott jegybanki előírások megtartására terjed ki. Ennek keretében az MNB jogosult adatok, beszámolók, mérlegek, bizonylatok és vizsgálati anyagok bekérésére.

(2) Az MNB a jegybanki ellenőrzés során helyszíni ellenőrzésre is jogosult.

A jegybanktörvény meghatározza a jegybanki ellenőrzés során a megállapított jogszabálysértések esetére szóló jogkövetkezményeket is.

10. kiemelés: MNB feladatai: Jegybanki ellenőrzés Jegybanktörvény, II. fejezet

36. § (1) Ha a hitelintézet az MNB által nyújtott jegybanki forrást jogszabályt sértő hitelezési tevékenységre használja fel, az MNB a jogellenesen felhasznált összeg mértékéig – a refinanszírozási hitelszerződésben meghatározott kamat mellett – büntető kamatot is felszámíthat.

(2) Ha a hitelintézet megszegi a 35. § (1) bekezdésében említett jogszabályokat, illetőleg előírásokat, az MNB – a jogszabálysértés megállapításától számított egy évig – a hitelintézettel kötendő refinanszírozási hitelszerződéseiben – az ügyleti kamat mellett – büntető kamatot, illetőleg rövidebb lejáratú határidőt érvényesíthet, ismétlődő vagy súlyos esetben pedig a hitelintézetet a refinanszíro-

Az egységes követelményű, duplikációkat mellőző ellenőrzési rendszer megköveteli – amely követelmény a jegybanktörvényben is visszatükröződik – az Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet valamint az MNB közötti összehangolt működést. Így az MNB szervezeti kapcsolatai között kiemelkedő fontosságú az Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelettel való együttműködés. Az együttműködés szervezeti biztosítéka, hogy az MNB igazgatósági ülésének az Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet feladatkörét érintő napirendi pontjához a felügyelet vezetőjét meg kell hívni.

Az Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet a különböző engedélyeket, melyek szükségesek a pénzintézetek alapításához és működéséhez, az MNB előzetes véleményének kikérésével adhatja meg.

Az MNB és az Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet együttműködésének tartalmi biztosítéka a rendszeres információcsere. A két szervezet kölcsönösen egymás rendelkezésére bocsátja a pénzintézetek tevékenységéről, az értékpapír-kiadásokról, és -forgalmazásról szerzett adatokat, információkat és tájékoztatják egymást az ellenőrzések megállapításairól, szükség esetén egymásnál eljárást kezdeményezhetnek.

A fizetési rendszer fenntartása

A jegybank **emissziós tevékenysége** keretében forgalomba bocsátott készpénzt, azaz a bankjegyek és érmék túlnyomó többségét a lakosság használja, a gazdaság egyéb szereplői, a különféle cégek, társaságok, valamint az államháztartás pénzforgalma azonban főként bankszámlák közötti pénzmozgás útján bonyolódik le. A számlapénzforgalom az ügyfelek számláinak egyenlegváltásán túl az érintett bankok között is tartozások és követelések kialakulásával jár. A bankközi elszámolásforgalomban keletkezett tartozások és követelések kiegyenlítése a pénzintézetek jegybanknál vezetett elszámolási számláin történik. A kiegyenlítést azonban megelőzi az elszámolás, azaz a fizetési megbízások célba juttatása, és a kölcsönös tartozások és követelések kiszámítása, ami a **bankközi elszámolásforgalom** keretében történik.

A bankközi **fizetési rendszer** stabilitása, biztonságos működtetése alapfeltétele a teljes hazai pénzügyi rendszer stabilitásának. Ezt tükrözi az Alkotmány és a jegybanktörvény is, mely szerint az MNB feladata a fizetési és az elszámolásforgalmi rendszer kialakítása és zökkenőmentes működtetése.

11. kiemelés: MNB feladatai: Pénzforgalmi feladatok Jegybanktörvény, II. fejezet

33. § (1) Az MNB alakítja ki az országos fizetési és elszámolási rendszert.

(2) Az MNB szabályozza a pénzforgalmat.

33/A. § (1) Az MNB jóváhagyása szükséges az elszámolásforgalom lebonyolítását végző átutalási rendszert működtető hitelintézeti elszámolóház üzletszabályzatának, illetőleg módosításának hatálybalépéséhez, amelyet a hitelintézeti elszámolóház a Pénzügyi Közlönyben közzétesz.

(2) Az MNB a hitelintézeti elszámolóház számára kockázati alap képzését kötelezővé teheti, illetve az alap képzésének módjára, mértékére, felhasználására vonatkozóan kötelező előírásokat adhat.

Az MNB elnöke rendelkezést bocsát ki, amely a pénzforgalom tekintetében magánszemélyekre is kiterjed. Jegybanki rendelkezés állapítja meg a belföldi fizetési forgalomban alkalmazható fizetési módokat és lebonyolításuk lényeges szabályait, így egyebek között a teljesítés rendjét és határidejét.

Szabályozási jogkörén túl a jegybank sajátos felügyeleti tevékenységet is folytat, amelynek célja elsősorban a pénzügyi intézetek pénzügyi kapcsolatrendszereként működő elszámolási rendszerek hatékonyságának és stabilitásának biztosítása. A jegybank engedélyezi a pénzügyi intézeti elszámolóházak működését, és ellenőrzi tevékenységüket. A *Giro Elszámolásforgalmi Részvénytársaságot* 1989-ben alapították azzal a céllal, hogy létrehozza és üzemeltesse a bankközi klíringrendszert. A részvénytulajdonosok a pénzügyi intézetek az MNB-vel együtt, amely a legnagyobb részvénytulajdonos a részvénytőke 14,7 százalékának birtoklásá-

val. A pénzügyi intézetek közötti elszámolásforgalomhoz hasonló kockázatok adódhatnak az Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet által felügyelt Központi Elszámolóház és Értéktár Rt. (KELER Rt.) tevékenységében is, amely az értékpapírok és származékos tőzsdei ügyletek pénzforgalmának feldolgozását végzi. A KELER Rt. esetében az MNB a részvények 50 százalékának tulajdonosa.

A KELER Rt.

A fejlett pénzügyi piacokkal rendelkező országokban létrejöttek olyan intézmények, melyek fő funkcióként – szolgáltatásként – látják el mindazokat a feladatokat, melyek a hatalmas mennyiségű piaci értékpapír-állomány kezeléséhez és elszámolásához szükségesek.

A tőzsdei forgalom rohamos bővülésével Magyarországon is megfogalmazódott egy önálló elszámolóház és értéktár létrehozásának az igénye, amely a szolgáltatások szélesebb körét tudja hatékonyan, gyorsan és biztonságosan biztosítani a tőzsdei ügyletkötésben résztvevők számára. 1993. október 12-én alapos szakmai előkészítő munka eredményeként megalapításra került a Központi Elszámolóház és Értéktár (Budapest) Rt., rövidített nevén KELER Rt. A KELER Rt.-t a Magyar Nemzeti Bank, az Árutőzsde Kft., valamint a Budapesti Értéktőzsde alapította, s a tulajdonolja azóta is.

Fő feladatuként a magyarországi értékpapír-piaci ügyletek biztonságos, gyors és olcsó elszámolásának és teljesítésének elősegítését jelölték meg, egy, az elsősorban tőkepiaci közösség tagjai (értékpapír-forgalmazók, bankok) számára létrehozott, azok piaci tevékenységét támogató szolgáltató központ működtetése révén. A KELER Rt. tehát ellátja a központi értéktári funkciókat, és az ezzel kapcsolatos értékpapírszámla-vezetési és egyéb szolgáltatásokat nyújtja. Elszámolóházi funkcióiban nemcsak a BÉT (Budapesti Értéktőzsde) azonnali piacának nyújt szolgáltatásokat, hanem a BÉT és a BÁT (Budapesti Árutőzsde) határidős piacának elszámolóházaként is működik. A legnagyobb kockázatokot ez utóbbi szerepkörében vállalja magára, hiszen a **határidős ügyletek** esetében a nemzetközi gyakorlathoz hasonlóan az elszámolóház szerződő félként lép be a vevő és az eladó közé, és garantálja az ügyletek teljesítését. A KELER Rt. ezen túlmenően a tőzsdén kívüli állampapírpiac (OTC) számára is

elszámolási szolgáltatásokat nyújt, valamint egyre kiterjedtebb banki jellegű funkciókat lát el (tőzsdeforgalmi számlavezetés: ki- és befizető pénztár működtetése, kamatfizetés, elszámoláshoz kapcsolódó technikai hitelezés stb.; Treasury tevékenység).

A KELER Rt. létrejöttével és a fizetési rendszer fejlődésével egyre szélesebb körben nyílik lehetőség a DVP (Delivery Versus Payment)¹⁴ elvű elszámolás megvalósítására. A fizetési forgalomban felmerülő kockázat lényegesen mérsékelhető abban az esetben, ha a fizetési és értékpapír-elszámolási rendszer működése megfelel a szállítási fizetés ellenében (DVP) elvnek, azaz olyan mechanizmust alkalmaz, amelyben az értékpapírok szállítása csak és kizárólag abban az esetben történhet meg, ha az ellenérték kifizetése is megtörténik.

Az értékpapír-elszámolási rendszer (az azt végző intézmény), illetve a monetáris politika (a jegybank) számos területen kapcsolódnak össze. A jegybank maga is részt vesz olyan tranzakciókban, amelyek mögött fedezetül állampapírok állnak, illetve saját műveletei egy részének az elszámolását is a KELER Rt. végzi. Az értékpapírok pénzüldali elszámolása pedig gyakran a jegybankoknál vezetett számlákon történik.

A fizetési rendszerrel kapcsolatban az MNB feladata és célja az, hogy a belföldi fizetési rendszer működőképességét biztosítsa, és egy olyan országos fizetési és elszámolási rendszert alakítson ki, amely minimális kockázattal működik.

Az elszámolási rendszer és a pénzügyi piacok hatékony működése között szoros kapcsolat van, ugyanis minél fejlettebb a fizetési rendszer, annál likvidebbek a pénzügyi eszközök, annál jobban integrálódnak a pénzügyi piacok, csökken a tranzakciós költség és a kockázat. Ezáltal és a gyorsuló adat, illetve információáramláson keresztül javulhat a hatékonyság, amellyel a jegybanki lépések a különböző piacok kamatlábain és változóin keresztül a végső kamatcélra hatnak.

¹⁴ DVP elv: értékpapírügyleteknél a teljesítés csak akkor történik meg, ha eladói oldalon az értékpapír, vevői oldalon pedig a szükséges pénz rendelkezésre áll a megfelelő számlákon.

Másrészt azonban a fizetési rendszer egy olyan csatorna is, amelyen keresztül a pénzügyileg nem stabil hitelintézetek az egész fizetési rendszer stabilitását veszélyeztethetik. Ilyen esetekben, a veszélyt elkerülendő, a központi bankok kénytelenek utolsó mentsvár funkciójuknak eleget tenni.

A Bankközi Kliringrendszer – BKR

A Giro Elszámolásforgalmi Rt. által üzemeltetett **bankközi** kliringrendszer a *giro elszámolási rendszer (Bankközi Kliringrendszer – BKR)*. *Az átutalásokat a rendszer bruttó módon kezeli, azonban nem azonnal, a megbízás időpontjában küldi el az átutalásokat, hanem a tárgynapon egy meghatározott időpontban történik meg ezek rendezése.*

A kereskedelmi bankok közvetlenül tagjai az elszámolási rendszernek, az egyéb pénzügyintézetek, – mint például a takarékszövetkezetek – a kereskedelmi bankokon keresztül, ún. levelező tagként kapcsolódnak a giro elszámolásforgalmi rendszerhez. A rendszer a bankközi kliringforgalomban csak olyan megbízást fogad el, melynek fedezetét a megbízó hitelintézet előzetesen biztosította. Ez a fedezet a jegybanknál vezetett elszámolási számla egyenlegéből és a KELER Rt.-nél az elszámolás előtt a bank által zároltatott értékpapírokból áll. A giro rendszer az adott napi forgalom után késő délután és éjszaka feldolgozza a beérkezett átutalásokat. Amennyiben a zárolt összeg valamilyen oknál fogva nem nyújt fedezetet egy pénzügyintézetnél az átutalások összegére, a rendszer sorbaállítja ezeket az átutalásokat. A bank vagy további – saját – likviditás felszabadításával nyújt lehetőséget a sor lebontására, vagy különböző eszközök (hitellehetőségek) állnak ren-

delkezésére a jegybank részéről pótlólagos likviditás felvételére.

Az MNB-nek kettős szerepe van az elszámolási rendszerben: egyrésztől elszámolja és lekönnyveli az éjszakai bankközi zsrórendszer működése során keletkezett pozíciókat, másrészt napközben saját számlatulajdonosainak (pénzintézeteknek) egymással szembeni fizetéseit közvetlenül rendezzi és könyveli.

A VIBER

Az MNB, a hitelintézetek részére nyújtott szolgáltatásokat korszerűsítendő, 1999 őszén új szolgáltatást vezetett be, a **valós idejű bruttó elszámolási rendszert (VIBER)**. A valós idejű bruttó elszámolás (Real Time Gross Settlement – RTGS) lényege, hogy a kiegyenlítés és az elszámolás mozzanata időben nem válik el egymástól, a könyvelés tételenként, folyamatosan és valós időben zajlik. A bruttó rendszerek általában jegybanki számlavezetési szolgáltatásra épülnek. A VIBER is egy olyan bruttó elvű kiegyenlítési rendszer, amelyben a fizetési megbízások feldolgozása és végleges kiegyenlítése folyamatosan zajlik az érintett résztvevők valós idejű értesítése mellett. A teljesítésre beküldött fizetési megbízásokat – meglévő fedezet esetén – az MNB azonnal teljesíti, és erről a rendszer értesíti a megterhelt és jóváírt bankokat.

Magyarországon a VIBER-t a sürgős, tipikusan nagy összegű, bankközi fizetési megbízások elszámolása és kiegyenlítése érdekében hozták létre. A VIBER 2000 márciusától opcionálisan, júliustól kötelezően teljesíti a bankok ügyfeleinek sürgős, nagy összegű megbízásait is. A kisösszegű fizetések lebonyolítása továbbra is a BKR-ben fog történni, azonban a VIBER és a BKR között nincs kötelező forgalomterelés értékhatár vagy egyéb is-

mérv szerint. A VIBER üzenetközvetítő hálózata a SWIFT. (A SWIFT – Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication – több országra kiterjedő, üzenetközvetítő kommunikációs rendszer).

A VIBER résztvevői egyfelől a hitelintézetek, másfelől a KELER Rt., a napközbeni hitel fedezetét szolgáló értékpapírok kezelőjeként és értékpapír-forgalom elszámolójaként, a Magyar Államkincstár, valamint az MNB mint számlavezető és levelező banki szolgáltatást nyújtó, szabályozó és felügyelő szerv, a rendszer üzemeltetője.

A VIBER közvetlen tagjai azon bankok és egyéb intézmények, amelyek az MNB-nél számlát vezetnek, és a fizetési megbízásokat saját interfészük segítségével fogadni és küldeni tudják. A közvetlen VIBER-tagok levelezett ügyfelei nem tagjai a VIBER-nek, tehát VIBER-számlájuk nincs.

A VIBER-t úgy alakították ki, hogy már indulásakor adottak voltak a jövőbeli csatlakozás technikai feltételei a közös európai fizetési rendszerhez, a TARGET-hez. (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer – a TARGET az EMU harmadik szakaszában bevezetett közös európai fizetési rendszer, amelyet a nemzeti fizetési rendszerek integrációja és harmonizációja érdekében hoztak létre.)

A VIBER megvalósulásával gyorsul a pénzforgalom, ezért várhatóan ugyanakkora fizetési forgalom lebonyolításához kevesebb pénzre lesz szüksége a bankoknak. Látható, hogy a VIBER egyrészt technikai változást, másrészt kockázatsökkentést, nagyobb hatékonyságot jelent a korábbi rendszerhez képest. Azok a tételek, amelyeket eddig a zsrórendszer közbeiktatása nélkül közvetlenül könyvelt le az MNB a bankszámlán a délelőtt vagy a kora délután folyamán, 1999 szeptem-

berétől valós időben, a VIBER-en keresztül számolódnak el. Ezen műveletek közé tartoznak például az elszámolási számlával rendelkező bankok közötti fizetési műveletek, az olyan értékpapír-műveletek, amelyekre a KELER DVP elszámolást biztosít, az olyan beszedési megbízások, amelyek kötelezettje egy számlatulajdonos bank, az MNB-vel kötött ügyletekből eredő fizetések (refinanszírozási hitelek folyósítása és törlesztése, nyiltpiaci műveletek, devizaműveletek stb.), a Posta közvetítésével lebonyolított készpénzforgalom kiegyenlítése, vagy egy kereskedelmi bank számláját érintő készpénzforgalom.

A VIBER-ben (délelőtt 10 órakor) történik a bankkártya nettó elszámolás teljesítése is. A VIBER-ben – mint eddig is – minden elszámolás fedezetvizsgálat mellett történik.

Statisztika

A statisztikáról szóló törvény értelmében az MNB a hivatalos statisztikai szolgálat-hoz tartozó intézmény. Ennek keretében szorosan együttműködik a Központi Statisztikai Hivatallal és más államigazgatási intézményekkel módszertani, adatgyűjtési, adatátvételi területeken. Statisztikai tevékenysége során adatokat gyűjt, és publikál a magyarországi pénzügyi intézményekről, Magyarország és a külföld pénzügyi kapcsolatairól, valamint más, a gazdasági szereplők döntéshozatalához fontos folyamatokról.

12. kiemelés: MNB feladatai: Jegybanki információs rendszer Jegybanktörvény II. fejezet

34. § (1) Feladatai ellátásához az MNB jegybanki információs rendszert működtet, amelyhez a pénzügyi intézmények és a pénzügyi intézménynek nem minősülő,

kiegészítő pénzügyi szolgáltatást végző jogi személyek, valamint a befektetési szolgáltatók és az elszámolóházak az MNB által előírt információkat kötelesek szolgáltatni. A jegybanki információs rendszer tartalmát és módszertanát az MNB – a Pénzügyminisztérium, illetőleg az Állami Bankfelügyelet véleményét kikérve – a Központi Statisztikai Hivatallal egyetértésben alakítja ki.

(2) Az MNB nyilvánosságra hozza a hitelintézeti rendszer működésére és az ország pénzügyi helyzetére vonatkozó összes fontos információt, illetőleg ezek részletes adatait rendszeresen az Országgyűlés, a Kormány és a minisztériumok (országos hatáskörű szervek) rendelkezésére bocsátja.

(3) Az adatokat csak olyan formában lehet nyilvánosságra hozni, hogy azokból az egyedi adatszolgáltatókra vonatkozó információk ne legyenek megállapíthatók.

(4) A hitelintézetek kötelesek az MNB által meghatározott adatokat az MNB által meghatározott módon nyilvánosságra hozni.

Az MNB által készített *monetáris statisztika* a hitelintézetek és a jegybank mérlegadatait felhasználva bemutatja a bankrendszer követeléseit és tartozásait, vagyis a hitel- és pénzállományokat. Emellett adatokat közöl a banki hitel- és betéti kamatlábakról.

A *fizetésimérleg-statisztika* – elsősorban a bankok jelentéseire építve – az áruk és szolgáltatások exportjának és importjának alakulását, a belföldiek és külföldiek közötti jövedelemáramlásokat, valamint a külfölddel szembeni követelések és tartozások változását írja le. Szintén ez a statisztika foglalkozik a devizatartalékok bemutatásával, illetve Magyarország külföldi adósságának, valamint egyéb pénzügyi követeléseinek és tartozásainak bemutatásával.

A háztartások finanszírozási kapacitását¹⁵ bemutató statisztika a háztartások különféle pénzügyi eszközökben megtesztelt követeléseit és tartozásait, illetve azok változásának összetevőit mutatja be. Az adatok forrása ebben az esetben igen szerteágazó: a hitelintézetek jelentéseitől kezdve, a biztosítók és nyugdíjpénztárak adatain át a napi sajtóban megjelenő információkig.

Az értékpapír-statisztika, – amely a befektetési alapkezelők, a tőzsdei vállalatok és az értékpapírok letétkezelőinek jelentéseire épül – az állampapírok, a befektetési jegyek és a tőzsdei részvények állományairól és azoknak a gazdasági szereplők közötti megoszlásáról rajzol képet. Szemben az előzőekben felsorolt statisztikákkal, amelyek havonta készülnek, az értékpapír-statisztika negyedévente áll a felhasználók rendelkezésére.

A pénzügyi számlák statisztikája a gazdasági szereplők pénzügyi eszközeit és kötelezettségeit érintő változásokat és azok állományát mutatja be a nemzeti számlák rendszerébe illeszkedve. A számlák az elszámolási időszak alatti változásokat, míg a mérlegek az elszámolási időszak kezdő és záró időpontjában fennálló állományokat mutatják be. A számlákon belül megkülönböztethetők tranzakciókat és egyéb állományváltozásokat bemutató számlák. A számlák és mérlegek – a nemzeti számlák többi részéhez hasonlóan – összeállíthatók intézményi szektoronként, valamint a nemzetgazdaság egészére is. A számlák összeállítása jelenleg – kísérleti jelleggel – az éves számlákra vonatkozik, amely a későbbiekben negyedéves gyakoriságúvá fog átalakulni.

Az említetteken kívül a Magyar Nemzeti Bank Statisztikai főosztálya számos, a gazdasági folyamatokat és állapo-

¹⁵ A finanszírozási kapacitás fogalmáról lásd bővebben az „Indikátorok” fejezet „A hitelaggregátumok és nettó finanszírozási kapacitás” alfejezetet.

¹⁶ 1991. évi LX. tv. a Magyar Nemzeti Bankról (Jegybank-törvény).

tokat leíró adatot vesz át más szervezeteiktől, amelyeket saját statisztikáival együtt rendszeresen publikál a *Havi jelentés* című kiadványban. A Havi jelentésekben a már bemutatott statisztikákon kívül a reálgazdasági folyamatokról, továbbá az *inflációról*, a devizaárfolyamokról, az államháztartásról és a tőkepiacokról jelennek meg rendszeresen adatok.

A gyors tájékoztatást szolgálják a statisztikai tárgyú sajtóközlemények, amelyek friss információkat tartalmaznak a **folyó fizetési mérlegről**, a jegybank és a bankrendszer összevont mérlegéről, a megtakarításokról, a kamatokról, a hitel- és pénzállományokról és az értékpapírokról.

A Havi jelentések, a sajtóközlemények és a statisztikai közlemények megjelenési időpontjait előrejelző naptár az Internet-honlapon is elérhető.

Szervezeti felépítés és döntéshozatal

Az MNB jegybanktörvény által definiált szervei

Az MNB törvény¹⁶ által definiált szervei: közgyűlés, jegybanktanács, igazgatóság és felügyelőbizottság.

Közgyűlés

A Magyar Nemzeti Bank részvénytársasági formájából következően az alapvető működési, illetve gazdálkodási feltételek tekintetében az MNB legfőbb döntéshozó szerve a közgyűlés.

A Bank részvényei az állam tulajdonában vannak. Az államot, mint részvénytulajdonost a pénzügyminiszter képviseli. Közgyűlés összehívása helyett – a közgyűlés illetékességénél szűkebb ha-

táskörben – a pénzügyminiszter *alapítói határozatot* hozhat.

A Bank rendes közgyűlését évenként legalább egyszer, legkésőbb május hó végéig kell megtartani. Összehívásáról a Bank elnöke gondoskodik. A közgyűlésre meg kell hívni – a pénzügyminiszteren kívül – a jegybanktanács, az igazgatóság, a felügyelőbizottság tagjait és a könyvvizsgálót.

A Bank elnöke rendkívüli közgyűlést hívhat össze, ha ennek szükségessége felmerül.

Jegybanktanács

A jegybanktanács az MNB legfőbb monetáris politikai irányító szerve. A jegybanktanács szükség szerint, de legalább negyedévenként egy alkalommal ülésezik. Tagjai: az MNB elnöke mint a jegybanktanács elnöke; az MNB alelnökei; további – az MNB alelnökeinek számát eggyel meghaladó számú – tag, akiket a miniszterelnöknek az MNB elnöke véleményének kikérésével tett javaslatára a köztársasági elnök három évre nevez ki, illetőleg ment fel. A jegybanktanács ülésére tanácskozási joggal meg kell hívni a kormány képviselőjét.

A jegybanktanács határoz az MNB éves monetáris politikai irányelveiről, az árfolyam-politikával kapcsolatos jegybanki állásponttól, továbbá a jegybanki politika eszközeinek jelentősebb, az elfogadott monetáris politika kereteit meghaladó változtatásairól.

A jegybanktanács határozatképes, ha legalább öt tagja jelen van. Határozatait a jelenlévők egyszerű szótöbbségével hozza, szavazategyenlőség esetén az elnöklő tag szavazata dönt.

A jegybanktanács határozatainak végrehajtásáért az MNB elnöke felelős.

A jegybanktanács az ügyrendjét – az MNB-törvény és az alapszabály keretei között – maga állapítja meg.

Igazgatóság

Az igazgatóság a Bank elnökének tanácsadó szerve; fő feladata az elnök támogatása a reá hátruló feladatok ellátásában. Általában kéthetente ülésezik.

Az igazgatóság összlétszáma legfeljebb 11 fő; az elnökből, az alelnökökből és a közgyűlés által az MNB elnökének javaslatára választott, az MNB-vel munkaviszonyban álló igazgatósági tagokból áll.

Mint fő tanácsadó szerv, az igazgatóság az MNB jegybanki feladataival, gazdálkodásával és szervezeti működésével kapcsolatban szerteágazó témakörökben tárgyalja meg a felmerülő kérdéseket, vitatja meg a tervezeteket, javaslatokat, előterjesztéseket, jelentéseket és beszámolókat.

Az igazgatóság az ügyrendjét – az MNB-törvény és az alapszabály keretei között – maga állapítja meg.

Felügyelőbizottság

A felügyelőbizottság (továbbiakban FB) az MNB ellenőrző szerve. Tagjai az FB Országgyűlés által választott elnöke, az Országgyűlés által választott további három tag, a pénzügyminiszter képviselője, továbbá a pénzügyminiszter által megbízott szakértő.

Az FB elsősorban annak ellenőrzését tekinti feladatának, hogy az MNB a törvényekben, valamint az alapszabályban foglaltaknak, továbbá a Közgyűlésen hozott határozatoknak megfelelően működik-e. Köteles haladéktalanul értesíteni az igazgatóságot, amennyiben jogellenességet, illetőleg alapszabályba vagy közgyűlési határozatba ütköző tény, mulasztást, visszaélést észlel.

Az FB ülésének összehívását az ok és a cél megjelölésével az FB bármely tagja kérheti az elnöktől. Az FB zárt ülést is tarthat, amelyen csak az arra meghívottak vehetnek részt. Zárt ülés megtartását az FB bármelyik tagja kezdeményezheti. Amennyiben az ülésen nincs minden tag jelen, akkor csak a meghívóban feltüntetett napirendi pontok tárgyalhatóak.

Az FB üléseire meg kell hívni az MNB elnökét és az FB ügyrendjében szereplő további személyeket. Az FB határozatképes, ha tagjainak legalább kétharmada (4 fő) jelen van, határozatait nyílt szavazással, egyszerű szótöbbséggel hozza. Szavazategyenlőség esetén az FB elnökének szavazata dönt. A tagok jogosultak eltérő álláspontjukat tartalmazó írásbeli nyilatkozatukat a jegyzőkönyvhöz csatolni.

Az FB ügyrendjét – az MNB-törvény, a gazdasági társaságokról szóló törvény és az alapszabály keretei között – maga állapítja meg, amelyet a közgyűlés hagy jóvá.

Az FB elnöke vagy tagja – rotációs elv alapján – tanácskozási joggal részt vesz az Igazgatóság ülésein.

Az MNB elnöke

Az MNB élén elnök áll, aki az MNB-re háruló feladatok ellátásáért és az MNB működésének irányításáért felelős.

Az MNB elnökévé az a magyar állampolgár nevezhető ki, aki monetáris, pénzügyi, illetőleg a hitelintézeti tevékenységgel kapcsolatos kérdésekben kiemelkedő elméleti, illetőleg gyakorlati szakmai ismeretekkel rendelkezik. A javasolt személyt az Országgyűlés illetékes bizottsága meghallgatja.

Az MNB elnökét hatéves időtartamra a miniszterelnök javaslatára a köztársasági elnök nevezi ki, illetőleg menti fel. Az

MNB elnöke a hivatalba lépés alkalmával a köztársasági elnök előtt esküt tesz.

Az elnök képviseli a Bankot a Kormány és a Gazdasági Kabinet ülésein, valamint kiemelkedő jelentőségű ügyekben más szervek előtt is, így azoknak a nemzetközi szervezeteknek az ülésein, amelyeknek a Bank tagja. Az elnök dönt mindazokban az ügyekben, amelyek eldöntését az alelnökökre, más vezetőkre vagy bizottságokra nem ruházta át.

Az MNB alelnökei

Az MNB legfeljebb öt alelnökét a köztársasági elnök nevezi ki, illetőleg menti fel. A javaslatot az MNB elnöke teszi meg, amelyet – egyetértése esetén – a miniszterelnök terjeszt elő a köztársasági elnöknek. A javaslatnak tartalmaznia kell a ki nevezendő alelnök feladatkörét. Az MNB alelnökeinek megbízatása hat évre szól.

Az alelnökök részt vesznek a Bank irányításában, a stratégiai döntések meghozatalában, a Bank feladatkörét érintő kormányzati és más anyagokkal kapcsolatos MNB-álláspont kialakításában, továbbá felügyeletet gyakorolnak az alájuk rendelt bankszervek felett, irányítják és ellenőrzik a felügyeletük alá rendelt szakterületeket, és gondoskodnak az ezen feladat ellátásához szükséges döntések, belső és külső rendelkezések előkészítéséről, a saját hatáskörben teendő intézkedések megtételéről. Az alelnökök döntenek a hatáskörükbe utalt ügyekben és feladatkörük keretei között képviselik a Bankot más szervek előtt.

Állandó bizottságok

A Magyar Nemzeti Bankban a döntések előkészítése, illetve megalapozása érdekében különböző állandó bizottságok működnek. A monetáris politika vitele szempontjából a legfontosabb a *Monetáris bi-*

zottság, melynek feladata a monetáris helyzet rendszeres áttekintése és ennek alapján felhatalmazásának keretein belül az operatív pénzpoltikai döntések kialakítása, illetve meghozatala; továbbá a belföldi devizapiaci és forintpiaci tevékenység összehangolása.

A bizottság hatásköre kiterjed mindazokra az ügyekre, amelyekre vonatkozóan a döntés jogát a Jegybanktanács magának nem tartotta fenn, illetve amelyeket a Bank elnöke más bizottságok vagy meghatározott vezetők hatáskörébe nem utalt.

A bizottság elnöke a Bank elnöke, tagjai az alelnökök és az állandó meghívottak.

A *Bankszakmai bizottság* feladata, hogy az ügyrendjében meghatározott témák, illetve témakörök figyelemmel kísérésével és megvitatásával, valamint javaslatokkal elősegítse az MNB döntéseinek, intézkedéseinek, állásfoglalásainak kialakítását, a hitelintézeti rendszer működésének javítását. Az ügyrendjében megfogalmazott főbb témák szerint hatáskörébe tartozik a hitelintézeti rendszer, illetve a hitelintézetekre vonatkozó törvényi és egyéb szabályozás; a hitelintézetekre vonatkozó jegybanki minősítő rendszer működése; a hitelintézetek jegybanki ellenőrzésének tapasztalatai; a hitelintézetek létesítésével, átalakításával, tevékenységi körük módosításával kapcsolatos jelentősebb egyedi ügyek; állásfoglalás a jegybanki rendelkezés alóli, egyedi felmentésre irányuló javaslatokról.

A bizottság elnöke a Bank elnöke.

Az *Eszköz- és forrásbizottság (ALCO)* feladata, hogy a jóváhagyott irányelvek alapján irányítsa, illetve összehangolja a tartalék- és adósságállomány kezelését. Ezen belül figyelemmel kíséri a devizatalékok és a nettó adósságállomány alakulását, a nemzetközi pénz- és tőkepiacok helyzetét, a fontosabb devizák árfo-

lyamának, valamint a pénz- és tőkepiaci kamatoknak az alakulását, a forrásbevonások előkészítését, az MNB cash flow pozíciójának alakulását az adósság- és tartalékmenedzselés tükrében.

A bizottság elnöke a Bank elnöke.

Jegybanki függetlenség

A függetlenség fontossága

Egy jegybankot akkor tekintünk függetlennek, ha a monetáris politika vitele során semmilyen, a bankon kívüli testület, szervezet vagy személy direkt vagy indirekt nyomásának vagy szándékának nem kell engednie, illetve ha nem enged, annak semmilyen hátrányos következménye nem lesz a bankra nézve.

A *jegybanki függetlenség* azért nagyon fontos kritérium az egyes államok gazdasági stabilitása és külső megítélése számára, mert a politikai ciklusok viszonylag rövidek és esetenként nem alkalmasak a monetáris gazdaság hosszú távú érdekeinek érvényesítésére, melyeket egy politikailag el nem kötelezett szigorúan szakmai intézmény hatékonyabban képes megvalósítani.

A jegybankok elsődleges szerepe a reálgazdaság optimális és zavartalan fejlődése érdekében az infláció alacsony szintre szorítása, illetve a tartósan alacsony szinten tartása. A parlamenti választási időszakban azonban gyakran megnövekszik a kormányzaton a nyomás a nominális jövedelmek emelkedése érdekében, különösen azért, mert – a **pénzillúzió** elve alapján – egy-egy politikai szervezet profitálhat abból, ha a jövedelmek nominális emelkedését csak a választások lebonyolítása után követi az ár-szint emelkedése.

A független jegybankok kimutathatóan sikeresebbek voltak az infláció visszaszorításában. Az elemzések során erős negatív korrelációt figyeltek meg a jegybank függetlenségének foka és az infláció mértéke között, és enyhe fordított korreláció fedeztek fel a jegybanki függetlenség és a munkanélküliségi ráta között.¹⁷ A nemzeti jövedelem alakulására azonban a függetlenségnek nem volt kimutatható hatása.

Ahhoz, hogy egy központi bankot teljesen függetlennek nevezzünk, számtalan feltételt kell megvizsgálni. Az ilyen jellegű elemzések általában csak a jogi értelemben vett függetlenséget vizsgálják meg. Van olyan eset, amikor a jegybank jogi értelemben viszonylag független, de a tekintélye nem olyan mértékű, hogy egy kevésbé konstruktív kormányzati rendszerrel szemben is függetlenként legyen képes viselkedni. Ilyenkor gyakran előfordul, hogy a kormányváltással – vagy csak a pénzügyi tárca élén bekövetkező változással – önként vagy felkérésre a jegybank vezetése is távozik.

A jegybankok esetében tehát megkülönböztethetjük a jogi és a tényleges függetlenséget. A stabil jogrendszerrel rendelkező államok esetében a jogi függetlenség és a tényleges függetlenség egybeesik, azonban számos fejlődő országban a jogilag független bankot nem nevezhetjük ténylegesen függetlennek (pl. Argentínában a jegybankelnököknek 4 éves garantált mandátumuk volt, azonban 1950 és 1989 között ebből átlagosan alig egy évet töltöttek ki, ugyanis minden kormány-, és pénzügyminiszteri székváltás során lemondott az elnök is).

A függetlenség mérése során a fejlett országokban több megközelítéssel is találkozhatunk. Létezik olyan megközelítés, mely „célválasztási” és „eszközhasználati” függetlenséget különböztet meg, és az ennek való megfelelést vizsgálja (pl.

Nagy-Britanniában a célválasztás tekintében függő jegybank az eszközhasználatot tekintve függetlennek mondható). Ez a megközelítés azonban csak a jegybank tevékenységének (működésének) függetlenségét vizsgálja, ami nem fedi a teljes függetlenséget. Ugyanis egy jegybank hiába választhatja meg jogilag függetlenül cél- és eszközrendszerét, amennyiben személyileg vagy finanszírozását tekintve nem független, akkor nem teljesíti maradéktalanul a függetlenség kritériumait.

A függetlenség vizsgálatakor három területet érdemes tehát megvizsgálni: a működési függetlenséget, a személyi függetlenséget és a pénzügyi függetlenséget. Ezeknek a kritériumai csak abban az országban értelmezhetők, ahol a jogrendszer alapjai biztosak, azokat széles körben elfogadják és betartják. Egy jegybankot csak akkor lehet függetlennek tekinteni, ha a három alapterület mindegyikében függetlennek bizonyul.

Személyi függetlenség

A jegybankot akkor tartják személyileg függetlennek, ha a vezetésében részt vállaló személyek döntéseikben politikai szempontok alapján nem befolyásolhatók és szakmailag megkérdőjelezhetetlen a hozzáállásuk. Ebből az aspektusból természetesen nem csak a bank elnökének (vagy kormányzójának) szükséges függetlennek lennie, de a döntésekben részt vevő bármely személynek vagy testület tagjának is.

A személyi függetlenség szempontjai között a következők a lényegesek:

A bankelnök és a legfőbb döntéshozók megbízatásának egy parlamenti periódusnál hosszabbnak kell lennie. A vezető tisztségviselők kinevezése során – vala-

¹⁷ Alberto Alesina, Lawrence H. Summers, illetve Alex Cukiersman, Steven Webb, Bilin Neyapi vizsgálatainak teljes hivatkozása az irodalomjegyzékben megtalálható.

milyen formában – folyamatosságra kell törekedni (pl. rotációs elv alapján¹⁸). Ez a két feltétel biztosítja, hogy a jegybanki *döntéshozó testületek* a tagok mandátumának lejáratát után *sem válhassanak egyszerre és kollektíven azonos elkötelezettségűvé*. A politikai okokból történő felmentés lehetőségének nem szabad fennállnia, vagyis *a felmentés lehetőségei rögzítettek és korlátozottak*. A kinevezéseknek széles szakmai konszenzuson kell alapulnia.

A személyi és az intézményi függetlenségnek is fontos feltétele, hogy a jegybanki döntéshozók feladataik gyakorlása során nem kérhetnek és fogadhatnak el instrukciót semmilyen szervezettől vagy személytől. Erre vonatkozólag garanciát jelenthet, hogy a döntéshozó testületek tagjai *nem lehetnek érdekeltek politikai vagy gazdasági intézményekben*. (Nem lehetnek tagjai a Parlamentnek, az önkormányzatoknak vagy állami hivatalnak, politikai csoportosulásnak stb., nem lehetnek érdekeltek az üzleti életben sem mint tulajdonos, sem mint alkalmazott.)

A döntéshozó testületekben a kormány vagy annak képviselője nem vehet részt, de ha részt vesz is, nem lehet szavazati joga. A kormánynak, kormányzati szerveknek, illetve a parlamentnek nem, vagy csak korlátozott mértékben lehet számonkérési joga – a monetáris politikával kapcsolatban a jegybanki döntéseket semmilyen politikai fórum ne bírálhassa felül.

Az MNB a fenti szempontokból megfelel a személyi függetlenség kritériumainak, mivel a jegybankelnök és az alelnökök mandátuma a négyéves országgyűlési időszakot két évvel meghaladja. A kor-

¹⁸ A rotációs elven azt értjük, hogy a jegybanktanács vagy az alelnökök kinevezését nem egyszerre, hanem egyenletes időeltolódással hajtják végre. Például az USA fő monetáris döntéshozó testületébe (Igazgatótanács) két évente neveznek ki egy-egy szakértőt 14 éves időtartamra.

mányfő javaslatára a köztársasági elnök nevezi ki a jegybank elnökét. Az alelnökök köztársasági elnök általi kinevezéséhez a jegybank elnökének javaslata és a kormányfő egyetértése szükséges. Az elnököt helyettesítő alelnököt a jegybankelnök jelöli ki.

Az MNB vezető testületeiben szavazati joggal részt vevők pártban tisztséget nem viselhetnek, sem párt érdekében nem vállalhatnak közszereplést. A jegybanktörvényben lefektetett összeférhetlenségi szabályok szerint a fenti személyek nem létesíthetnek tagsági viszonyt, munkaviszonyt vagy munkavégzéssel járó egyéb jogviszonyt, vezetői tisztségviselői jogviszonyt vagy felügyelő bizottsági tagságot hitelintézetnél és az Országos **Betétbiztosítási Alapnál**.

A Jegybanktörvény értelmében az elnök és az alelnökök elmozdítására csak pontosan körülhatárolt esetekben kerülhet sor.

A legmagasabb szintű monetáris döntéshozó szerv, a Jegybanktanács, amelynek a jegybankelnök, az alelnökök és további, a kinevezett alelnökök számánál eggyel több fő lehet a tagja. Ez utóbbiak kinevezésére a miniszterelnök tesz javaslatot, és kikéri az MNB elnökének a véleményét is. A kormány képviselője tanácskozási joggal vehet részt a Jegybanktanács ülésén.

Működési függetlenség

A működési (vagy tevékenységi, funkcionális, monetáris) függetlenség akkor áll fenn, ha a jegybank a monetáris politika célrendszerének kialakításakor, az eszközürendszer felépítésében és alkalmazásában minden külső intézményi és személyi tényezőtől függetlenül, önállóan dönt, annak kialakítása során kéréseket, utasításokat senkitől sem köteles elfo-

gadni. (Célválasztási és eszközhasználati függetlenség.)

A működési függetlenség legfontosabb elemei között a következőket találjuk:

Fontos szempont, hogyan viszonyulnak a jegybank törvényben rögzített céljai egymáshoz, illetve milyen viszonyban van a végső cél a többivel. A független jegybankok végső célja általában az **inflációhoz** kapcsolódik. Amennyiben nem ez az egyetlen végső cél, akkor meg kell vizsgálni, milyen viszonyban van ez a többi céllal. Ha ellentétes vagy bizonyos szituációban ellentétes is válhat, akkor a végső célok közötti prioritásokat kell szemügyre venni. Ha például a kormány gazdaságpolitikájának támogatása vagy a munkanélküliség leszorítása erősebb (vagy akár csak azonos szintű) célja a jegybanknak az infláció leszorításánál, akkor a független monetáris politika folytatása veszélybe kerülhet.

A másik lényegi eleme a működési függetlenségnek, *milyen szerv alakítja a monetáris politikát*. Amennyiben a kormánynak lehetősége van a monetáris politikai kérdésekbe beleszólni,¹⁹ akkor nem nevezhető függetlennek az adott jegybank.

A leginkább függetlennek tartott jegybankok esetében jellemző az a jogosultság, hogy a kormány részére aktuális gazdasági kérdésekben tanácsot adhat, tanácskozási joggal részt vehet a kormány, illetve az egyes szaktárcák ülésein, beleszólhat a törvényalkotási tevékenységbe. Ez a jogosultság nem feltétele a függetlenségnek, de éppen a jegybank függetlenségéből adódóan jelentkezik rá igény.

Az MNB feladatákként az Alkotmány „a nemzeti fizetőeszköz értékállóságának védelmét” rögzíti a monetáris politika területén. Ennek megfelelően az MNB célrendszerében elsődleges az infláció tartó-

san alacsony szintre szorítása. A jegybankról szóló törvényben 1999-ben még alapvető feladatként jelöli meg a kormány gazdaságpolitikájának támogatását is. Ez a paragrafus az EU-integráció kapcsán várhatóan megváltozik, igazodva az ott lefektetett, jegybankra vonatkozó követelményekre. A javasolt változtatás: A jegybank az elsődleges cél (a nemzetközi fizetőeszköz belső és külső vásárlóerejének védelme) *megsértése nélkül támogatja a kormány gazdaságpolitikai programjának megvalósulását* a rendelkezésre álló monetáris politikai eszközök segítségével.

A jegybanktörvénynek lényeges kitétele, hogy a kormány a jegybankot tevékenységében nem utasíthatja.

A monetáris politika alakítására a kormány közvetlenül nem képes befolyást gyakorolni. Közvetve csak az egyes jegybanki testületek tagjainak, illetve az elnök és az alelnökök kinevezésében játszott természetes szerepből adódóan lehet a kormánynak befolyása. A Jegybanktanácsban tanácskozási joggal való részvételen keresztül azonban lehetősége van a kormánynak a jegybank előtt kifejeznie és képviselnie a véleményét.

Az MNB véleményezi a kormány gazdaságpolitikai programját, a kormányzati gazdaságpolitikával kapcsolatos döntéseket és jogszabályokat, valamint egyeztetni a költségvetés hiányának finanszírozására vonatkozó elképzeléseit.

Pénzügyi függetlenség

Egy jegybank pénzügyi szempontból akkor független, ha működése során automatikusan – és nem kormányzati hozzájárulástól függően – jut hozzá feladata ellá-

¹⁹ Például: a jegybank szervezetileg a kormány vagy a pénzügyminisztérium alá van rendelve; a pénzügyminiszter megvethozhatja a jegybanki döntéseket; esetleg a kormány képviselői szavazati joggal vesznek részt a monetáris hatóság döntéshozó szerveiben.

tásához szükséges pénzügyi forrásokhoz. A pénzügyi függetlenség tehát azt jelenti, hogy a jegybank működéséhez mindig rendelkezik a megfelelő jogosítványokkal és saját vagyona aláozott eszközökkel, nem függve a költségvetéstől.

Az MNB működési feltételeit biztosítani hivatott anyagi forrásokról a Jegybanktörvény rendelkezik. A jegybank eredményét – a fejlesztésre, tartalékolásra, illetve egyéb célra visszatartott összegegen felül – osztalékként a központi költségvetésbe befizeti, a felmerült veszteséget a költségvetés megtéríti az MNB-nek. Jelenleg mindez havonkénti elszámolással történik. Az EU-hoz való csatlakozási folyamat részeként a jogharmonizáció során a jegybanktörvény felülvizsgálatával valószínűleg az eredményelszámolás módosítására is sor kerül – például a havonkénti elszámolás feloldására, tartalékalapok képzésére – annak érdekében, hogy az összhangban kerüljön az unión belüli nemzeti jegybankoknál alkalmazott szabályozással.

A jegybanki áttekinthetőség (transzparencia) követelménye

A független jegybank felé fontos elvárás-ként fogalmazódik meg az átláthatóság, vagyis az a követelmény, hogy a *jegybank feladatai, célkitűzése, ezek teljesítése és az eléréshez használt eszközök jól kövülhatároltak és mindenki által megismerhetők legyenek*. Ezen követelmény teljesítésének feltétele, hogy a jegybank közvétegye céljait, a célok elérése érdekében hozott döntéseit és a döntések indokait. A

jegybankok *ellenőrizhetőségének* követelménye azt hivatott biztosítani, hogy azon intézmények, melyek a gazdaságpolitika intézményrendszerének egészéért felelősek (parlament, kormány) kellő áttekinthetőséggel rendelkezzenek a jegybank működéséről.

A jegybanktörvény értelmében az MNB elnöke az MNB tevékenységéről évente beszámol az Országgyűlésnek. Az Országgyűlés eseti tájékoztatást is kérhet. Az MNB a monetáris politikájáról az Országgyűlés számára a „Monetáris politikai irányelvek” bemutatásával nyújt tájékoztatást.

Az elvárás, hogy a jegybank közvétegye döntéseit és ezek hátterét, nem csak a jegybanki tevékenység ellenőrizhetősége miatt fontos, hanem *segíti a transzmissziós mechanizmus* (a jegybanki kamat és egyéb lépéseknek a piaci hozamokon keresztül a reálgazdaságra gyakorolt hatásának) *hatékonyságát* is. (A fogalom pontos magyarozatát, a mechanizmus leírását lásd az erről szóló alfejezetben.) A célok, a döntéseket megalapozó érvek közzététele világossá teszi a jegybank politikáját, és nem hagyja bizonytalanságban a piacok szereplőit a jegybanki döntések mozgatórugóit illetően sem. Megismerhetik a jegybank értékelését a lezajlott piaci folyamatokról, és ami még fontosabb, a jegybank prognózisát, várakozásait a jövőben várható folyamatokról. Ezen ismeretek meggyorsítják a piaci szereplők alkalmazkodását a megváltozott körülményekhez és a jegybanki döntésekhez, megfelelő irányba befolyásolják várakozásaikat, jelentősen *növelve a monetáris politika hatékonyságát*.

II. A MONETÁRIS POLITIKA CÉLRENDSZERE, GAZDASÁGRA GYAKOROLT HATÁSA

A MONETÁRIS POLITIKA CÉLRENDSZERE

A monetáris politika végső célja

A gazdaságpolitika elsődleges célja a fenntartható és gyors gazdasági növekedés, amely lehetővé teszi a foglalkoztatottság növelését, az életszínvonal emelését és a fejlett országokhoz történő gazdasági felzárkózást. A monetáris politikának a gazdaságpolitika részeként kell segítenie ezen célok elérését. A közgazdasági elmélet régóta keresi a választ arra a kérdésre, hogy melyek azok a gazdaságpolitikai célok, amelyek megvalósítására a monetáris politika alkalmas. A kérdés általában úgy merül fel, hogy lehetséges-e monetáris politikai eszközökkel befolyásolni a reálgazdaság folyamatait (a gazdasági növekedést, a munkanélküliséget), avagy csak az árszínvonal (infláció) és egyéb **nominális változók** alakulására vannak hatással.

Az elmélet fejlődése

A múlt század végén uralkodó „klasszikus” közgazdaságtannak a monetáris politikára vonatkozó nézetei a pénz reálgazdaságra való semlegességének doktrínáján nyugodtak. A klasszikus közgazdászok feltételezték az árak és bérek azonnali alkalmazkodását, tanításuk szerint a kínálat és a kereslet a gazdaság minden részpiacán szükségszerűen egyensúlyban van. A pénzmennyiség változásai azonnal lecsapódnak az árszint változásában, azaz a nominális változók (pénzmennyiség, árszínvonal) és a reálgazdaság között nincs kapcsolat. Ez az úgynevezett „klasszi-

kus dichotómia” állapota, ahol a gazdaság kibocsátását kizárólag a termelési tényezők határozzák meg, és a monetáris politika csak az árszintre képes hatni.

Az 1929–1933-as világgazdasági válság eseményeit, az elhúzódó recessziót és az ennek nyomán kialakult tartós munkanélküliséget a klasszikus makrogazdaságtan nem volt képes megmagyarázni. Az elmélettörténeti fordulópontot a *keynesi iskola* megjelenése jelentette. Keynes és követői túlléptek a tökéletes piac klasszikus fogalmán. Feltételezésük szerint a bértárgyalások és a hosszú távra megkötött munkaszerződések miatt a nominális bérek **rövid távon nem** képesek alkalmazkodni a kereslet és kínálat eltéréseihez, így a munkaerőpiacon tartós egyensúlytalanságok alakulhatnak ki. Ennek következményeképp az **aggregált kereslet** élenkítése (amely történhet mind monetáris, mind fiskális eszközökkel) az árszínvonal emelkedésén keresztül a fix nominálbérek miatt a reálbérek csökkenéséhez vezet. Az alacsonyabb reálbér mellett a vállalatok több munkaerőt hajlandók felvenni, így a termelés nő. A gazdaság végül magasabb árszínvonal, magasabb kibocsátás és foglalkoztatás mellett éri el az újabb egyensúlyt. A keynesi modellben tehát a monetáris politika nemcsak az árszínvonalat, hanem a kibocsátás és a foglalkoztatás szintjét is képes meghatározni. Az árszínvonal (illetve az infláció) és a foglalkoztatás közötti átváltást az ún. Phillips-görbe írja le: magasabb inflációhoz alacsonyabb munkanélküliség, illetve alacsonyabb inflációhoz magasabb munkanélküliség tartozik.

Az újabb fordulatot a hatvanas évek végén a *monetarista iskola* felbukkanása jelentette. A monetaristák megkérdőjelezték Keynes rövid távú szemléletét és a nominálbérek lassú alkalmazkodásának feltételezését. A monetarista modellben a bértárgyalások a jövőbeni reálbérekről szólnak, ellentét-

ben a keynesi feltételezéssel, ahol a „rövidlátó” érdekképviselők a nominálbérekről tárgyalnak. A problémát az jelenti, hogy a jövőbeni reálbérek meghatározásához szükség van a jövőbeni árszint ismeretére vagy legalábbis annak valamilyen előrejelzésére. A monetarista feltételezés szerint a gazdasági szereplők **inflációs várakozásai** adaptívan alkalmazkodnak a tényleges áralakuláshoz, azaz a múltbeli előrejelzési hibákat folyamatosan korrigálják.

A monetarista modellben a monetáris politika csak átmenetileg képes befolyásolni a reál folyamatokat. A pénzmennyiség növelése és az így megnövekedett árszínvonal ideig-óráig ugyan képes csökkenteni a reálbéreket, és ezáltal növelni a foglalkoztatást és a kibocsátást, ám idővel a bérkövetelések alkalmazkodnak a magasabb árszínvonalhoz, a nominálbérek megnőnek, és visszaáll a reálbérek korábbi szintje. A kibocsátás és a foglalkoztatás visszaáll a monetáris élénkítést megelőző szintre, ugyanakkor az árszínvonal egy magasabb szinten stabilizálódik. A monetaristák ezért elvetik a monetáris politikát, mint a gazdaságélénkítés eszközeit, hiszen csak átmeneti hatásokkal jár. A monetarista felfogás szerint a gazdaság számára az a leghasznosabb, ha a jegybank egyenletesen, a gazdaság növekedésével arányosan bővíti a pénzmennyiséget.

A monetáris politika és a reálgazdaság között feltételezett kapcsolatot tovább gyengítették a hetvenes években kialakult *új-klaszszikus makroökonomia* tanai. Az új-klaszszikus közgazdaságtan visszatért a tökéletes piac fogalmához, és emellett meghonosította az ún. racionális várakozások feltételezését. A várakozások „racionálitása” azt jelenti, hogy a gazdasági szereplők előrejelzéseik elkészítésénél az adott pillanatban rendelkezésre álló információkat a lehető leghatékonyabb módon használják fel. Az új-klaszszikus tanok szerint a racionális gazdasági szereplők rendelkezésére áll mindazon információ, ami alapján a monetáris politikai döntések születnek, így nagy valószínűséggel meg tudják jósolni a várható jegybanki lépéseket, és inflációs várakozásaikat ezek alapján módosítják. Az előrelátható monetáris politika így rövid távon is semleges lesz a reál folyamatokra nézve.

A különböző iskolák elméleti vitái során sok kérdésben kialakult egy olyan álláspont, amelyet a szakma túlnyomó többsége hajlandó elfogadni, így a monetáris közgazdaságtan elmélete mára meglehetősen egyértelmű konszenzusra jutott a monetáris politika

hosszú távra vonatkozó céljaival kapcsolatban. Széles az egyetértés arról, hogy *hosszú távon a pénzügyi politika nem képes hatni a reálgazdasági folyamatokra*. A **rövid távú anti-ciklikus** (a gazdasági kibocsátás időszakos ingadozásainak csökkentésére törekvő) politika hatékonysága azonban máig vita tárgya. Az aktivista elmélet hívei szerint a piaci tökéletlenségek, a bérek és az árak merevsége miatt a monetáris politika rövid távon hatással lehet a **reálváltozókra**, és a gazdasági ciklusok csökkentése érdekében élhet is ezzel a lehetőséggel. A másik oldal képviselői szerint ugyanakkor a **monetáris transzmissziós mechanizmus** hosszú és kiszámíthatatlan késleltetései miatt nagy a veszélye annak, hogy a monetáris akciók a kívánttal ellentétes hatást érnek el. Mindezeket túl a racionális gazdasági szereplők beépítik várakozásaikba a várható jegybanki lépéseket, ezzel esetlegesen felszámolva azok várt hatásait.

Az elmúlt évtizedek elméleti vitái a jegybanki gyakorlatban is tükröződtek. Mind az elmélet fejlődése, mind pedig a gyakorlatban elszenvedett kudarcok egyre inkább abba az irányba terelték a fejlett – és egyre inkább a fejlődő – országok jegybankjait, hogy monetáris politikájuk végső céljaként az **árstabilitást** jelöljék ki, és mind kisebb hangsúlyt helyezzenek a kibocsátás, a foglalkoztatás egy adott szintjének biztosítására és az **üzleti ciklusok** kisimítására. A monetáris politikai gyakorlatban is teret nyert az a nézet, hogy a jegybanki politika akkor szolgálja leginkább a gazdasági fejlődést és a növekedést, ha célkitűzései között első helyen az **árstabilitás** szerepel. Az árstabilitás fenntartásával a jegybank kiszámítható gazdasági környezetet biztosít a gazdaság szereplőinek, akiknek a jövőre vonatkozó döntéseik meghozatalánál nem, vagy csak kisebb mértékben kell figyelembe venniük a jövőbeni áralakulásból fakadó bizonytalanságot.

Az infláció csökkentése, az árstabilitás megteremtése során azonban a jegybanknak figyelembe kell vennie az adott ország gazdasági környezetéből fakadó korlátokat, a külső és belső egyensúly

fenntartásának igényét. Az **infláció** csökkentése általában a **reálkamatok** emelkedésével jár együtt. Nagy belső államadóság megléte esetén az emelkedő reálkamatok megnövelik a költségvetés kamatfizetéseit, ami az államadósság további növekedését okozhatja. Az inflációellenes politika emellett rugalmas árfolyamrendszer esetén, a reálkamatok emelkedése által indukált reálfelértékelődésen keresztül átmenetileg rontja a gazdaság külfölddel szembeni versenyképességét is, ami főként a külfölddel szemben eladósodott országok számára jelent problémát. A versenyképesség csökkenése ugyanis a fizetési mérleg romlását és a külfölddel szembeni adósságállomány további növekedését vonhatja maga után, ami egy idő után fenntarthatatlan folyamattá válhat. Harmadrészt a dezinfláció általában a gazdaság kibocsátásának átmeneti visszaesésével jár együtt, ami a jövedelmek csökkenéséhez és társadalmi feszültségek kialakulásához vezethet. A fenti veszélyeket elkerülendő az inflációcsökkentést célzó programok kialakítása során figyelembe kell venni a korlátozó tényezőket, és ezeknek megfelelően kell határozni arról, hogy mi az a dezinflációs pálya, amely az adott gazdaság és a társadalmi szereplők szempontjából optimális.

Árstabilitás versus gazdasági növekedés

Elfogadva, hogy a pénz hosszú távon semleges, vagyis hogy a monetáris politikának nincs hosszú távú hatása a reálgazdaságra, a jegybank a fenntartható gazdasági növekedés eléréséhez a magas infláció és az ebből fakadó társadalmi és gazdasági költségek csökkentése révén járulhat hozzá leginkább. A kereslet mesterséges élenkítése, a monetáris expanzió hosszabb távon nem járható út. Figyelemmel kell lenni azonban a dezinfláció reálgazdasági költ-

ségeire is, amelyek rövid távon jelentősek is lehetnek, különösen ha az antiinflációs politika nem hiteles.

8–10 százalékos inflációs szint felett az infláció érezhetően csökkenti a gazdaság növekedési potenciálját. Az infláció csökkentése emellett egyszeri jóléti nyereséget is jelent, vagyis nem csak a hosszú távú növekedési ütemet növeli, de a GDP szintjét is megemeli. *Az infláció csökkentéséből származó nyereség állandó, míg a dezinfláció költsége átmeneti. Így az árstabilitás jóléti hatásainak elemzésekor a dezinfláció egyszeri költségét kell szembeállítani az árstabilitás melletti hosszú távú, állandó nyereséggel. Ez átlánosságban az infláció mérséklése felé billenti a mérleg nyelvét.*

Az árstabilitás hosszú távú előnyei

Az **árstabilitás** elérése és fenntartása mellett elsősorban az az alapvető érv szól, hogy az infláció társadalmi és gazdasági költségekkel jár.

Az infláció társadalmi költségei elsősorban a jövedelemeloszlásra gyakorolt hatásán keresztül érzékelhetőek, bár ezek a hatások nehezen számszerűsíthetők. Az infláció leginkább a legrászorultabb és legkisebb érdekérvényesítő erővel rendelkező társadalmi rétegeket sújtja. A szociális háló részét képező állami transzferek és egyéb juttatások általában késve követik az inflációt, így az ezektől a szolgáltatásoktól függő társadalmi csoportoktól (nyugdíjasok, munkanélküliek stb.) az árszínvonal-emelkedés jövedelmet von el. A váratlanul megugró infláció általában érzékenyebben érinti a bérből és fizetésből élőket, mint a rugalmasabb alkalmazkodásra képesebb vállalkozókat, a hitelnyújtókat, mint a hiteladósokat, valamint a pénzügyi megtakarítókat a reáljavakat felhalmozókhoz képest. Az ár- és bérala-

kulásban az *indexálás* széles körű alkalmazása esetén ezek a kockázatok csökkenthetők, de teljesen nem szüntethetők meg, ráadásul a visszatekintő inflációt alkalmazó indexálási gyakorlat jelentős gátja lehet az infláció csökkentésének.

Jelentősek emellett az *infláció gazdasági költségei* is. Az árstabilitás hiányának alapvető következménye, hogy nehezebbé és bizonytalanabbá válnak a jövőre vonatkozó gazdasági döntések. A magasabb infláció miatt nem csak a várható átlagos árszint, de a gazdasági szereplőket orientáló, várható relatív árak/bérek előrejelzése is nehezebbé válik, emiatt megnő a kockázata a bérszerződéseknek, a vállalatok termelési és beruházási döntéseinek. Következésképp a szerződések időtartama és a tervezési horizont lerövidül. Ennek legszembetűnőbb példája a megtakarítások és hitelek futamidejének és újraárazási idejének a lerövidülése. (Magyarországon például a banki betétek és hitelek túlnyomórészt rövid lejáratúak, a legkiépítettebb, legfejlettebb pénzügyi piacon, a fix állampapírpiacon is a kifizetések **jelenértékével** súlyozott átlagos futamidő [**duration**] mindössze 1,4–1,5 év körül alakul.)

Az infláció másik káros következménye, hogy a tőkebefektetések túlzott mértékben áramlanak a pénzügyi szektorba, így a *hatékony erőforrás-allokáció sérül*. Magasabb inflációs ráta mellett a pénzügyi közvetítés profitabilitása a produktív tevékenységekéhez képest megnövekszik. Ez az allokációs torzítás a becslések szerint már meglehetősen alacsony infláció mellett is számottevő: a pénzügyi szektor GDP-hez viszonyított aránya az infláció 10 százalékos növekedésével 1 százalékponttal nő.

¹ Bár előfordult, hogy az adósávokat késéssel korrigálták az inflációs mértékkel, az adórendszerek indexálása Magyarországon is alkalmazott módszer az infláció negatív hatásainak ellentételezésére.

Infláció esetén magasabb lesz ugyanazon reálkamat mellett nyújtott hitel cash-flow-ja, és ezzel *csökken az adós hitelfelvevő képessége* (credit crunch). Különösen lakásépítési és -vásárlási hiteleknel jelent ez problémát, ahol a hitelfelvevő nem realizálja az ingatlanok az infláció miatt megemelkedett értékét, míg a hitel nominális kamataiban ez benne van. Emiatt az infláció mérséklődésével várható a fogyasztási és a lakásvásárlási hitelek állományának jelentős felfutása és az ingatlanárak emelkedése is.

Az infláció az adórendszeren keresztül is hatással van a *társadalmi jólétre*. Amennyiben az adórendszereket nem vagy késve indexálják,¹ az infláció gyorsulása megnöveli a tőkeköltséget, így a beruházások mértéke az optimális szint alá esik vissza. A magasabb általános adóteher nem hatékony tőkeallokációhoz vezet a különböző szektorok között.

A defláció rövid távú költségei

Az empirikus vizsgálatok számos országban rámutattak, hogy az infláció csökkentésének reálgazdasági költségei meghaladják az infláció emelése révén nyert rövid távú növekedési előnyöket. Ennek oka, hogy a gazdasági szereplők gyorsabban korrigálják **inflációs várakozásaikat** annak növekedésekor, mint csökkenésekor. Nemzetközi tapasztalatok szerint 2–3 százalékos inflációcsökkentés rövid távon általában a növekedési ütem 1 százalékpontos csökkenéséhez vezet.

Az infláció mérséklését célul kitűző gazdaságpolitika problémája, hogy a gazdasági szereplők bizalmatlanok a monetáris politika prioritásváltását illetően. Megfigyelhető, hogy minél huzamosabb ideig jellemezte a gazdaságot magasabb infláció, annál tovább tart a közvélemény meggyőzése és inflációs várakozásainak

a mérséklése. A monetáris politikának az a feladata, hogy olyan lépésekben csökkentse az inflációt, amely egyrészt elégséges ahhoz, hogy a várakozásokat a kívánatos irányba módosítsa, másrészt nem túlzottan nagy a társadalom által anticipálthoz képest, azaz nem vezet súlyos növekedési áldozathoz. Az „elégséges”, illetve „túlzott” inflációcsökkentés a várakozások alkalmazkodásának sebességétől függ. Az inflációcsökkentés költségeinek és előnyeinek számbavétele mellett nem lehet figyelmen kívül hagyni a társadalom és a gazdaságpolitika egészének preferenciáit sem. A mérsékelt infláció azonnali megtörésére egyetlen ország sem vállalkozott. Az explicit inflációs célkövetést folytató országok (például Izrael, Új-Zéland, Nagy-Britannia, Svédország stb.) mind a fokozatosságra voksoltak.

A társadalom inflációs kondicionáltsága és az infláció viszonylag magas szintje Magyarországon is szükségszerűen fokozatosságot kényszerített ki. Az 1995–1996-ban súlyos reálbérvesztést elszenvedő munkavállalók még az előretekintő indexálás elfogadása esetén is a kis lépések politikájának hívei, mert ez biztonságot nyújt a nagyarányú pozícióvesztéssel szemben.

A magyar monetáris politika végső célja

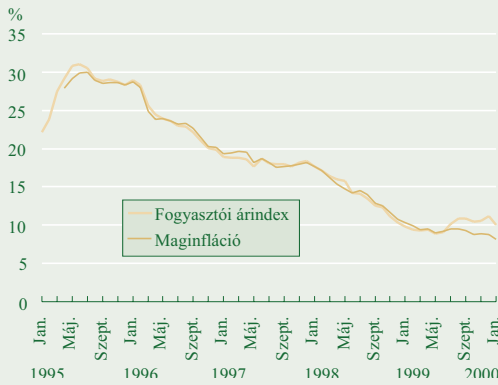
A fenntartható inflációcsökkentés

A Magyar Nemzeti Bank az infláció fenntartható csökkentését tekinti legfőbb céljának. A *fenntartható inflációcsökkentés* azt fejezi ki, hogy az árstabilitás felé vezető gazdasági pályát a külső és belső egyensúllyal való összefüggések között értelmezi.

Az MNB nem egyszerűen az infláció csökkentését kívánja, hanem a *dezinfláció folyamatosságát* is célul tűzi ki. Ez azt is jelenti, hogy ugyanazt az inflációs ütemet másként ítéli meg a jegybank, ha folyamatosan csökkenő inflációs pályán valósul meg, és másként, ha egy korábbi nagyobb csökkenést követően az infláció növekedése után éri el. Az infláció elleni küzdelemben a gazdaságpolitikával szembeni kezdeti alacsony bizalom miatt a jegybanknak kitüntetett figyelemmel kell lennie a dezinflációs pálya töretlenségére. Ez látszólag ellentétes magatartást követel meg a monetáris politikától az inflációt befolyásoló külső **sokkokkal** szembeni reakcióiban. Egyik oldalról igyekszik bevonni belföldre az inflációt mérséklő kedvező külső hatásokat (pl.: világgpiaci energiaárak csökkenése, külkereskedelmi partnereink alacsonyabb inflációja), másrészt viszont ellenáll az inflációt növelő külső hatásoknak, mint amilyen a nem megalapozottan nagymértékű gazdasági növekedés vagy az esetleges fiskális nyomás. Az infláció lassulása 1996–1997-ben a stabilizációs intézkedések által generált és a szigorú fiskális és jövedelempolitika – és az ezekkel konzisztens monetáris politika – által nem akkomodált inflációs sokk levolulását jelezte. Az infláció csökkenése nyomán az inflációs várakozások is fokozatosan mérséklődtek. 1998-ban az MNB – elsősorban a leértékelési ütem korábban megszokottnál gyorsabb csökkentésével – igyekezett tartóssá tenni a csökkenő világgpiaci energia- és élelmiszerárak magyarországi hatását. (Lásd 1. ábra.)

Az infláció csökkentése során azonban figyelemmel kell lenni a inflációcsökkentés reálgazdasági költségeire is – amelyek jelentősek is lehetnek, különösen ha az antiinflációs politika nem hiteles – és az ország adósságának menedzselése során felmerülő külső finanszírozási igényből fakadó korlátokra.

1. ábra A fogyasztói árindex és a maginfláció* alakulása Magyarországon (hó/előző év azonos hónapja)



* Az MNB által számított maginfláció módszertani leírása megtalálható a „Jelentés az infláció alakulásáról” című kiadvány 1999. szeptemberi és decemberi számában is.

A külső egyensúly szerepe

A külső egyensúly hagyományosan fontos szerepet foglal el a magyar monetáris politika alakításában. A jegybank ilyen irányú célkitűzései hosszú távon mindig visszavezethetők az inflációcsökkentés, illetve az **árstabilitás** hagyományos jegybanki céljához. Ennek legfőbb oka, hogy *Magyarország kis, nyitott gazdaság*, ahol a termelés és a belföldi felhasználás eltéréseiből adódó feszültség jellemzően a külső egyensúly megbomlásában jelentkezik először, és csak az ennek helyreállításáért tett erőfeszítések (leértékelés, vám- és adóemelés, stb.) során jelenik meg a korábbi makro-egyensúlytalanság az infláció alakulásában. A külső egyensúly és a reálárfolyam ingadozásainak tolerálásában további korlátot jelent az ország relatív eladósodottsága (devizaadósság viszonylag nagy súlya) és a nominális árfolyamnak, mint a monetáris politika közbülső céljának a használata.

A külső egyensúlyra vonatkozó célt nem lehet egy számértékbe sűrítve megfogalmazni. A jegybank a **folyó fizetési mérleg**, a versenyképesség (reálárfolyam), a GDP-arányos adósságműtatók és a devizatartalékok olyan szintjének fenntartására, illetve elérésére törekszik, amely összhangban áll a gazdaság hosszú távú makrogazdasági pályájával.

A hazai árfolyamrendszer előrelátható, kiszámítható jellege (szűk sáv, a leértékelési ütem előre bejelentett) és a nominális árfolyam cél (lásd következő „Közbülső célok” című fejezetet) önmagában is indokolja a külső egyensúlyi mutatók jelentős súlyát. A csúszó árfolyamrendszer bevezetésével a gazdaságpolitika **hitelessége** szempontjából is kiemelt jelentőségűvé vált, hogy képes legyen elkerülni a forint rendkívüli leértékelését vagy az árfolyamsáv kényszerű kiszélesítését. Az árfolyamspekulációk preventív módon történő kivédését pedig a külső egyensúlyt, a versenyképességet befolyásoló reálgazdasági alapok megfelelő alakulása és a jegybanki **intervenció**s kötelezettséget lehetővé tevő elégséges nagyságú devizatartalék-szint biztosíthatja.

A különböző **reálárfolyam**-mutatók alakulása hűen képes tükrözni a hazai export- és importszektor versenyképességét, amely reálgazdasági oldalról meghatározó a külső egyensúlyi folyamatokban. A forint túlzott reálfelértékelődésének megakadályozása épp ezért fontos szempont a jegybank külső egyensúlyi céljai között. Emellett azonban figyelemmel kell lenni arra, hogy a gazdasági felzárkózás folyamán, a külkereskedelmi partnereinknél gyorsabb termelékenységnövekedés elkerülhetetlenül a reálegyensúlyi árfolyam felértékelődéséhez vezet, amit a reálárfolyamnak is követnie kell. Sem az egyensúlyi reálárfolyam szintje, sem az adott időszakban szükséges reálfelértékelődés nagysága nem számszerűsíthető

pontosan, de a drasztikusabb, tartós reálfeértékelődést mindenképpen el kell kerülni. A reálfeértékelődés kívánatos mértékére vonatkozó jegybanki szándék a meghirdetett leértékelési ütem és a várt infláció kapcsolatából látható, tehát független a forint átmeneti sávon belüli elmozdulásaitól.

A külső adósságra – különösen az állam devizaadósságára – vonatkozó mutatók súlya az MNB célfüggvényében továbbra is nagyobb, mint a fejlett országokban, ami a múlt örökségének tekinthető. Míg az 1990-es évek elején gyakorlatilag csak az állam juthatott hozzá a nemzetközi tőkepiacokhoz, így a gazdaság forrásigénye alapján az MNB vette fel a külföldi hiteleket, addig ma már a fizetésimérleg műveletek nagy részére vonatkozó liberalizáció miatt a gazdasági szereplők saját maguk is képesek erre. Ezt a folyamatot tükrözi a devizaadósság szerkezetének alakulása is, mely azt mutatja, hogy az állami devizaadósság aránya csökken, a privát szektoré pedig nő. Az állam devizaadóssága azért kap kitüntetett szerepet, mert a magánszektor által felvett hitelek esetében sokkal inkább érvényre jut a kockázatok megfelelő felmérése és kezelése.²

A fejlett ipari országokban az állam adósságán belül a devizában denominált rész aránya alacsony, ami azt jelenti, hogy egy leértékelés vagy leértékelődés nem növeli meg számottevően a költségvetés adósságszolgálati terheit. Így az árfolyam ingadozása nem okoz jelentős költségvetési pozícióváltást, illetve adott esetben a **fix árfolyam** feladása révén a gazdaságpolitika viszonylag kis költséggel a piacra hagyhatja a külső egyensúly helyreállítását. Magyarország esetében azonban lebegő árfolyamrendszer mellett is szükség lenne külföldi, illetve devizaforrásra az államháztartás finanszírozása érdekében – bár a korábbinál sokkal kisebb mértékben –, így az árfo-

lyamrendszer kényszerű feladása sokkal magasabb költségekkel járna. Az árfolyam leértékelődésének hatására az adósságszolgálat devizakomponensének forintellenértéke jelentősen megnőne, a nagyobb **árfolyamkockázat** miatt a belöldi kamatok megemelkedhetnek, ami a költségvetési egyensúlyt rontaná. Ennek helyreállításához elengedhetetlen lenne az adók megemelése és a kiadások visszafogása. Végső soron mindez az infláció újbóli növekedéséhez, a gazdasági növekedés megtorpanásához vezetne. Emiatt a jegybanknak a versenyképesség romlását általában sokkal szigorúbban kell megítélnie, és a negatív sokkok tompítását a folyó fizetési mérlegen keresztül, vagyis a fizetési mérleg pufferként történő használatát kevésbé tolerálhatja.

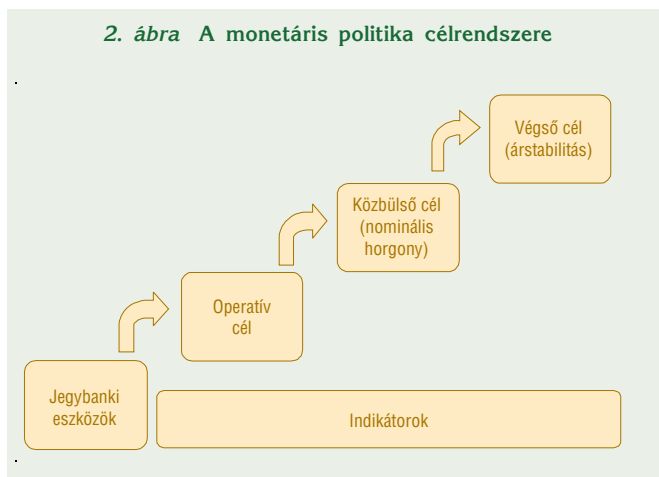
Közbülső célok

A célrendszer hierarchiája

A monetáris politika *végső céljának* tehát az árstabilitás megvalósítását és fenntartását tekinthetjük. A jegybank rendelkezésére álló eszközök ugyanakkor nem képesek közvetlen és azonnali hatást gyakorolni az árszínvonalra. A végső cél és a **monetáris hatóság** (jegybank) eszközei közötti kapcsolat egyrészt meglehetősen indirekt, másrészt véletlen tényezőktől is függ. Mindezeket túl a jelenben meghozott monetáris politikai döntések csak némi idő – gyakran évek – elteltével fejtik ki hatásukat. Az eszközök és a végső cél közötti kapcsolat bonyolultsága miatt a monetáris döntéshozatal során érdemes olyan változókat is figyelembe venni, melyek szerepet játszanak a monetáris politika *transzmissziós mechanizmusában*, és kitöltik az eszközök

² Bár az ázsiai válság megmutatta, hogy ez is csak viszonylagos.

2. ábra A monetáris politika célrendszere



és a végső cél közötti űrt. (Lásd 2. ábra.) Ezeket a változókat a *közbülső cél*, *operatív cél* és *indikátor* kategóriákba sorolhatjuk.

A *közbülső cél* (*intermediate target*) olyan gazdasági változó, amely szoros kapcsolatban áll a végső céllal, ugyanakkor viszonylag jól befolyásolható a monetáris politika eszközeivel. Ilyen célnak általában a gazdaságban meglévő pénzmennyiség növekedési ütemét vagy pedig a devizaárfolyamot szokás választani. A közbülső célokra vonatkozóan a jegybankok általában célértékeket (*target values*) határoznak meg a jövőre vonatkozóan.

A célértékek szintje úgy kerül meghatározásra, hogy az optimális legyen a végső cél szempontjából, majd a jegybank a rendelkezésére álló eszközökkel úgy próbálja befolyásolni a közbülső cél-változót, hogy az a kijelölt célértéknek megfeleljen. A jól megválasztott közbülső cél egyrészt jobban kontrollálható a jegybank által, mint maga a végső cél, ugyanakkor a végső célt befolyásoló külső – azaz a jegybank kontrollján kívül eső – tényezők változásait a közbülső cél már azelőtt tükrözi, mielőtt azok az árszínvonalat ténylegesen befolyásolnák. Egy jól megválasztott közbülső cél segítségével

például a jegybank már az inflációs sokk kibontakozása előtt képes intézkedéseket hozni az árszínvonal stabilizálása érdekében.

Nominális horgony

A *közbülső cél* általában *nominális horgonyként* (*nominal anchor*) szolgál a gazdasági szereplők számára. A *nominális horgony* olyan gazdasági változó, amely képes arra, hogy stabilizálja a gazdasági szereplőknek (a terme-

lőknek, a fogyasztóknak, a munkaadóknak, a munkavállalóknak stb.) a jövőbeni inflációra vonatkozó várakozásait. Ha a nominális horgony hiteles, azaz a gazdaság szereplői bíznak abban, hogy a monetáris hatóság teljesíteni tudja a kitűzött közbülső célt, akkor inflációs várakozásait a horgonynak megfelelően alakítják ki. Ez különösen akkor jelent nagy segítséget a jegybanknak, ha elhúzódó inflációs periódus után lát neki az árstabilitás megteremtéséhez. Egy hiteles nominális horgony alkalmazásával, a felfokozott inflációs várakozások letörésével a monetáris hatóság számottevően mérsékelheti az inflációscsökkentés gazdasági és társadalmi költségeit.

Közbülső célok megválasztása

A lehetséges közbülső célok egyike a gazdaság egészében rendelkezésre álló *pénzmennyiség*, illetve annak növekedési üteme. A klasszikus közgazdaságtan álláspontja szerint a pénzmennyiség és az árszínvonal között egyértelmű megfeleltetés áll fenn, így a jegybank a pénztömeg befolyásolásán keresztül képes kontrollálni az árszínvonalat. A pénzmennyiség,

mint közbülső cél alkalmazása egészen az 1980-as évekig népszerű eszköz volt a jegybankok körében. Az 1980-as évek során azonban sok központi bank azt tapasztalta, hogy a pénzmennyiség-növekedés és az infláció között korábban jól működő ok-okozati kapcsolat felborult, így nem voltak képesek kontrollálni az árszínvonalat a pénztömegén keresztül. A kudarc elsősorban a pénzügyi innovációnak volt tulajdonítható: a látra szóló betétek kamatozóvá válása és a különféle pénzhelyettesítők (például a hitelkártyák) elterjedése a pénz és nem-pénz jellegű eszközök közötti határok elmosódásához vezetett, így a jegybankok egyre kevésbé voltak képesek befolyásolni a tágabb értelemben vett pénz mennyiségét. Emiatt számos ország (többek között az Egyesült Államok, Nagy-Britannia) központi bankja felhagyott a pénzmennyiségre alapozott monetáris irányítás rendszerével.

A rögzített árfolyamrendszerben működő országok esetében a közbülső cél szerepét a *devizaárfolyam* tölti be. Az árfolyam rögzítését általában kis, nyitott gazdasággal rendelkező országok szokták alkalmazni. Egy stabil árszínvonallal rendelkező, nagy ország valutájához való rögzítéssel a jegybank gyakorlatilag „importálja” a nagy ország alacsony inflációs szintjét. Az árfolyamrögzítés emellett számottevően csökkenti az árfolyamok ingadozásából fakadó kockázatot, ami elősegítheti a külkereskedelem fejlődését és a nemzetközi befektetéseket. Az előnyökért cserébe ugyanakkor az árfolyamrögzítés feltételezi a nagy ország monetáris politikájához való alkalmazkodást, ami nem előnyös abban az esetben, ha a két országot eltérő gazdasági sokkok érik.

A nyolcvanas évek végétől kezdődően számos jegybank tért át a közvetlen *inflációs célkövetés* rendszerére (inflation targeting). Ebben a monetáris

politikai keretrendszerben a jegybank explicit módon kötelezettséget vállal az infláció ütemének egy adott célsávon belül való tartására. Itt a közbülső cél szerepét a jegybank által készített inflációs előrejelzés játssza. Az inflációs előrejelzés megfelel a közbülső céltől elvárt tulajdonságoknak, hiszen egyrészt szoros kapcsolatban áll a végső céllal, másrészt a jegybank által befolyásolható, ugyanis az előrejelzés elkészítésekor figyelembe veszik a jegybanki eszközöket is, így a jegybanki lépésekkel párhuzamosan az előrejelzés is módosul. Az **inflációs célkövetés** rendszere számos országban hatékony antiinflációs eszköznek bizonyult. Alkalmazásához ugyanakkor elengedhetetlen, hogy a jegybank megteremtse saját **hitelességét** a társadalom szemében. Emellett az inflációs előrejelzések elkészítéséhez használt matematikai-ökonometriai modellek csak olyan országokban alkalmazhatók hatékonyan, ahol megfelelően hosszú egységes adatsorok állnak rendelkezésre a gazdasági folyamatokról.

A MNB közbülső célja

Bár a nemzetközi és a történeti tapasztalatok számos potenciális közbülső célra mutatnak rá, a magyar gazdaság helyzetéből kifolyólag jelenleg leginkább a *nominalis árfolyam* felel meg a közbülső céltől elvárható jellemzőknek. Az árfolyamcél viszonylagos elterjedtségét (különösen a feltörekvő országok esetében) gyakran az alternatív monetáris irányítási rendszerek feltételeinek hiánya is alá támasztja. Magyarországon például a pénzmennyiség-alapú szabályozást az átmenet időszakában a pénzkeresleti függvény stabilitásának hiánya már önmagában megakadályozta. Nem véletlen tehát, hogy a **kétszintű bankrendszer** megszületése óta az MNB az árfolyamot

használja monetáris politikája közbülső céljaként. A nominális árfolyam, – illetve árfolyampálya – közbülső célként történő szerepeltetése számos előnnyel rendelkezik. Az árfolyam(pálya) egyrészt közvetlenül befolyásolja a külkereskedelmi forgalomba kerülő áruk árát. Másrészt a leértékelési ütem és csökkentésének előre történő bejelentése – ha az árfolyamcél hiteles – hatékony eszköz lehet az inflációs várakozások és ezen keresztül a külkereskedelmi forgalomba nem kerülő termékek és szolgáltatások árának befolyásolására is. Amennyiben az árfolyamcél hiteles, az egyben azt is jelenti, hogy az árfolyampálya *előrelátható*, vagyis a gazdaság szereplői a meghirdetett pályával előre kalkulálhatnak (segítve a befektetések kiszámíthatóságát).

Az árfolyampálya mint közbülső cél rendelkezik azzal az előnnyel is, hogy *áttekinthető*: egyrészt folyamatosan, minden gazdasági szereplő számára megfigyelhető, másrészt az árfolyam és az infláció közötti kapcsolat is széles körben ismert a szereplők számára, így alkalmas a várakozások orientálására. Mivel ebben az esetben a jegybanki célkitűzés és a megvalósulása naprakészen megfigyelhető, az árfolyampálya mint közbülső cél *számonkérhető*, ami szintén növelheti a szereplők bizalmát, a jegybank és a gazdaságpolitika hitelességét.

Az árfolyam közbülső célként történő definiálása és kezelése nem szükségszerűen jelenti **fix típusú árfolyamrendszer** fenntartását. Formálisan rugalmasabb árfolyamrendszer (lebegő, széles sávú árfolyamrendszer) mellett is számos ország követ árfolyamcélú úgy, hogy igyekszik valamilyen implicit árfolyamsávot fenntartani vagy menedzselt lebegéssel viszonylag szűkre szabni az árfolyam tényleges mozgását. A fix árfolyam vagy

³ Vagy egy valutakosárhoz, de ez nem változtat a lényegen.

a szűk árfolyamsáv azonban *nagyobb elkötelezettséget* jelent az árfolyamcél megvalósítására, így a várakozásokat orientáló szerepe erőteljesebb.

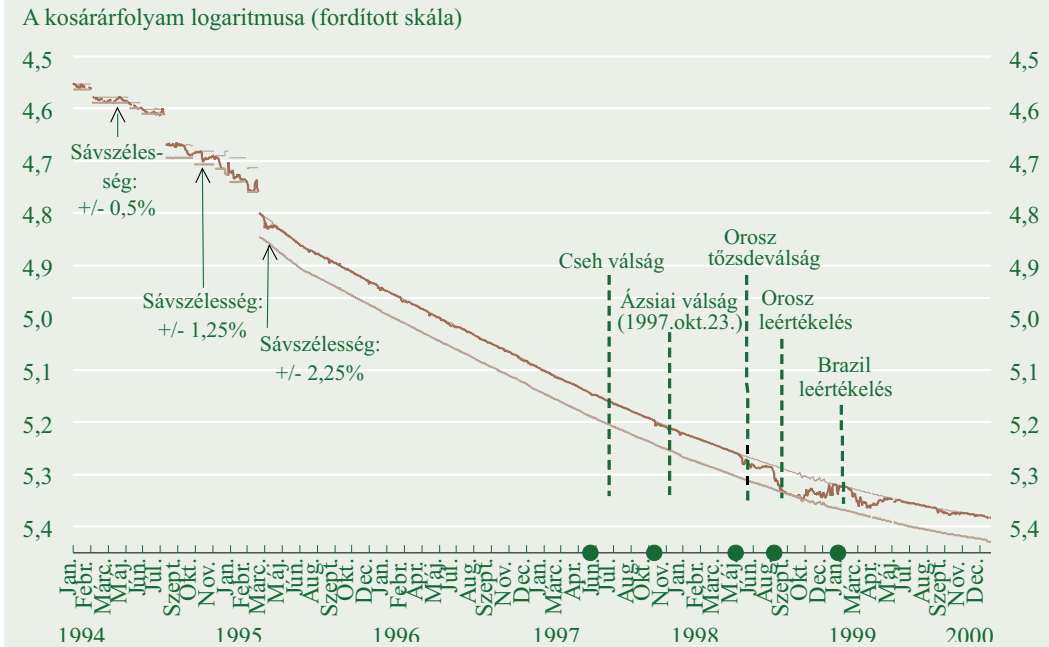
Az előre bejelentett csúszó leértékeléses árfolyamrendszer

Az 1995 márciusában bevezetett csúszó leértékeléses árfolyamrendszer lehetővé tette a gazdaságpolitika számára, hogy amennyire csak lehet, összehangolja a gazdasági növekedésre és az inflációra vonatkozó céljait. Az árfolyam rögzítése azt jelenti, hogy az adott ország valutájának értékét fix módon egy nagy, alacsony inflációjú ország valutájához³ köti. A rögzített árfolyam mellett a belföldi infláció végül fokozatosan a horgonyvaluta országának inflációjához közelít, de a nemzetközi tapasztalatok arra utalnak, hogy ez a konvergencia általában meglehetősen lassú, a dezinfláció költségei pedig jelentősek lehetnek.

A korábbi fix, de kiigazítható árfolyamrendszer a nem tervezhető sorozatos leértékelések miatt elvesztette hitelességét a gazdaság szereplői számára, az árfolyampálya nem volt előrelátható és kalkulálható.

A rendszeresen bekövetkező hivatalos leértékelések nem csak pénzügyi rendszert szétziláló spekulációt eredményeztek, de az infláció csökkentését sem tették lehetővé. Olyan árfolyamrendszerre volt szükség, amely megfelel a fentebb leírt elvárásoknak, így segítve az infláció mérséklését, de lehetővé téve a partnerországokénál magasabb inflációs ráta huzamosabb ideig történő fenntartását. Chile, Lengyelország és Portugália (és más országok) példája megmutatta, hogy a csúszó leértékeléses árfolyamrendszer megfelel a fenti elvárásoknak. (Lásd 3. ábra.)

3. ábra A magyar forint árfolyama, 1994. január–2000. január*



* Kosárosszététel: 1993. augusztus–1994. május: 50% DM+50% USD; 1994. május–1996. december: 70% ECU+30% USD; 1997. január–1998. december: 70% DEM+30% USD; 1999. január–december: 70% euró+30% USD, 100% euró 2000. január óta.

A leértékelési ütem meghirdetésével és az árfolyam **nominális horgonyként** történő felhasználásával lehetőség nyílt az **infláció** fokozatos csökkentésére, amit a fiskális és a jövedelempolitika is támogattott. A leértékelési ütem előre történő meghirdetése (először 1995 végéig) segítette a várakozások előretekintő jellegének kialakításában, a szigorú fiskális és jövedelempolitika lehetővé tette, hogy a radikális stabilizációs intézkedések hatására megugró infláció csak a költségoldali nyomás által indokolt mértékig emelkedjen, és a sokkot követően csökkenésnek induljon. Mindez lehetővé tette a **gazdaságpolitika hitelességének** megnövekedését. Az 1995 előtti árfolyamrendszerben a leértékelések időpontját és mértékét illető bizonytalanság miatt a forintban denominált pénzügyi eszközöktől a befektetők magasabb hozamot vártak el, azaz a

forinthozamok jelentős **prémiumot** tartalmaztak. Ez különösen a költségvetést mint a legnagyobb adóst sújtotta. A stabilizáció sikerének és az árfolyamrendszer fenntartásának köszönhetően a gazdaságpolitika hitelessége nőtt, és ez lehetővé tette, hogy az egyszeri árfolyam-kiigazítások kockázata miatti prémium minimálisra csökkenjen.

Az **árfolyamkockázat** másik eleme, a sávon belüli árfolyamváltozás kockázata ugyan továbbra is megmaradt, de egészen 1997 végéig nem számított jelentősnek, mivel az árfolyam majdnem mindig a sáv erős szélén tartózkodott. Az ország deviza nemfizetési kockázata (default risk) az új rendszer bevezetését követően gyorsan csökkent. A prémium csökkenése a kamatszint csökkenésével hozzájárult a növekedés felgyorsulásához és a költségvetési hiány javításához.

Az árfolyamcélét követő monetáris politika korlátai

A hazai valuta rögzítésével a monetáris politika csak korlátozottan képes kamatpolitikájával belföldi makrogazdasági céljait követni. Ez igaz a csúszó leértékeléses árfolyamrendszer esetén is, hiszen a nominális kamatszint növelése egy ponton túl együtt kell, hogy járjon a leértékelési ütem emelésével, ellenkező esetben megemelkedik a hazai deviza külföldihez képesti hozamelőnye, ami jelentős mértékű tőkebeáramláshoz és **likviditásfelesleghez** vezet. A monetáris szigorítás tehát csak a kamatsatornán keresztül érvényesül, az árfolyamsatornán ezzel szemben monetáris lazítás történik, amennyiben a nagyobb leértékelési ütem mellett reálértelemben is leértékeltébbé válik a hazai valuta. Az árfolyamra kevésbé érzékeny, a külpiazi versenyfeltételeknek nem kitett vállalatok (non-tradable szektor) viselik ilyenkor a monetáris szigorítás hatásának zömét, míg a verseny- (*tradable*) szektor cégei számára a leértékeltébb árfolyam könnyen semlegesítheti a magasabb reálkamat **monetáris kondícióra** gyakorolt hatását. Ez azt is jelenti, hogy ha a gazdaságpolitika részterületei közötti összhang megbomlik és így az **inflációs várakozások**, illetve a meghirdetett leértékelési ütem többé nem konzisztens, a jelenlegi árfolyamrendszer mellett a monetáris politika önmagában nem képes az inflációs tendenciák visszafogására. Elmondható, hogy bármely árfolyamrendszer választása esetén a monetáris politika önmagában, – vagyis amennyiben a gazdaságpolitika többi eleme nem az inflációs csökkenés irányába hat – nem képes az inflációs trend visszafogására. A jelenlegi árfolyamrendszer mellett azonban a „rugalmasabb árfolyamrendszerhez” ké-

pest is nagyobb összhang szükséges a gazdaságpolitika területei, elsősorban a monetáris és a fiskális politika között.

A fix típusú árfolyamrendszer további problémája, hogy a horgonyvaluta országát érő *sokkok* közvetlenül átgúnyúznak az árfolyamcélét követő országba, hiszen a külföldi kamatváltoztatást belföldön is követni kell.

Pontosan ez utóbbi történt az ERM keretein belül 1990 után, amikor a német újraegyesítés miatti expanzív fiskális politikát – és a hibás átváltási arányt – tartós monetáris szigorítás követte. Az ERM-ben részt vevő többi országra is nyomás nehezedett, hogy emeljék a kamatot, és a belföldi folyamatok által megkövetelnél szigorúbb monetáris politikát folytassanak. Az árfolyamválság azért következett be, mert a kamatemelést, illetve ennek reálgazdasági költségeit nem akarták vállalni.

Az adósságmutatók javulása, a devizatartalék növekedése és az ország gazdasági stabilitása nem mindenkor elégséges biztosíték a jelentős tőke kivonás és *árfolyamspekuláció* ellen. A jegybank minden eszközzel növelni igyekszik ilyenkor az árfolyamrendszer fenntartására vonatkozó elkötelezettségét, ami azt is jelenti, hogy ha jelentős nyomás nehezedik az árfolyamra, akkor emeli a kamatszintet, és ezáltal demonstrálja, hogy kész vállalni az árfolyamrendszer védelmének reálgazdasági költségét. Másfelől a *folyó fizetési mérleg alakulását*, la tőkebeáramlást, az állam külföldi adósságát és a külföldiek forintköveteléseit figyelembe véve elegendő mértékű devizatartalékot kénytelen fenntartani, hogy egy esetleges kedvezőtlen külső sokk esetén se kérdőjeleződjék meg az árfolyamrendszer fenntarthatósága.

A magas devizaadóssággal rendelkező, illetve jelentős tőkeimportőr országokban a rögzített árfolyam további veszélyt is hordoz. Az árfolyamrendszer fenntartására irányuló ígéret révén a jegybank árfolyam-garanciát vállal a gazda-

ság többi szereplője felé. Amennyiben a gazdasági kilátások bizonytalanok, nincsenek hosszú lejáratú instrumentumok, akkor a vállalatok, a bankok és az állam is könnyebbnek, olcsóbbnak érzik a devizában történő hitelfelvételt. Ha ezek nincsenek megfelelő devizaeszközökkel, illetve derivatív műveletekkel lefedezve, akkor a gazdasági szereplők számára nyitott pozíciót jelentenek. Amennyiben bármely okból jelentős leértékelésre vagy leértékelődésre kerül sor, ezeken a *nyitott pozíciókon* hatalmas veszteségek halmozódhatnak fel, ami pénzügyi válsághoz és a gazdaság jelentős visszaeséséhez vezethet. Magyarországon az ázsiai és az orosz válság hatása, illetve az ezek nyomán volatilisabbá váló forintárfolyam ilyen szempontból jótékony hatással járt, hiszen a kockázatok alaposabb felmérésére és jobb lefedezésére ösztönözte a gazdasági szereplőket.

A célrendszer alsó szintje

A **közbülső célok** mellett a jegybankok többsége *operatív célváltozókat* is használ; ezt a szerepet legtöbbször rövid futamidejű pénzügyi kamatok játsszák. Az *operatív cél* és a közbülső cél között két alapvető különbség van. Egyrészt az operatív cél általában közvetlen kapcsolatban van a jegybank rendelkezésére álló eszközeivel, így a monetáris politikai lépések azonnal tükröződnek az operatív célváltozók értékeiben, míg a közbülső célok esetében ehhez általában idő van szükség. Másrészt az operatív cél a legtöbb esetben nem képes a **nomináls horgony** szerepét betölteni.

A *rövid futamidejű kamatok* azért alkalmasak operatív célnak, mert kitüntetett szerepet játszanak a monetáris politi-

ka hatásmechanizmusában. A legtöbb változó kamatozású vállalati hitel valamely rövid kamathoz van kötve, így ezen kamatok szintjének befolyásolásával a jegybank közvetlenül képes befolyásolni a vállalatok forrásköltségét és ezen keresztül a beruházási javak iránti keresletet. Emellett a lakossági betétek kamatai is általában követik a rövid kamatok változásait. A lakossági kamatok kontrollálásával a központi bank hat a lakosság megtakarítási és fogyasztási döntéseire. A kamatok befolyásolásával tehát a jegybank képes befolyásolni a gazdaság egészében a beruházási és fogyasztási javak iránti **aggregált keresletet**. A rövid kamatok szintje (pontosabban a rövid futamidejű kamatokon elérhető reálhozam) ezért információt ad a monetáris politika keresletszűkítő (**restriktív**) vagy keresletbővítő (**expanzív**) jellegével kapcsolatban.

A lebegő árfolyamrendszert alkalmazó országokban a monetáris politikai döntések nemcsak a kamatok, hanem a devizaárfolyam elmozdulásán keresztül is hatnak az aggregált keresletre. Kis, nyitott gazdaságokban, ahol a külkereskedelem súlya a nemzetgazdaságon belül igen magas, és így az árfolyamon keresztüli hatás számottevő, a rövid kamatok szintje nem jellemzi kellő mértékben a monetáris politika restriktív-expanzív jellegét. Egyes országokban ezért a rövid kamatok és a devizaárfolyam súlyozott átlagát használják operatív célként. Ezt a mérőszámot nevezik a **monetáris kondíciók indexének** (*Monetary Conditions Index – MCI*).

Az **indikátorok** olyan makrogazdasági változók, melyek jelzést adnak a végső célváltozó várható alakulásával kapcsolatban, ugyanakkor befolyásolásuk nem közvetlen és deklarált célja a monetáris politikának. Ilyen változó lehet a hosszú és rövid futamidejű kamatok különbsége, az ipari termelés alakulása, a

mezőgazdasági árindex stb. Az indikátorok a jegybanki lépések megválasztásakor segítenek abban, hogy a különböző célok elérését leginkább szolgáló intézkedések szülessenek, ugyanakkor a jegybanki politika nem kívánja közvetlenül alakítani az indikátorok értékét.

A jegybank monetáris politikai eszközeinek segítségével képes a monetáris hatóság közvetlenül befolyásolni a kereskedelmi bankok számára rendelkezésre álló számlapénz mennyiségét és/vagy költségét. Az eszközökön keresztül ugyanakkor a jegybank közvetett hatást képes gyakorolni a célrendszer többi elemére: az operatív, a közbülső és a végső célokra. A *jegybanki eszköztár* részletes leírása megtalálható az utolsó fejezetben.

Az MNB operatív célja

A jegybank kamatpolitikájának alakításában kettős célnak igyekszik megfelelni. Az MNB egyrészt a piaci hozamok alakulását követő kamatlépéseivel a *reálkamatok* olyan szintjének fenntartására törekszik, amely biztosítja a megtakarítások – a külső egyensúly és az infláció csökkentése szempontjából – elégséges alakulását. Az árfolyamrendszer jellegéből következően pedig arra törekszik, hogy a hazai kamatoknak a bejelentett leértékelési ütemmel és a külföldi kamatokkal korrigált mértéke (*kamatdifferencia*) igazodjon a külföldi befektetők magyarországi befektetéseiktől elvárt kockázati prémiumához.

Mind a később tárgyalandó **kamat-transzmisszió** tekintetében, mind a forint árfolyamát befolyásoló kamaterzékeny

tőkeáramlás szempontjából a 3–6 hónapos **bankközi** és állampapír-piaci hozamoknak van Magyarországon kitüntetett szerepe. Ezek alakulását az MNB kéthetes (korábban egyhónapos) futamidejű betéti konstrukcióján meghirdetett kamatával hatékonyan képes befolyásolni.

A pénz- és tőkepiacok liberalizálásával a belföldi és külföldi kamatok közötti kapcsolat a fedezetlen kamatparitás által meghatározott módon szorosabbá vált, a kamatpolitika mozgásteret ezáltal szűkült. Az 1995-ben bevezetett árfolyamrendszerben csak az árfolyam- és országkockázat, illetve az árfolyam ingadozási sávja által megengedett mértékben nyílik tere az önálló kamatpolitikának. Amikor a belföldi gazdasági folyamatokkal konzisztens kamatszint nem esik egybe a külföldiek által elvárt hozamszinttel – pl. a kockázati felár változása miatt –, a forint elmozdul az árfolyamsávon belül, jelentős eltérés esetén pedig devizapiaci intervenciót vált ki az árfolyamsáv szélein.

Az MNB a **devizapiaci intervenció**inak likviditási hatását jegybanki betétei és kötvénye, valamint (korábban) állampapírral végzett nyílt piaci műveletei révén sterilizálja. A **sterilizált intervenció** egyik oldalról stabilizálja a jegybankpénz-mennyiség alakulását a jelentősebb tőkeáramlások időszakában, másrészt – az árfolyamsáv szélességén túlmenően – némi mozgásteret nyújt a belföldi folyamatokat szem előtt tartó kamatpolitikája számára. Az MNB 1998 tavaszától sterilizációs instrumentumain közvetlen hozamcél csak a legrövidebb lejáratokon érvényesít, míg az MNB-kötvény mennyiségi aukcióival a piacra hagyja a hosszabb hozamok alakítását.

A pénzaggregátumok

A pénzkereslet meghaladó pénzmennyiség-bővülés egy gazdaságban inflációnövelő és külső egyensúlyt rontó hatású lehet, így a monetáris politika mindenkor, még kifejezett pénzmennyiségi célkitűzés hiányában is, igyekszik megelőzni a pénzaggregátumok túlzott expanzióját. Az árfolyamrendszer típusa ugyanakkor jelentősen befolyásolja a monetáris politika hatásosságát és azt, hogy a pénzmennyiségek milyen szerepet játszanak a monetáris politika alakításában. Az MNB monetáris politikája szempontjából a közbülső célnak a forint árfolyama tekinthető. Az árfolyam csúszó sáv formájában történő rögzítése mellett az MNB-nek pénzmennyiségre vonatkozó explicit célkitűzése jelenleg nincs. Mindazonáltal a Jegybank a vállalati- és a háztartási szektor **nettó finanszírozási igényének** részletes vizsgálata során a különböző pénzkategóriákba tartozó követelések elemzésének kiemelt figyelmet szentel.

A pénz különböző formáinak: bankjegy és érme, csekk, valuta, folyószámla, lekötött betét, takaréklevél vagy banki kötvény stb. közös tulajdonsága, hogy valamely banki mérleg forrásoldalán jelenik meg. A jegybanki mérleg forrásoldali tételeit felölelő pénzaggregátum a *monetáris bázis*, míg a bankrendszer összevont mérlegének passzívái alkotják az általá-

ban definiált, a gazdaságban lévő *pénzmennyiség-kategóriákat*. A hazai gyakorlatban használatos, egy, a banki mérlegeken is túlmutató, legszélesebb értelemben vett pénzmennyiség-kategória is.

A monetáris politika számára kiemelt jelentőségű **indikátor** a monetáris bázis, hiszen ez az egyetlen olyan pénzmennyiség, amelynek alakulása fölött a jegybank közvetlen ellenőrzést gyakorol és ugyanakkor ez az a pénzmennyiség-kategória, amely a **pénzmultiplikátoron** keresztül határt szab a gazdaságban lévő pénzmennyiségnek. Így a **monetáris bázis** alakulása áttételesen befolyásolja a gazdasági aktivitást, változása hatást gyakorol az **inflációra**, a kamatszínvonalra, valamint a külső egyensúlyra. A *monetáris bázis, jelölése $M0$, a jegybankon kívüli készpénzt és a bankok jegybanki tartalékát foglalja magában*.

A jegybanknál elhelyezett hitelintézeti forrásokat attól függően szokás a monetáris bázis részének tekinteni, hogy azok alapját képezik-e a pénzmultiplikációnak. A beáramló külföldi tőke pénzmennyiségi hatásait a jegybank aktív sterilizációs tevékenységet folytatva, különböző sterilizációs eszközökkel tompítja. A sterilizációs eszközök és a jegybanknál elhelyezett banki devizabetétek is a jegybanki mérleg passzívái között szereplő tételek, (lásd 4. ábra) tekintve azonban, hogy a pénzmultiplikációban nem vesz-

4. ábra Az MNB mérlege (1999. november 30.)

			Milliárd forint
E.1. Refinanszírozási hitelek	130	Monetáris bázis (M0), (F.1.+F.2.)	1323
		F.1. Készpénz	833
E.2. Nettó költségvetési hitelek	1873	F.1.1. Bankoknál lévő készpénz	73
		F.1.2. Bankrendszeren kívüli készpénz	760
E.3. Nettó külföldi eszközök	915	F.2. Bankok jegybanki tartaléka	490
		F.2.1. Kötelező tartalék	485
E.4. Nettó egyéb eszközök	-458	F.2.2. Szabad tartalék	5
		F.3. Bankok MNB-nél elhelyezett devizabetétei	619
		F.4. Sterilizációs eszközök	518

nek részt, ezért a monetáris bázisnak nem összetevői.

A monetáris bázis számításánál figyelembe kell venni a tartalékolási rendszer sajátosságait, miszerint a kereskedelmi bankoknak előírt **kötelező tartalékok** az egy hónapos tartalékolási periódus átlagaként kell teljesíteni. Ebből kifolyólag a havi monetáris bázisnak az MNB által jelenleg publikált számításakor a forgalomban lévő készpénz hó végi állományához a hitelintézetek jegybanki tartalék- és egyéb forintszámláinak nem a hó végi állománya, hanem a tartalékolási periódusban képzett átlagállománya adódik hozzá.

A jegybanki mérleg forrástételei és a bankrendszer összevont mérlegének passzív oldala közötti relációt, vagyis a monetáris politika pénzmennyiséget befolyásoló hatását a *pénzmultiplikátor írja le. A pénzmultiplikátornak a változása visszavezethető a készpénzhányad (a banki forrásokhoz viszonyított készpénz), és a tartalékráta (a banki forrásokhoz viszonyított tartalék) alakulására.*

Pénzmultiplikátor = Bővebb pénzmennyiség / Monetáris bázis = M3 / M0,

ahol a gazdaságban lévő pénz kifejezhető a készpénz és az egyéb banki források összegeként. Ha a számlálót és a nevezőt is elosztjuk a banki források nagyságával akkor azt kapjuk, hogy

Pénzmultiplikátor = (KP + BF) / (KP + TR) = (KP/BF + 1) / (KP/BF + TR/BF),
ahol KP: készpénz,

TR: jegybanknál elhelyezett kötelező tartalékok,

BF: banki források

A képletből látható, hogy a pénzmultiplikátor a tartalékráta (TR/BF) csökkenésével nő, ezért a minimális tartalékráta előírása határt szab a pénzteremtésnek. A pénzmultiplikátor a készpénzhányad (KP/BF) változásával is fordított arányban mozog: a pénzmultiplikátor csökken, ha nő a készpénz banki forrásokhoz viszonyított aránya.

A monetáris bázisnál bővebb pénz-aggregátumokat a *bankrendszer összevont mérlegének passzív oldalán találjuk. A jegybanki és a kereskedelmi banki mérlegek konszolidációja során a jegybank és a kereskedelmi bankok egymás közötti pénzműveletei kiesnek, így a bankrendszer összevont mérlegébe már nem kerül bele a kereskedelmi bankoknak nyújtott jegybanki refinanszírozási hitel, de éppúgy kiesik a bankrendszeren belüli készpénz, a bankok jegybanki tartaléka és a sterilizációs eszközök. (Lásd: 5. ábra.)*

A különböző pénzaggregátumokat a pénzeszközök *likviditási foka* szerint definiáljuk, vagyis aszerint, hogy milyen gyorsan, milyen mértékben és milyen költségvonzattal lehet velük fizetést teljesíteni. A *szűken értelmezett pénzmennyi-*

ség, jelölése *M1*, a tökéletesen likvid fizetőeszközöket tartalmazza, vagyis azon pénzformákat, amelyek a fizetési funkció azonnali és korlátlan betöltésére alkalmasak. Ez gyakorlatilag azt jelenti, hogy a szűkebb értelemben vett pénz kategóriájába a forgalomban lévő készpénz és a lakossági, vállalati, önkormányzati folyószámlák, átutalási számlák és csekk-számlák tartoznak.

A Magyarországon használt szélesebb értelemben vett pénzkategória az *M3*, amely a szűken értelmezett pénz mellett azokat a tételeket is magában foglalja, amelyek közvetlenül betöltik a pénz funkcióját, és viszonylag kis költséggel és viszonylag gyorsan pénzzé tehetők. Ezek a lekötött forintbetétek és a devizabetétek, az úgynevezett kvázipénzek. Ezen felül az

M3 tartalmazza azon pénzeszközöket is, amelyek formájukra nézve nem bank-számlák, hanem *egyéb pénzügyi értékpapírok*, letéti jegyek, takaréklevelek, banki kötvények.

A magyarországi monetáris statisztika *nem számszerűsíti* a szűken vett pénz-mennyiség és a kvázipénz összegeként képzett, *M2* pénzmennyiség-kategóriát (vagyis azt a kategóriát, amely még nem tartalmazza a pénzügyi értékpapírokat). Ennek indoka az, hogy a forgalomban elterjedt banki értékpapírok számos jellemzőjüket illetően (lejárat, forgathatóság, **likviditás**) nem térnek el a lekötött forintbetétek jellemzőitől, nem viselkednek ténylegesen értékpapírként, így nem célszerű a betétek, a banki értékpapírok és az értékpapír jellegű betétek közötti

5. ábra A kereskedelmi bankok mérlege (1999. november 30.)

		Milliárd forint	
E.1. Hitelek	3847	F.1. Forintbetétek	3378
E.1.1. Háztartások hitelei	461	F.1.1. Látra szóló forintbetétek	1179
E.1.2. Vállalati hitelek	2323	F.1.2. Lekötött forintbetétek	2200
E.1.3. Önkormányzati hitelek	48		
E.1.4. Nettó államháztartási hitelek	1015	F.2. Devizabetétek	904
E.2. Bankoknál lévő készpénz	73	F.3. Pénzügyi értékpapírok	51
E.3. Bankok jegybanki tartaléka	490		
E.4. Bankok MNB-nél elhelyezett devizabetétei	619	F.4. Refinanszírozási hitelek	130
E.5. Sterilizációs eszközök	518		

6. ábra A bankrendszer összevont mérlege (1999. november 30.)

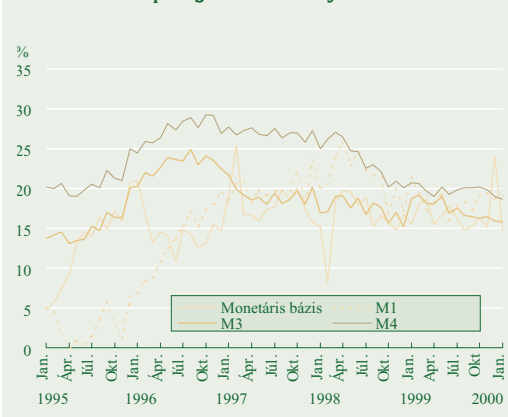
		Milliárd forint	
E.1. Hitelek	5720	Széles értelemben vett pénz (<i>M3</i>) (F.1.+F.2.+F.3.)	5094
E.1.1. Háztartások hitelei	461	F.1. Szűk értelemben vett pénz (<i>M1</i>)	1939
E.1.2. Vállalati hitelek	2323	F.1.1. Bankrendszeren kívüli készpénz	760
E.1.3. Nettó államháztartási hitelek	2935	F.1.2. Látra szóló forintbetétek	1179
E.2. Nettó külföldi eszközök	-125	F.2. Kvázipénz	3103
		F.2.1. Lekötött forintbetétek	2200
		F.2.2. Devizabetétek	904
E.3. Egyéb eszközök	-501	F.3. Pénzügyi értékpapírok	51

különbségtétel. Az elkülönítés nehézségei miatt a magyar gyakorlat az M2 kategóriát nem, hanem csak a fent leírt M3 kategóriát számszerűsíti.

A hazai gyakorlatban ugyanakkor használatos kategória, a banki összevont mérlegen túlmutató, a *nem pénzügyi instrumentumokat is tartalmazó M4-es* pénzmennyiség kategória. Az M4-es pénzaggregátumba az M3 összetevői mellett az állampapírok állománya és a bankrendszeren kívüli szereplők által tartott MNB kibocsátású kötvény is beleszámít.

Bár pénzügyi kötvényként természetesen adódna, hogy az MNB-kötvény az M3 részeként kerüljön beszámításba, azonban az annál bővebb pénzkategória, az M4 tartalmazza, tekintettel arra, hogy a jegybanki kötvények leginkább az azonos futamidejű állampapírok helyettesítői, kockázatuk is azonos (végső soron ezen papír esetén is az állam az adós, mint a jegybank tulajdonosa). Mivel az M4 a megtakarítások összes formáját magában foglalja, nem érzékeny a megtakarításokon belüli portfólióátrendezésre, ezért ez a legstabilabban alakuló pénzaggregátum. (Lásd 7. ábra.)

7. ábra A monetáris aggregátumok növekedési üteme az előző év azonos időpontjához viszonyítva



A hitelaggregátumok és nettó finanszírozási kapacitás

A pénzaggregátumok alakulásához hasonlóan az MNB-nek nincs a hitelek állományára vonatkozó célkitűzése a monetáris politika jelenlegi keretei között, ugyanakkor a hitelállomány alakulása fontos információkat közvetít a jegybank számára a monetáris politika környezetének változásáról. A hitelek állományának változását rendszerint nem önmagában vizsgálja a jegybank, hanem a hitelek pénzmennyiségre, illetve az egyes szektorok beruházási-megtakarítási egyenlegére gyakorolt hatását elemzi. A hitelállomány alakulásának elemzése így módon a bankrendszer összevont mérlegének, illetve a főbb szektorok **nettó finanszírozási kapacitásának**, illetve igényének vizsgálatához kapcsolódik.

Az egyes szektorok *nettó finanszírozási kapacitása*, illetve *igénye* alatt az adott szektor követeléseire és kötelezettségeire kapcsolódó *tranzakciók egyenlegét* értjük. A követelésekhez és a kötelezettségekhez köthető tranzakciók egyenlege a követelés-, illetve kötelezettségállomány árfolyam és egyéb volumenváltozásoktól megtisztított növekményével egyezik meg.

A *háztartási szektor* követeléseire kötődő tranzakciók egyenlege meghaladja a szektor hiteleihez kapcsolható tranzakciók egyenlegét, ezért a háztartási szektor esetében *nettó finanszírozási kapacitásról* beszélhetünk. A vállalati szektor esetében fordított a helyzet: a szektor beruházásait finanszírozó nettó külső forrásbevonás miatt a *vállalati szektor*részéről *finanszírozási igény* merül fel. A belföldi szektorok nettó finanszírozási kapacitásának, illetve igényének összege a külföldi finanszírozási igényt adja ki, ami a folyó

fizetési mérleg hiányával egyezik meg. Ennek megfelelően a **folyó fizetési mérleg** hiányában bekövetkezett változások felbonthatók a különböző belföldi szektorok finanszírozási kapacitásában, illetve igényében történt változásokra.

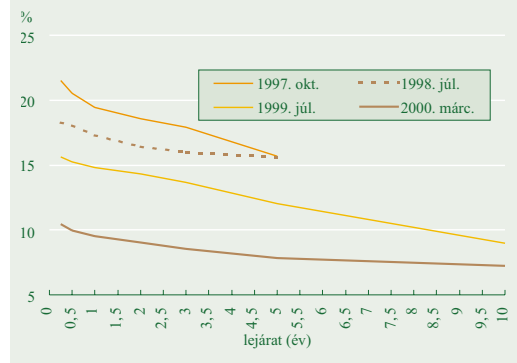
A vállalati és a háztartási szektornak nyújtott hitelek a jelenlegi kvázi-fix árfolyamrendszer keretei között elsősorban a hitelek a szektorok finanszírozási kapacitására és így a folyó fizetési mérlegre gyakorolt hatása miatt foglalkoztatja a Jegybankot. Természetesen a gyorsabb hitelkiáramlás a beruházási és a fogyasztási keresleten keresztül az **inflációt** is befolyásolja, egy kvázi-fix árfolyamrendszerben azonban az inflációs hatás egy tekintélyes része a hitelexpanzió miatt a romló folyó fizetési mérleg hiánya következtében bekövetkező kényszerű leértékelést követően jelentkezik.

A hozamgörbe a jegybankok gyakorlatában

A **hozamgörbe** az azonos kockázati szintű befektetésekhez⁴ tartozó kamatlábakat adja meg a befektetés futamidejének függvényében. A hozamgörbe elemzésével fontos információhoz juthatunk az **infláció**, a **reálkamatok** és a növekedés jövőbeli alakulására vonatkozó várakozásokkal kapcsolatban. A hozamgörbe mindemellett hasznos jelzőrendszer a jegybank számára az általa folytatott monetáris politika hatékonyságával és hitelességével kapcsolatban.

Jól működő pénz- és hitelpiacokon megfelelően kialakított **monetáris politikai eszköztár** segítségével a monetáris politikának jelentős hatása van a **hozamgörbe rövidebb lejárataira** mind aktív,⁵ mind passzív oldali szabályozás esetén

8. ábra Zéró-kupon hozamgörbék Magyarországon különböző időpontokban



(a rövid lejáratot rendszerint egy évig terjedően szokták értelmezni). (Lásd 8. ábra.) A **hosszabb lejáratok** hozamai azonban erősebben **függnek a jövőbeli kamatokra vonatkozó várakozásoktól**. A fejlett pénzügyi piacokkal rendelkező országokban a jegybank, bár képes befolyásolni a hozamgörbét, nem tarthatja teljes mértékben felügyelete alatt: a három-hat hónaposnál hosszabb lejáratokon a jegybank nem képes tartósan a piaci várakozásoktól eltérő kamatlábat fenntartani.

A hosszabb lejáratok befolyásolása már nem közvetlenül az eszköztáron keresztül megvalósított kontrollon, hanem a monetáris politika (jövőbeni) vitelére vonatkozó jelzéseken keresztül valósul meg. „Jelzések” alatt az irányadó, tehát az igen rövid lejáratú kamat változtatását értjük. A kamatlépés – és indoklásának – értel-

⁴ A piaci szereplők és a jegybank rendszerint a kockázatmentes, állampapír-piaci hozamokból nyert hozamgörbe szerkezetét vizsgálják, mivel nagy gyakoriságú, könnyen és pontosan megfigyelhető árinformációkat leginkább az állampapírpiacon tud szolgáltatni.

⁵ Aktív oldali szabályozásról beszélünk, ha a bankrendszer globálisan jellemzően **likviditáshiánnyal** küzd a fizetési forgalom lebonyolításához és (ahol létezik) a tartalékolási kötelezettségeknek való megfeleléshez szükséges jegybankpénz megszerzése során. Ekkor a jegybank a hiteloldali eszközeivel hat a likviditásra és a rövid hozamokra. Passzív oldali szabályozás esetén a bankrendszernek globálisan jegybankpénz-többlete van, a jegybank a betételfogadási konstrukcióin keresztül vonja ki a többletlikviditást, melynek során egyúttal a rövid hozamokat is meghatározza.

mezése a monetáris politika álláspontjáról szolgáltató információkat a gazdaság szereplői számára, akik ez alapján alakítják ki várakozásaikat a jövőbeni inflációra, nominális és reálkamatokra vonatkozóan. A hosszabb lejáratú kamatok alakulása tehát sokkal inkább a gazdasági szereplők várakozásainak, semmint a jegybankok rövid távú kamatainak függvénye.

Hozamgörbe-elméletek

A hozamgörbe alakjának (meredekségének) értelmezése nem egyértelmű, alapvetően az elfogadott közgazdasági elmélettől függ. Az elméletek tesztelése során kiderül, hogy még a legszélesebb körben elfogadott sem állja meg minden piacon és minden időszakban a helyét, mindazonáltal egyféle támpontot adnak az értelmezésben. A különböző lejáratú kamatok összevetése, tehát a hozamgörbe alakjának értelmezése során három elmélet kerül leggyakrabban említésre.

A *várakozási hipotézis* szerint a jelenlegi hozamgörbe a piaci szereplők jövőbeni inflációról alkotott várakozásait fejezi ki. A nominális hozamokat a gazdasági aktivitás **indikátoraként** is szokták figyelni, hiszen az erőteljesen pozitív meredekségű jelenbeli hozamok a nagyobb jövőbeni gazdasági növekedés és a magasabb infláció előjeleként értelmezhetőek. A jelenlegi magyarországi helyzet (ti. a negatív lejtésű hozamgörbe) nem jelenti azt, hogy a gazdaság szereplői recesszióval számolnak. A jelenség mögött az áll, hogy az utóbbi évek folyamatos inflációcsökkenése a jövőben várt infláció és a kamatok csökkenéséhez járul hozzá, ami erősebb, mint a gazdasági növekedés hozamgöribére gyakorolt hatása.

A jelenlegi hozamokból, illetve a hozamgörbe jelenlegi alakjából – a különböző lejáratú kamatok összevetésével – számíthatóak a jövőben várható (**származtatott határidős, implicit forward**) kamatok is. Egy negatív lejtésű jelenbeli hozamgörbe azt valószínűsíti (azzal konzisztens), hogy a jövőben a rövid távú kamatok csökkenni fognak. Természetesen semmi nem garantálja, hogy a jövőben ténylegesen ezen kamatok lesznek megfigyelhetőek, ám – ezen hipotézis szerint – a jelenben elérhető információk alapján ez a legjobb becslés, amivel élhetünk.

A *likviditási preferencia* elmélete szerint a befektetők rövid távra hajlandóak

alacsonyabb hozamokkal is beérni, mert a rövidebb futamidejű értékpapírokat kevésbé kockázatosnak tartják. A rövidebb futamidejű befektetések két szempontból is előnyösebbek lehetnek: egyrészt nagyobb likviditást kínálnak, másrészt áruk kevésbé érzékeny a kamatingadozásokra. Ezen elmélet szerint ez a két hatás túlkompenzálja azt a hátrányt, hogy a rövidebb futamidejű papírok vásárlásával, a befektetések gyakoribb görgetésével vállalni kell a megújítási kockázatot: bizonytalanságot vállalunk fel a jövőben eszközölt befektetések hozamával kapcsolatosan. A befektetők tehát csak akkor fektetnek be hosszabb távra, ha általa magasabb hozamot tudnak elérni, ezért az elmélet pozitív meredekségű (emelkedő) hozamgöribét valószínűsít.

A harmadik elmélet *piacszegmentációs elmélet* néven ismert, s azt feltételezi, hogy a különböző lejáratoknak megvan a maguk elkülönült piaca, s az egyes lejáratokhoz tartozó hozamok egymástól függetlenül létrejövő egyensúlyok eredményeképpen alakulnak ki.

A megközelítést leginkább arról az oldalról éri bírálat, hogy túlzottan diszkrét módon tesz különbséget az egyes lejáratok között. Ha elfogadjuk azt a valószínű feltételezést, hogy az egyes befektetők – kellő ellenőrzés, hozamprémium ellenében – hajlandóak az egyébként általuk előnyben részesített befektetési időtávtól eltérni, akkor a *preferált lejáratok elméletéhez* jutunk. Ekkor az egyes lejáratokhoz tartozó hozamok aszerint alakulnak ki, hogy a befektetők milyen lejáratokat preferálnak leginkább, s attól milyen prémium ellenében hajlandóak meghatározott irányban eltérni.

A monetáris politika szempontjából több okból is hasznos a piaci szereplők **inflációs várakozásainak** ismerete. Egyrészt pótlólagos információval szolgál a monetáris politikai lépések várható reálgazdasági hatásairól, mivel például a nem várt árváltozásoknak jóval nagyobb reálhatása van. Így annak érdekében, hogy előrejelezhessük az antiinflációs politika várható reálhatásait, megbízható becslésekkel kell rendelkezniünk a piaci szereplők inflációs várakozásairól. Másrészt a monetáris politika **hitelességének**, illetve hatékonyságának megítélésében is fon-

tos szerepet játszik. Sikeres antiinflációs politika esetén a hosszú távú inflációs várakozások és a nominális kamatok alacsonyok.

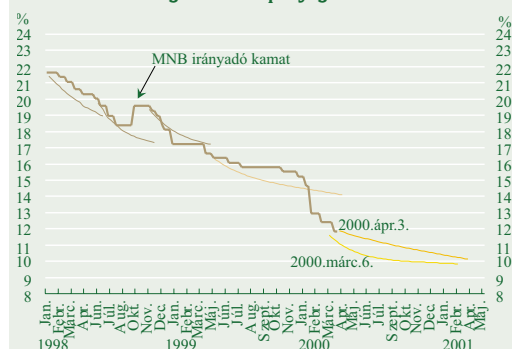
A várakozások elemzésének gyakori módja a *származtatott határidős hozamok* elemzése. A *határidős hozamok* a különböző lejáratok kamatainak összetételével számíthatóak ki, azokat az elemzés céljából várt inflációra, reálkamatlábra és *prémiumra*⁶ szokás felbontani. A hosszú lejáratú kamatok csökkenése az antiinflációs politika hitelességére, alacsony inflációs – és kamatvárakozásokra, emelkedése pedig a jövőben várt infláció (és kamatok) emelkedésére utal. (Lásd: 9. ábra.)

Az inflációs várakozásokra, illetve a várt reálkamatra vonatkozóan akkor lehet következtetéseket levonni, ha a másik két tényező alakulásával kapcsolatban feltételezésekkel élünk. Nemzetközi tapasztalatok szerint a rövidebb lejáratú kamatok lejárat szerkezetéből a jövőbeli reálkamatlábak és így a reálgazdaság alakulására, a közép- és hosszú lejáratok szerkezetéből pedig az inflációs várakozásokra és ezen keresztül a jövőbeli inflációra lehet következtetni.

A hozamgörbe számítására nem létezik egyetlen kizárólagos, kitétetett módszer. A szükséges számítások többféleképpen is elvégezhetők, a választott eljárást az alkalmazás céljának kell meghatározni. Az egyes módszerek pontossága, stabilitása és megbízhatósága között többnyire átváltás van (egyik kritériumot csak a másik rovására lehet érvényesíteni), de jelentős különbség figyelhető meg a szükséges technikai apparátus, a bonyolultság tekintetében is.

A gazdasági elemzések által felhasznált hozamgörbék többnyire két típusba sorolhatóak. Az első típus a *lejáratig számított hozamokat* összetető ún. IRR (Internal Rate of Return, *belső megtérülé-*

9. ábra Az MNB irányadó kamata és a hozamgörbéből származtatott jövőbeni pályája



si ráta) hozamgörbe. Ezen típus számítható ki a legkönnyebben (csupán az egyes kötvények belső megtérülési rátáira⁷ van szükség), ám számos elméleti és gyakorlati hátránya miatt elemzési célokra kevésbé alkalmas. A legfontosabb hátrányai között említendő, hogy nem folytonos, továbbá, hogy a belső megtérülési ráta – definíciója, számítási módja miatt – nem teszi lehetővé a határidős hozamok számítását, így a várakozások nyomon követését sem.

A hozamgörbék másik nagy csoportját a *zéró-kupon* típusúak alkotják.⁸ Ez utóbbiak jellemzően folytonosak (tetszőleges lejáratra értelmezhetőek) és ami igen hasznos tulajdonságuk, alkalmasak a jövőbeni kamatok alakulására vonatkozó várakozások (a határidős kamatok) előrejelzésére. A szélesebb körű felhasznál-

⁶ Prémiumként leggyakrabban a lejáratú és a likviditási prémiumot különítik el. A lejáratú prémium azt jelenti, hogy a hosszabb távú befektetéseknek nagyobb az árfolyamkockázata (a kötvények áringadozása jelentősebb, mint a rövidebb lejáratúaké). A likviditási prémium pedig a hosszabb távra történő lekötés fejében kompenzálja a befektetőt (általában ugyanis az jellemző, hogy a gazdasági szereplők hosszabb távra kívánnak hitelt fölvenni, mint mások betétet elhelyezni, így a hosszú futamidőre lekötött pénzből relatív hiány alakul ki).

⁷ A kötvény belső megtérülési rátája alatt azt a hozamot értjük, amely mellett annak *jelenértéke* (így piaci ára is) egyenlő a névértékével.

⁸ Az elnevezés onnan ered, hogy a becslőeljárás a kamatot is fizető kötvényekből kamatszelvénnyel nem rendelkező (*diszkontkincstárjegy* típusú) kötvényeket képez, és azokon végzi a számításokat.

nálhatóság annak tudható be, hogy az előbbieken említett típussal ellentétben ezen módszerek jóval kifinomultabb (egyúttal bonyolultabb, fokozottabb odafigyelést igénylő) becslési eljárásokra épülnek. A jegybankokban tipikusan közgazdaságilag értelmezhető, stabil becslésre van igény, ezért jellemzően zéró-kupon hozamgörbét alkalmaznak.⁹

A Magyar Nemzeti Bank a Lars Svensson svéd közgazdász által javasolt módszert alkalmazza, mely az egyik legelterjedtebbnek számít a hasonló intézmények körében. A *Svensson-eljárással* becsült zéró-kupon hozamgörbe alkalmas a kamat- és inflációs várakozások elemzésére, az azokban bekövetkező változások nyomán követésére, tehát mindarra, amire a jegybanknak a gazdaság általános értékelése, a monetáris politika hatásosságának és hitelességének mérlegelése érdekében szüksége van. (Lásd: 10. ábra.)

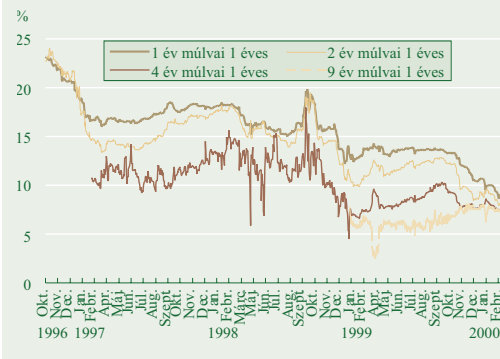
Magyarországon a jegybank irányadó kamatának a kéthetes betéti konstrukció kamata tekinthető. A kéthetes betét kamatával az MNB jelentős hatást gyakorol a rövid lejáratú hozamokra. A hite-

lek és a betétek árazásánál kiemelt szerepet betöltő három-hat hónapos állampapírok kamata rendszerint az **irányadó kamat** mint kamatcentrum körül ingadozik. A rövid lejáratú kamatok alakítása ezáltal olyan eszközt ad a jegybank kezébe, melynek révén módja nyílik a fogyasztási és beruházási döntések, ezeken keresztül pedig az infláció és a gazdaság külső egyensúlyának befolyásolására. Az éven túli lejáratok hozamait ezzel szemben közvetlenül nem a monetáris politika, hanem a piaci szereplők monetáris politika jövőbeni vitelére és a kamatokra vonatkozó várakozásai határozzák meg. Ez ad lehetőséget arra, hogy a jegybank fontos információkat nyerjen ki a hozamgörbéből a várt infláció és reálkamatok tekintetében.

Magyarország esetében a három tényező (inflációs és reálkamatláb várakozás, likviditási prémium) közül a kilencvenes években a várt infláció ingadozása lényegesen nagyobb volt, mint a másik két tényezőé. Éppen ezért leginkább megalapozott feltételezésnek az volt tekinthető, hogy a várt reálkamatláb és a likviditási prémium viszonylag stabil. Ilyen feltételezések mellett a pénz- és tőkepiaci hozamok elemzésével, a rövid és a hosszú lejáratú kamatok összevetésével a várt infláció alakulásával kapcsolatban lehet információt szerezni. A jövőbeli inflációs várakozások és az aktuális infláció viszonyára mindenféle különösebb számítás nélkül, a hozamgörbe meredekségéből következtethetünk (ld. „várakozási hipotézis” a hozamgörbe-elméletek ismertetésénél). Egy pozitív meredekségű hozamgörbe nem feltétlenül jelent emelkedő inflációs várakozásokat, azonban egy negatív meredekségű nagy biztonsággal a csökkenő inflációba vetett hit jeleként értelmezhető.

1999 elejére az infláció Magyarországon egyszámjegyűvé vált, s ezzel pár-

10. ábra Határidős zéró-kupon hozamok historikus alakulása Magyarországon



⁹ A becslési eljárásokról részletesen: Csajbók Attila: Zéró-kupon hozamgörbe becslés jegybanki szemszögből, MNB Füzetek, 1998/2

huzamosan lényegesen csökkent az inflációs várakozások ingadozása (néhány évvel korábban, az akkor jellemző 20–30 százalékos pénzromlás idején százalékpontokban volt mérhető a következő időszak inflációjának bizonytalansága, jelenleg ez számottevően csökkent, többnyire

tizedszázalékokban mérhető). A hozamgörbe alakulásából a megváltozott inflációs környezet és a tőkepiac fejlődésének köszönhetően egyre több és megbízhatóbb információ nyerhető ki a piaci szereplők reálkamat- és gazdasági növekedési várakozásaira vonatkozóan.

A monetáris transzmisszió csatornáit

A monetáris politikai **eszköztár** működésének egyik kulcskérdése a monetáris transzmisszió. A *monetáris transzmisszió* fogalma azt a mechanizmust jelöli, amely során a monetáris politika által meghozott mennyiségi és kamatdöntések különböző áttéteken keresztül befolyásolják a gazdaságban a makrokeresletet és az **inflációt**.

Rövid távon a gazdaságpolitika a gazdasági növekedést és az inflációt alapvetően a makrokereslet alakulásán keresztül befolyásolja. Általánosságban elmondható, hogy a **restriktív** monetáris politika miatt magasabb kamatok csökkentik a magángazdaság fogyasztási és beruházási keresletét, amely a gazdaság kínálati oldalát adottnak tekintve mérsékli a gazdasági növekedést és az inflációt.

Hosszú távon az áruk és szolgáltatások nominális értéke (az árszint) és ennek megváltozása (az infláció) azonban már tisztán monetáris jelenség, amelynek kialakításában a monetáris politikáé a meghatározó szerep. Ezzel szemben a gazdasági növekedést szükségszerűen a gazdaság kínálati oldala határozza meg, amelyre a jegybank hatása csak közvetett. A gazdaság hosszú távú növekedési pályáját a jegybank az infláció és ezen keresztül az infláció okozta hatékonyság-vesztés

mérséklésével képes pozitívan befolyásolni.

A monetáris transzmisszió öt csatornán keresztül fejti ki hatását:

- A megemelkedett állampapír-piaci és betéti kamatok mellett megnő az elhalasztott fogyasztás – megtakarítás – hozama. Ez a jelenbeni fogyasztás csökkentésére ösztönzi a háztartásokat, amelyek így képesek növelni összes mostani és jövőbeli fogyasztásuknak a **jelenértékét** (*fogyasztás intertemporális optimalizációja*).
- A hitelkamatok emelkedése a lakosság esetében leginkább a lakásépítések és a fogyasztási hitelek megvalósuló tartós fogyasztási cikkek vásárlását mérsékli, míg a vállalatok esetében a rövid lejáratú forgóeszközhitel drágulásának következtében közvetlenül a vállalati expanziót fékezik (*jövedelmi hatás*).
- A megemelkedett kamatok hatására lecsökken a lakosság pénzügyi vagyonának jelenértéke (árfolyama), amely pótlása csak a tervezettnél mérsékeltbb fogyasztási pálya mellett lehetséges (*vagyon hatás*).
- A beruházási hitelkamatok emelkedése elsősorban a tervezett projektek **nettó jelenértékének** csök-

kenése miatt készleteti mérsékeltebb állóeszköz-felhalmozásra a cégeket (*diszkonttényező-hatás*).

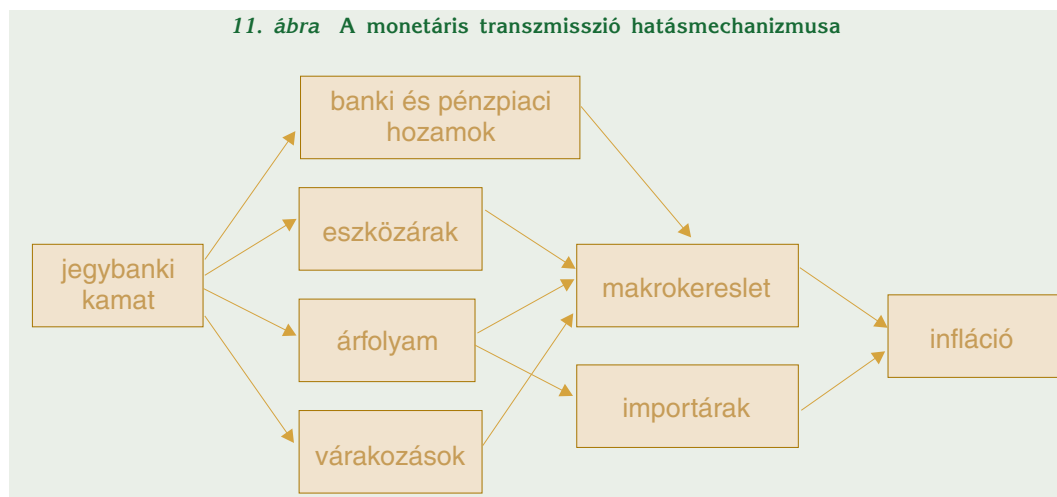
- A megemelt belföldi kamatok végül hatnak az árfolyamra is. A belföldi valuta felértékelődése megváltoztatja a hazai és külföldi termékek és szolgáltatások relatív árát, amely egyrészt mérsékli az előbbieket iránti keresletet, másrészt pedig közvetlenül csökkenti a külkereskedelmi forgalomba kerülő (**tradable**) termékek árait (*reálárfolyam hatás*).

Mindaddig nem tettünk különbséget reál- és nominális kamat között. A jövedelmi hatás kapcsán azonban meg lehet különböztetni egy alesetet, amikor is a magasabb nominális kamat adott reálkamat mellett is korlátozza a hitelfelvevőt **likviditási korlátja** miatt. Egy lakásépítési hitel például 15–20 százalékos infláció esetén, még alacsony **reálkamatnál is** nagy terhet jelenthet egy magánszemélynek. Hiába emelkedik ugyanis lakásának ára az inflációval arányosan, ezt kevés lehetősége van időről-időre realizálni,¹⁰ míg másik oldalról az infláció miatt magas no-

minális kamatokkal folyó jövedelméből folyamatosan kénytelen finanszírozni. Ez tehát nem klasszikus inszolvenciát (fizetésképtelenséget) jelent, csupán nominális kamatkidadásai cash-flow korlátba ütköznek.

A **transzmissziós mechanizmus** érvényesülésében az említett közvetlen hatásokon túl rendkívül fontos és egyre növekvő szerepe van *a várákosoknak és a gazdaságpolitika hitelességének*. Egy jegybanki kamatlépés elméleti szempontból várt (a fentiekben részletezett) hatását jelentősen módosíthatja, kedvezőtlen esetben csökkentheti, akár ellentettjére is fordíthatja a jövőbeli kamatdöntésekre vagy a gazdasági folyamatok további alakulására vonatkozó várákosokban bekövetkező változás. Erőteljes leértékelési várákosoknál például a rögzített árfolyam védelmében tett kamatemelés elképzelhető, hogy az árfolyam fenntartásának költségét már olyan mértékben növeli meg, amely csak tovább erősíti a piaci szereplőkben a közeli leértékelésre és az ennek következtében megemelkedő inflációra vonatkozó várákosást. (Lásd 11. ábra.)

11. ábra A monetáris transzmisszió hatásmechanizmusa



¹⁰ Elvileg ezt nem csak a lakás egy-egy szobájának időnkénti eladásával érhetné el, hanem azzal is, ha időről-időre újabb hiteleket vehetne fel nominálisan növekvő értékű ingatlanra terhére. A gyakorlatban azonban a bankok ódzkodnak az ilyen jellegű hitelezési gyakorlatról.

vő értékű ingatlanra terhére. A gyakorlatban azonban a bankok ódzkodnak az ilyen jellegű hitelezési gyakorlatról.

A gazdasági szereplők inflációs várakozásának explicit figyelembe vétele különösen fontos egy olyan gazdaságban, ahol a kétszámjegyű infláció hosszabb múltra tekint vissza, és a gazdaságpolitika hitelessége még nem teljes körűen megalapozott.

A *megtakarítási és hiteldöntéseknél ugyanis a gazdasági szereplők által várt reálkamat* számít. Ha a gazdaságpolitika hitelessége alacsony, a piaci résztvevők várakozásaiban szereplő infláció lényegesen magasabb lehet, mint a monetáris programban meghirdetett. Ekkor a jegybanki inflációs céllal konzisztens nominális kamat piaci szereplők által vélt reálkamat tartalma szükségszerűen alacsonyabb lesz annál a mértéknél, amely a gazdaságpolitika által szándékolt megtakarítási és hitel felvételi magatartáshoz tartozna. Az ennek következtében kialakuló nagyobb makrokereslet pedig válaszút elé állítja a gazdaságpolitika döntéshozóit. Változatlan kamatpolitika esetén – önbeteljesítő módon – a piaci szereplők által várt, a monetáris hatóság inflációs céljánál magasabb infláció következik be. Az egyébként szükségesnél magasabb nominális – és végső soron – reálkamatok mellett pedig jelentősebb lesz a tervezett inflációmérséklés gazdasági növekedést visszafogó hatása.

A gazdaságpolitika eltökéltsége és céljainak konzisztenciája szükséges tehát ahhoz, hogy egy hosszú inflációs múlttal rendelkező gazdaságban jelentősen csökkenteni lehessen a dezinflációs politika rövid távú gazdasági növekedést lassító hatását, azáltal hogy a várakozásokon keresztül gyorsabban és fájdalommentesebben következzen be az alacsonyabb inflációs pályához történő alkalmazkodás.

A várakozások alakításában nagy szerepe van a jegybanki kommunikációnak. A jegybanknak meg kell teremtenie antiinflációs hitelességét, és ebben na-

gyon fontos szerepe van a jegybank kifelé irányuló kommunikációjának. Megjelentetett kiadványaiban és elemzéseiben egyrészt deklarálja célját és elkötelezettségét, bemutatja a makrogazdasági, pénz- és tőkepiaci folyamatokat, másrészt ismerteti azokat a monetáris politikai eszközöket, melyekkel a folyamatokat a kívánt irányba befolyásolja. A jegybankok a legtöbb országban rendelkeznek olyan kiadványokkal, amelyek bemutatják a jegybanknak az infláció csökkentésében deklarált fő célját, ismertetik ennek eszközeit, s rendszeresen közléseztik elemzéseiket és prognózisukat, mindezt a fő célkitűzés tükrében.

Az MNB ilyen jellegű kiadványa a „*Monetáris politikai irányelvek*”, leírja azt a gazdasági környezetet melyben a monetáris politikának működnie kell, tájékoztat a monetáris politika céljairól és eszközrendszeréről. Az Irányelvek évente egyszer jelenik meg. A „*Jelentés az infláció alakulásáról*” az MNB negyedévente megjelenő kiadványa, mely képet nyújt az infláció addigi és várható alakulásáról, valamint arról, hogyan értékeli az MNB az inflációt meghatározó makrogazdasági folyamatokat.

A monetáris transzmisszió hatékonyságának megítélésekor megkerülhetetlen a *transzmissziós késleltetések* kérdése. A jegybanki kamatlépéseket a pénzpiaci és állampapír-piaci hozamok általában azonnal vagy kis idővel követik, a vállalati és lakossági hitel- és betéti kamatok esetében azonban már több hónapot igénybe vehet az alkalmazkodás.

A megváltozott kamatpolitika teljes hatását a növekedésre és az inflációra számos ország empirikus vizsgálata alapján 1,5–2 év alatt fejt ki. Eppen ezért a monetáris politikának működése során amennyire csak lehet, előretekintőnek kell lennie. Már akkor meg kell tenni a

megfelelő lépéseket, amikor a kedvezőtlen inflációs folyamat még valójában ki sem bontakozott, csupán az azt előrevetítő jelek érzékelhetők.

Ebben nagy segítséget nyújtanak az előző fejezetben már tárgyalt *előrejelzők* (leading indicators), amelyek változása általában megelőzi az inflációs folyamat és az azt meghatározó makrokeresleti feltételek megváltozását. Ezen **indikátorok** tárháza széles, kiválasztásuk és konkrét alkalmazásuk erősen függ az adott gazdasági környezettől.

Az előző fejezetben részletezett monetáris aggregátumok (valamilyen pénz- vagy hitelmennyiség) és pénzügyi termékek áraiból származtatott információkon (**hozamgörbe**, **forward görbe** változásai stb.) túl indikátor lehet a makrokereslet valamelyik elemének alakulását előrevetítő adatok (rendelésállomány az ipari termelés, vagy lakásépítési engedélyek száma a lakossági beruházás szemszögéből) is. Sajátos a szerepük az *egyidejű előrejelzőknek* (coincident indicators), amelyek ugyan nem előzik meg az előrejelezni kívánt folyamatot, de együttmozognak vele, és a rájuk vonatkozó adat előbb áll rendelkezésre (ÁFA-bevételek vagy gépkocsi-eladási statisztikák a lakossági fogyasztás alakulásához).

Ennek ellenére a monetáris politika irányítói gyakran már olyankor rákényszerülnek kamat vagy mennyiségi döntések meghozatalára, amikor még csak számottevő hibahatárok között jelezhetők előre a tényleges folyamatok. Nem meglepő tehát, hogy általánosan jellemző: a jegybanki kamatlépéseket gyakran követi újabb kamatlépés, azaz egy-egy monetáris kondícióban szándékolt váltást nem egyszerre, hanem több, egymást követő kis lépésben hajtják végre a központi bankok.

Kamattranszmisszió

A transzmisszió hatékonysága

A monetáris politika egy fejlett pénzügyi közvetítőrendszerrel bíró országban csak közvetve képes befolyásolni azokat a (banki betéti, hitel-, állampapír-) hozamokat, amelyek alakulására a leírt mechanizmusok fennállnak. Mint olvashattuk, jegybankok általában a 3–6 hónapos lejáratú, **bankközi**, illetve állampapír-hozamok alakítását tekintik közvetlen céljuknak. A pénzpiacon kialakuló hozamok ezt követően több-kevesebb késleltetéssel továbbúriúznak a kereskedelmi bankok betéti és hitelkamatainak alakulásába. A **monetáris transzmisszió**nak ezt a kiemelt területét hívjuk a *kamattranszmisszió mechanizmusának*.

A kamattranszmisszió hatékonyságát, azaz a jegybank által közvetlenül befolyásolt pénzpiaci hozamok és a banki betéti, hitelkamatok egyidejű és arányos együttmozgását számos tényező befolyásolja:

- a versenyhelyzet a pénzügyi közvetítő rendszerben,
- a banki termékek átárazódási ideje és
- a hitelkockázati **prémium** volatilitása.

Egy magas monopolizáltsági fokú, szegmentált pénzügyi közvetítő rendszer nem képes *hatékonyan* közvetíteni a jegybanki impulzusokat a végső megalkarítók és hitelfelvevők felé. A versenykényszerítő ereje nélkül a monopolista könnyen „lenyelheti” a jegybanki kamatcsökkentést, növelve ezzel profitját. A fejlett országokban azonban nem csak a bankok jelentenek egymás számára versenyt, hanem a bankrendszert elkerülő közvetlen pénzügyi befektetés és forrás-

bevonás is fokozott követő magatartást kényszerít rájuk termékeik árazásánál.

A jegybanki lépések tovagyűrűzésének idejét (a transzmissziós késleltetéseket) alapvetően befolyásolja a banki eszközök és források átlagos lejárata, szerkezete. Minél rövidebb az eszközök és források átárazódási ideje (*duration*), minél nagyobb a változó kamatozású instrumentumok aránya és nagyobb a kamatfelülvizsgálati időpontok gyakorisága, a jegybanki kamatváltoztatások annál gyorsabb lefutására számíthatunk általában.

A hitel végső ára a banki forrásköltség (beleértve a közvetítés költségét és a profitot is) és a *hitelkockázati prémium* összegeként adódik. Ez utóbbi az adós kockázatától, hitelvisszafizető képességétől függ. Amennyiben a prémium az adósok nagy részénél gyakran és szélsőségesen változik, akkor a befolyásolni szándékolt hitelkamat csak részlegesen fog együttmozogni a jegybank által befolyásolható forrásköltséggel, ami a kamattranszmisszió alacsony hatékonyságához vezet.

Csökkenti a transzmisszió hatékonyságát, ha a bankrendszerben nagy súllyal találhatók dinamikus, piacszerzésre törekvő bankok, amelyek betéteik és hiteleik árazásakor nem a folyó nyereség maximálására, hanem hosszabb távú stratégiai céljaik megvalósítására törekvenek.

A kamattranszmisszió hatékonysága Magyarországon

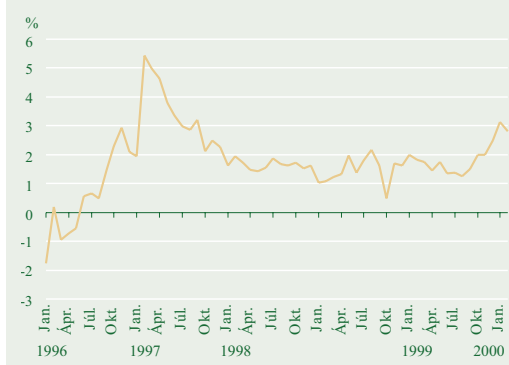
A hitelkamatok – állampapírhozamhoz viszonyított – kockázati prémiuma jelentősen ingadozott az elmúlt évek során. Az éven belüli vállalati hiteleknek a három hónapos diszkontkincstárjegyhez képesti hozam különbsége 1995-ben, egy év alatt

a korábbi negatív értékről +5 százalékos fölé nőtt, majd innen 1998 elejéig fokozatosan csökkent +1 százalékosig. Mivel az 1998-as orosz válság idején a vállalati hitelkamatok csak részlegesen követték az állampapírhozamokat, a spread októberben ismét csökkent, majd rövid időn belül a megelőző időszakra jellemző értékre ugrott vissza. (Lásd 12. ábra.)

A hazai magas és volatilis infláció természetes következménye, hogy mind a hitel- mind a betéti oldalon *magas az éven belüli, illetve a változó kamatozású konstrukciók aránya*. Emiatt rövid a bankok eszköz- és forrásoldalának átárazódási ideje, amely értelemszerűen csökkenti a transzmissziós mechanizmus késleltetéseit.

A transzmissziós mechanizmus hatékonysága kapcsán még meg kell említenünk egy – a fejlett gazdaságokhoz viszonyítva – a hazai bankszektor **likviditási helyzetében** megmutatkozó sajátosságot. *1995 ősze óta, a jelentős jegybanki intervenciók hatására, a magyar bankrendszer fölös likviditással rendelkezik, amelyet a jegybank passzív oldali instrumentumai lévén (passzív repó, betét, kötvény) von ki a bankrendszerből.* (Lásd a

12. ábra Az éven belüli vállalati hitelkamatok és a 3 hónapos diszkontkincstárjegy hozamok különbsége



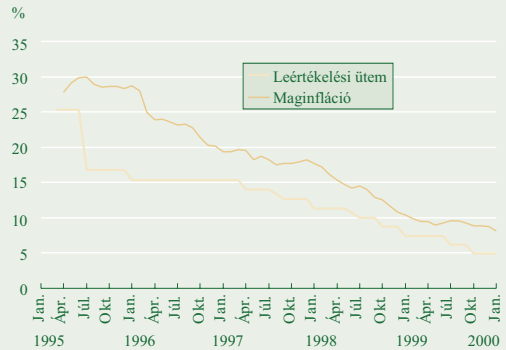
sterilizáció eszközei alfejezetet.) Ennek következtében a kereskedelmi bankok nettó hitelezői a központi banknak, szemben a nemzetközileg általánosnak mondható nettó hitelfelvevői pozícióval. Ez elvileg nem kell, hogy különbséget okozzon a transzmisszió hatékonyságában, hiszen a profitjuk növelésében érdekelt bankoknak ugyanúgy kell reagálniuk a jegybanki kamatlépésekre, amikor a jegybank a még szükséges likviditás árának alakításával finanszírozási költségeikre hat, mint amikor a fölös likviditás kihelyezésének hozamával alternatív befektetési lehetőséget kínál számukra. Mégis az a tapasztalat, hogy a bankok mindennapi működésük során érzékenyebben reagálnak a finanszírozás tényleges költségeinek megváltozására, mint a potenciálistól elmaradó nyereségük alakulására.

Az MNB kamatpolitikája

Magyarországon a jegybank kamatpolitikájának alakításában kettős kamatcél követ. A csúszó leértékeléses árfolyamrendszer keretén belül **irányadó kamattal** a pénzpiaci hozamok olyan alakítására törekszik, amely a befektetőktől elvárt prémiummal együtt biztosítja a forintnak a dollárral és az euróval szembeni hozamelőnyét. Másrészt viszont a pénzpiaci hozamok befolyásolásával a banki kamatok olyan reálkamatszintjét kívánja az MNB biztosítani, amely kedvez a lakossági megtakarításnak, és nem vezet az inflációt és a külső egyensúlyt veszélyeztető hitelexpánzióhoz.

Az árfolyamcél a forint középárfolyamának – a valutakosárhoz képest – előre bejelentett leértékelési üteme által implikált *árfolyampálya* jelenti. Az MNB a kormánnyal együttesen a várható infláció alakulásához igazítja a leértékelés beje-

13. ábra Maginfláció* trendje és a leértékelési ütem (évesítve)



* Az MNB által számított **maginfláció** módszertani leírása megtalálható a „Jelentés az infláció alakulásáról” című kiadvány 1999. szeptemberi és decemberi számában is.

lentett havi ütemét, ami az utóbbi években átlagosan évente két-három alkalommal egy-egy tizedszázalékos csökkentést tett lehetővé. Az elmúlt években az árfolyamrendszer **hitelességének** növekedése következtében a piaci szereplők árazási magatartása mind inkább a leértékelés üteméhez igazodott, és a versenyképeséget jellemző nominális árfolyamindexnek az árfolyam sávon belüli elmozdulásából, illetve a dollár-márka keresztárfolyam megváltozásából adódó változásai nem jelentek meg az **infláció** alakulásában.

Az előre bejelentett árfolyampálya a forint **valutakosarának** megfelelő súlyozású külföldi kamatokkal és az elvárt kamatprémiummal (tényezőit lásd a következő bekezdésben) összevetve, a kamatparitás logikájának megfelelően meghatározza a rövid futamidejű (3, illetve 6 hónapos) forintkamatok kívánatos mértékét. Amennyiben a belföldi folyamatokat szem előtt tartó monetáris politika ettől eltér, akkor:

- a forint sávon belül elmozdul, illetve

- az árfolyamsáv szélén a jegybanki **intervencióra** kerül sor, vagy az intervenció addigi mértéke megváltozik.

Az *elvárt kamatprémiumot* egy rendkívüli leértékelésből, illetve az árfolyamsávon belüli elmozdulásából adódó **árfolyamkockázati prémium**, vagy a külföldi befektetők számára az ország – devizában értelmezett – *fizetési kockázatához kötődő prémium* alakítja. Az árfolyamrendszer bevezetését követően a kockázatok nagysága és ebből következően a befektetők által felszámolt prémium mértéke radikálisan lecsökkent. A jegybank kamatpolitikájának mozgásterét 1996 elejétől azzal növelte, hogy lazított az árfolyamrendszer „előre bejelentett” jellegén, és ettől kezdve a leértékelési ütem bejelentett mértékének időtartama és a következő módosítás időpontja már nem került deklarálásra. Ez jellemzően aszimmetrikus módon növelte a befektetők árfolyamkockázatát, mivel a leértékelési ütem emelése kívül esett a monetáris hatóság szándékain, az ütem csökkentésével viszont bármikor „meglephette” a piaci szereplőket. (Lásd 14. ábra.)

14. ábra A 3 hónapos diszkontkincstárjegy kamatprémiumának alakulása



Némileg új helyzetet jelentett az 1998-as nemzetközi, ezen belül is elsősorban az augusztusi *orosz árfolyamkrízis*, amely globálisan csökkentette a befektetők kockázatvállalási kedvét, és Magyarország esetében is az elvárt prémium nagyságának és volatilitásának növekedéséhez vezetett.

A forint árfolyama a középárfolyam körül $\pm 2,25$ százalékos széles sávban képes elmozdulni, és az MNB a múltban ezen belül nem is kívánta a sávon belüli intervencióval befolyásolni a forint árfolyamát. Az így kialakuló volatilitásnak az az előnye, hogy a külföldi befektetőknek – különösen nemzetközi turbulenciák idején – a forinttal szemben ingadozó elvárt prémiuma nem igényel azonnal kamatmódosítást, az elvárt és a tényleges prémium az *árfolyamsávon belüli elmozdulásán* keresztül kerül egyensúlyba.

Amennyiben a forint árfolyama eléri az ingadozási sáv szélét, a jegybank az erős (gyenge) szélen devizavásárlással (devizaeladással) *interveniál* az árfolyam stabilizálása érdekében. 1998 nyaráig egyes időszakokban jelentős erős oldali **intervencióra** került sor, amely során kiáramlott forintlikviditást a jegybank sterilizációs eszközei (**passzív repó**, majd betét, MNB-kötvény) révén kötötte meg. A **sterilizált intervenció** ezen gyakorlata a külföldi folyamatok által indokoltnál magasabb forintkamatok fenntartását tette lehetővé, elősegítve ezzel az infláció csökkentését.

Magyarországon a csúszó árfolyamrendszer jellege és a leértékelés havi ütemének kis lépésekben történő csökkentése az 1995 márciusa előtti árfolyamrezsimhez (váratlan, változó mértékű leértékeléses árfolyamrögzítés) képest nagyságrendekkel kisebb lehetőségét biztosítja a forint- és devizapiaci spekulációnak. Az elmúlt években, amikor a forint tartósan az árfolyamsáv erős széléhez tapadt, mégis megfigyelhető volt a kamat, illetve leértékelési várakozásokhoz kötődő spekuláció

ónak egy, a korábbiaknál kifinomultabb változata.

A spekulációra két különböző kör két-féle módon törekedett. A kamatcsökkentés várt időpontjához közeledve a bankok mind nagyobb összegeket helyeztek el az akkor négyhetes futamidejű jegybanki betétbe, amelyet – bízva a forint stabil, sávon belüli helyzetében – részben külföldi forrásbevonásból finanszíroztak. A hazai szabályozás azonban erősen korlátozza a bankok nyitott devizapozíció vállalását, így a mérleg szerint kinyíló devizapozíciójukat az OTC-piacon vagy a BÁT és a BÉT határidős devizapiacán fedezték le. A bankokkal szemben határidős devizaeladásra a másik piaci szereplői kör vállalkozott:

Mivel a leértékelési ütem aktuális nagyságának érvényességi időtartama a magyar gyakorlat szerint nem deklarált, a határidős devizapiac különböző lejáratához tartozó dollár és márka árfolyamjegyzések a hasonló futamidejű forinthozamok bizonyulnak az irányadónak. Éppen ezért jegybanki kamat csökkentésekor és ez azt követő állampapírhozam csökkenésekor – hasonlóan a leértékelés ütemcsökkentésének bejelentéséhez – a forint határidős árfolyama a valutakosárban szereplő valutákhoz képest erősödött. Ezt az összefüggést kihasználva, a határidős piacon működők köre még kismértékű kamat vagy leértékelési ütemcsökkentési várakozáskor is – a határidős piac **tőkeáttétel-növelő** hatását kihasználva – jelentős profitra tehettek szert a dollár és márka valutakosár-arányban történő határidős eladásával.

Jól eltalált kamatcsökkentéskor a bankok természetesen a **spot** piacon (deviza átváltása és kihelyezése a még magasabb forintkamat) nyertek, míg a határidős piacon – a forint erősödése miatt – a spekulánsokkal szemben vesztek. Úgy is fogalmazhatunk, azért, hogy a kamatcsökkentés előtt a betételhelyezés lehetséges összegét devizaátváltással bővíthessék, a bankok hajlandók voltak nyereségük egy részét átengedni a határidős devizapiacra a forint erősödésében bízó piaci szereplők. A folyamatot persze egyaránt elindíthatták a bankok (konverzió betételhelyezés határidős devizavásárlás) és a határidős piacon spekulálók köre (határidős de-

vizaeladás¹¹ **konverzió** betételhelyezés), a végeredmény mindig ugyanaz volt. Kamatcsökkentési várakozáskor megnőtt a bankok mérleg szerinti **nyitott devizapozíciója**, felerősödött a jegybankkal szembeni devizaeladás, és megugrott a rövid lejáratú sterilizációs állomány. Amennyiben a jegybank a magasabb konverzió okozta többlet sterilizációs terhet irányadó kamatainak csökkentésével hárította el (mind ahogy ez számos esetben történt) a várt hozamcsökkenés realizálódott és a piac indukálta várakozás önbeteljesítővé vált.

Transzmisszió a hozamgörbe mentén

Általános gyakorlat napjaink központi bankjai esetében, hogy a jegybank csak a **hozamgörbe** egészen rövid, maximálisan egy hónapig terjedő végén avatkozik be saját kamatjegyzése révén. Ennek oka kettős: egyrészt itt a „legerősebb” a központi bank a piaci szereplőkkel szemben (tudniillik a rövidebb futamidő kisebb spekulációs nyereséget jelent a piaci szereplők számára a jegybanki kamatlépések „eltalálásakor”, és így nem kell spekuláció okán kezelhetetlen hitelkiáramlásra vagy betételhelyezésre számítani), másrészt így lehetséges, hogy a hozamgörbe 1 évnél hosszabb része már tisztán a piac szereplőinek **inflációs várakozásait** tükrözze, amely rendkívül fontos információs forrás bármely központi bank számára. (Lásd 15. ábra.)

15. ábra Az egyes központi bankok által alkalmazott irányadó kamat futamideje

	Futamidő (nap)
EMU	14
Németország*	14
Franciaország*	7
Olaszország*	<30
Egyesült Királyság	1–33
USA	1
Japán	1
Kanada	1

* 1999. január 1. előtt.

¹¹ Mivel ezen a határidős piacon a bankok az árjegyzők, így nagyarányú eladás esetén a befektetők végeredményben velük kötöttek tömegesen üzletet. A bankok pedig, hogy nyitott devizapozíciójukat lefedezzék, a spot piacon – határidős pozíciójuk növekedésével arányosan – devizát adtak el.

Magyarországon az elmúlt évek során részben hasonló megfontolásokból rövidítette az MNB irányadó instrumentumának futamidejét, amelyik 1999. márciustól – az Európai Központi Bankéhoz hasonlóan – kéthetes lett. Ezen a futamidőn jegyzett kamatával a jegybank kiegyensúlyozott piaci körülmények között hatékonyan képes a befolyásolni a *3–6 hónapos bankközi és másodlagos állampapír-piaci hozamokat*, amelyek Magyarországon a **kamattranszmisszió** szempontjából kiemelt jelentőségűek.

A banki hitelek árazásánál kitüntetett szerepe a 3–6 hónapos futamidőnek (benchmark, illetve BÚBOR) van, mind az éven belüli forgóeszközhiteltek, mind az éven túli fejlesztési hitelek esetében – mivel ezek döntően változó kamatozásúak. A lakossági betéteknél, bár az állomány több, mint fele fél évnél hosszabb futamidejű (többségében 6 és 12 hónap közötti lekötésű), de itt is jellemző az éven belüli árazási gyakorlat. A hitelekhez képest azonban kisebb a szerepe az irányadó ka-

matoknak, mivel a hazai bankok nagy része stratégiai célokat (piacszerzés, monopolár érvényesítése) is követ a lakossági forrásgyűjtés terén.

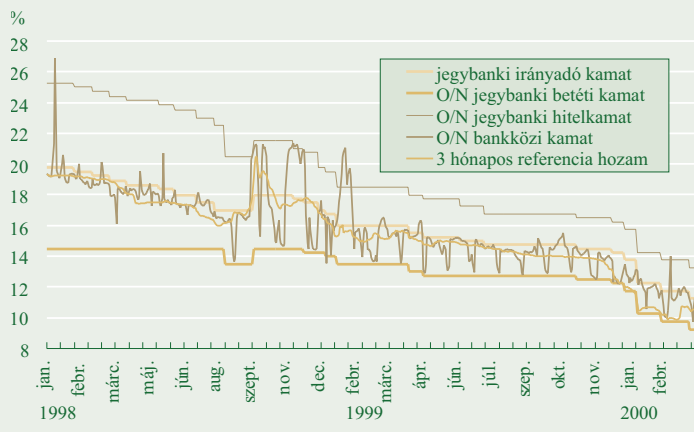
A **diszkontkincstárjegyeknek** a lakosság megtakarításában játszott jelentős szerepe miatt azonban feltételezhető, hogy az éven belüli állampapírok hozamalakulása még a viszonylag kisebb versenynek kitett lakossági betétgyűjtés számára is irányadó.

A pénzpiac legrövidebb futamidejű és éppen ezért legérzékenyebb kamata az *egynapos (O/N) bankközi piacon kialakuló hozam*.

Azok a jegybankok, amelyek irányadó kamata egynapos futamidejű, értelemszerűen a lehető legkisebb volatilitást kívánják csak tolerálni az O/N bankközi piacon. (Lásd 16. ábra.)

Az olyan központi bankok számára – mint amilyen az MNB is – amelynek irányadó konstrukciója ennél hosszabb (kéthetes) futamidejű, az O/N bankközi hozam a transzmissziós mechanizmus szempontjából annyiban fontos, amennyiben el képes téríteni valamilyen irányban a hosszabb, éven belüli futamidejű piaci hozamokat. Épp ezért az MNB a kéthetes *irányadó hozamra szimmetrikus kamatfolyosót* tart fenn O/N lejáraton, aktív repó- és betéti konstrukciói révén. Ez azt hivatott biztosítani, hogy az egynapos bankközi kamatok – szélsőséges **likviditáshiánytól** eltekintve¹² – a kéthetes betéti kamat körül meghatározott, relatíve szűk sávon belül

16. ábra A jegybank irányadó kamata, az O/N bankközi kamat és a 3 hónapos állampapír-piaci benchmarkhozam a jegybanki kamatfolyosón belül



¹² A betéti konstrukcióval szemben az aktív repóhoz bankokra lebontott hitelkeret is tartozik, ezért lehetséges, hogy jelentős likviditási hiány esetén a bankközi kamat felele kiszakadhat a folyosóból.

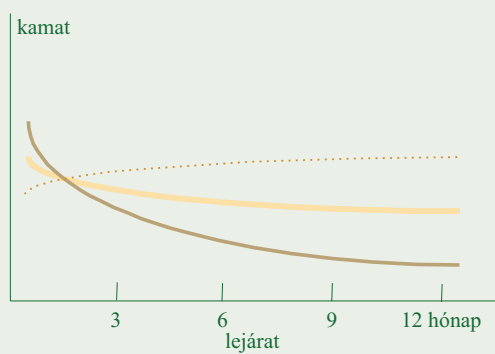
tartózkodjanak. Az O/N hozamok elvileg azonban még ekkor is okozhatnak nem kívánt – a hosszabb futamidőre tovagyűrűző – hatást, még pedig akkor, ha a tartalékperiódus alatt tartósan a sáv egyik felére tapadnak, és az egynapos hitelek vagy betétek tovagörgetett hozama ezért eltér a jegybank effektív kamatától. Ezen kivételes helyzetek kezelésére az MNB rövid, de változtatható futamidejű gyors-tenderrel rendelkezik, amely képes a bankok által várttól lényegesen eltérő likviditási helyzeteket kezelni a tartalékolási perióduson belül (lásd részletesebben az eszközrendszerrel szóló fejezetben).

A jegybank végeredményben a *forward kamatparitás* felhasználásával képes a rövid kamatokon keresztül a hosszabb hozamokra hatást kifejteni. Ennek értelmében a 3 hónapos hozamszint olyan szintre áll be, hogy a 3 hónapos befektetés hozama megegyezzen a kéthetes befektetés 3 hónapon keresztül történő görgetésének várható hozamával. Amennyiben például stabil kéthetes jegybanki kamatok vár a piac, a 3 hónapos névleges hozamnak meg kell haladnia a kétheteset, mivel a görgetett befektetés kamatos kamat elérését jelenti. Ha általános kamatcsökkenési trendet vár a piac, akkor a hozamgörbe természetesen inverz alakú, mivel a kéthetes befektetés görgetése során egyre alacsonyabb kamatok mellett lehetséges csak az újrafektetés.

Ha a piac nagy valószínűséggel kamatcsökkentésre számít, a jegybank **irányadó kamata** körül a **hozamgörbe** elfordul (*pivoting*).

A jelenség magyarázata az, hogy a piaci szereplők a kamatcsökkenés miatt várható átárazódásokból a lehető legnagyobb profitot szeretnék kihozni. Ha a hozamgörbe a kamatcsökkentés hatására várhatóan párhuzamosan lefelé tolódik majd el, akkor a magas **duration**-nal ren-

17. ábra A hozamgörbe elmozdulása a jegybanki kamatváltoztatásokra irányuló várakozások esetén (pivoting)



delkező pénzügyi eszközök ára jelentősen megnő. Ennek ismeretében a piaci szereplők kamatcsökkentési várakozások idején igyekeznek minél hosszabb lejáratú fix kamatozású értékpapírokat venni, ami ezen papírok árfolyamát (hozamát) már a kamatcsökkentés előtt felhajtja (lenyomja). Ennek a spekulációs stratégiának a hatékonysága tovább fokozható, ha a befektető a hosszabb papírok vásárlásához rövid lejáratú – például bankközi – hiteleket is felhasznál, annak tudatában, hogy a kamatcsökkentés után a rövid lejáratokon is csökken majd a hozamszint, így a későbbiekben a hosszabb lejáratú befektetést olcsóbb rövid forrásokkal tudja majd finanszírozni.

A rövid források iránt megnövekvő kereslet kamatcsökkentési várakozások esetén az egészen rövid hozamok emelkedését váltja ki.

Összességében tehát a kamatcsökkentési várakozások a hozamgörbe elfordulásához vezetnek, a hozamgörbe elmozdulása hosszabb lejáratokon megelőlegezi a várt kamatváltoztatást. Ezért amennyiben a jegybank nem változtat kamatot, de a kamatcsökkentési várakozások újra és újra megerősödnek, a hosszabb hozamok volatilitása még stabil

jegybanki kamatszint mellett is megnő.
(Lásd 17. ábra.)

A pivoting okozta kamatingadozás nem szükségszerűen káros, hiszen információt hordoz a jegybank számára a kamatszintre vonatkozó várakozásokkal kapcsolatban. Ha ilyen esetben a jegy-

bank az **overnight** hozamok elmozdulását „hagyományos” eszközökkel – szűk kamatfolyósóval, vagy pótlólagos likviditás juttatásával – kívánja tompítani, akkor azal csak a pénzüpiaci szereplők spekulációs lehetőségeit növeli, akik olcsóbban juthatnak hozzá rövid lejáratú forrásokhoz.

III. A MONETÁRIS POLITIKAI ESZKÖZTÁR

AZ ESZKÖZRENDSZER FEJLŐDÉSÉNEK TÖRTÉNETI ÁTTEKINTÉSE¹

Az egyszintű bankrendszer története során a monetáris politika fő eszközét a *hitelkontingens*-rendszer alkotta: a gazdaságtervezés során hitelkereteket határoztak meg az állami beruházások finanszírozására, a magán-lakásépítésekre és egyéb preferált beruházásokra, mint például az exportfejlesztés, importhelyettesítés stb. A preferált célokat kamatszubszidiával vagy utólagos költségvetési kamatvisszatérítéssel támogatták. A forgóeszközhitelzés során szintén hitelkontingenst alkalmaztak, amely azonban a hosszú lejáratú hitelezés tervezézetési eljárásával szemben főként az MNB kompetenciája volt.

1987. január 1-jével a bankrendszer szervezeti szétválása megtörtént, de a bankok közötti tényleges verseny csak fokozatosan alakult ki.

Direkt monetáris eszközök alkalmazása

A monetáris politika eszközeit többféleképpen lehet csoportosítani (erről bővebb leírás a következő fejezetben található), de a magyarországi eszközrendszer fejlődése szempontjából releváns a *direkt–indirekt* eszközök megkülönböztetése. A kezdeti időszakban jellemző volt ugyanis a *direkt* eszközök alkalmazása, melynek lényege, hogy a jegybank monetáris hatóságként a kereskedelmi bankok szá-

mára kötelező erejű szabályokat adhatott ki, s ezzel közvetlenül a szabályozni kívánt változók nagyságrendjét határozta be. A leggyakrabban használt direkt eszközök a közvetlen kamatszabályozás, vagyis a kamatplafonok (esetleg kamatminimumok, kamatmarzsok) megállapítása és a hitelplafonok (hitelkontingensek) alkalmazása volt.

Az *indirekt* eszközök a monetáris bázis kínálati összetevőinek, illetve a multiplikátornak a befolyásolásán keresztül próbálnak hatni a pénzállományra, vagyis alkalmazásuk a jegybank azon lehetőségén alapul, hogy képes befolyásolni a pénzpiaci feltételeket. Indirekt eszközök a **nyíltpiaci műveletek** különböző fajtái, a hitelaukciók, betéti tenderek.

A direkt eszközök használata a gyakorlatban elkerülhetetlen volt, amennyiben az adott pénzügyi rendszerben a piacok fejletlensége miatt nem volt mód indirekt eszközök használatára, de fejlett pénzügyi rendszerrel rendelkező országok is gyakran alkalmazták, például erőteljes hitelexpanzió esetén. Háttérbe szorulásuk azonban mindenütt megfigyelhető volt, amihez több ok is vezetett: a direkt limitek például a hitelezési korlát elérésével érdektelenné tették a bankokat a betétgyűtésben; csökkentették a bankok közötti

¹ A fejezetben említett monetáris politikai eszközök pontos leírása a következő, az eszköztár fogalmi kibontását és mai működését leíró fejezetben található.

versenyt; a bankok a helyi körülményekre és korlátozásokra szabott innovációkat fejlesztettek ki, amivel megkerülhették a szabályozást; ösztönözték a bankokon kívüli pénzügyi közvetítőrendszer létrejöttét. Amikor az egyre nyitottabb gazdaságban megjelentek a külföldi intézmények, új technikák és innovációk alakultak ki, a pénzügyi rendszerben a dereguláció nyomán új, direkt szabályozás alá nem tartozó intézmények jöhettek létre, a direkt szabályozott bankrendszer is képessé vált – más szempontból nézve rákényszerült – az innovációra, a korlátozó eszközök alóli kibújásra, mivel e nélkül kiszorulhattak volna a piacról. A jegybank az 1990-es évek elejéig monetáris politikai eszközrendszerének kialakításában erősen korlátozott volt, egyrészt a pénzpiacok hiánya, másrészt a bankok közötti verseny korlátozott volta miatt.

Meghatározó volt az a korlátozás, mely szerint a kereskedelmi bankok működésük első két évében lakossági banktevékenységet nem végezhettek, csak a vállalatoktól gyűjthettek betéteket, és nekik hitelezhettek. 1989 tavaszáig devizaműveletek bonyolítására és devizaforrások gyűjtésére sem volt jogosítványa a kereskedelmi bankoknak. Magyarország jelentős *külföldi nettó adósságállománnyal* rendelkezett, s ez az állomány a bankrendszer kétszintűvé válásának idején az MNB mérlegében jelent meg. A kereskedelmi bankok leválásával az MNB vállalati kintlevőség állománya átkerült a bankokhoz, azonban a vállalati hitelek jelentős részének finanszírozási forrását képviselő nettó külföldi adósságállomány az MNB mérlegében maradt.

Az említett erősen *versenykorlátos* feltételek és a makrogazdasági helyzet (a **folyó fizetési mérleg** jelentős hiánya, az **infláció** tartósan kétszámjegyűvé válása, gyakori és nagymértékű leértékelések) mellett a kereskedelmi bankok forrásaik

biztosításában a jegybankra voltak utalva, s ez a *refinanszírozási csatorna volt a jegybanki szabályozás alapvető eszköze 1991-ig.*

Keresleti oldalról nézve pedig szinte korlátlan igény jelentkezett a jegybanki refinanszírozásra, mivel még fennmaradt a vállalati gazdálkodás „puha költségvetési korlátja” (még nem használták ténylegesen a már meglévő csőd- és felszámolási szabályokat). Hiányoztak viszont azok a **prudenciális szabályok**, amelyek a banki oldalról minimalizálták volna a veszteséget: az adósmínősítési és céltartalékolási szabályozás. A korlátlan hitelkereslet, a szabad eszközök teljes egészében hitelezésbe való áramlása miatt a jegybanknak – a makrogazdasági célok elérése érdekében – **sterilizálnia** kellett a szabad **likviditást**. A kereslet kamatrugalmatlansága miatt azonban a kamatpolitika nem volt megfelelő eszköz. Mivel a bankrendszer még erősen a jegybanki forrásoktól függött, így adott volt a likviditás direkt eszközökkel való szabályozása: a *bankok normatív rövid lejáratú refinanszírozási kereteinek csökkentése és a kötelező tartalékráta emelése.*

A kezdeti években, mivel a jegybank a piacok fejletlensége miatt a tényleges indirekt eszközöket csak rendkívül korlátozottan tudta használni, a jelenleginél nagyobb szerepet kapott a **kötelező tartalékráta** eszköze, pontosabban a tartalékráta-rendszer funkciói közül – a **pénzmultiplikációra** gyakorolt hatásán keresztül – a ráta változtatásával elért **likviditásszabályozás**. (A kötelező tartalék eszközt mind a direkt, mind az indirekt eszközök közé be lehet sorolni, mivel alkalmazása során a jegybank hatóságként rendelkezik a tartalék elhelyezésének kötelezettségéről, de a forgalomban lévő pénzmennyiségre közvetett módon, a pénzmultiplikátor befolyásolásán keresztül hat.)

A multiplikáció gyorsulásának ellen-súlyozására és a likviditás szűkítése érdekében a jegybank 1989-ben és 1991-ben is megemelte a rátát. A jegybank 1990 szeptemberétől fizetett kompenzációt a kötelezően elhelyezett tartalékállomány-ra, amely a nemzetközi viszonylatban magasnak mondható ráta által okozott jövedelemvesztést részben kompenzálta.

Pénzpiacok fejlődése – indirekt eszközök alkalmazása

A kétszintű bankrendszer működésének első néhány évében elindult makrogazdasági, intézményi és szabályozásbeli változások az 1990-es évek elején már lehetőséget nyújtottak a monetáris politikai eszközrendszer szükségessé váló fejlesztésére.

Bár 1989. január 1-jétől megszűnt a vállalati és lakossági banküzletek elkülönülése, átmeneti ideig nehezítette az integrációt az, hogy speciális tartalékelőírások nyújtottak védelmet az OTP betétállományának, vagyis ezen keresztül a lakossági, elsősorban a lakásépítési hitelek pénzügyi forrásainak. A letéti jegyekre azonban nem terjedt ki ez a szabályozás, így verseny alakulhatott ki a lakossági megtakarítások növekményeiért. Míg a vállalati betét-, illetve hitelkamatokat már 1987-ben liberalizálták, a lakossági kamatokat csak a banktevékenységek integrációja után szabadították fel, de a jegybank 1991-ig még alkalmazta a lakossági betét- és hitelkamatoknál – valamint a letéti jegyeknél – a kamatplafon eszközt.

A devizabanki tevékenység decentralizálása több évig tartó folyamat volt, mely 1989 folyamán kezdődött a lépéssel, hogy a bankok engedélyt kaptak devizabetétek gyűjtésére, amit a bankok felhasználhattak korlátozott körben devizahitelek nyújtására és swapműveletek

végzésére. 1990 első félévében a devizaműveletek végzésére megfelelő felkészültséggel rendelkező bankok felhatalmazást kaptak konvertibilis devizában folytatott áruforgalomhoz kapcsolódó devizaügyletek bonyolítására. 1991–1992 során a devizaműveletekkel kapcsolatos korlátozások tovább enyhültek, lényegében korlátlaná vált a devizakihelyezés és forrásbevonás. Mindaddig az engedélyezett kihelyezési célú és limitált felhasználáson felüli devizát az MNB-nek kellett értékesíteni, ekkortól azonban már a bankok egymás között is szabadon adhattak-vehettek devizát. 1992 júliusától kezdett működni a – még korlátozott – bankközi devizapiac, ahol a kereslet-kínálati viszonyok alakítják a forint árfolyamát, ami a monetáris politika számára a konverzió eszközének alkalmazását is jelenti. Ekkortól már nem közvetlenül, hanem a bankok *nyitott devizapozícióin* keresztül limitálja a szabályozás a banki devizapozíciókból adódó kockázatot.²

A pénzpiac bizonyos formái már a 80-as évek elején a vállalkozói hitelezés engedélyezésével megjelentek (a vállalkozói hitelezés kamata és egyéb feltételei azonban a monetáris politika számára nagyrészt rejtve maradtak), és megjelent a váltó intézménye is. A kétszintű bankrendszer kialakulásakor a belföldi kamatok liberalizálásával megnyílt az út a pénzpiacok fejlődésére, de azok a szűkös likviditás, a bizalomhiány, a likviditásmenedzselés problémái, a visszafizetési kockázat miatt nem indultak fejlődésnek, így jellemző rövid lejáratú piaci kamatláb sem alakulhatott ki. A Magyar Nemzeti Bank egy jól működő pénzpiac létrehozása érdekében, központi szerepénél fogva kezdte el szervezni a *kincstárjegyek* aukciós piacát és a *központosított bankközi pénzpiacot*.

² A hitelintézetek teljes nyitott pozíciója nem haladhatja meg a hitelintézet szavatoló tőkéjének 30 százalékát.

A központosított bankközi piacon a piaci szereplők nem egymással, hanem a jegybankkal álltak szerződéses kapcsolatban, tehát az MNB törlesztett, amennyiben egy hitelfelvevő bank nem tudott háttáridőre fizetni. (Ugyanakkor a jegybank kizárhatta erről a piacról a nem teljesítő bankokat.) A jegybank ezt a tevékenységet mérlegen kívül, mint ügynök végezte, kizárólag piacépítési szempontoktól vezérelve.

A Magyar Nemzeti Bank a *diszkontkincstárjegyek* aukciós piacát 1988 decemberétől működtette. Mivel az aukción kialakult hozamok nem szakadhatnak el a betéti kamatoktól (főként a vállalati-vállalkozói betéti kamatoktól), így az aukción kialakult hozamok hatást gyakorolnak az általános kamatszintre. A még elfogadható hozammaximumot (vagyis az aukción elfogadható minimális árat) a Pénzügyminisztérium határozta meg, s ebben a döntésben az általános finanszírozási igény alakulása a döntő szempont. Ezt azért fontos hangsúlyozni, mivel abban az időszakban, amikor bő likviditás jellemezte a piacot, és a jegybank nem rendelkezett más eszközökkel a fölös likviditás lekötésére (1992), a diszkontkincstárjegyek **elsődleges piacon való** értékesítése töltötte be a sterilizáló szerepet. Azt a benyomást, hogy a diszkontkincstárjegy-aukciók a jegybanki eszköztárba tartoznak, erősítette, hogy a monetáris politikának a hitelkamatok általános csökkentését célzó törekvése egybeesett a költségvetés természetes igényével a finanszírozási költségek csökkentésére. (A benyomást tovább erősítette, hogy a diszkontaukciókat a jegybank szervezte és bonyolította.) A kibocsátást azonban nem monetáris szempontok, hanem a költségvetés finanszírozási igénye szabta meg, ami a monetáris politika igényeivel nem szükségszerűen esett egybe. (Ez nyilvánvalóvá is vált a következő évben, ami-

kor a romló makrogazdasági folyamatok miatt a jegybank kamatemelés mellett döntött, a költségvetés pedig továbbra is a költségvetési deficit minél olcsóbb finanszírozására törekedett.)

A *kincstárjegyek* már évek óta tartó nagy arányú kibocsátása, a kereskedelmi váltók, 90-es évek elején a kereskedelmi kötvények megjelenése, a bankkonszolidáció céljára kibocsátott jelentős mennyiségű államkötvények olyan volumenű és minőségű értékpapír-állományt képviseltek, amely megfelelő alapot nyújtott *nyílt-piaci típusú műveletek* végzésére. Másrészt ezen értékpapírok kibocsátásának megszervezése és forgalmazása megteremtette mind a jegybankban, mind a kereskedelmi bankokban a megfelelő technikai és szakmai háttérrel hasonló pénzpiaci eszközök alkalmazására. 1993-tól az MNB bevezette az *állampapírokkal végzett visszavásárlási (aktív repó) és fordított visszavásárlási (passzív repó) megállapodásokra* vonatkozó jegybanki jegyzéseket. Ez az indirekt eszköz egyrészt illeszkedett a pénzügyi liberalizáció és dereguláció folyamatához, másrészt finomabb szabályozási eszközt jelent a refinanszírozási keretek változtatása nyújtotta lehetőségeknél.

1993-tól a jegybank a rövid lejáratú refinanszírozást, vagyis a pénzintézetek rövid lejáratú likviditási igényét (vagy a többlet lekötését) **repóügyletek** formájában elégítette ki. A jegybank a feltételeket azonban úgy alakította ki, hogy a bankoknak **likviditáshiány** esetén érdemesebb legyen a bankközi piachoz fordulni.

A *közép- és hosszú lejáratú refinanszírozás állománya* továbbra is jelentős arányt képviselt a jegybanki kintlévőségek állományában. Ezen hitelek elosztásában azonban az MNB csak közvetítő szerepet játszott és játszik. Olyan, többnyire külföldi hitelekről (tehát devizaforrásokról) van szó, amelyeket a kereskedel-

mi bankok közvetlenül nem tudtak felvenni (hosszú időn keresztül továbbra is csak a Magyar Nemzeti Bank állt kapcsolatban külföldi hitelezőkkel, mivel bizalom, ismertség, kapcsolatrendszer kiépítése – főként egy átmeneti gazdaságban – hosszabb időt vesz igénybe), így ezeket a jegybank csatornáztatta át a kereskedelmi bankok felé. Ezek a többnyire közép- és ritkábban hosszú lejáratú hitelek nem a monetáris eszkörendszer részét képezik, a jegybank csak közvetítő szerepet vállalt történelmi és intézményrendszerbeli okok miatt. A hitelek nagy része projektfinanszírozást, illetve valamilyen szelektív célt (exportösztönzés, modernizálás, korszerű tulajdonformák kialakításának gyorsítása stb.) szolgált. (Lásd 18. ábra.)

A kereskedelmi bankok forintlikviditásuk bővítése érdekében felhasználhat-

ták a náluk elhelyezett devizabetéteket is. Amikor a jegybank a *devizával fedezett ügyletek körét* szélesíteti – vagyis feltételeit kedvezőbbé teszi – a bankrendszer likviditásának bővítését segíti elő. Ez egyben a kereskedelmi bankok külföldi forrasszerzését is ösztönzi. A *devizabetétszere konstrukció* célja a hosszú lejáratú külföldi hitelek és a rövid lejáratú devizaforrások hosszú lejáratú forinthitelekké alakítása volt. A konstrukció lényege, hogy a jegybanknál elhelyezett devizabetétek ellenében az MNB az elhelyezéskori árfolyamnak megfelelő összegű közép- vagy hosszú lejáratú forintrefinanszírozást nyújtott, abban az időszakban, amikor belföldön még nem képződtek hosszú lejáratú források. A konstrukció a kereskedelmi bankok számára a külföldi, illetve belföldi devizaforrások forintban történő

18. ábra A közép- és hosszú lejáratú refinanszírozás állományának alakulása, 1991–1998
(december 31-i adatok)

	Milliárd forint							
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Beruházási és egyéb refinanszírozási hitelek*	145,3	138,9	91,2	74,1	58,8	8,9	5,7	2,8
Vállalásokat segítő hitelkonstrukciók	17,5	27,1	104,7	134,4	137,9	127,6	110,4	91,1
– Nemzetközi pénzügyi intézmények refinanszírozási hitelei	0,0	0,0	7,4	6,5	11,9	10,4	7,8	4,1
– Világbanki refinanszírozási hitelek	0,0	0,0	40,4	32,8	29,7	20,9	16,2	12,7
– Kisvállalások fejlesztési célú refinanszírozási hitelei	3,0	3,2	1,3	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4
– Újrakezdési refinanszírozási hitelek	10,5	7,0	3,6	1,4	0,9	0,5	0,3	0,1
– START refinanszírozási hitelek	3,0	7,6	8,7	8,8	7,3	6,4	6,8	8,9
– Reorganizációhoz és privatizációhoz kapcsolódó refinanszírozási hitel	1,0	9,4	32,2	60,4	60,6	54,8	46,1	36,7
– Japán refinanszírozási hitelek	0,0	0,0	11,2	23,7	26,9	34,4	32,9	28,1
Devizában nyújtott refinanszírozási hitelek**	24,3	33,2	24,3	19,1	15,7	11,7	12,6	11,5
Devizabetét ellenében nyújtott refinanszírozási hitelek	10,6	7,2	21,1	130,3	79,7	77,5	49,0	50,6
Összesen	197,7	206,3	241,3	357,8	292,1	225,7	177,7	156,0
Az MNB mérlegfőösszege	2553,1	2688,9	3468,8	4024,2	5420,4	5119,3	5338,1	5930,5
A refinanszírozási hitelek aránya az MNB mérlegében, %	7,7	7,7	7,0	8,9	5,4	4,4	3,3	2,6

* Döntő részben 1987 előtti és a kétszintű bankrendszer kezdeti időszakához kapcsolható beruházási és rövidebb lejáratú hitelek.

** Kötött célú, külföldi kormányok és bankok által nyújtott, általában a nyújtó országok beruházási javai megvásárlására szolgáló hitel.

továbbhitelezésekor felmerülő – az adott gazdaságpolitikai feltételek mellett és a hosszú távú *árfolyamkockázat kezelésére alkalmas instrumentumok hiánya miatt* jelentős arányú – árfolyamkockázatot is megszüntette. A **bankközi** devizapiac fejlődése, a deviza külföldre való kihelyezési lehetőségeinek bővülése lehetővé tette, hogy a jegybank szűkítse (előbb rövidebb lejáratokon 1993-ban megszüntette) majd középlejáraton is (1995) bezárja ezt a refinanszírozási csatornát.

Az árfolyamkockázat lefedésére szolgáló határidős piacok – főleg lejárát szempontjából való – korlátozottsága és a hosszú lejárátú források szükségessége indokolta az 1995-től 1998-ig élő, kizárólag projektfinanszírozásra felhasználható, erősen körülhatárolt feltételekkel igényelhető **devizabetét-csere** konstrukció létrehozását. Ahogy az előző bekezdésben olvasható volt, ez a konstrukció azonban nem tekinthető a monetáris politikai eszköztárszer részének.

Az **eszköztár** részét képezték viszont a rövid lejárátú *devizaswapok*.³ A *devizaswapok 1993-tól a repóügyletekkel azonos szerepet töltenek be a monetáris politikában, feltételei igazodnak a repóügyleti feltételeihez.*

A magyar bankrendszer megerősödésével fokozatosan megteremtődtek a feltételek a bankok közvetlen külföldi piacra lépésének. Az MNB arra törekszik, hogy a fenti – külföldi kormány- és bankhitelek átcsatornáztatása, devizabetétek hosszú lejárátú forinthitelekké való átalakítása – jegybanki funkciókkal össze nem egyeztethető tevékenységeket a piacra bizza, és mérlegéből leépítse.

Bár fokozatosan létrejöttek azok az eszközök, melyek segítségével a jegybank differenciáltabban tudta a bankok pénzkeresletét szabályozni, a pénzpiacok relatív fejletlensége miatt a jegybank a kö-

telező tartalék eszközét továbbra is felhasználta a bankrendszer likviditásának szabályozására. A ráta változtatásának hatása azonnali és „nagyerejű”, így a jegybank a tőkebeáramlás kezdeti időszakában alkalmazta a ráta emelésének lehetőségét is.

Hosszabb távon a cél azonban a tartalékráta szignifikáns csökkentése, mely csökkenti a tartalékolásból adódó jövedelemvesztést, s ezáltal növeli a hazai bankok versenyképességét. 1996-ban az MNB olyan kötelező tartalékráta-rendszert hozott létre, ahol a tartalékköteles források körének kiszélesítése nehezítette a tartalékmegkerülést, és megszüntette bizonyos forráscsoportok preferenciáját, és lehetővé tette a ráta csökkentését (12 százalékra) anélkül, hogy az effektív tartalékelhelyezés csökkent volna. A 2000-ben kialakított és fokozatosan, 2001 nyaráig bevezetett új kötelező tartalékrendszerrel bővebben az eszköztárról szóló fejezetben lehet olvasni.

Magyarországon a monetáris politika eszköztárszer az elmúlt bő tíz év alatt gyors fejlődésen ment keresztül. A kezdeti keretleosztásból kiindulva a jegybank tudatosan törekedett a piaci módszerek alkalmazására. Az alkalmazható eszközök azonban nagymértékben függnek a makrogazdasági és intézményi feltételektől. Az eszköztárszer fejlesztésének igénye gyakran megelőzte az intézményrendszeri fejlődést, a piaci típusú beavatkozásnak jelentős korlátai voltak. A költségvetés, illetve a költségvetés finanszírozása gyakran meghatározó módon befolyásolta a folyamatokat.

Az 1991–1992-es időszakban a költségvetési hiány és a beáramló tőke okozta likviditásnövekmény semlegesítése már problémát okozott a jegybank számára, mivel addig alapvetően „likviditásbővítő” eszközökkel rendelkezett. Ezen tapasztalatok alapján a jegybank a mennyiségi szabályozást feladva fokozatosan áttért a kamatokon keresztül történő monetáris irányításra.

³ A swap eszközéről lásd bővebben az eszköztárról szóló fejezetben „A jelenlegi jegybanki eszköztár alapinstrumentumai” alfejezetben

AZ ESZKÖZTÁR MŰKÖDÉSE NAPJAINKBAN

A jegybanki monetáris politikai eszköztár kifejezést gyakran lehet olvasni-hallani, de nem mindig egyértelmű, hogy a kifejezést használók adott esetben mit értenek alatta. Ennek egyik fő oka lehet, hogy a monetáris politika eszközei erősen jegybankspecifikusak, igazodva az adott jegybank monetáris politikájának célhierarchiájában megjelölt célokhoz. A továbbiak főként az MNB gyakorlatából kiinduló, az eszköz által elérendő operatív cél szerinti csoportosítást alkalmazva írják le az eszközrendszert az általános vonásokon keresztül a konkrét gyakorlat bemutatásáig.

Elsődleges bontásban az MNB gyakorlatában meg lehet különböztetni egyrészt az árfolyamrendszer karbantartásához közvetlenül kötődő eszközöket (**devizapiaci intervenció**), másrészt a forint-pénzpiaci és szabályozási eszközöket.

A devizapiaci intervenció

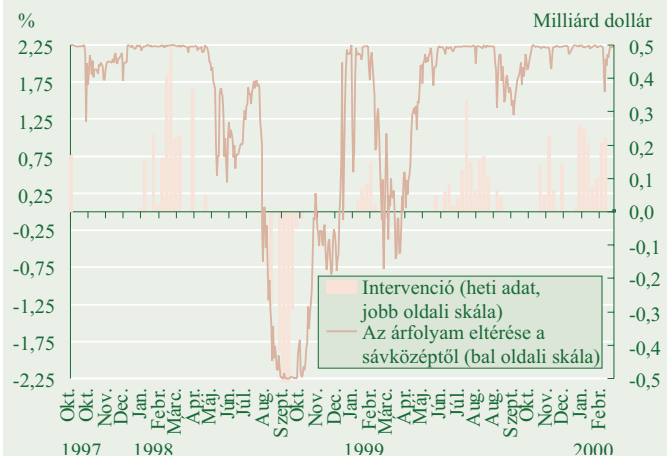
Az adott árfolyamrendszer fenntartása érdekében, amennyiben fennáll annak a veszélye, hogy az ország valutája felülértékeltté válik, a jegybank a devizapiacra vásárol devizát, azaz interveniál a devizapiacra, mely során megnöveli a forgalomban lévő belföldi deviza mennyiségét. Ezzel ellentétes beavatkozást hajt végre akkor, ha a devizapiacra alulérté-

keltté válhat a belföldi fizetőeszköz. Azt, hogy mihez képest válik alul vagy felülértékeltté a hazai fizetőeszköz, az árfolyamrendszer szabályozza.

A forint árfolyama 1999. év végéig egy *valutakosár*hoz volt kötve, amely 1999-ben 70 százalék az euró és 30 százalék az amerikai dollár arányú volt. A 2000. évtől kezdve pedig a forint teljes egészében az euróhoz kötött. Ezen belül az MNB 1995. márciusától előre bejelentett csúszó árfolyam-leértékelést hajt végre egy $\pm 2,25$ százalékos ingadozási sáv alkalmazásával. A leértékelés napi szinten történik, az egy hónapra előre megállapított, de hónapokkal korábban már bejelentett ütem alapján. Ez azt jelenti, hogy az 1999. év végéig valutakosárhoz, majd euróhoz kötött árfolyam naponta meghatározott mértékben értékelődik le, a forint piaci árfolyama ettől a mértéktől – mint centrumtól – 2,25 százalékkal lehet gyengébb vagy erősebb – vagyis a forint piaci árfolyama egy 4,5 százalékos sávban ingadozhat.

Az MNB a leértékelési sáv két szélén rendelkezésre áll a bankok részére. Az erős szélén automatikusan devizavételi ajánlattal él, míg a gyenge szélén devizaeladásra tesz felső mennyiségi limit nélküli ajánlatot. Ezekben az esetekben a legalacsonyabb kötési összeg 4 millió amerikai dollár vagy 3,5 millió euró, amelyet 0,1 milliós lépésekkel lehet emelni. Ebből következően elképzelhető, hogy a

19. ábra A forint árfolyamának alakulása és a devizapiaci intervenció



lényegesen alacsonyabb összegekkel történő kereskedés esetén minimális mértékben az árfolyamsávon kívül is lehet ügyleteket kötni.

A jegybank az árfolyamsáv szélein 9:00-tól 12:00-óráig, illetve 13:00-tól 15:00 óráig áll a kereskedők rendelkezésére.⁴ Az elszámolás (a kereskedelmi bank forint- és devizaszámlájának terhelése és jóváírása) az üzletkötéstől számított második munkanapon történik meg.

Az MNB-nek lehetősége van arra, hogy a valuta értékállóságának védelmében a sávon belül is kereskedjen. Erre azonban rendkívül ritkán – és csak devizaeladásra – volt példa: 1999-ig csak az orosz válság következtében került rá sor.

A forinteszkoztar mukodese

Apotenciális (lehetséges maximális) **üzleti eszköztár** azon monetáris politikai eszközök összessége, amelyek létrehozására és használatára a jegybank-törvény lehetőséget biztosít.

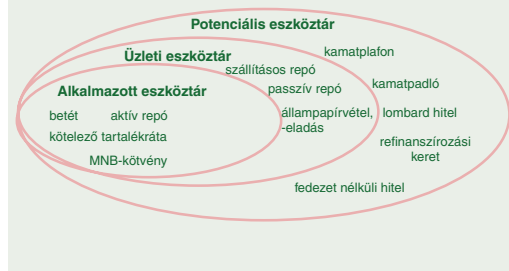
⁴ Az MNB üzleti időtáblázata a mellékletben található.

Ennél szűkebb fogalom az *üzleti eszköztár*, amely mindazon instrumentumok összességét jelenti, amelyre a jegybanknak létezik kidolgozott és hatályos üzleti feltételrendszere vagy érvényes jegybanki (MNB) rendelete függetlenül attól, hogy az adott eszközt alkalmazza-e a jegybank. Ezeket az eszközöket a monetáris döntéshozó testület vagy használja, vagy bármikor használhatja, hiszen keretfeltételei folyamatosan életben vannak.

Az eszköztár fogalma alatt leggyakrabban az üzleti eszköztárra gondolunk. Az *alkalmazott eszköztár* az üzleti eszköztárnak az a része, amely olyan instrumentumokat tartalmaz, amelyeket a jegybank folyamatosan alkalmaz. Ebbe a körbe beletartoznak azok a tenderek is, amelyeket egyedileg ugyan külön-külön meg kell hirdetni (de ez része az alkalmazásuknak), azonban a konstrukció folyamatosan életben van, és így magának a konstrukciónak a külön meghirdetésére nincs szükség.

Az eszközrendszer elemeit számos szempont alapján csoportosíthatjuk: Az eszközöket meg lehet különböztetni lejáratuk szerint; céljuk vagy szerepük szerint; értékesítési – piacra viteli formájuk szerint;

20. ábra Az MNB forinteszkoztarának felépítése 2000 elején



elérhetőségük szerint vagy ügyfélkör szerint. Az eszközrendszert szokás a *hatásmechanizmusuk* alapján direkt és indirekt eszközökre is bontani. A direkt eszközök között szerepel a szabályozási szinten megjelenő, a kereskedelmi bankok által alkalmazható legmagasabb hitelkamat vagy legalacsonyabb/legmagasabb betéti kamat, a hitel vagy betéti keret alkalmazása, és sokszor ide sorolják a **kötelező tartalékráta**-szabályozást. Az indirekt eszközök a *nyíltpiaci műveletek*, amelyek közé vagy besorolják a folyamatos rendelkezésre állást vagy külön kategóriát képeznek ennek az indirekt eszközökön belül. A klasszikus nyíltpiaci műveletek a végleges értékpapír-értékesítés vagy -vásárlás, a tendereztetés (repó, passzív repó vagy betéti) és a kötvénykibocsátás.

Az alábbiakban az eszközrendszer bemutatása elsősorban *cél szerinti csoportosításban* történik.

Funkciójuk, céljuk szerint megkülönböztetjük:

- a kötelező tartalékrátát, valamint a kamatpolitika kialakításában közvetlenül szerepet vállaló eszközcsoportokat, mint a:
 - **kamatfolyosó** fenntartását szolgáló eszközöket,
 - az **irányadó instrumentumként** szolgáló eszközöket,
 - a sterilizációs célokat szolgáló eszközöket és a
 - a likviditás finomszabályozásánál használatos elemeket.

Kötelezőtartalék-szabályozás

A **kötelezőtartalék-szabályozás** alkalmazása esetén a szabályozás hatálya alá tartozó pénzüintézeteknek forrásaik meghatározott hányadát jegybankpénzben kell elhelyezniük a jegybanknál vezetett számlán.

A kötelező tartalékolás funkciói

A **kötelező tartalék** eredeti funkciója prudenциális tényezőkre vezethető vissza, megjelenésekor tartalékot jelentett a betétvisszahívásokkal szemben. Alkalmazásának célja azonban megváltozott, felhasználási területe pedig tágult. A kötelezőtartalék-szabályozás feladata többretergú, és országonként is változik, hogy a jegybank melyik funkcióra teszi a fő hangsúlyt. A kötelezőtartalék-szabályozás a következő funkciókat töltheti be:

- Mivel a kötelező tartalékolatás *jegybankpénz iránti stabil keresletet jelent, bizonyos pénzmennyiséget kivon a forgalomból, ezáltal közvetlenül csökkenti a bankrendszer likviditását*. A tartalékelhelyezési kötelezettség amennyiben likviditáshiányt hoz létre a bankrendszerben, arra készíti a bankokat, hogy a jegybankhoz forduljanak forrásokért. A jegybankpénz-keresletet a jegybank arra használja fel, hogy kamatpolitikája révén hatékonyan befolyásolja bankok által alkalmazott kamatoakat – vagyis ezáltal a **transzmissziós mechanizmus** hatékonyságát segíti. Amennyiben egy ország bankrendszere egy adott időszakban tartósan likviditási többlettel rendelkezik – például nagyobb arányú tőkebeáramlás esetén – a kötelező tartalék a fölös likviditás lekötésében segít.
- A kötelező tartalékolás *képes segíteni a banki likviditásszabályozást*. Amennyiben a követelménynek a tartalékolási perióduson belül átlagban kell megfelelni, ez a mechanizmus lehetőséget ad arra, hogy a bankok átmenetileg, néhány napig alacsonyabb vagy magasabb tartalékállományt tartsanak, mint az adott tartalékolási pe-

riódus kötelező tartalékszintje. Így a kötelező tartalék mint puffer csökkenti a bankközi kamatok volatilitását.

- *Prudenciális biztosítékul* szolgálhat a forrásállomány csökkenése esetén.
- A piacinál alacsonyabb kamat fizetése vagy kamat nem fizetése esetén *indirekt adóként* használható.
- *Információt szolgáltat* a bankok forrásainak alakulásáról.

A kötelezőtartalék-rendszer elemei

A tartalékszabályozásnak több, országonként eltérő tulajdonsága van. A kötelezőtartalék-rendszer legfontosabb elemei a tartalék mértéke, a tartalékelhelyezés alapja, a tartalékelhelyezés tárgyi formája, a szabályozás alanyai, a tartalékra fizetett kamat, a követelménynek való megfelelés formája vagy a számítási és elhelyezési periódus egymáshoz való viszonya.

A tartalékelhelyezés *formája szerint* a tartaléket az adott ország szabályozásának megfelelően elhelyezhetik hazai devizában, idegen devizában vagy forrásonként különböző devizákban. Az elhelyezésbe beleszámíthatják a pénzügyi intézmény pénztárállományát, vagy anélkül csak a jegybanknál elhelyezett összeget tekintetik a tartalék teljesítéséhez felhasználhatónak. Lehetséges olyan megoldás, hogy külön tartalékelhelyezésre szolgáló számlára kell utalni a kötelezettségnek megfelelő összeget, de legtöbb országban az elszámolási betétszámla tölti be ezt a funkciót is.

A *tartalék mértéke* (a tartalékráta) a tartalékolás alanyai birtokában lévő idegen források jegybank által meghatározott része százalékos formában kifejezve, amely az adott intézmény által elhelyezendő tartalék összegét határozza meg bizonyos időszakra. A tartalék mértéke és

alapja – illetve az azok által kijelölt tartalék összege – fontos a likviditáskivonás szempontjából.

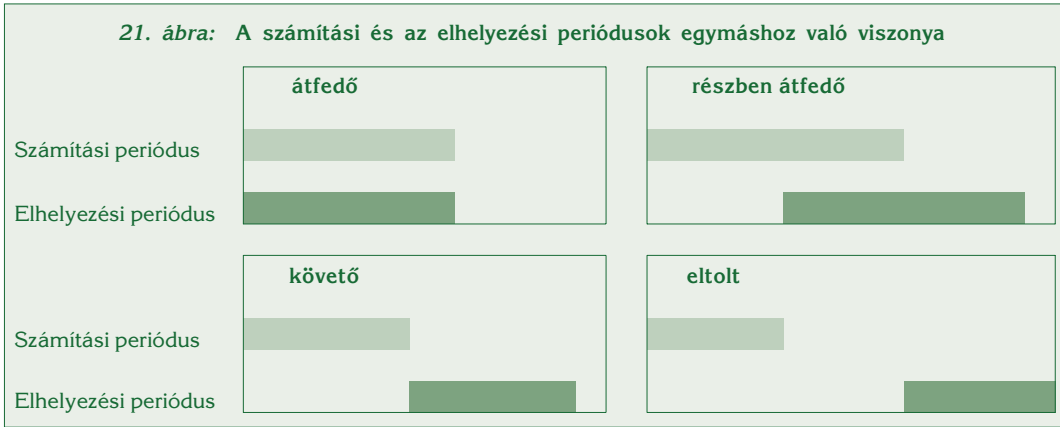
Az elhelyezés *alanyai* a pénzügyi rendszer tagjai, leggyakrabban kizárólag a bankok, illetve a bankszerűen működő egyéb pénzügyi intézetek.

A *tartalék alapja* általában az idegen források összege, ami egyes országok nemzeti preferenciái szerint változhat (külföldről származó idegen források, vagy devizaforrások tartalékolás alóli mentessége).

A tartalék alapjának mérésére lehetséges megjelölni egy adott időszak egy vagy több kiválasztott napjának tartalék-köteles forrásállományát, de leggyakrabban egy adott időszak minden napjának alapul vétele és a tartalékköteles forrásállomány átlagának kiszámítása (ez az időszak a számítási periódus). Az így számított tartaléket pedig egy adott időszakra kell jegybankpénzben elhelyezni (elhelyezési periódus). A *számítási és elhelyezési periódusok* leggyakrabban egyenlő hosszúságúak, de nem mindenhol azonos az egymáshoz való viszonyuk. Létezik követő, eltoló (not overlapping), részben átfedő (semi-overlapping) és átfedő (overlapping) periódus.

Az átfedő periódus előnye, hogy az aktuális idegen forrásállomány után kell elhelyezni a tartaléket, de nehéz a periódus végi pontos megfelelést biztosítani, ezért alkalmazzák a részben átfedő periódust, amely már lehetőséget ad arra, hogy az elhelyezési időszak kezdetén még nem látható átlagos megfelelési kötelezettséget a végére már pontosan lehessen teljesíteni. A követő periódus annyiban jobb a részben átfedőnél, hogy a számítási periódus és az elhelyezési periódus különvlik, de gyakran nem ismert a periódus elején, hogy mekkora átlagos forrás után kell elhelyezni a szükséges összeget, ami különösen akkor lehet zavaró, ha a banknak

21. ábra: A számítási és az elhelyezési periódusok egymáshoz való viszonya



napi szinten kell a tartalék egy részét vagy az egészét teljesíteniük. Ezért alkalmazzák az eltoló periódust is, amikor az elhelyezési időszak elején ismert a kötelezettség mértéke; ennek a módszernek viszont az a hátránya, hogy – a négy módszert összehasonlítva – időben a legtávolabb kerül a tartalékolás alapjának időszaka a megfelelés időintervallumától. (Lásd 21. ábra.)

A tartalékszabályozás rugalmassága

A jegybanki eszköztár alapvetően meghatározza a kötelező tartalékráta szabályozás. Eltérően kell felépülnie az eszköztár többi elemének annak függvényében, hogy

- nem létezik kötelező tartalék szabályozás,
- létezik, de rugalmatlan vagy
- létezik és rugalmas.

Amennyiben *nem létezik kötelező tartalék-szabályozás*, akkor szükség esetén a stabil jegybankpénz iránti keresletet és a banki likviditásmenedzsment gördülékenységét is más eszközökkel kell elősegíteni.

Azt mondjuk a tartalékszabályozásra, hogy *rugalmatlan*, ha a kötelezettséget napi szinten teljes egészében kell teljesíteni. Ilyenkor a tartalék monetáris szerepe az, hogy tartósan csökkentse a

piaci likviditást. A tartalékkötelezettség megteremtheti a jegybankpénz iránti tartós igényt vagy – sterilizációs időszakban – hozzájárulhat a többletlikviditás egy részének biztonságos lekötéséhez.

Amikor létezik és *rugalmas* is, akkor az előbbi funkción kívül az is feladata a tartalékolásnak, hogy bizonyos mozgástérhez juttassa a banki likviditásmenedzsmentet. Ilyenkor ugyanis nem kell napi szinten megfelelni a tartalékkövetelménynek, csupán a periódus átlagában. Ezáltal a banki treasury-k pufferként kezelhetik a jegybanknál elhelyezett tartalékszámle-állományt, és az elhelyezési időszakon belül alul-, illetve felültölthetik azt. A periódus végén elképzelhető, hogy a bankoknak rendszer szintjén gondot okoz a tartalék feltöltése vagy a túltöltött tartalék leépítése során felszabaduló likviditás lekötése. Ezeket a helyzeteket a jegybank igyekszik vagy folyamatos, vagy eseti jelleggel feloldani.⁵

A teljesen rugalmas és a rugalmatlan tartalékszabályozás elemeiből épül fel a *korlátozottan rugalmas tartalékolás*, amikor a jegybank az átlagolós módszert írja elő, de azon belül egy napi minimum meg-

⁵Ilyen megoldás lehet a periódus végére felgyűlő többlet – esetleg hiány – átvitelének lehetősége a következő periódusra, vagy a megfelelő irányú és mértékű tender (gyorstender) kiírása, illetve végső esetben a jegybanki kamatfolyosó egy-napos instrumentumai.

felelési limitet is meghatároz a tartalék adott százalékában. Amennyiben nincs ilyen kötelező napi minimum előírás, kockázatkezelési célból gyakran a bankok belső szabályzata írja elő – sokszor még az éppen aktuális pénzügyi helyzet adta lehetőségek kihasználatlanul hagyása mellett is, – hogy napi szinten a bank nem mehet az előírt tartalékráta bizonyos hányada alá. Az átlagolós módszer mellett gyakori kikötés, hogy a tartalékszámra egyenlege nem mehet negatív tartományba, amit úgy is lehet értelmezni, hogy a napi minimumlimit ebben az esetben a zéró egyenleg. A tartalékperiódusban keletkezett és a jegybanknál elhelyezett többletet vagy hiányt egyes államokban bizonyos feltételek mellett át lehet vinni a következő periódusba.

Létezik olyan szabályozás, hogy a tartalékráta mértéke nulla, de ennek a perióduson belül átlagban kell megfelelni, tehát a pénzintézetek jegybanknál lévő számlájának negatív egyenlege is lehet (zero averaging).

Az MNB jelenlegi gyakorlata

Magyarországon a jegybanktvény lehetőséget ad az MNB-nek a hitelintézeteken kívül a befektetési vállalkozások tartalékolási kötelezettség alá vonására, de a kötelező jegybanki tartalékról szóló (1/1996. /PK. 1./) MNB-rendelet csak a hitelintézetekre – ideértve a külföldi székhellyel rendelkező hitelintézetek magyarországi fióktelepeit is – terjed ki.

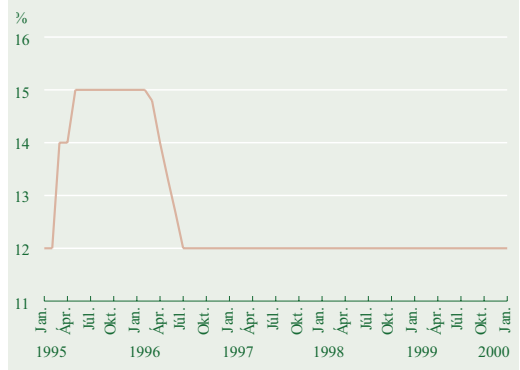
A nominális tartalékráta 1996-ban csökkent fokozatosan az addigi 17 százalékról 12 százalékra. Ez együtt járt a tartalékalap olyan kiszélesítésével, amely alapján az effektív tartalékráta nem változott. A legutolsó, 1996-os változtatás során a tartalékalapba beszámításra került minden M3 pénzágregátumba tartozó, illetve ahhoz közeli banki forrás. Megszűnt az eszközoldali tételek levonhatósága. Így a saját források, a bankközi források és a külföldről származó források kivételével gyakorlatilag minden banki forrásra kellett tartalékot képezni. Az időközben csak kisebb mó-

dosításokon átesett rendszerben a tartalékolási kötelezettség teljesítésébe a forintpénztár-állomány is beszámításra került. Egyes hitelintézeteknek, illetve egyes források után eltérő mértékű tartalékot kellett képezni. A lakás-takarékpénztárak és az Magyar Fejlesztési Bank Rt. az alapvetően eltérő tevékenységére – hosszú lejáratú források bevonására – tekintettel 4 százalékos mértékű tartalékot helyezett el. A hitelintézetek által nyilvánosan kibocsátott legalább 3 éves futamidejű értékpapírokra is 4 százalék volt a mérték. A bankközi források, az egy évnél hosszabb lejáratú, külföldről származó devizaforrások, a legalább 5 éves lejáratú kibocsátott, jelzáloglevél útján gyűjtött forrásokra nem kell kötelező tartalékot képezni. (Lásd 22. ábra.)

2000 júliusától fokozatosan új kötelezőtartalék-rendszert vezet be az MNB. A kötelezőtartalék-rendszer változásának célja, hogy olyan tartalékszabályozás jöjjön létre, amely javítja a bankok versenyképességét. Cél, hogy a tartalékszabályozás közelítsen az Európai Központi Bank (ECB) által alkalmazott tartalékráta-rendszerhez, ezáltal megkönnyítve a későbbi átállást, s ezáltal a harmonizáció költségei sem egyszerre merülnek fel.

Az új szabályozás megszünteti a külföldi és belföldi források eltérő tartalékoltságából adódó strukturális aránytalanságokat, a tartalékmentesség kritériuma nem a források eredete, hanem inkább a források futamideje. Ez azt jelenti, hogy a 2 évnél rövidebb források tartalék-

22. ábra A kötelező tartalékráta alakulása Magyarországon



kötelesek, a 2 évnél hosszabbak pedig tartalékmentesek (az ECB gyakorlatának is megfelelően). Ezzel megszűnne a Magyar Fejlesztési Bank és a lakás-takarékpénztárak mint intézményre vonatkozó kedvezményes rátája, mivel ezek az intézmények alapvetően hosszú forrásokat gyűjtenek, így forrásállományuk döntő része tartalékmentes lesz.

A fokozatos bevezetés azt jelenti, hogy 2000. július 1-jétől tartalékköteles a külföldről származó, egy éven belüli források 50 százaléka, és a forintpénztár-állomány 50 százaléka vehető figyelembe a tartalék teljesítéséhez, a nominális ráta 12 százalékról 11 százalékra csökken. 2001. július 1-jétől a két éven belüli lejáratú külföldről származó devizaforrások teljes köre tartalékköteles, a forintpénztár állománya kikerül a tartalék teljesítéséhez igénybevehető eszközök köréből. A 2001. július 1-jétől érvényes nominális ráta szintje 2001. június 1-jéig kerül meghatározásra.

Az MNB kamatot fizet a nála elhelyezett kötelező tartaléokra. Bár ez a kamat alacsonyabb a piaci kamatnál, a kötelező tartalék képzésének jövedelemrontó (indirekt adó) hatása jelenleg a magas nominális ráta mellett sem magasabb, mint 0,8 százalék. A kötelező tartalékolás okozta többletköltség ellensúlyozására a kereskedelmi bankok a betéti és hitelkamatok közötti rést növelik meg, vagyis a bankok végső soron áthárítják ügyfeleikre a tartalékolás során elszenvedett veszteséget.

A rövid devizaforrások teljes körének tartalékkötelessé tételével ezeket a forrásokat is terheli majd jövedelemelvonás. A devizapiacokon ez a felár erősebb hatással jelenik meg, hiszen e piacokon alacsonyabb a nominális kamatszint és szűkebb marzs jellemző. Az MNB-nek nem célja, hogy a rövid devizaforrásokat megdrágítsa, ezáltal a bankok jó hitelképességű ügyfeleit külföldön történő hitel-

felvételre ösztönözze. Ennek érdekében az MNB a devizaforrások (belföldi és külföldi) után elhelyezett tartalékokra fizetett kompenzáció mértékét fokozatosan úgy állapítaná meg, hogy az átállási folyamat végére azokra 1,5 százalékponttal magasabb kamatot fizessen. Az első ütemben 0,5, a 2. ütemben 1,5 százalékponttal fizetne több kamatot az MNB a devizaforrások után elhelyezett tartalékokra, mint a forintforrások tartaléka után.

A tartalékperiódus a magyar tartalékrendszerben egy naptári hónap, ami a számítási periódus egy hónapját követi (követő periódus). A számítási periódus egy hónapjának minden napját figyelembe kell venni a tartalék alapjának megállapításakor. Az egy hónapos tartalékperiódus bevezetése 1998 szeptemberében történt, ami a korábbi, két hetes időszakot váltotta fel. Az áttérést indokolta a bankok nagyobb szabadságfoka mellett az, hogy az egy hónapos egység felelt meg az adó- és járulékfizetések rendszerességének. Ez által egy hónapon belül hozzávetőlegesen hasonló likviditási hullámokat hasonló ütemezéssel kell a bankrendszernek kezelni.

A korábbi rendszerben, egy hónapon belüli két periódus alatt megfigyelhető volt, hogy egy hónap második tartalékelhelyezési időszakában (a 20-i adófizetés miatt) nagyobb volt a bizonytalanság a likviditás kezelésben, amit a bankközi o/n kamatok alakulása is tükrözött. Ezért elképzelhető a naptári hónap 15-én kezdődő és egy hónapig tartó tartalékperiódus is, ami hosszabb időszakot biztosítana a bankoknak az adott periódus elején keletkező **sokk** oldására.

A perióduson belül az elszámolási számla egyenlegét a bank szabadon változtathatja, a követelménynek csak a hónap átlagában kell megfelelnie, de a számla egyenlege soha sem lehet negatív. Ez a szabályozás és a tartalék magas szintje együtt rugalmas likviditásmenedzselési lehetőséget biztosít a bankok számára.

Szintén a banki likviditáskezelés pontosságát segíti elő az MNB Reuters-en megjelentetett adatsora, amely tartalmazza a bankrendszer tartalékelhelyezési kötelezettségét, illetve az adott napig elhelyezett állományt idősorosan. A banki treasury-k ezzel fontos segítséget kapnak ahhoz, hogy valószínűsítsék a tartalékperiódus végére várható bankrendszeri likviditási pozíciót, és ennek fényében felkészüljenek a hiány pótlására vagy a többlet elhelyezésére.

A jelenlegi jegybanki eszköztár alapinstrumentumai

A **kötelező tartalék** eszközén túl, a monetáris politika további forintpénzpiaci eszközcsoportjának ismertetése előtt ajánlott részleteiben is megismerni azokat az alapinstrumentumokat, melyek segítségével az eszköztár felépül.

Nyíltpiaci műveletek:

outright és repó

A klasszikus *nyíltpiaci műveletnek* számító végleges állampapír eladása-vétele (outright műveletek) keretében a központi bank értékpapírokat, elsősorban állampapírokat forgalmaz azzal a céllal, hogy a forgalomban lévő pénztömeget szabályozza.

Az elmúlt évtizedben a nyíltpiaci műveletek egyre növekvő szerepet kaptak a monetáris eszköztárban. Ennek magyarázata, hogy több előnyük is van az egyéb (refinanszírozási, rediszkont műveletek, kötelező tartalék) eszközökkel szemben: rugalmasan alkalmazhatók akár napi szintű monetáris irányítási feladatok megvalósítására, nincs úgynevezett „bejelentési” hatásuk (mint például a kamatdöntéseknek). Az outright műveleteket a jegybankok kezdeményezik, nem jelent viszont kényszert a piac számára, mivel a hozamok által vezérelt döntések alapján valósulnak meg. Feltétele azonban megfelelő mennyiségű értékpapír-állomány megléte, vagyis fejlett, likvid, elsődleges és másodlagos értékpapírpiac létezése az adott országban. Ezen feltétel hiányában a klasszikus outright műveletek viszonylag kevés ország-

ban váltak az adott ország monetáris politikájának meghatározó eszközévé (USA, Nagy-Britannia). Az értékpapírpiacok fejlődésével azonban létrejöttek olyan innovációk, módszerek, melyek nem igényeltek hasonlóan nagy tömegű szabad likviditást és értékpapír-állományt mint az **outright** műveletek, mégis eredményesnek mutatkoztak a monetáris finomszabályozásra, a bankrendszer likviditásának szabályozására. Ilyen tipikus eszköz az értékpapír visszavásárlása, vagyis a repóügylet (lásd bővebben a „*A repó*” címszó alatt). A legtöbb országban a szükséges értékpapír-állományt a központi bankok az elsődleges állampapírpiac megszervezésével, vagy saját értékpapírok kibocsátásával hozták létre.

Magyarországon a 1980-as évek végén még nem voltak meg a feltételek nyíltpiaci műveletek végzésére. A rendszeres kincstárjegyaukciók (1989-től), és a jegybanki értékpapírszámla bevezetése (1992) lehetővé tette a jegybanki repójegyzések beindítását. Az évek során kialakultak a megfelelő feltételek az outright műveletek végzésére is, az MNB hosszabb időszakon keresztül aktívan élt ezzel az eszközzel, de nem vált meghatározóvá a monetáris politikájában. Ennek oka egyrészt az, hogy amikor már aktívan tudta használni a jegybank az értékpapír-eladás-vétel eszközt, már létezett a **repó**, ami hatékony eszköznek bizonyult a pénzmennyiség szabályozására (a repóügyleteket nem korlátozza a rendelkezésre álló állampapírok lejárata, egyenletes, állandó rövid futamidőn képes hatékonyan befolyásolni a jegybank operatív kamatcélját, a repóval lehet direkt módon meghirdetett kamatszinten rendelkezésre állni vagy kamattendert kiírni). A monetáris politika környezete is megváltozott az idő folyamán: a tartós likviditásfelesleg és a szükséges jegybanki **sterilizáció** nyomán a jegybank állampapír-állománya erősen lecsökkent, korlátozva az outright (és a repó-) eszköz használatának lehetőségét. A korlátokat erősítette, hogy az Európai Unió kritériumaihoz igazodva és határt szabva a költségvetés pénzpiacra kívüli jegybanki hitelezésének, a jegybanktörvény szerint a jegybank nem vásárolhat állampapírt az **elsődleges piacon**.

A repó

A repó elnevezés a 'sale and repurchase agreement' kifejezés rövidítése, amit magyarra visszavásárlási megállapodásnak fordítunk. A repóügylet két tranzakció eredője, amelynél a felek a tranzakciókat egy csomagként kezelik. Az ügylet első lépése egy adott

értékpapír (legtöbbször állampapír) **prompt** eladása vagy vétele, majd ezt követően a prompt tranzakció fordítottjának megfelelő tranzakció egy előre meghatározott idő elteltével.

A repóügyletben a prompt pénz- és értékpapírmozgások egy előre rögzített későbbi időpontban ellentétes irányban megismétlődnek, ezért az ügyletet felfoghatjuk egy értékpapírkölcsön és egy ellentétes irányú pénzkölcsön eredőjeként is. A repószerződések értelmében általában a kölcsönadott értékpapírhoz kapcsolódó jogok (árfolyam- és kamatjövdelem) az eredeti tulajdonost illetik meg. A repóügyletek indíttatása mindig pénzkölcsön felvétele vagy adása (megfelelő értékpapír fedezete mellett), vagy specifikus értékpapírok kölcsönvétele. Az eredeti eladási- és a határidős visszavásárlási árakat már az ügylet kezdetén megállapítják a felek. A két árat úgy állapítják meg, hogy azok különbözete (fogalmilag) megegyezzen egy fedezettel biztosított kölcsön kamatával, ezt nevezzük repókamatnak.

A klasszikus repóügylet két szereplője az eladó (vagy kölcsönadó) – aki a kezdeti időpontban eladja értékpapírját, majd egy későbbi időpontban visszavásárolja azt –, valamint a vevő (vagy kölcsönvevő vagy befektető) – aki gyakorlatilag pénzkölcsönt nyújt értékpapír-fedezet mellett. Fontos megjegyezni, hogy a fenti elnevezések a kötvénypiaci terminológiát követik, s nem a pénzügyi. Pénzügyi terminológia szerint ugyanis kölcsönadónak a pénz kölcsönadóját, vagyis az értékpapír kölcsönvevőjét nevezik.

A repó az MNB üzleti feltételeiben több formában is megjelenik. A jegybanksi repó fogalomtárban megkülönböztetünk aktív repót és passzív repót. **Aktív repónak** azt nevezzük (a jegybank ügyfele az aktív fél), amikor a jegybank repóügylet keretében állampapír-fedezet mellett finanszírozza az adott ügyfelét. **Passzív repó** az előző művelet „fordítottja”, amikor az ügyfélkör valamely intézményével a jegybank olyan repóügyletet végez, amelynek során a jegybank nyújt állampapír-fedezetet a megadott időre nála lekötött likviditás ellenében.

Az MNB négyféle értékesítési forma szerint végezhet repó ügyleteket (ezekről később olvashatunk részletesebben):

- folyamatos rendelkezésre állás,
- szakaszos rendelkezésre állás,
- tender,
- gyorstender

A fedezetként használt értékpapír feletti tulajdonjog szempontjából beszélhetünk *szállítási*, illetve *óvadéki* repóról. Szállítási repó esetén a tulajdonjog az ügylet idejére az eladóról átszáll a vevőre, aki ezalatt szabadon rendelkezhet az értékpapír felett. A határidős visszavásárlás időpontjában a vevőnek vissza kell szolgáltatnia az eredeti, vagy – megállapodástól függően – azzal megegyező kondíciójú papirokat az eladó részére. Óvadéki repó esetén a tulajdonjog az eladónál marad, de az értékpapírokat a vevő részére elkülönített letéti számlára helyezi (zárolja). Amennyiben az eladó a visszavásárlás időpontjában nem tud eleget tenni fizetési kötelezettségének, az értékpapírok a vevő tulajdonába kerülnek.

A repóügyleteket a jegybankok monetáris politikai eszköztárak részeként használják, de alkalmazásuk gyorsan elterjedt az üzleti szférában is. Az üzleti életben elterjedtebb a repóügyletek szállítási formája, mivel ez a forma nyújt lehetőséget az ügyletek több irányú kihasználására: a szállítási ügyletek esetén a pénzügyi szereplők a repó futamideje alatt a fedezetként szolgáló papír birtokába kerülhetnek, azt eladhatják, tovább repózhatják, kölcsönözhetik, illetve fedezetbe adhatják.

Magyarországon a repók alkalmazása a pénzügyi piacokon meglehetősen szűk körű, az MNB eszköztárában azonban központi helyet foglal el. Az MNB az óvadéki típusú repót alkalmazza. A jegybank szempontjából az aktív oldalon a szállítási, illetve az óvadéki típusú repó között sincs érdemi különbség, mivel a jegybank a fedezetként szolgáló értékpapírt a futamidő alatt nem használja – így nincs jelentősége annak, hogy a futamidő során birtokába kerül-e a papírnak, avagy nem. Az egyszerűbb megoldás az óvadéki típusú letétbe helyezés. A jegybanksi szállítási típusú passzív repó azonban a jegybank partnerköre számára rendelkezne az előző bekezdésben felsorolt előnyökkel. Alkalmazásának akadálya azonban a repófedezetként felhasználható értékpapírok korlátozott állománya (és ezen belül is problémát jelenthet, ha a meglévő állomány nem homogén), tehát azok a korlátok, amelyek többek között a passzív repó jegybanksi betéttel való felváltásához is vezettek.

A repóügyletek során a fedezetként szolgáltatott értékpapírok értéke az ügylet futamideje alatt az árfolyamok mozgásából eredően változhat. Ennek ellensúlyozására hasznos lehet a *fedezet értékének felülvizsgálata (fedezetértékelés)*, annak ellenőrzése, hogy a fedezeti érték eléri-e a kölcsön összegét. Abban az esetben, ha a fedezettség nem áll fenn,

az értékpapír eladójának pótlólagos befizetést kell teljesítenie, amelyet megegyezéstől függően megtehet készpénzbefizetéssel, illetve állampapír-zárolással. Ellenkező esetben, vagyis ha az értékpapír árfolyama emelkedik, akkor az értékpapír kölcsönadója követelhet pénzvisszatérítést, illetve kérheti a zárolt összeg egy részének feloldását partnerétől. A fedezet újraértékelését általában naponta végzik, bár ha a kezdetben alkalmazott biztonsági sáv (haircut v. initial margin) elég magas, akkor nem biztos, hogy szükséges a napi újraértékelés alkalmazása. A széles biztonsági sáv hátránya elsősorban a pénz kölcsönvevőjénél jelentkezik, aki ugyanazért az értékpapírért kevesebb pénzösszeghez tud jutni, mint amennyit napi újraértékelés esetén elérhetne. A biztonsági sáv alkalmazása és nagysága függ a fedezetértékelési rendszer-től, valamint a partnerek hitelképességétől.

Az MNB-ben 1999 februárjától lépett életbe egy ún. normatív fedezetértékelési rendszer, amelynek keretében az MNB aktív oldali hitelügyleteinél a fedezetként elfogadott értékpapírokat egységes metódus alapján értékeli. A fedezetek értékelésénél alkalmazott diszkontot az ügylet futamidejétől függően két részre bontva – O/N, illetve annál hosszabb lejáratok – állapította meg.

Középtávon a napi fedezetértékelésre történő áttérést tűzte ki céljául a jegybank. A napi fedezetértékelési rendszer a leghatékonyabb és legkorszerűbb rendszerek közé tartozik, amely biztosítja a fedezetek értékének napi automatikus felülvizsgálatát, túl- illetve alulfedezettség esetén a fedezetek korrigálását, s emellett lehetőséget ad a repó-ügyleteknél külföldön igen elterjedt értékpapír-helyettesítésre is. Remélhetőleg az MNB fedezetértékelési rendszere példaértékű lesz a piaci szereplők egymás között köttetett repóügyleteinél is, hiszen a fedezetek napi újraértékelése lehetővé teszi egészen alacsony kezdeti diszkontok alkalmazását (vagyis ugyanahhoz az ügylethez kevesebb állampapír-fedezet felhasználását), emellett ez hordozza a legalacsonyabb kockázatot a fedezetértékelési rendszerek közül.

A swapügyletek⁶

Deviza-forint swapügyletnek nevezzük azt a tranzakciót, amely során az egymással üzletelő felek egyike „elcseréli” a forintban denominált eszközeit a másik féllel valamely devizában de-

nomináltra. Ebben az ügyletben általában forintindítatású műveletről van szó, hiszen leggyakrabban a forintot kölcsönvevő fél a devizát fedezetként használja, és az így megtestesülő forinttelre kamatot fizet. Az MNB eszköztárában a **swap** mára már csak egynapos lejáratú a **kamatfolyosó** szélén, az O/N aktív repó kondíciói közé beillesztve működik. Így a jegybank ügyfelei mérlelgelehetik, hogy a jegybanktól felvett egynapos hitelre deviza- vagy állampapír-fedezetet akarnak inkább nyújtani. A swap-ügyletek a volument tekintve elhanyagolhatók az MNB eszköztárán belül.

A jegybanki betét Magyarországon

A jelenleg fennálló strukturális likviditásfelesleg következtében ezen eszköz – két hetes lejáratú – a jegybank **irányadó instrumentuma**. A jegybanki betét alatt azt értjük, hogy a központi bank valamely ügyfele a meghatározott vagy kialakuló kondíciók (futamidő, kamat) mellett elhelyez bizonyos összeget a jegybanknál. A passzív repóval ellentétben a jegybank ilyenkor nem nyújt semmilyen fedezetet az elhelyezett összeg biztosítékául.

A betét értékesítési típusai között megtaláljuk a folyamatos rendelkezésre állást, a szakaszos rendelkezésre állást, a tendert, illetve a gyorsrendert. A tendereknél és a gyors-tendereknél csakúgy, mint a repók esetében létezik mennyiségi, kamat, mennyiségi korlátozott kamat, illetve szabad tenderes forma.

Az MNB-betét 1997-ben létezett hat, majd tizenkét hónapos futamidővel. Ekkor a szerepe a kamatbefolyásolás és a sterilizáció erősítésében volt. Az MNB-kötvény bevezetésével – mivel az teljes mértékben átvette a szerepét – a viszonylag hosszabb futamidejű betétkonstrukció megszűnt.

A passzív repóügyletek felfüggesztését 1997 őszén az tette egyrészt szükségessé, hogy a jegybankon belül rendelkezésre álló állampapír-állomány a beáramló tőke nyomán kialakult **likviditásfelesleg** sterilizációja (passzív repó és állampapír-eladás) eredményeként nagymértékben lecsökkent, fennállt a veszélye, hogy egy-egy nagyobb volumenű üzletkötés mögé már nem állítható homogén (azonos típusú) állampapír-fedezet, ami viszont technikailag nehezítette az üzletek lebonyolítását. Másrészt az MNB-nek (biztos fizető adósként) nem indokolt fedezetet nyújtania a nála elhelyezett összegekre. A passzív repó szerepét a hasonló kondíciók között megjelenő betéti konstrukcióval teljes egészében ki lehetett váltani, a ügyletek technikai kivitelezése pedig egyszerűbb. Az említett időponttól a 28 napos futamidejű pénzügyi MNB-betét

⁶ A swapügylet elméletileg nem szigorúan a forinteszköz-tárnak képezi részét, azért tárgyaljuk mégis itt, mert része a kamatfolyosónak, és az aktív repó keretfeltételeibe van beillesztve.

lett a jegybank irányadó eszköze. Az eszközön az első lényeges változtatás a folyamatos rendelkezésre állásról a szakaszos rendelkezésre állásra történő áttérés volt. A második változtatás 1999 márciusában történt, amikor a 28 napos betétről a bankok könnyebb likviditás menedzselése érdekében a 14 napos futamidejűre tért át a jegybank. A jegybanknál 10-től 12-óraig lehet a megadott napokon és fix kamatszinten ügyletet kötni.

A jegybank betétet használ a kamatfolyósó alsó szélének eszközüel is. Ez az egynapos fix kamatozású folyamatosan rendelkezésre álló MNB-betét. Az üzletkötések ideje minden üzleti napon 8:30-tól 10:00-ig tart.

Az értékesítés formái

Az MNB bármikor meghirdethet betéti tendert avagy gyorsendert annak bármely (fent leírt) formájában sterilizáció, kamatszint-kiigazítás vagy finomszabályozási célból.

A jegybank 1999-ig nem alkalmazta a rövidebb futamidejű irányadó, illetve sterilizációs eszközök esetében a tendereket, de a bevezetésükre bármikor lehetősége van. Az MNB Üzleti feltételek alapján a tendernek több típusa létezik. Ebben szerepel a kamattender, a mennyiségi tender, a mennyiségi limit kamattender és a szabad tender. Ezeket a tenderformákat a jegybank belátása szerint alkalmazhatja mind a betéti, mind pedig a hiteloldalon.

A *kamattender* alatt azt értjük, amikor a kiíró előre megállapítja a kamatot, és ezen fogad el adott időszak alatt ajánlatokat a mennyiségre. Közgazdasági tartalmát illetően ez önmagában jelentősen nem különbözik a szakaszos rendelkezésre állástól, de néhány technikai eltérés miatt a különbség lényeges. Az egyik különbség az, hogy a tender esetében van eredményhirdetés, amiből az következik, hogy eredménytelenné is lehet azt nyilvánítani, illetve az, hogy az összes elfogadott mennyiség nyilvánosságra kerül. A tendereket külön-külön kell meghirdetni (tehát diszkrét időpontokban), míg a szakaszos rendelkezésre állás automatikusan meghatározott napokon történik. A tendereken a futamidők akár minden alkalommal változhatnak, míg a szakaszos rendelkezésre állásnál ez inkább csak elméleti lehetőség.

A *mennyiségi tender* lényege az, hogy a kiíró az értékesítésre szánt mennyiséget meghirdeti, és az ajánlatoknak a mennyiség mellett a felajánlott (illetve elvárt) hozamot is tartalmazniuk kell. Az értékelés során az ajánlatok úgy kerülnek sorbarendezésre, hogy a kiíró számára kedvezőbbtől a kedvezőtlenebb

felé haladjanak. Az ajánlatok elfogadása ebben a sorrendben történik, de a kiírásban szereplő mennyiség felső limitet jelent. Az MNB előző nap meghirdeti a tendert és a tárgynapon lebonyolítja, a teljesítés pedig az ezt követő napon történik meg. Ezt az eszközt a jegybank ajánlati áras (holland típusú) tenderként kezeli, tehát a jegybank ügyfelei a tenderen elnyert összegre az ajánlatukhoz kapcsolódó kamatot kapják/fizetik. A jegybanknak minden esetben joga van a meghirdetett mennyiségtől történő eltérésre.

A *mennyiségi limit kamattendernél* a sima kamattendernél meghirdetett feltételeken kívül a kiíró előre megmondja az elfogadni szándékolt mennyiséget is. Tehát amennyiben a megjelölt összegnél nagyobb a benyújtott ajánlatok összege, akkor az összes ajánlat arányosítással lesz elosztva.

A *szabad tender meghirdetése esetében a kiíró sem limitösszeget, sem diktált kamatot nem hirdet meg, így a beérkezett ajánlatok mennyiségi tendernél leírt allokációs eljárásával azonos módon sorba rendezett ajánlatok közül a kiíró kamatot vagy mennyiségi preferenciákat (esetleg ezek valamilyen szempont szerinti variálását) érvényesítve dönt az elfogadott ajánlatokról. A szabad tender ajánlati áras formában kerül lebonyolításra.*

Sok jegybank alkalmaz rendszeresen kamattendert vagy tiszta vagy mennyiségi limit formában, mivel ezzel **transzparensabb** módon képes a kamatokat befolyásolni.

Kamatfolyósó

A jegybanki **kamatfolyósó** arra szolgál, hogy megakadályozza a **bankközi kamatszint** rendkívüli mértékű ingadozását. A kamatfolyósó teteje (kamatplafon) ebben az összefüggésben azt jelenti, hogy a jegybank meghatározza azt a hitelkamatot, amelyen az adott ügyfélkör részére egynapos futamidővel korlátozás nélkül hitelt nyújt. Amennyiben a bankoknak rendkívüli szükségük van rövid likviditásra, de valamilyen ok miatt nincs lehetőségük a bankrendszeren belül – a bankközi pénzpiacon – megszerezni, a kamatok akkor sem lehetnek szélsőségesen magasak, mivel a jegybank egy viszonylag magas kamatszinten minden igényt kielégít,

tehát a bankközi egynapos kamatszint nem lehet magasabb a kamatplafonnál.

Ehhez hasonló módon a *kamatfolyosó aljának* (kamatpadló) nevezzük azt a jegybank által megjelölt kamatot, amelyen az ügyfélkör meghatározott része vagy egésze jogosult arra, hogy egynapos betéti vagy betéti jellegű műveleteket végezzen a központi bankkal. Az egynapos bankközi piacon a kamatszint esetenként lecsökken, amikor átmenetileg nehezen felhasználható likviditás áll a pénzügyi rendelkezésére. A kamatpadló arra szolgál, hogy a kamatszint csökkenését egy relatív alacsony ponton megállítsa. Ezen a kamaton a hitelintézetek korlátozás nélkül elhelyezhetik a jegybanknál a fölös pénzeszközöket egynapos lejáraton, így a kamatfolyosó aljánál kisebb kamaton nem érdekük a bankoknak egynapos bankközi ügyletet kötni. (A kamatfolyosó alakulásáról lásd 16. ábrát!)

A kamatfolyosó instrumentumai szinte kivétel nélkül egynapos aktív műveletekre, illetve egynapos passzív műveletekre vonatkoznak, ez által keretek közé szorítható a szélsőséges bankközi kamatvolatilitás.

Előfordult – többek között Magyarországon is a kilencvenes évek közepétől egészen 1998 szeptemberéig – hogy a kamatfolyosó értelmezhető volt az egy naposnál hosszabb futamidőknél is (például egyhetes aktív és passzív repó).

A kamatfolyosó aktív szélén általában az egynapos (aktív)repó, a lombard hitel, az automatikus számlahitel (overdraft) vagy a swap a leggyakoribb. A passzív oldali eszközök között leginkább az egynapos passzív repó vagy a betét jellemző. Mindegyik esetben egy előre meghatározott kamaton az ügyfél (általában hitelintézet) kezdeményezésére történik az ügylet.

⁷ A repókeretek megállapítása negyedévente egyszer automatikusan történik. Minden naptári negyedév utolsó két felügyeleti mérlegéből a kisebb mérlegfőösszeg lesz a repókeretszámítás alapja. A mérlegfőösszeg minden „megkezdett” 10 milliárd forintja után növekszik a bank kerete 200 millió forinttal, de az semmikor sem lehet több 30 milliárd forintnál. A megállapítást követően az új repókeret a naptári negyedévet követő második hónap 10. napján lép életbe.

Az MNB jelenlegi gyakorlata

Magyarországon a mai értelemben vett kamatfolyosó, vagyis a **bankközi** kamatok alsó és felső korlátját jelentő instrumentum 1993-tól létezik, bár a sáv időszakonként széles volt, több különböző lejáratú eszközzel működött, így nem mindig képezett hatékony korlátot az egynapos pénzügyi kamatok számára.

Jelenleg a kamatfolyosó felső korlátját az egynapos **aktív repó**, illetve swap képezi, az alsó korlát pedig az egynapos betéttel történő rendelkezésre állás. Magyarországon a felső korlát eltér az általánosan ismert és használt kamatplafon fogalmától, ugyanis a folyamatos rendelkezésre állás mennyiségi korláttal van társítva. Ez a jelenlegi rendszerben azt jelenti, hogy minden hitelintézet a mérlegfőösszege alapján aktív repó- és swapkötet kap, és annak az erejéig élhet a megadott kamat melletti repóhitelfelvétel lehetőségével.⁷ Amennyiben ez nem mutatkozik elegendőnek, akkor lehetőség van kereten túl, a bank szabad rendelkezésű állampapír-állománya erejéig további repót igénybe venni, de ez már a korábbinál lényegesen magasabb kamatszint mellett történhet. Lényeges, hogy az ilyen eszközökre kötött üzleteket még az üzletkötés napján elszámolják.

Az egynapos bankközi kamatok alsó határát a jegybanki egynapos betét kamata jelenti. Ezzel az MNB korlátozás nélkül áll rendelkezésre a bankok részére (*folyamatos rendelkezésre állás*). A bankközi kamatok ingadozását az is csökkenti, ha az egynapos jegybanki betéti kamatszintje és az aktív repó kamatok szintje fokozatosan közelít egymáshoz. Emiatt az MNB 1998 második felétől fokozatosan csökkentette az effektív kamatfolyosó szélességét.

A kamatfolyosó szűkítésének célja – a fejlettebb országokhoz hasonlóan –

az, hogy a magyar pénzpiac egynapos kamatvolatilitása csökkenjen. (Lásd 23. ábra.)

A folyamatos rendelkezésre állást (az un. standing facility-ket) a jegybank korábban számos futamidőn alkalmazta, jelenleg *tiszta formájában* csak az egynapos betétek esetében létezik. Az egynapos aktív repóval való folyamatos rendelkezésre állás már a normatív kamat mellett csak a repólimit teljes kihasználásáig adott lehetőségként az ügyfélkör számára, azon felül pedig a keretkiegészítő aktív repót lehet igénybe venni. A keretkiegészítő repó esetében az üzletkötések felső korlátját a bank saját tulajdonában lévő szabad rendelkezésű állampapír-állomány jelenti. Az értékesítési csatorna szempontjából az egynapos swapügyletek – amelyek a repókeret részét képezik – a repóval azonos megítélés alá esnek. Szintén volt arra példa, hogy a jegybank folyamatos rendelkezésre állás formában, diktált hozammal értékesített MNB-kötvényt vagy egyéb állampapírt; ez azonban annyiban tér el a tiszta formától, hogy a folyamatosságot a készlet végeessége megtörheti (ahogy ez meg is történt a jegybank **azonnali** értékpapír-eladás, illetve vételi ügyletei kapcsán).

A magyarországi bankközi kamatfolyosó nemzetközi viszonylatban sokáig rendkívül széles volt (előfordult 8–12 százalékpontos szélesség). Ennek egyik oka, hogy a kamatok aktív oldalon 1995 nyarától – relatív magas szintjük miatt – nem voltak igazán effektívek, tehát a kamatplafon szerepét praktikusán egyik eszköz sem töltötte be, így az aktív egynapos kamatok hosszú időn át csak a fő (irányadó) instrumentum, illetve a passzív oldali egynapos eszköz gyakori átárazását követték egy-egy kiigazító lépésben. (Az aktív oldali kamatok mesterségesen magas tartását a sterilizációs szükséglet indokolta.)

A jegybank törekszik arra, hogy a kamatfolyosó szélessége ne csak az optimális szintre csökkenjen, hanem az irányadó instrumentum kamata annak a közepén legyen, tehát a két egynapos, ellenkező irányú eszköz kamata arra nézve szimmetrikusan is helyezkedjen el.

23. ábra Az egynapos kamatfolyosó elemei Magyarországon*

Eszköz neve	Működtetés iránya	Piaci megjelenési formája	Alkalmazás gyakorisága
egynapos (aktív) repó és swap	aktív oldal	folyamatos rendelkezésre állás, keret erejéig	esetenként likviditáshiányos esetekben
keretkiegészítő (aktív) repó	aktív oldal	folyamatos rendelkezésre állás	1995 óta nem került sor igénybevitelre
egynapos betét	passzív oldal	folyamatos rendelkezésre állás,	estenként, magas likviditású időszakokban

* 1997-ig a jegybank óvadéki típusú passzív repóval is folyamatosan rendelkezésre állt a kamatfolyosó alján.

Az irányadó instrumentum

A kamatszintet **operatív célként** megjelölő monetáris politikával rendelkező országok esetében irányadónak nevezzük azt az instrumentumot, amely arra szolgál, hogy a jegybank által közvetíteni kívánt, optimálisnak ítélt kamatszintet a transzmisszió szempontjából leginkább meghatározó futamidőn – figyelembe véve és nem csökkentve a jegybanki beavatkozás hatását – a piacon igyekezzen érvényesíteni. Ez leggyakrabban diktált kamat formájában történik, amikor is a jegybank állapítja meg az adott eszköz kamatát.

Amikor a pénzpiacon nem történik rendkívüli esemény, tehát nyugalmi állapot jellemző, a jegybank és partnerei között az **irányadó kamatszinten** jön létre az ügyletek meghatározó része; így közvetlen és igen hatékony befolyást képes a **monetáris hatóság** gyakorolni a pénzpiacra.

Hasonlóan lényeges az **irányadó instrumentum kamat** (*kamatváltoztatás*) által adott jelzés (*signalling*) szerepe. Az **irányadó kamatszint** változtatására vonatkozó várakozások gyakran már önmagukban is hatnak a kamatokra. Amennyiben a jegybank politikája azonos a piac várakozásaival, szintén jelzés értékű és azt mutatja, hogy a piac és a jegybank megítélése a pénzügyi, gazdasági folyamatokról hasonló. Látványosabb azonban, amikor a jegybank a piac várakozásaitól eltérő kamatlépést hoz (avagy nem hozza meg a piac által várt döntést). Ilyenkor a piaci szereplők azon felül, hogy várakozásaikhoz képest eltérő kondíciókkal jutnak a jegybanki instrumentumokhoz, azt is tapasztalják, hogy a jegybank eltérően értékeli a makrogazdasági folyamatokat, és ez ösztönzi őket a saját kamatpolitikájuk átértékelésére. Így a központi bank a kamatváltoztatás közvetlen piaci hatásán jelentősen túlmutató változást képes generálni a pénzpiacon.

A nemzetközi példák alapján nem jellemző, hogy az irányadó instrumentumnak nincs előre meghatározott kamata, hanem az a piacon (pl. aukciós értékesítés során) alakul ki. Arra viszont van példa, hogy az irányadó kamathoz nem kapcsolódik konkrét instrumentum, azt a jegybank publikálja, mint az általa kívánatosnak tartott rövid kamatot, a piac pedig ezt figyelembe veszi.

Az irányadó instrumentum futamidő-meghatározásánál alapvető jelentősége van a **transzmissziós mechanizmus** során meghatározónak ítélt futamidőnek. Ez azt jelenti, hogy a transzmisszióban irányadó futamidőhöz (általában az, amelyen a bankok átárazzák a változó kama-

tozású hosszú hiteleiket) legközelebbi jegybanki futamidővel lehet a legdirektebben hatni a reálgazdaságra. Ugyanakkor azt is figyelembe kell venni, hogy viszonylag hosszabb futamidőkön a piac jegybanktól eltérő várakozása esetén a jegybanki üzletkötések kevésbé hatékonyá és igen költségessé válnak, ezért meg kell találni azt az egyensúlyi futamidőt, amelyen a jegybank még kellő hatásfokkal képes befolyásolni a piaci hozamalakulást.

Az MNB jelenlegi gyakorlata

Magyarországon az irányadónak tekintett betéti eszköz futamideje két hét és a pénzügyi teljesítés az üzletkötést követő napon történik. Az MNB azért választotta a kéthetes instrumentumot az irányadó eszközzül, mert ez az optimális futamidő ahhoz, hogy a jegybank

- még megfelelő hatást legyen képes gyakorolni a transzmisszió szempontjából kiemelt fontosságú 3 hónapos futamidőre (lásd a transzmissziós mechanizmusnál leírtakat),
- de ne legyen annyira hosszú, hogy a monetáris politika kamatlépésére vonatkozó túlzott várakozás (spekuláció), illetve az ezen alapuló fokozott vagy túl alacsony betételhelyezések olyan erős hatást gyakoroljanak az MNB-re, hogy az által a jegybank a várakozásoknak megfelelő irányba legyen kénytelen elmozdulni, továbbá
- megfelelő mértékben segítse a bankokat a likviditásuk kezelésében; és mivel a tartalékolási periódus egy naptári hónap, a kéthetes instrumentum célszerű a likviditás megfelelően biztonságos lekötéséhez.⁸ A kéthetes futamidejű esz-

⁸ 1998 őszéig elvált egymástól az irányadó instrumentum és a tartalékolási perióduson belüli likviditásmenedzselésre használt eszköz. Addig a tartalékolási periódus kéthetes volt (pontosabban havonta két periódus volt), ezeken belül pedig az egyhetes betéttel (illetve aktív repóval) is át lehetett a likviditási problémákat hidalni. Az irányadó instrumentum pedig a 28 napos betét volt.

24. ábra Az 1993-tól Magyarországon használt irányadó kamatot meghatározó eszközök

Eszköz neve	Működtetés iránya	Piaci megjelentési formája	Futamideje	Alkalmazás gyakorisága
aktív repó*	aktív oldali	folyamatos rendelkezésre állás	1 hét, illetve 28 nap	1994–1995 közepe
passzív repó	passzív oldali	folyamatos rendelkezésre állás	28 nap	1995 közepétől 1997. októberig
28 napos betét (1 hónapos)	passzív oldali	folyamatos rendelkezésre állás	28 nap	1997. októbertől 1999. március 1-jéig
14 napos betét (2 hetes)	passzív oldali	szakaszos rendelkezésre állás	14 nap	1999. március 1-jétől

* 1994 és 1995 folyamán az MNB ügyletei között először az egyhetes, majd a 28 napos aktív repó dominált. Ez azonban nem egyértelműen az irányadó eszköz szerepkörnek tulajdonítható, hanem az állampapírok vásárlása során elérhető biztos jövedelemnek és a meggyengült likviditású bankok finanszírozási kényszerének.

közül már hatékonyan lehet befolyásolni a meghatározó 3 hónapos piaci lejáratot illetve a hitel-betét kamatátárazódási folyamatot.

A jegybank az irányadó kamatot adó instrumentummal 1999-ben hetente kétszer, 2000 márciusától a három hónapos lejáratú MNB-kötvény bevezetésével pedig heti egyszer áll rendelkezésre (*szakaszos rendelkezésre állás*). Ilyenkor az előre meghirdetett kamatlábon a fenti intézmények 10 és 12 óra között üzletnek üzletet az MNB-vel. Az ügyletek pénzügyi elszámolására a következő napon kerül sor.

A *szakaszos rendelkezésre állás* azt jelenti, hogy napon belül a folyamatoshoz hasonlóan áll rendelkezésre a jegybank, azonban csak előre meghatározott napokon (pl. kedden és csütörtökön). A szakaszos rendelkezésre állás előnye a folyamatosszal szemben az, hogy a kamatok direkt meghatározása mérsékeltebbé válik a ritkább üzletkötési lehetőség miatt, illetve a bankokat aktívabb likviditáspolitikára, vagyis likviditási helyzetük előzetes felmérésére, a várakozásaik pontos kialakítására ösztönzi, ami a transzmissziós mechanizmus hatékonyságát javítja. Az MNB az irányadó kéthetes betéti konstrukciójával áll szakaszosan rendelkezésre. Így az öt munkanapos hét három napján, 2000 márciusától a

hét négy napján – rendkívüli eseteket kivéve – hitelintézeteknek a jegybank csak a kamatfolyosó szélén ad segítséget a likviditási pozíciójuk egyensúlyozásához.

A sterilizáció eszközei

Sterilizációra rendszerint azon országokban kerül sor, ahol a tőkebeáramlás a *devizapiaci intervención* keresztül a pénzmennyiség olyan mértékű bővüléséhez vezet, amely a pénzmennyiség-bővülés semlegesítése nélkül inflációs hatású lenne. A közép-kelet európai régió országaiiban az átmenet időszakában különösen jellemző momentum a külföldről beáramló deviza konvertálásából adódó *többletlikviditás jegybank általi semlegesítése (sterilizálása)*. Ennek oka egyfelől az, hogy a régió országai a legtöbb időszokban az árfolyamot *nominális horgonyként* alkalmazták, így időről időre *devizapiaci intervencióra* kényszerültek. Másfelől pedig az *infláció* mérséklése, illetve a külső egyensúly kívánatos szinten tartása miatt a jegybankok igyekeztek a kamatcsökkenés ütemét mérsékelni, ezért az ún. sterili-

zációs instrumentumok vonzó kamatot biztosítottak.

A sterilizáció során a Jegybanknak biztonsági és költségmegtartásokat is figyelembe kell venni. A sterilizáció során a jegybank igyekszik az árfolyamrendszer biztonsága érdekében *hosszabb futamidő* lekötni a bankrendszer fölösleges likviditását, hogy a fő makrogazdasági mutatók által nem indokolt devizakivonás esetén a jegybankkal szembeni pozíció hirtelen leépítésére ne kerüljön sor, illetve a makromutatók által alá nem támasztott devizamozgások lassabban következzenek be. Emellett a jegybank az inflációs és folyófizetésiméreg-megtartások mellett tekintettel van a sterilizáció költségeire is. A *sterilizációs költségek* a lehetőségekhez képest alacsony szinten tartásával (figyelembe véve más oldalról a megfelelő *reálkamat* biztosítását és a sterilizáció szükségességét) arra törekszik a központi bank, hogy a belföldi és a külföldi pénznemben denominált kockázatmentes papírok hozama közötti kamatkülönbözet ne generáljon spekulációs célú sterilizálandó tőkebeáramlást.

Az MNB jelenlegi gyakorlata

Magyarországon a forint csúszó árfolyamának az intervenció sáv melletti működtetése azt jelenti, hogy a sáv szélén az MNB-nek automatikus vételi, illetve eladási (intervenció) kötelezettsége áll fenn. Tehát a beáramló külföldi tőke a jegybanknál jelenik meg, és a devizataralékot növeli. Az MNB devizataralékának valamilyen külső vagy belső sokk miatt bekövetkező hirtelen leépülése kockázatot jelent. (Az árfolyamgyengülés az alsó intervenció sáv ponton a folyamatos rendelkezésre álláson keresztül rövi-

⁹ Az utoljára 1997-ben alkalmazott állampapír outright ügyleteknél a 9 és a 15 hónap közötti hátralévő fix kamatozású állampapírok kerültek értékesítésre.

debb-hosszabb ideig tartó devizaeladást indukálhat, és az eladás során a sáv szélén is rendelkezésre kell állni.) Annak érdekében tehát, hogy a devizataralék gyors csökkenésére ne kerüljön sor, az MNB megpróbálta a lekötött állomány átlagos futamidejét különböző eszközökkel (6 és 12 hónapos betét és MNB-kötvény) meghosszabbítani.⁹ A Jegybank ezen törekvése a sterilizált állomány struktúrájának futamidő szerinti átrendeződésével járt. (Lásd 25. ábra.)

Az MNB-kötvény

Az MNB-kötvény a jegybank által kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő értékpapír, amit a repoügyletek fedezeteként felhasználható értékpapírok körét meghatározó rendelkezés szerint a tulajdonos felhasználhat jegybanki repoügyletekhez is. (Az MNB papírjai végső soron pontosan olyan kockázatmentesek, mint az állampapírok, mivel a jegybank tulajdonosa az állam, eredményét befizeti, esetleges veszteségét a költségvetés fedezi.) Az MNB-kötvényt 1997 júniusában bocsátották ki először, a sterilizációs szükséglet oldása mellett abból a célból, hogy biztosítsa a hosszabb lejáratokon történő sterilizációt. A jegybank ekkor folyamatosan rendelkezésre állt a kötvénnyel, amit egyedül az adott időszakra kibocsátott mennyiség korlátozott. Az MNB azt a kibocsátási technikát választotta, amely szerint a kötvényeket saját számlára helyezi el, és innen értékesíti egy hónapon keresztül. Az adott hónap végén a saját portfólióban maradt kötvények megsemmisítésre kerültek, és új sorozat került kibocsátásra. Így fix kamaton történő beavatkozás gyakorlatilag a 11 és a 12 hónap közötti intervallumban történt.

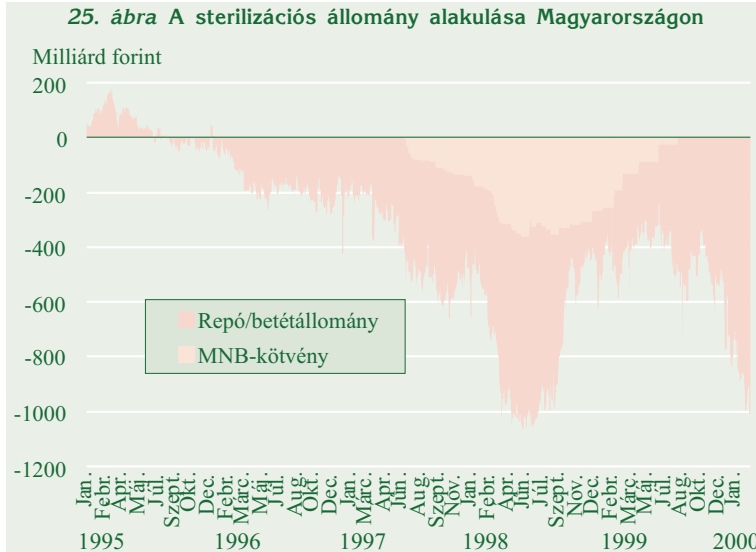
1998 áprilisára már szükségtelemmé vált a jegybanki direkt kamatmeghatározás a 11 és 12 hónap közötti futamidőn, ellenben továbbra is szükség volt a fölös likviditás tartós lekötésére. Így az MNB-kötvény újabb sorozatait aukciós értékesítési módszerrel hozta forgalomba. Az aukciók kéthetente követték egymást, és a kötvényt szintén a saját számláról kínálta fel a jegybank mindaddig, amíg az el nem fogyott, vagy a hátralévő futamideje el nem érte a 10 hónapot. Az aukción a jegybank közölte az értékesítésre szánt összeget, a bankok 9 és 11 óra között megtehették ajánlataikat. Az ajánlatok ismeretében az

Aukciós Bizottság megvizsgálta, hogy szükséges-e a felajánlott mennyiséghez viszonyított maximálisan ± 25 százalékos mennyiség változtatása, vagy a piaci kondíciókhoz viszonyítva szélsőségesen eltérő ajánlatok esetén az akció eredménytelenné nyilvánítása. Az MNB-kötvény a kötést követő második napon került pénzügyi rendezésre (elszámolásra).

Az MNB potenciális eszköztárában három olyan eszköztípust találhatunk, amely alkalmas a sterilizációra. Ezek a

mennyiségű állampapír-állománya) miatt. A 2 hetes betét mellett 2000 márciusától a 3 hónapos lejáratú MNB-kötvény segíti a sterilizációt. A jegybank a kötvény kibocsátásakor a likviditás lekötésére szabad (mennyiség és kamat megjelölés nélküli) tendert hirdet meg, vagyis olyan aukciós technikát alkalmaz, mellyel csak közvetetten hat a kamatokra. (Lásd 26. ábra.) Ami az eszköztár sterilizációhoz

használt elemeit illeti, fontos az eszközök futamideje, illetőleg a kamatmegállapítás módja. Diktált (fix) kamat esetében a monetáris döntéshozó tesztületnek folyamatosan felül kell vizsgálnia a kamatszintet, és a reálkamatra, a kamatkülönbségre vonatkozó elvárásoknak megfelelően esetenként meg kell változtatnia. Az indirekt módon – leginkább mennyiségi aukció út-



passzív repó, a betét és az MNB-kötvény. Ezek kibocsátási módja illetve futamideje lényeges különbségeket mutathat. Az eszköztáron belül az 1 éves lejáratú MNB-kötvényaukciók 1998 októberében történt megszüntetésétől és egy évvel későbbi kifizetésétől számítva az irányadó instrumentum szerepét is betöltő 1 hónapos, majd 14 napos betét volt a sterilizáció eszköze. A passzív repó nem szerepel az alkalmazott eszközök között a már ismertett okok (MNB korlátozott

26. ábra A lehetséges sterilizációs eszközök

Eszköz neve	Piaci megjelenítési formája	Futamideje	Jellemző periódus
28 napos passzív repó	folyamatos rendelkezésre állás	28 nap	1995. március-tól 1997. szeptemberig
28, majd 14 napos betét (az irányadó instrumentum)	folyamatos, majd szakaszos rendelkezésre állás	28 nap 1999. március 1-jétől 14 napos	1997 szeptemberétől
6 és 12 hónapos betét	folyamatos rendelkezésre állás	6 és 12 hónap	1997. januártól júniusig
MNB-kötvény	rendelkezésre állás, majd aukció aukció	12 hónap éa 11, majd 10 hónap között 3 hónap	1997. júliustól 1998. októberig 2000. március-tól

ján – értékesített sterilizációs instrumentumnál a kamat az aukción (betét esetén a tenderen) alakul ki. Ilyenkor az MNB arra figyel, hogy a méltányolható hozamokon felüli szinten lehetőleg senki se jusson a kötvényhez. Ennek érdekében a jegybank jogosult a kibocsátott mennyiséget a felajánlott mennyiség 75–125 százalékában meghatározni. A szabad tender alkalmazásával a jegybank a sterilizációs szándéka mellett tartózkodik a **hozamgörbe** direkt befolyásolásától.

Mint ahogy a transzmisszióról szóló fejezetben már említésre került, a szabályozás hatékonyságának szempontjából is lehet jelentősége, hogy a jegybank milyen mértékben köti le a bankrendszer szabad likviditását. Az aktív oldali működés a jegybank szempontjából hatékonyabb lehet a kamatok érvényesítésében, ugyanis a hitelintézeteket erőteljesebben kényszeríti, hogy az MNB által diktált kamatokot alkalmazzák – mivel likviditási helyzetük nem teszi lehetővé a bankrendszer strukturális hiányának más forrásból történő pótlását. A transzmisszió szempontjából pedig a hitelkamatok átgyűrűződése a reálszférába feltételezhetően gyorsabban történik aktív szabályozás esetén, mivel a bankok forrásköltségeinek (pl. aktív jegybanki instrumentumok kamatainak) megemel(ke)désekor a bank effektív veszteséget szenved el, amennyiben nem emeli a finanszírozás díját. Passzív oldali működés esetén azonban a bankok – amennyiben nem követik a jegybanki kamatlépéseket – „csupán” a többletbevételről esnek el, amennyiben nem az optimális helyre helyezik ki a főlős likviditásukat. Meg kell azonban jegyezni, hogy versenyhelyzetben lévő, költségérzékeny bankok esetén a két likviditási szituáció nem eredményezheti a jegybanki lépésekre adott banki reakciók (transzmisszió) különbözőségét.

Abban az esetben, ha a kereskedelmi bankok tartalékolási kötelezettségeik teljesítéséhez, illetve a biztonságos üzletmenethez szükséges elszámolási betétállományt a jegybanktól felvett rövid (a tartalékolási periódusnál rövidebb) futamidejű hitelekkel (pl. aktív repó) tudják elérni, akkor **likviditáshiányos** helyzetről beszélhetünk. A legtöbb országban, ahol nincs számottevő devizapiaci intervenció, a központi bankok igyekeznek ilyen likviditáshiányos helyzetet kialakítani. A Bank of England például háromhónapos értékpapírok kibocsátásával biztosítja az egészen rövid futamidőn a likviditáshiányt, és ezáltal a rövid aktív eszközök effektivitását.

Ezzel szemben azokban az országokban – így Magyarországon is –, ahol a devizapiaci intervenció jelentős, a **bankközi** piacot likviditáshiány jellemzi. Ez azt jelenti, hogy a kereskedelmi bankok jegybanki hitelfelvétel nélkül meg tudnak felelni tartalékolási kötelezettségüknek, azaz el tudják érni a szükséges elszámolási betétállományt. A kereskedelmi bankok szabad tartalékaikat ilyenkor a jegybankkal szembeni piaci kamatozású követelések (sterilizációs instrumentumok) formájában helyezik ki.

Az MNB-nél lévő sterilizált állomány nagysága olyan mértékű, hogy a strukturális likviditáshiány létrehozása 2000-ben nem aktuális. Alacsonyabb állomány esetén, amikor viszonylag kis ráfordítással lehet majd az MNB-nél lévő sterilizált állományt hosszabb futamidejű instrumentumokba átforgatni, akkor kialakítható lesz egy tartósan fennálló likviditási hiány, s így elérhető, hogy az MNB irányadó eszköze ismét az aktív oldalon működjön.

A likviditás tervezése és finomszabályozása (gyorstender)

A likviditásszabályozás szerepe

Ahogy a jegybank célhierarchiájával foglalkozó fejezetben is olvasható volt, a jegybankok végső céljaik megvalósítása érdekében napi szinten **operatív célokat** követnek. Folyamatos piaci jelenlétük ezek elérését hivatottak előremozdítani. Az operatív cél követése – akár valamely

kitüntetett lejárat (jellemzően három hónaptól hat hónapig) kamatszintjének, vagy a **monetáris bázis** növekedési ütemének befolyásolása – a transzmissziós mechanizmuson keresztül fejt ki hatását a **közbülső**, illetve végső célok vonatkozásában releváns változókra. A jegybankok partnerei a kereskedelmi bankok, ezért természetesen adódik, hogy az operatív cél a bankok számára létfontosságú mennyiségi, vagy hozamváltozó optimálisnak tekintett szintjének eléréseként fogalmazódik meg. Konkrétan a jegybank operatív célja a kereskedelmi bankok számára rendelkezésre álló számlapénz (jegybankpénz) *mennyiségének vagy költségének* alakítása.

Mint ahogy a „bankok bankja” funkció tárgyalásánál is említésre került, a bankok jegybankpénz iránti kereslete három forrásból fakad. Egyrészt a bankoknak szükségük van készpénzre az ügyfelek készpénzigényének kielégítésére. Másrészt a napi tranzakciók lebonyolítása szükségessé teszi, hogy a bankoknak legyen haladéktalanul készpénzre váltható követelése a jegybanknál. Harmadrészt a bankoknak meg kell felelniük a jegybank által előírt tartalékkövetelménynek. Az előírás a számlapénzállomány magasabb szintjét határozza meg, mint ami tartalékolási kötelezettség nélkül alakulna ki.

A jegybank **nyíltpiaci műveletekkel**, állampapírok adásvételével, illetve saját eszközeivel számlapénzt biztosít, vagy von ki a bankközi piacról. A lépések célja, hogy a jegybankpénzpiac keresleti-kínálati viszonyait módosítva a központi bank közvetve vagy közvetlenül befolyásolja a kereskedelmi bankok forrásköltségét, illetve a bankok jegybankhoz kihelyezett eszközeinek hozamát. Ezáltal a jegybank mérlegszerkezetük átalakítására sarkallja a bankokat vagy éppen elejét veszi annak, hogy egy, a monetáris politika szempont-

jából nem kívánatos mérlegátrendeződes bekövetkezzen. Ezek a tranzakciók a **transzmissziós mechanizmus** első lépései. A kereskedelmi bankok forrásköltségének, illetve az általuk igénybe vehető jegybanki instrumentumok hozamának tartós megváltozása állományi és hozamváltozások sorát indukálja, ami végső hatásában a reálgazdasági változók pályájának módosulását eredményezi. Némileg leegyszerűsítve azt mondhatjuk, hogy a jegybank végső céljait a **bankközi** piacon kialakuló hozamok befolyásolásán keresztül éri el. A likviditásszabályozás ezért a monetáris politika legalsó szintjének tekinthető, ami nélkülözhetetlen feltétele a végső célkitűzések megvalósításának.

A **likviditásszabályozás** lehet diszkrecionális, illetve alkalmazkodó. A *diszkrecionális szabályozás* lényege, hogy a jegybank dönti el, mekkora mennyiségben fogad el betéteket (esetleg ad el állampapírokat) a bankrendszerrel, illetve ajánl fel számukra hiteleket különböző konstrukciókban (vagy vásárol állampapírokat). Röviden, a jegybank és nem a kereskedelmi bankok döntése határozza meg a bankrendszer likviditását.

Az *alkalmazkodó szabályozás* célja szintén a bankrendszer likviditásának befolyásolása, de ebben az esetben a jegybank műveleti instrumentumaival a bankok rendelkezésére áll (standing facility). Ez azt jelenti, hogy a jegybank előre meghatározott kamaton kínál forrásokat, illetve fogad el betéteket, ezeket azonban a bankok saját belátásuk szerinti volumenben vehetik igénybe. A likviditásszabályozás így a bankrendszer kezében van, aktív jegybanki likviditásmenedzsmentről nem beszélhetünk.

A két rendszer, – bár működési mechanizmusában alapvetően eltér – azonos célt szolgál, a bankközi kamatok jegybanki célokkal összhangban álló szintjének elérését. Diszkrecionális szabályozás mellett

a jegybank a mennyiségeken keresztül befolysolja a kamatokat, alkalmazkodó rendszerben pedig közvetlenül hat rájuk.

A diszkrecionális likviditásszabályozás előfeltétele a *jegybanki likviditástervezés*. Alkalmazkodó szabályozás esetén inkább likviditásfigyelésről beszélhetünk, a kereskedelmi bankok jegybanki szabályok és instrumentumok által teremtett keretfeltételeken belüli önszabályozó magatartásának vizsgálatáról.

A megfelelő szintű likviditási előrejelzés esetén a jegybanki **kamatfolyosót**, illetve az **irányadó instrumentumot** kiegészítheti a likviditás finomszabályozásához használt *gyorstender*. A gyorstender alkalmazására általában két esetben kerül sor. Amennyiben az átlagolással kapcsolt kötelező tartalékperiódus végén a bankok valamely likviditásszűkítő sokk miatt – vagy egyszerűen „elszámolják” magukat – a tartalékkövetelménynek nem tudnának megfelelni, megnőhet a szűkös bankrendszeri szabad likviditás iránti bankközi kereslet és ez átmenetileg akár rendkívül magas kamatot is indukálhat (volatilitást generál). Ekkor likviditáshiányos helyzet alakulhat ki, amelyet aktív oldali gyorstenderrel lehet orvosolni. A másik eset a váratlan, jelentős külföldi tőkemozgások miatt jöhet létre. Ilyen esetekben rövid idő alatt nagy tőkebeáramlás esetén előre nehezen tervezhető, pótlólagos sterilizációs nyomás nehezede a jegybankra, ami a betéti gyorstender alkalmazására készítheti a jegybankot.

A gyorstender rendszeres használatával óvatossnak kell lenni, ugyanis gyakori meghirdetése során kialakulhat egyfajta erkölcsi kockázat (*moral hazard*) probléma, ami „kényelmessé” teszi a bankokat, így kevésbé fognak törekedni arra, hogy a periódus közben tökéletesen menedzseljék a likviditási helyzetüket, hiszen biztos pontként maguk mögött tudhatják a jegybankot.

Azokban az országokban, ahol a gyorstender bevezetésre került, a jegybanki likviditásszabályozás hatékonyan dolgozik, és az egészen rövid távú likviditási előrejelzések alapján akár egyik óráról a másikra meghozhatja a döntést gyorstender kiírásáról. A gyorstender lebonyolítási módszere – általában különböző ügyfélkörrel és időpontokkal – a tenderhez hasonlóan zajlik.

Az MNB jelenlegi gyakorlata

Az MNB eszközei egyetlen kivétellel rendelkezésre állás formájában működnek: a jegybank *adott kamat mellett* a bankok igényeinek megfelelően fogad el egynapos, illetve kéthetes betéteket (ezen a lejáraton szakaszos a rendelkezésre állás), illetve nyújt egynapos hiteleket. Utóbbi a bankok csak a mérlegfőösszeg arányában meghatározott limiten belül vehetik igénybe (repókeret), de ezen a korláton belül szabadon dönthetnek a mennyiségről.

Ha előre nem látható események hatására a jegybankpénz kínálata jelentősen lecsökken, néhány bank tartalékállománya olyan mélyre süllyedhet, hogy tartalékolási kötelezettségüknek csak aktív repó felvételével tudnak megfelelni. A likviditást befolyásoló tényezők negatív hatása olyan nagy is lehet, hogy a kereskedelmi bankok a tartalékolási periódus hátralévő részében aktív repókeretük kiemerítésével sem képesek tartalékállományukat a jegybanki tartalékkövetelményeknek megfelelő szintre emelni. Egy ilyen helyzetben a bankközi kamatok az egynapos aktív repókamat fölé (a kamatfolyosón kívülre) emelkedhetnek.

A *gyorstender* 1999. januári bevezetése az ilyen átmeneti likviditáshiányos helyzeteket volt hivatott felszámolni. Az MNB attól függően, hogy a bankközi kamatok emelkedését kívánatosnak tartja-e

vagy sem, eldöntheti, hogy gyorstender formájában likviditást nyújt-e a bankrendszernek. A gyorstender a jegybanki eszköztár egyetlen kimondottan *diszkrecionális* eleme, amely aktív likviditásszabályozásra is lehetőséget ad. Emellett a pénzügyi műveletek üzleti feltételei lehetővé teszik, hogy az MNB az irányadó instrumentumát jelentő kéthetes betétet ne adott kamatláb, hanem mennyiség meghirdetése mellett kínálja a bankoknak. Magyarországon a gyorstenderek eszköztárba való felvételének alapvetően két kiváltó oka volt. Egyrészt a váratlan, gyakran a nemzetközi eseményekkel indokolható és a makrogazdasági eredmények alakulásával nem alátámasztható jelentősebb pénzmozgások magyarországi hatásának csökkentése érdekében került a gyorstender bevezetésre. Másrészt pedig likviditásmenedzselés segítése céljából, különös tekintettel a tartalékolási periódus előre nehezen tervezhető utolsó napjaira.

A gyorstenderek közül az aktív és passzív oldalon is létezik a tendereknél felsorolt típusok mindegyike. A gyorstender előnye, hogy akár egy nap alatt is le lehet bonyolítani, hiszen reggel 8 óra előtt kell meghirdetni és 9-kor már meg is történik az eredményhirdetés. Ezt követően pedig még aznap megtörténik a pénzügyi kiegyenlítés. A gyorstendereknél csak a Reutersen keresztül lehet ajánlatokat beadni; egy ügyfél (mely csak a bankok köréből kerülhet ki) csak egy ajánlatot adhat be, és az ajánlatnak maradék nélkül oszthatónak kell lennie 500 millió forinttal.

A gyorstender magyarországi bevezetését előmozdította az 1997–1998. évi olyan nemzetközi eseménysorozata, amelynek hatására a régió iránti nemzetközi bizalom csökkent, és a befektetők hajlamosak voltak arra, hogy a válság hatását túlreagálva, nem a valós veszélyek, illetve nem a fundamentumok alapján ítéljék meg a régió országainak stabilitását. Ilyenkor a jegybank a kamatszint és

az árfolyam védelme érdekében gyors és átmeneti beavatkozást hajthat végre.

A jegybank devizapiacra interveniálhat, az **intervenció** mértékét csökkentheti vagy akár ki is válthatja a forintpiacon a gyorstender meghirdetése. A gyorstendernek ekkor kamatelfogadónak kell lennie, vagyis csak mennyiségi és szabad tender jöhet szóba. Amennyiben a jegybank a válságközeli helyzetben képes jól számszerűsíteni a várható devizakiáramlást, akkor ezt (vagy egy részét) érdemes mennyiségi tenderrel a forintpiacon lekötöni. Ha viszont az előrejelzés nem kellően megbízható, a szabad tender alkalmazása célszerűbb.

A tartalékperiódus végéhez közeledve fordult elő korábban, hogy a bankok „tűzoltó munkával” igyekeznek a hiányzó tartalékmennyiséget előteremteni és elhelyezni. Alacsony rendszerlikviditás esetén ehhez csak magas bankközi vagy aktív repókamaton (kamatplafon szintjén) jutottak hozzá, ami ilyenkor jelentős volatilitást vitt a kamatokba, illetve lényegesen eltérítette a bankközi pénzügyi piacot. Máskor pedig a periódus elején történt nagy összegben túltartalékolás és a periódus végére a bankok arra számítottak, hogy fölös likviditásukat jövedelmezően lesznek képesek kihelyezni. Ezeket a helyzeteket leginkább a *mennyiségi korlátos kamattender* képes orvosolni, mivel a likviditáshiány vagy -többlet rendszer szintjén számszerűsíthető, viszont a jegybank határozhatja meg azt a kamatszintet, amelyet diktálva is rákényszerítheti a bankokat arra, hogy éljenek vele. A mennyiségi limit azt a célt szolgálja, hogy a bankrendszer szintjén jelentkező likviditási eltérés és az egyes bankok kumulált likviditási hiányának vagy többletének eltérése ne okozzon a rendszerben feszültséget. A Magyarországon 1999. január végén meghirdetett első két aktív

repó gyorstender is mennyiségi korlátos kamattender formájában valósult meg.

A finomhangolás alkalmazásához szükséges a megfelelő szintű bankrendszeri likviditásfigyelés és -előrejelzés. Ehhez fontos a jegybank és a költségvetés közötti jó információáramlás. Az MNB napi szinten követi a banki fizetések, likviditáslekötések alakulását, illetve folyamatosan frissíti a közeljövőre vonatkozó likviditási előrejelzését. Amennyiben a bankrendszer átmeneti likviditási zavarba (alacsony vagy magas likviditás) kerül, a jegybank megfontolhatja, hogy a bankközi kamatokot hagyja-e a kamatfolyosó határain belül jelentősen elmozdulni, esetleg a forintpénzmennyiség változását devizapiaci intervencióban kicsapódni, avagy gyorstender útján meggátolni az átmeneti (zavaró hatású, esetleg indokolatlan) kamatvolatilitást.

Likviditástervezés

Az MNB-nél folytatott likviditástervezés jelentősége az eszközrendszer döntően alkalmazkodó jellege miatt lényegesen kisebb, mint az diszkrecionális szabályozást folytató központi bankoknál. Ugyanakkor

a bankrendszer likviditásának, a bankok magatartásának folytonos nyomon követése értékes információkkal szolgál a piac várakozásait illetően, illetve az eszközrendszer, a bankközi piac keretfeltételeinek esetleges módosításának szükségére vonatkozóan.

A jegybanki likviditástervezés nem szokványos helyzetekben, hanem a gyorstenderek kiírásakor tölti be klasszikus funkcióját. A tender keretében felajánlott hitelmennyiségről a kereskedelmi bankok tartalékállományát a tartalékolási periódus hátralévő részében befolyásoló tényezők felmérését követően lehet dönteni.

A likviditástervezés a jegybankpénz keresletét és kínálatát várhatóan alakító tényezők szisztematikus rendszerezése, azaz a jegybankmérleg eszköz-, illetve forrásoldali tételeinek számbavétele. A 27. ábra azt a sematikus jegybankmérleget mutatja be, amit az MNB a likviditás előrejelzéséhez felhasznál.

A likviditástervezés szempontjából a banki tartalékteljesítés állománya érdekes, mert ez határozza meg a bankrendszer egészének számlapénz iránti keresle-

27. ábra Az MNB egyszerűsített mérlege

Eszközök	Források
Államháztartással szembeni követelések	Államháztartás betétei
Forinthitelek	Kincstári Egységes Számla*
Devizahitelek	
Bankokkal szembeni követelések	Bankok betétei
Refinanszírozási hitelek	Elszámolási betétszámla (tartalékszámbla)
Aktív repó	A bankok házipénztár állománya
Külfölddel szembeni követelések (devizatartalék)	Kéthetes betét
Egyéb	Egynapos betét
	MNB- kötvény
	A bankrendszeren kívüli készpénz és érme
	Külföldi adósság
	Egyéb
	Saját tőke

* Az ÁPV Rt. betétével együtt.

tét. A jegybank a likviditásmenedzselés, illetve a likviditási helyzet figyelése során minden tényezőt abból a szempontból vizsgál, hogy a jegybankmérleg adott tételének változása miként hat a bankok tartalékállományára.

A mérlegtételek egy részének változása nem befolyásolja a kereskedelmi bankok számlaállományát. A legfontosabbak ezek közül a költségvetés és a jegybank közötti műveletek. A Kincstár MNB felé irányuló hiteltörlesztése például egyszerre csökkenti a költségvetési hitelek (eszközoldal) és a kincstári számla (KESZ) egyenlegét (forrásoldal). A jegybank és a költségvetés közötti nettó kamatfizetések két forrásoldali, de a kereskedelmi bankokat nem érintő tételt változtat meg, a KESZ egyenlegét és a jegybanki eredményt. A jegybank devizapozíciójának változásakor szintén csak a kereskedelmi bankokkal szembeni tranzakciók számítanak (**devizapiaci intervenció**), a jegybank és költségvetés devizaadóssággal kapcsolatos műveletei nem járnak likviditási hatással, vagyis nem befolyásolják a kereskedelmi banki tartalékpozíciót.

A kereskedelmi bankok számlapénzállományának előrejelzéséhez a fenti változók mindegyikére *prognózist* kell készíteni. Az előrejelzés birtokában kiszámolható, hogy kereskedelmi banki betételhelyezés és hitelfelvétel hiányában mekkora a tartalékszámok havi várható átlagos állománya, majd ez az állomány egybevethető a kereskedelmi bankoknak a hónap hátralévő részében teljesítendő kötelező tartalékával. A két szám különbsége a bankrendszer szabad likviditása, az a pénzösszeg, amit a bankrendszernek a jegybanknál a tartalékperiódus végéig el kell helyeznie. Amennyiben a havi várható tartalékállomány elmarad a teljesítendő *kötelező tartaléktól*, akkor likviditáshiányról beszélünk. Ekkor a kereskedelmi bankoknak ahhoz, hogy a tartalék-

előírásoknak megfeleljenek, **aktív repó** formájában hitelt kell felvenniük az MNB-től.

A likviditásfelesleg és az O/N kamatok

A magyar bankrendszert az elmúlt évek tőkebeáramlásának hatására számottevő *likviditásfelesleg* jellemzi, azaz a bankok több jegybankpénzzel rendelkeznek, mint amennyi a tartalékkövetelmény teljesítéséhez szükséges. A szabad likviditás így többnyire pozitív, a bankrendszernek felesleges tartalékai vannak. Az egyes bankok **bankközi** hitelek nyújtásával is mérsekélhetik fölös tartalékaikat, a bankrendszer egésze azonban csak jegybanki betétek elhelyezésével. Az elhelyezések zömét a kéthetes betétek teszik ki, mivel annak kamata lényegesen magasabb az egynapos instrumentuménál.

A bankok célja, hogy felesleges likviditásuktól a hónap végéig fokozatosan, *a lehető legmagasabb kamatjövedelem* elérése mellett váljanak meg. A hónap legutolsó napjára szabad likviditásukat minimális szintre kell redukálniuk, mivel az MNB a kötelező tartalékon felüli átlagos számlaállományra nem fizet kamatot.

A bankok szabad likviditása az az összeg, amelyre a likviditást formáló tényezők alakulására vonatkozó pillanatnyi várakozások szerint nem szükségesek a tartalékkövetelmény teljesítéséhez. A likviditást befolyásoló tényezők alakulása teljes bizonyossággal nem jelezhető előre, így a szabad likviditás sem határozható meg pontosan. A bankok tisztában vannak azzal, hogy a likviditást a tartalékolási periódus végéig számos előre nem látható tényező befolyásolja, amelyek eltéríthetik a szabad likviditást pillanatnyi várható értékétől. A bankrendszer számára a gondot az jelenti, ha hó végi szabad tartaléka

28. ábra Egyes funkciók és a hozzájuk rendelhető instrumentumok alapvető formái

	Kamatfolyosó	Irányadó instrumentum	Sterilizáció	Finomhangolás
repó	o/n aktív repó	7 napos futamidő 1995. nyárig		gyors aktív repótenderek
passzív repó	o/n passzív repó 1997. októberéig	1995. nyártól 1997. októberig 7, majd 28 napos futamidővel	1997. októberig 28 napos futamidővel	lehetőség van gyors passzív repótender kiírására
swap betét	o/n swap			
betét	o/n betét 1997. októbertől	1997. októbertől 28 napos, 1999. márciustól 14 napos futamidővel	1997. októbertől 28 napos, 1999. márciustól 14 napos futamidővel	lehetőség van gyors betéti tender kiírására
állampapír-eladás			1997-ben fordult elő utoljára	szükség esetén meghirdethető
állampapír-vétel				szükség esetén meghirdethető
MNB-kötvény			1997 júliustól 1998 áprilisiig rendelkezésre állás éves futamidővel, utána aukciós eladás 1998. októberig 2000. márciustól szabad tender 3 hónapos lejárattal	

negatív, azaz drága jegybanki hitelre szorul a kötelező tartalékszint eléréséhez. A bankok, hogy ezt elkerüljék, szabad tartalékaik szintjét igyekeznek mindvégig pozitív szinten tartani, azaz olyan biztonsági állományt építenek fel, amely képes a tartalékszámlát érő negatív hatásokat (például a vártnál lényegesen nagyobb adófizetések hatását) elnyelni. A tartaléperiódus előrehaladtával a hó végi tartalékpozíciót övező bizonytalanság mérséklődik, így kisebb szabad likviditásállomány is elegendő biztonságot nyújt.

A bankrendszer szabad likviditásának szintje szoros, fordított irányú kapcsolatban áll a bankközi kamatokkal. Amikor a bankok bőséges szabad tartalékokkal bírnak jegybanki betétekben kötik le pénzüket, és annak hozama lesz mérvadó a bankközi kamatokat illetően. Ha azon-

ban a bankok nagyobb része nem elégedett saját tartalékpozíciójával, azaz szabad likviditását elégtelennek ítéli, akkor tartalékok iránti felerősödött keresletük a bankközi kamatokot a jegybank betéti kamatának szintje fölé szorítja.

A bankközi piac kiegyenlítő mechanizmusai biztosítják, hogy a bankrendszer globális likviditásfeleslege jól közelítse az egyedi bankok pozícióját. Ennek megfelelően az MNB az egyes bankok pozíciójának vizsgálata nélkül, pusztán a globális likviditásra vonatkozó prognózis alapján is képes a bankközi kamatok mozgását előrejelezni.

Az MNB a Reuters-en nyilvánosságra hozza a kereskedelmi bankok tartalékállományát. Az MNB által közzétett publikus információt az egyedi információkkal kiegészítve a saját ügyfélkörből szár-

mazó likviditási információkkal a bankok a bankrendszer likviditási helyzetére és így az O/N kamatok várható mozgására is következtetni tudnak. (Lásd 28. ábra.)

Az eszköztár működtetésének egyes elemei

Az MNB ügyfélköre

Az MNB monetáris *ügyfélkörébe* általánosságban beleértünk minden olyan jogi személyt, amelyek a jegybankkal – annak monetáris funkciói ellátása során – valamilyen üzleti kapcsolatba kerülnek vagy kerülhetnek. Ebbe a rendkívül tág értelmezésbe belefér nem csak azon ügyfelek sokasága, amelyek a monetáris politika céljainak megvalósításával kapcsolatban kerülnek a jegybankkal kapcsolatba, hanem azok is, amely intézményeknek az MNB vezeti a számláját.

A jegybank kétféle módon képes meghatározni azok körét, akikkel monetáris politikai céljai elérése érdekében egy adott művelettypust szándékozik végezni. Egyrészt *direkt módon* meghatározhatja azt, másrészt pedig az instrumentum üzletkötési feltételei között olyan *feltételek megjelölésével élhet*, amelyek egyes – az ügylet végzésére egyébként jogosult – intézmények számára nem teszik lehetővé,

vagy nagyon megnehezítik a jegybankkal történő üzletkötést.

Az MNB minden monetáris politikai eszközhöz külön-külön meghatározza az ügyfélkört. (Lásd 29. ábra.) A teljes ügyfélkör – amely minden olyan intézményt magában foglal, amely a jegybank monetáris politikai ügyletei kapcsán valamilyen üzleti kapcsolatba kerül az MNB-vel – részét képezik a bankok, a szakosított hitelintézetek (MFB, Eximbank, Jelzálogbank, lakás-takarékpénztárak), az elsődleges állampapír-forgalmazók, a takarékpénztárak és takarékszövetkezetek, illetve a KELER Rt.

Az ügyfélkör egyes tagjait viszont korlátozhatják a jegybankkal kötendő üzletek végzésében az adott konstrukció egyéb kondíciói. Például a megfelelő minimális kötési összeg, illetve a kötési összeg mértékének növelése, avagy „lépésköze” is visszatartó erő lehet. A leginkább szembeötlően magas követelmények a gyorstenderek esetében vannak, amikor a banknak nem csak képesnek kell lennie arra, hogy az MNB tenderkiírását követő 30 percen belül döntést hozzon arról, hogy részt vesz-e az aukción és milyen kondíciókkal, hanem rendelkeznie kell a megfelelő gyors adatátviteli csatornával és ajánlatonként legkevesebb 500 millió forinttal.

29. ábra Az MNB-ügyfélkör egyes csoportjainak üzleti tevékenységre való jogosultsága

	Tartalék-követelmény	Egynapos betét és betéti tender	Egynapos repó és repótender	MNB-kötvény, állampapír-adás-vétel	Betéti repó gyors-tender
Bankok	X	X	X	X	X
MFB, Exim, Jelzálog	X	X	X		
Lakástakarék	X	X	X		
Takarékszövetkezetek, takarékpénztárak	X				
Elsődleges forgalmazók				X	

Kommunikációs csatornák az MNB-nél

A jegybank a döntéseiről különböző csatornákon – levélben, telefaxon, napilapokban és Reutersen keresztül – értesíti az ügyfélkört. Az alapelv az, hogy mindig a lehető leggyorsabban jusson el a legilletékesebb helyre és időben az új információ.

Az *Üzleti feltételekben* történő változtatást a jegybank az életbelépése előtt elküldi az érintetteknek telefaxon, illetve postán. Az ügyfeleknek vissza kell igazolniuk a feltételek változását és ezt követően kereskedhetnek az MNB-vel a megváltozott feltételek szerint. Amennyiben valamely partnerintézmény nem írja alá a szerződést, akkor azzal kizárja magát a

jegybankkal történő üzletkötés lehetőségéből.

Amennyiben a kamatkondíciókban történik változtatás, azt a bankok, illetve az érintett hitelintézetek körtelefax útján kapják meg. Az üzleti kamatok változtatásokról a banki treasury kap értesítést, az alapkamat változtatásról pedig a bankok vezérigazgatói.

A kamatváltoztatások, a tenderkiírások, az állampapír-eladás vagy -vételre szóló felhívások, illetve a tenderek, aukciók eredménye a jegybank Reuters oldalain (NBHJ, NBHK), illetve a napilapokban jelenik meg. Így ér el leggyorsabban és azonos időpontban közvetlenül érintettekhez, illetve a pénzügyi szakértőkhöz.

- A Magyar Nemzeti Bank 70. éves évfordulás kiadványa, Budapest, 1994
- A Magyar Nemzeti Bank története I., KJK, Budapest, 1993
- A Magyar Nemzeti Bank ügyrendje, 1999. március 13-i változat
- A monetáris politika céljai és eszközei – szerzők: MNB Monetáris elemzések önálló osztályának tagjai – Bankszemle, 36. 1992.
- Alberto Alesina, Lawrence H. Summers: Central bank independence and macroeconomic performance – Some comparative evidence *Journal of Money Credit and Banking* May 1993. p. 151–152.
- Árvai Zsófia: A piaci és a kereskedelmi banki kamatok közötti transzmisszió 1992 és 1998 között, MNB Füzetek 1998/10.
- Banaian, King, Leory O’Laney, Thomas D. Willett: Central bank independence, an international comparison – *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review* – March 1983. p. 1–13.
- Borio, Claudio E.V.: The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey BIS Economic Papers
- Burda, M. és C. Wyplosz, *Macroeconomics: A European Text*, Oxford, Oxford University Press, 1993;
- Crockett, Andrew, “Rules versus Discretion in Monetary Policy”, in J. Onno de Beaufort Wijnholds, S. C. W. Eijffinger és L. H. Hoogduin (szerk.): *A Framework for Monetary Stability*, Dordrecht and Boston, Kluwer Academic Publishers, 1994;
- Cukierman Alex, Steven Webb, Bilin Neyapi: The measurement of central bank independence and its effects on policy outcomes *The World Bank Review* 6. 1992. p. 353–398 3.3.3., 4.2.6.
- Csajbók Attila: Zéró-kupon hozamgörbe becslés jegybanki szemszögből, MNB Füzetek, 1998/2
- Dale, Spencer: The effect of official interest rate changes on market rates since 1987,
- David W. Pearce (szerk.): *A modern közgazdaságtan ismerettára*, McMillan Dictionary of Modern Economics, KJK, Budapest, 1993
- Ederington, Louis – Goh, Jeremy: A Variance Decomposition Analysis of the Information in the Term Structure, *Journal of Financial Research*, vol. 20(1), Spring 1997, 71–91.
- Estrella, Arturo – Mishkin, Frederic: The Predictive Power of the Term Structure of Interest Rates in Europe and the United States: Implications for the European Central Bank, *European Economic Review*, 1997, vol. 41., 1375–1404.
- Fischer, Stanley: *Modern Central Banking – Prepared for the Trecentenary of the Bank of England Central Banking Symposium*, 1994
- Freedman, Charles, “The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada”, in Balino és Cottarelli (szerk.): *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*, In-

- ternational Monetary Fund, Washington D. C., 1994;
- Gerlach, Stefan: The Information Content of the Term Structure: Evidence for Germany, *Empirical Economics*, 1997, vol 22(2), 161–179
- Magyar Nemzeti Bank Általános Tájékoztató, Budapest, 1998. december
- McCallum, Bennett T., *Monetary Economics: Theory and Policy*, New York, Macmillan Publishing Company, 1989;
- Mishkin, Frederic S.: *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* Third Edition
- Pénzügytan – egyetemi tankönyv, BKE, Saldo, 1992
- Robert L.Hetzel: Central Banks' Independence in Historical Perspective – a Review Essay – *Journal of Monetary Economics* 25. 1990.p. 166–176.
- Romhányi Józsefné: A Magyar Nemzeti Bank történetének kronológiája, MNB, Budapest, 1999. június
- Svensson, Lars E.O.: Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992–1994, *International Monetary Fund Working Paper No. 114*, 1994 September
- Szalkai István: A monetáris irányítás (Bevezetés a monetáris közgazdaságtanba) Második, átdolgozott, bővített kiadás 1995
- Tarafás Imre: Monetáris Politika – eszközök és feltételek *Közgazdasági Szemle*, 1995. 11. szám (1024– 1043)
- The Federal Reserve System – Purposes and Functions Washington D.C. 1994
- The Monetary Policy of the Bundesbank, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, 1995. október
- The Transmission Mechanism of Monetary Policy, Bank of England May 1999.

MELLÉKLET

A jegybank eszközeinek és a piac egyes szereplőinek sztenderdzált ületideje 2000. január 25-étől

Óra	7		8		9		10		11		12		13		14		15		16		17									
	0	15	30	45	0	15	30	45	0	15	30	45	0	15	30	45	0	15	30	45	0	15	30	45						
Perc																														
O/N instrumentumok	T napos																													
Gyostender	meghirdetés:		T napi		eredményhirdetés																									
Tender	meghirdetés:		T+1 napos		eredményhirdetés:																									
Szakaszos rend. áll.	meghirdetés:		T+1 napos		T+1 napos																									
MNB kötvényaukción	meghirdetése T-5		T+2 napos		eredményhirdetés																									
Végleges eladás	T, T+1		vagy T+2 napos		eredményhirdetés																									

SWAP																								
Savszéllikonverzió a jegybankkal	T+2napos T+2napos																							

Kamatváltózártási időpontok	Kamatnyirostrendőr, ill. kötvényeladás																							
	intenzívebb kereskedés																							
	A forintbankközi ületidő megnövekedhet a KELER DVP miatt																							

Ft bankközi pénzpz.	O/N T napos elszámolással																							
Dev. bankközi pénzpz.	A bankközi devizapiacra folyamatosan elképzelhető ületkötés, de az aktívabb időszakok a jegybankkonverziós idejében élenek.																							

ÁKK aukciók	DJK-nél az aukciót megelőző hét csütörtökön, államkötvények esetében előző hétpénteken történik																															
PD kötelező árgjegzés (OTC)	Reutersen		tőzsdén		Reutersen		eredményhirdetés																									
KELLER DVP elvi ügyletek (OTC)	T napos elszámolás és fix áras is																															
BÉT egyedi részvény	ajánlatok beérk.		ajánlatok beérk.		ajánlatok beérk.		10-től nyitódás, 10 ⁰⁵ -től szabad szakasz; T+5 napos elszámolás																									
BÉT államapírszekc.	ajánlatok beérk.		ajánlatok beérk.		ajánlatok beérk.		T+2 napos elszámolás																									
BÉT határidős szekc.	ajánlatok beérk.		ajánlatok beérk.		ajánlatok beérk.		T+1 napos elszámolás		16 ⁰⁰ -16 ⁴⁰ záróíras szakasz																							
BÁT hűsszekció	csak kedden és csütörtökön!																															
BÁT gabonaszekció																																
BÁT pénzügyi szekció	elektronikus kereskedés (pénteken csak 13 ³⁰ -ig)																															

FOGALOMTÁR

aggregált kereslet: A tervezett fogyasztás, beruházás, az áruk és szolgáltatások vásárlására fordítandó kormányzati kiadások összege, valamint az áruk és szolgáltatások nettó exportja (az export és az import különbsége).

aggregált kínálat: A termelők által eladni kívánt áruk és szolgáltatások összessége.

aktív repó: Olyan értékpapír-visszavásárlási megállapodás, mely során a jegybank értékpapírt (rendszerint állampapírt) vásárol, s azt az ügylet megkötésekor rögzített időpontban és ár mellett a jövőben eladja ugyanazon félnek, akitől azt vásárolta. Az aktív repó felfogható egy értékpapír-fedezet melletti hitelnyújtásnak (lásd még: repó).

alapító határozat: Köre kiterjedhet az igazgatóság választott tagjainak megválasztására és visszahívására, az elnök, az alelnökök, a jegybanktanács, az igazgatóság és a felügyelő bizottság tagjai díjazásának megállapítására, továbbá a devizajogszabályok alkalmazásában devizakülföldinek tekintendő gazdasági társaságban fennálló részesedés elidegenítésére. A közgyűlés ezen felül megállapítja és módosítja az alapszabályt, meghatározza az alap- és tartaléktőkét, megállapítja a mérleget, a vagyon- és eredménykimutatást, meghatározza a nyereség felosztását. A közgyűlés hagyja jóvá továbbá a felügyelőbizottság ügyrendjét.

aranystandard (gold standard), aranypénzrendszer: Olyan monetáris rendszer, amelyben egy ország pénzének értéke a törvény által megszabott módon az arany egy rögzített mennyiségével egyenlő és a belső valuta meghatározott mértékben aranyra váltható bankjegyek formáját ölti. Az aranypénzrendszer hatásaként az ország valutaárfolyama a többi aranypénzhez képest szűk határok között állandósul.

árfolyamkockázat: A devizában denominált pénzügyi eszközök tulajdonosainak abból fakadó kockázata, hogy az árfolyam elmozdulásával az általuk tartott eszköz

hazai fizetőeszközben kifejezett értéke megváltozik.

árstabilitás: Az árszint változatlanságával, vagy nagyon alacsony (0–2 százalék) inflációval jellemzett gazdasági környezet, ahol a gazdasági szereplőket fogyasztási és beruházási döntéseik meghozatalában az infláció nem döntési tényező.

átlagos hátralévő futamidő (duration): Egy pénzáramlásnak (például a kötvényből származó kamat- és törlesztési kifizetéseknek) a kifizetések jelenértékével súlyozott átlagos futamideje. Nagysága jól tükrözi az adott pénzügyi eszköz árfolyamának érzékenységét a piaci hozamok megváltozására. Minél nagyobb egy pénzügyi eszköz átlagos hátralévő futamideje, értéke annál érzékenyebb a hozamszintben bekövetkező elmozdulásokra.

azonnali ügylet: Olyan deviza- vagy értékpapírügylet, mely során a szerződés megkötésekor a teljesítés is megtörténik (vö. „határidős ügylet”).

bankjegyadó: Törvényi előírás a pénzmennyiség szabályozására. A pénzkibocsátásra jogosult pénzügyintézetnek (jegybanknak) a pénzmennyiség arányában meghatározott adót kellett fizetnie az államnak, amennyiben a forgalomban lévő pénzmennyiség meghaladta a fedezetben előírtat plusz egy bizonyos adómentes mennyiséget.

bankközi piac: A pénzpiac egyik részpiaca, a jegybanki források piaca, ahol a résztvevők a bankok. A bankközi piacon kötött ügyletek jellemzően nagyon rövid lejáratúak, az üzletek többsége néhány napos futamidejű.

belső megtérülési ráta (IRR): Azon kamatláb, amely mellett egy befektetés jelenértéke megegyezik annak piaci árával.

betétbiztosítás: A betétesek biztonságát garantálja a hitelintézet fizetéseképtelensége esetén. A hitelintézet által gyűjtött névre szóló betétekre a betétbiztosítási alapok által nyújtott biztosítás mértékéig (a jelenlegi hazai szabályozás szerint ez egymillió forint) fizethető kártalanítás.

denomináció: A pénzügyi követelések, tartozások devizaneme. Esedékességkor a denomináció szerinti devizában kell teljesíteni.

devizabetét-csere: A kereskedelmi bankok számára devizabetét-elhelyezés fejében hosszú lejáratú forintforrást biztosító jegybanki eszköz. Az MNB 1998 márciusában megszüntette gyakorlati alkalmazását.

devizapiaci intervenció: Lásd „intervenció“.

dezinfláció: Az infláció csökkentése, illetve csökkenése.

diszkontkincstárjegy: Adósságot megtestesítő értékpapír. Az állampapírok olyan speciális, általában egy évnél rövidebb futamidejű fajtája, amely kamatot nem fizet, névérték alatti áron vásárolható meg, s a futamidő végén a névértéket törleszti. A kincstár bocsátja ki, 3, 6, 12 hónapos futamidővel.

diszkontráta: A diszkonttényező számítása során használt kamatláb.

diszkonttényező: Azon átváltási arány, amelyen a különböző időszakbeli pénzek gazdát cserélnek.

egyszintű bankrendszer: A monetáris politikáért felelős jegybank közvetlen hitelkapcsolatban van a vállalatok és a lakosság széles körével.

elsődleges piac: Értékpapírok első forgalomba kerülésének (kibocsátásának) a szintere.

emisszió: Pénz (bankjegy- és érme-) kibocsátás.

erkölcsi kockázat (moral hazard): Akkor merül fel, ha a gazdaság egyes szereplői tevékenységük nyereségét teljes mértékben megtarthatják, ugyanakkor a potenciális veszteséget vagy annak egy részét átháríthatják másokra. Az ilyen helyzetek kialakulása általában túlzott kockázatvállaláshoz vezet. A bankrendszerrel kapcsolatban akkor merül fel, ha a bankok biztosak benne, hogy az állam vagy a jegybank egy esetleges válsághelyzet esetében segítséget nyújt nekik, és így a lehetséges nagy nyereség miatt a prudens szintnél magasabb kockázatú hitelezési gyakorlatot folytatnak.

erkölcsi ráhatás: A jegybank tekintélyét felhasználva informálisan (kétoldalú megbeszéléseken, írásbeli figyelmeztetéseken stb. keresztül) is rábíratja a bankokat magatartásuk megváltoztatására.

eszköztár, jegybanki eszköztár: Mindazon eszközök összessége, amelyek a jegybank rendelkezésére állnak céljai eléréséhez. Az eszköztár elemeivel a bankközi kamatok szintjét, illetve a bankközi piacon forgó jegybankpénz mennyiségét lehet közvetlenül befolyásolni. Az eszköztár legfontosabb elemei a nyiltpiaci (forint és deviza) műveletek és a kötelező tartalék.

expanzív monetáris politika: Az aggregált kereslet bővülését (a pénzmennyiség gyorsabb növekedését, alacsonyabb reálkamatokat vagy leértékeltébb árfolyamot) eredményező monetáris politika.

fedezeti rendszer, bankjegyfedezet, currency-banking vita: A nemesfémre átváltható pénzek időszakában a bankjegy- és érmekibocsátás mennyiségét a jegybank birtokában lévő nemesfémek mennyisége alapján korlátozták. Teljes fedezetet (általában) nem valósíthattak meg, de a forgalomban lévő bankjegyek és érmék egy meghatározott arányának megfelelő nemesfém-fedezettel kellett rendelkeznie a jegybanknak, illetve csak ennek birtokában bocsáthatott ki fizetőeszközt. A pénzforgalomban résztvevő további készpénz fedezetét „bankszerű fedezet”, általában jó minőségű kereskedelmi váltók leszámítása képezte.

fenntartható inflációcsökkentés: Az MNB által célfüggvényének leírására használt kifejezés. Az infláció csökkentése mint végső cél mindig a külső egyensúly fenntartásából következő korlátok figyelembe vételével értendő.

fix, illetve lebegő árfolyamrendszer: Fix árfolyamrendszerben a jegybank kötelezettséget vállal arra, hogy a hazai fizetőeszköz egy adott valutához, vagy valutaközhöz képesti árfolyamát egy előre kijelölt pályán tartja devizapiaci intervenciók segítségével. Lebegő árfolyamrendszer esetében a jegybank nem rendelke-

zik célkitűzéssel az árfolyam szintjére vonatkozóan, így az a mindenkori piaci kereslet és kínálat szerint szabadon alakulhat. Az árfolyamrendszer jellege alapvetően meghatározza a monetáris politika lehetőségeit.

fizetési és elszámolási rendszer: Azon eszközök, megállapodások, pénzforgalmi közvetítést és kiegyenlítést végző szervezetek és intézmények összessége, amely lehetővé teszi a fizetési forgalom lebonyolítását, illetve a pénzügyi piacok különböző értékeinek a cseréjét (az érték-papír- és devizaügyleteket).

fizetési mérleg: Az ország külfölddel folytatott reál- és pénzügyi tranzakcióinak összessége. Legfőbb részei: folyó fizetési mérleg, tőkemérleg, pénzügyi mérleg.

folyó fizetési mérleg, hiány: Az áruk és szolgáltatások külkereskedelmének (export mínusz import), a folyó transfereknek és a külfölddel szembeni jövedelem-átutalásoknak az egyenlege.

folyó fizetési műveletek: A folyó fizetési mérleget érintő tranzakciók (külkereskedelmi átutalások, külfölddel szembeni jövedelem-átutalások, transferek).

határidős (forward) kamat: Jövőbeni időpontban induló befektetések, hitelek kamatlába. Például az 1 év múlva kezdődő 6 hónapos határidős kamat az egy év múlva kezdődő, 6 hónapos befektetés várt kamatlába. Az azonnali és a határidős hozamok között a határidős (forward) kamatparitás teremti meg a kapcsolatot.

határidős (forward) kamatparitás: Az azonnali és határidős kamatok közötti kapcsolatot leíró összefüggés: azt fejezi ki, hogy az egymást követő rövid futamidejű határidős (jövőben induló) befektetések összesített hozamának meg kell egyeznie a megfelelő futamidejű, hosszú lejáratú, azonnali befektetés hozamával.

határidős ügylet: Olyan adásvételi ügylet, amelynek során az adásvétel tárgya egy rögzített jövőbeni időpontban, előre megállapított áron cserél gazdát (vö. „azonnali ügylet“).

hitelesség: Annak mértéke, hogy a piaci szereplők mennyire bíznak abban, hogy a

gazdaságpolitikai döntéshozók meghirdetett elveik szerint reagálnak a különböző gazdasági eseményekre. Például az árstabilitást célul kitűző jegybank akkor hiteles, ha az infláció növekedésének jeleire a várakozások szerint restriktívabb monetáris politikával válaszol.

hiperinfláció: Szélsőségesen magas infláció. Rendszerint a havi 50 százalékot meghaladó árszínvonal-emelkedés jellemzésére használják. A pénz nem vagy csak részben tölti be hagyományos funkcióit (fizetési eszköz, megtakarítási forma).

hozamgörbe: Különböző lejáratú kamatok ábrázolása a futamidő függvényében. Leggyakrabban az állampapírok hozamait ábrázoló állampapír-piaci hozamgörbe kerül említésre.

idő inkonzisztencia: A gazdaságpolitika egésze, illetve egyes részei leírására használatos kifejezés. Idő inkonzisztenciáról beszélünk, ha a jelenben optimális gazdaságpolitika a jövőben várhatóan nem lesz optimális, és ezáltal a kormány ösztönzést érez a meghirdetett politikától való eltérésre. Legjellemzőbb példája, ha az infláció mérséklését megcélzó gazdaságpolitika a bértárgyalásokat követően a várakozásoknál magasabb inflációt gerjeszt, magasabb növekedési ütem vagy jobb külső egyensúly érdekében.

indexálás: Pénzkövetelések, árak, bérek valamely belföldi árindexhez vagy devizaárfolyamhoz történő kötése, annak változásával történő folyamatos korrekciója.

indikátorok: Gazdasági, pénzügyi változók, amelyek előzetes információt nyújtanak a gazdaság állapotáról és segítenek előrejelezni a jövőben várható folyamatokat.

infláció: Az áruk és szolgáltatások általános árszintjének folyamatos és tartós emelkedése.

inflációs célkövetés (inflation targeting): Olyan monetáris politikai keretrendszer, melyben a jegybank explicit módon deklarálja a jövőbeni infláció alakulására vonatkozó célkitűzéseit, és kötelezettséget vállal a célok teljesítésére.

inflációs várakozás: Valamely jövőbeli időpontra vagy időszakra várt, tervezett infláció.

intervenció: Jegybanki beavatkozás a devizapiacra. A központi bank a devizapiacra devizavásárlással vagy -eladással befolyásolja a hazai fizetőeszköz árfolyamát. Az intervenció következtében megváltozik (devizaeladásakor csökken, devizavásárláskor növekszik) a gazdaságban levő jegybankpénz mennyisége, mely hatás sterilizációval ellensúlyozható.

irányadó instrumentum: A jegybank által közvetíteni kívánt, optimálisnak ítélt kamatszintnek a transzmisszió szempontjából leginkább meghatározó (rendszerint néhány hetes vagy hónapos) futamidőn történő érvényesítése céljából alkalmazott eszköz (betét vagy hitel). Általa a jegybank közvetlen és hatékony befolyást kíván gyakorolni a pénzpiacra kialakuló hozamokra.

irányadó kamat: Azon kamatláb, mely leginkább tükrözi a monetáris politika irányultságát, illetve annak megváltozását. Legtöbbször az irányadó jegybanki instrumentumon meghirdetett hozam.

jegybanki ellenőrzés: A jegybanknak történő adatszolgáltatás, és egyes jogszabályok (így például a jegybanki rendelkezések) betartásának ellenőrzése.

jegybanki függetlenség: A jegybanknak, mint a monetáris politikáért felelős szervezetnek megfelelő szabadsággal és önállósággal kell rendelkeznie a monetáris politikai döntések meghozatalához mind személyi, mind pénzügyi, mind szakmai szempontból. A jogi értelemben vett függetlenséget a legtöbb fejlett országban törvény deklarálja.

jelenérték: A jövőbeli pénz(áramlás) jelenbeni pénzben kifejezett értéke.

kamatfolyosó: A jegybank O/N (overnight, azaz egynapos) aktív repó és betéti kamatai által kijelölt folyosó, amely korlátozza az 1 napos bankközi kamatok alakulását. A jegybankok a rövid lejáratú kamatok nem kívánt ingadozásának mérséklése érdekében alkalmazzák.

kamatprémium: A kamatprémium a forint hozamának a külföldi hozam és a forint várt leértékelődése feletti része. A kamatprémiumnak megfelelő többlethozamot annak fejében várják el a befektetők, hogy pénzüket a (dollárba vagy euróba történő befektetésekhez viszonyítva) kockázatosabbnak tartott forintba fektessék.

kamattranszmisszió: Lásd „monetáris transzmissziós mechanizmus“.

készfizetés: Nemesfém alapú pénzrendszerek esetében a központi bank kötelezettsége arra, hogy a forgalomban lévő pénz helyettesítőket kívánságra monetáris nemesfémre váltsa. Noha a nemesfém a forgalomban nem vagy csak korlátozottan vesz részt, a készfizetésen keresztül érvényesülhetnek a klasszikus aranyalapú pénzrendszer törvényszerűségei (lásd aranystandard).

kétszintű bankrendszer: A monetáris politikáért felelős jegybank nincs közvetlen hitelkapcsolatban a vállalatok és a lakosság széles körével.

kis, nyitott gazdaság: A közgazdasági elmélet szempontjából kis országnak számít az, amelyik export- és importpiacain árelfogadó. A nyitottság fokmérője az ország külfölddel való gazdasági kapcsolatainak, külkereskedelmének kiterjedtsége, jellemzően az export és import összegének a GDP-hez viszonyított arányával azonosítják.

konverzió: Forintról devizára (vagy fordítva) történő átváltás. A jegybanki konverzió a devizapiaci intervenció kívül az állam devizaműveleteiből (adósságszolgálat, hitelfelvétel, privatizáció) származó deviza-forint átváltást is tartalmazza.

kötelező tartalék(ráta): A kereskedelmi bankok az általuk gyűjtött betétek és egyéb források után – a tartalékráta által meghatározott százalékban – tartalékot kötelesek képezni a jegybanknál. A tartalékráta emelése szűkíti, csökkentése növeli a gazdaságban lévő pénzmennyiséget.

közbülső cél: A monetáris politika végső célját befolyásoló változó, amelyre a jegybank az általa közvetlenül befolyásolható operatív céllal hat. Közbülső cél lehet vala-

melyik monetáris aggregátum (pénz vagy hitelmennyiség), a nominális árfo-lyam vagy akár a jegybank inflációs prognózisa is.

lejáratig számított hozam: Lásd „belső megté-
rülési ráta”.

likvid eszköz: Olyan eszköz, amelyet gyorsan és alacsony költséggel (beleértve az ár-
folyamvesztéséget is) pénzre lehet váltani.

likviditási helyzet, likviditásszabályozás:
A banki tartalékok tényleges és kívánatosnak tartott szintjének viszonya. Likvi-
ditáshiányról akkor beszélünk, amikor a kívánatos szint magasabb a tényleges-
nél és a bankok jegybanki hitelek felvé-
telére szorulnak. Likviditásszabályozás a jegybank azon pénzügyi tevékenysége,
melynek során eszközrendszerének mű-
ködtetésével úgy alakítja a jegybank-
pénz keresletét, illetve kínálatát, hogy azok összhangba kerüljenek operatív
céljával, legyen az mennyiségi vagy ka-
matcél.

likviditási korlát: Egy gazdasági szereplő által felhasználható saját és idegen pénzför-
rások maximális nagysága. Például lik-
viditáskorlátos háztartásról akkor beszél-
ünk, ha annak fogyasztási, illetve beru-
házási döntéseit, hitelfelvételi lehetőség
hiányában, pillanatnyi jövedelmi pozíci-
ója határozza meg, nem pedig egy
hosszabb időhorizontra várt jövede-
lem-áramlása.

likviditásmenedzsment: Tágabb értelemben a
pénzügyi és nem pénzügyi vállalatoknak
az a tevékenysége, amelynek során az
üzletmenetükhöz szükséges likvid esz-
közöket a lehető legkisebb költség mel-
lett biztosítják. Szűkebb értelemben a
kereskedelmi bankok azon tevékenysé-
ge, amelynek során az ügyfelek tranzak-
cióihoz és a jegybanki tartalékelőíráshoz
szükséges likvid eszközállományt a leg-
kisebb költség mellett biztosítják.

lombardírozás, lombardhitel: Értékpapír fede-
zete mellett adott, kamatozó, (kézi)zá-
loghitel, amelyben az értékpapírok a
hitelező őrzésében hitelbiztosítékként
szolgálnak.

maginfláció: Speciális inflációs mutató, meg-
tisztítja az infláció alakulását a legváltó-
zékonyabb és a monetáris politikától
leginkább független tényezők (idény jel-
legű élelmiszerek, üzemanyag, gyógy-
szerárak) hatásától.

másodlagos piac: A már kibocsátott értékpá-
pírok befektetők közötti adás-vételének
színtere.

monetáris bázis (M0): A legszűkebb pénz-
aggregátum, amely a készpénzt, vala-
mint a kereskedelmi bankok jegybank-
nál vezetett forintszámláinak egyenlegét
tartalmazza. A jegybank a monetáris bá-
zisz nagyságára közvetlen befolyással bír.
A monetáris bázist időnként jegybank-
pénznek, bázispénznek, illetve nagy-
erejű pénznek (high-powered money) is
hívják.

monetáris hatóság: A pénz (bankjegy és érme)
kibocsátásának monopóliumával ren-
delkező intézmény, jellemzően a jegy-
bank.

monetáris kondíciók: A monetáris politika jel-
legét (expanzív, restriktív) leíró változók,
rendszerint a reálkamat és a reálárfo-
lyam.

monetáris transzmissziós mechanizmus: Az a
hatásláncolat, amely során a jegybanki
kamatok megváltozása a piaci hozamo-
kon és az árfolyamon keresztül a ma-
gánszektor fogyasztási és beruházási
döntéseire, ezáltal végső soron az inflá-
ció alakulására hat.

nettó finanszírozási kapacitás: Az adott szektor
követeléseivel és tartozásaival kapcsolo-
dó, adott időszaki tranzakciók végső
egyenlege. Például a háztartás nettó fi-
nanszírozási kapacitása jövedelmének
azon része, amelyet nem költ el fogyasztá-
sra és beruházásra, így más szektorok
finanszírozására rendelkezésre áll.

nettó jelenérték: A jelenérték és az aktuális pi-
aci ár különbsége. Egy befektetést akkor
érdemes megvalósítani, ha a nettó jelen-
értéke pozitív, azaz ha a jelenértékénél
alacsonyabb piaci áron lehet megvásá-
rolni vagy megvalósítani.

nominális horgony: A stabilizációs gazdaság-
politika által közvetlenül megcélzott no-

minális makroökonómiai változók (pl. árfolyam, bérek, pénzmennyiség), amelyek tervezett alakulása más nominális árak kialakításakor iránymutatásként, referenciaként szolgál, ezáltal segít az infláció és az inflációs várakozások „lehorgonyzásában”. A nominális horgony általában megegyezik a monetáris politika közbülső célváltozójával.

nominális változók: Az árváltozás (infláció) és a volumenváltozás hatását egyaránt tükröző változók.

nyíltpiaci műveletek: A jegybank azon tevékenysége, melynek során értékpapírokat (elsősorban államkötvényeket) értékesít vagy vásárol, a jegybankpénzmennyiség, illetve a kamatszint befolyásolása céljából.

nyitott devizapozíció: Nyitott devizapozíciónak tekintendő, ha a hitelintézet devizaeszközeinek és határidős devizaköveteléseinek összege valamely devizában nem egyezik meg a devizaforrásainak és határidős devizatartozásainak összegével. A hitelintézet teljes nyitott pozíciója az egyes külföldi pénz nemekben fennálló és forintban kifejezett, előjel nélküli (hosszú és rövid) pozíciók összege. A mérleg szerinti nyitott pozíció a hitelintézet mérlegében szereplő devizaeszközök és források alapján számított előjeles (nettósított) nyitott pozíciók összege.

operatív cél: Olyan változó, amelyre a jegybank közvetlenül és azonnal képes hatni és amelynek változása befolyásolja a monetáris politika közbülső célját. Leggyakrabban valamilyen rövid futamidejű pénzpiaci hozam.

overnight (o/n) kamat: Az 1 napos futamidejű, ma induló és holnap lejáró (jellemzően bankközi) kihelyezések, illetve hitelek kamata.

passzív repó: Olyan értékpapír-visszavásárlási megállapodás, mely során a jegybank értékpapírt (rendszerint állampapírt) ad el, s azt az ügylet megkötésekor rögzített időpontban és ár mellett egy jövőbeli időpontban visszavásárolja. A passzív repó felfogható egy betételfogadásnak

is, mely során a jegybank likviditást von ki a bankrendszerből (lásd még: repó).

pénzillúzió: Ezzel a szóval szokták jelölni azt a jelenséget, amikor a gazdaság szereplői nem képesek elkülöníteni a nominális változásokat a reálváltozásoktól. A pénzillúzió miatt a pénzmennyiség növelése átmenetileg képes növelni az aggregált keresletet, hosszabb távon azonban a pénzillúzió megszűnik, és a pénzmennyiség növekedése inflációban csapódik le.

pénzmultiplikátor, pénzmultiplikáció: A pénzmultiplikátor valamely monetáris aggregátum (M1 vagy M3) és a monetáris bázis (másnéven jegybankpénz) hányadosa. A pénzmultiplikáció az a folyamat, amely során a kereskedelmi bankok hitelezési és pénzteremtési tevékenysége folytán a monetáris bázis egységnyi bővülése sokszorosával – pontosan a pénzmultiplikátor értékével – növeli a bővebb monetáris aggregátumot.

prémium (hitelkockázati, likviditási stb.): Egy adott eszköznek a kockázatmentes eszköz hozamához viszonyított többlethozama, amit a befektetők az adott eszköz különböző (politikai, partner, likviditási stb.) kockázata miatt ellentételezésként várnak el. Az elvárt (ex ante) és a ténylegesen realizált (ex post) hozam eltérhet egymástól.

prompt ügylet: Lásd „azonnali ügylet”.

prudenciális szabályozás: Felügyeleti szabályozás, amely a hitelintézetek túlzott kockázatvállalását korlátozza (például tőkemegfelelésre és a nagyhitelekre vonatkozó korlát). A prudenciális szabályok betartásával a hitelintézet köteles fenntartani azonnali és mindenkori hitelképességét (azaz likviditását és szolvenciáját).

reálárfolyam: Az árfolyam, valamint a belföldi és a külföldi árszint arányának hányadosa. A gazdasági versenyképesség mutatója, amely a külföldi javak hazai javakban kifejezett értékét adja meg. A reálárfolyam felértékelődése a monetáris kondíciók szigorodását, a versenyképesség romlását, az aggregált kereslet és az inf-

láció csökkenését vonja maga után, míg a leértékelődés a monetáris kondíciók lazítását jelenti, általában versenyképesség-javító, de árszínvonal-emelő hatású. A monetáris politika csak rövid távon képes hatni a reálárfolyam alakulására.

reálkamat: A nominális kamatoknak az inflációs várakozást meghaladó része. A reálkamat nagysága hatással van a fogyasztási, megtakarítási és beruházási döntésekre, és ezeken keresztül az aggregált keresletre és az inflációra. A monetáris politika többek között a reálkamat szintjének meghatározásán keresztül képes hatni célkitűzései (közbülső célja) alakulására.

reálváltozók: Az árak változásától megtisztított, volumenhatást tükröző változók.

refinanszírozási hitel: A kereskedelmi bankok számára, a jegybank által nyújtott forint-hitel abból a célból, hogy azt (meghatározott programok keretében) továbbhitelezik a gazdasági vállalkozások számára.

repó: Értékpapír-visszavásárlási megállapodás. Két ellentétes irányú adásvételi ügylet együttese, mely során az eszköz (legtöbbször állampapír) a jelenben gazdát cserél, s egyúttal egy jövőbeli, ellentétes ügylet is megkötésre kerül, meghatározott időpontra és ár mellett. Célja rövid futamidejű hitelnyújtás, illetve betéltelhelyezés.

restriktív monetáris politika: Az aggregált kereslet csökkenését (a pénzmennyiség lassabb növekedését, magasabb reálkamatokat vagy felértékeltébb árfolyamot) eredményező monetáris politika.

rövid, illetve hosszú táv: Viszonylagos fogalmak. A pénzügyi szóhasználatban a rövid táv az 1 évnél rövidebb, a hosszú táv az 1 évnél hosszabb futamidőt jelenti. A közgazdaságtanban a rövid táv olyan időintervallumot jelöl, amelyen belül a keresleti hatásokra a gazdaság kínálati oldala csak részlegesen képes válaszolni, mert a termelési tényezők egy része adott, míg hosszú távon minden termelési tényező változhat.

sánta aranyvaluta (limping gold standard): Az 1892-ben bevezetett aranykorona esetében hiányzott a klasszikus, az aranyvaluta néhány döntő sajátossága, ezért azt „sánta” aranyvalutának nevezték. Nem érvényesült a monometallizmus, vagyis az aranyon kívül a korábban vert ezüstpénzeket is elfogadták fizetőeszközként és az ezüstkészletet is beszámították a fedezetbe. Nem valósult meg a készfizetés, vagyis a bankjegyek kötelező átváltása aranyra és fedezet nélküli állami papírpénzek is forgalomban maradtak.

sokk: A gazdaságot érő külső behatás, amely kimozdítja a makrogazdasági változókat azok egyensúlyi pályáiról.

spot ügylet: Lásd „azonnali ügylet”.

sterilizáció: Mindazon jegybanki műveletek, amelyek célja a devizapiaci intervenció belföldi pénzkínálatra gyakorolt hatásának ellensúlyozása, például a jegybanki betét vagy kötvény állományának a devizapiaci intervencióval megegyező mértékű növelésével.

sterilizált intervenció: Összehangolt jegybanki művelet, amelynek során az árfolyamcél fenntartása érdekében a jegybank interveniál a devizapiacra, és ezzel egyidőben az intervenciók likviditási hatását nyíltpiaci vagy más műveleteivel ellensúlyozza.

swap (csereügylet): Olyan adásvételi megállapodás, amelynek értelmében a szerződő felek jövőbeli pénzáramlásokat cserélnek el előre megállapított feltételek mellett. Devizawap-ügylet során a szerződő felek különböző devizákban megállapított pénzáramlás cseréjére szerződnek. A swapügyletek a (a határidős és opciós ügyletek mellett) a kockázatkezelés alapvető eszközei.

származtatott határidős hozamok: Az azonnali (spot) hozamgörbéből a határidős kamatparitás segítségével kiszámolt (implicit) határidős hozamok.

tőkeáttétel: Egy vállalkozás saját és idegen forrásainak aránya.

tőkeműveletek: A fizetési mérleg pénzügyi mérlegét érintő tranzakciók (közvetlen

működőtőke-befektetések, portfólió és egyéb tőkeáramlás).

tradable javak: A külkereskedelmi forgalomban ténylegesen vagy potenciálisan résztvevő áruk és szolgáltatások.

transzmissziós késleltetés: Az az időtáv, amely egy monetáris politikai lépés szükségességének felmerülése, és a lépés teljes hatásának végleges lecsengése között eltelik.

transzparencia: A jegybanki működés átláthatósága a gazdaság szereplői számára. A transzparens működés hozzásegít a monetáris politika hitelességének megteremtéséhez és fenntartásához.

üzleti ciklus: A gazdasági fellendülés és visszaesés (vagy a növekedés lassulása) egymást követő időszakai, amelyek során a növekedési ütem a hosszú távú trendje körül ingadozik.

valós idejű bruttó elszámolási rendszer: Olyan bruttó elvű (az elszámolásokat és a kiegyenlítéseket egyidőben végrehajtó) fizetési rendszer, amelyben a fizetési megbízások feldolgozása és végleges kiegyenlítése folyamatosan zajlik az érintett résztvevők azonnali értesítése mellett, szemben a nettó rendszerekkel (ahol az elszámolás és a kiegyenlítés mozzanata időben elválik) vagy a késleltetett kiegyenlítésű bruttó rendszerekkel (ilyen például bankközi klíringrendszer, korábbi nevén a zsró).

valutakosár: Fix árfolyamrendszerek esetében a rögzítés gyakran nem egyetlen valutához képest történik. Ilyenkor a hazai

fizetőeszköz több, különböző valutához képesti árfolyamának súlyozott átlagát tartja kijelölt szinten a jegybank. Ezen valuták és a hozzájuk tartozó súlyok összessége a valutakosár.

végleges adásvételi (outright) művelet: Olyan adásvételi ügylet, ahol az adásvétel tárgyát képező eszköz (értékpapír, deviza) véglegesen gazdát cserél (vö. repó).

végző hitelező: A jegybank. A pénzügyi szektor (azon belül a bankrendszer) stabilitásának megőrzése érdekében a jegybank implicit elkötelezettséget vállal a banki ügyfelek védelmére, és a nehéz helyzetbe került bankokat elegendő likviditással (jegybankpénz) látja el ahhoz, hogy elkerülhető legyen a bank összeomlása. Ha ez az elkötelezettség nyilvánvaló, erkölcsi kockázat merül fel.

zéró-kupon hozam: Egy adott futamidőhöz tartozó zéró-kupon hozam az a hozam (diszkontráta), amely mellett egy kamatfizetés nélküli, a futamidő végén a névértéket egy összegben törlesztő értékpapírt ki lehet bocsátani az adott piaci körülmények között. Zéró-kupon hozamot olyan pénzügyi eszközökből is lehetséges számolni, amelyek nem csupán a futamidő végén törlesztenek (kamatot és tőkét külön, több alkalommal is fizetnek). Ha egy ilyen, többször is fizető pénzügyi eszköz kifizetéseit a pénzáramlás időpontjához tartozó zéró-kupon hozammal diszkontáljuk, a pénzáramlások jelenértékének összege a pénzügyi eszköz piaci árával lesz egyenlő.

A

adatgyűjtés és -szolgáltatás 19
adórendszerek indexálása 48
adósságválság 14
aktív repó 84, 109
alelnök 37
alkalmazkodó szabályozás 105
állam bankja 23
állam devizahitel-felvétele 26
Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet
(ÁPTF) 27, 29, 30
aranystandard 10
árfolyamcél 53
árfolyamkockázat 86
árfolyamkockázati prémium 74
árfolyampálya 73
árfolyamspekuláció 56
árstabilitás 18, 46
átlagolós módszer 91
átválthatóság 28

B

bankcsőd 22
bankellenőrzés 19
banki likviditásszabályozás 89
bankjegykibocsátás 18, 19
bankközi elszámolásforgalom 30
Bankközi Kliringrendszer – BKR 32
bankok bankja 17, 18, 105
bankrendszer összevont mérlege 60
Bankszakmai bizottság 38
BÁT (Budapesti Árutózsde) 31
belső megtérülési ráta 65
BÉT (Budapesti Értéktőzsde) 31
betétbiztosítási alap 22

C

célérték 52
credit crunch 48
csúszó árfolyam 102
csúszó árfolyamrendszer 50, 54, 74

D

devizaadósság 51
devizaárfolyam 53
devizabetét-csere konstrukció 85
devizaengedélyezési jogkör 28
Devizaközpont 11, 12
devizakorlátozás 12
devizaswap 86
devizatartalék 18, 25, 102
dezinfláció 47
dezinfláció rövid távú költségei 48
direkt eszközök 81, 89
diszkontkincstárjegy-aukciók 84
diszkonttényező-hatás 69
diszkrecionális szabályozás 105
duration 72
DVP (Delivery Versus Payment) 32

E

ECB 92
egyidejű előrejelzők 71
egyszintű bankrendszer 13
elhelyezési periódus 90
elnök 37
előrejelzők (leading indicators) 71
elszámolási számla 30
elvárt kamatprémium 74
emisszió 18
engedélyezés 27
érmekibocsátás (emisszió) 19

Eszköz- és forrásbizottság (ALCO) 38
 EU-integráció 41

F

fedezetértékelés 95
 felügyelőbizottság 36
 fenntartható inflációcsökkentés 49
 fix árfolyamrendszer 54
 fogyasztás intertemporális optimalizációja 68
 folyamatos rendelkezésre állás 98
 folyó fizetési mérleg 62
 forward kamatparitás 77
 fölös likviditás 72, 73
 függetlenség 24

G

gazdaságpolitika hitelessége 55, 69
 giro (Bankközi Kliringrendszer – BKR) 32
 Giro Elszámolásforgalmi Részvénytársaság 31
 gyorstender 77, 91, 95, 96, 97, 104, 106,
 107, 111

H

haircut 96
 határidős devizapiac 75
 Havi jelentés 35
 hiperinfláció 13
 hitelkockázati prémium 72
 hitelkontingens 81
 hozamgörbe 63, 65
 hozamgörbe-elméletek 64

I

igazgatóság 36
 IMF 26
 indikátorok 57
 indirekt eszközök 81, 89
 infláció gazdasági költségei 48
 infláció társadalmi költségei 47
 inflációs célkövetés rendszere (inflation
 targeting) 53
 inflációs várakozás 64
 inflációs várakozások 66
 intervenció 72, 74, 87, 101, 107, 109
 irányadó instrumentum 76, 96, 99, 103
 IRR 65

J

jegybanki ellenőrzés 29
 jegybanki eszköztár 58, 88
 jegybanki függetlenség 38
 jegybanki kommunikáció 70
 jegybanki likviditástervezés 106, 108
 jegybankpénz 20, 89, 91, 108
 jegybankról szóló 1991. évi LX. törvényt 16
 jegybanktanács 36, 40, 41
 Jelentés az infláció alakulásáról 70
 jogharmonizáció 42
 jogi függetlenség 39
 jogszabály-alkotási funkció 27
 jövedelmi hatás 68

K

kamatfolyosó 76, 97
 kamatpadló 98
 kamatplafon 97, 107
 kamattender 97
 kamattranszmisszió 71
 kamatváltoztatás 100
 KELER Rt. 31, 111
 KESZ 109
 kétszintű bankrendszer 15
 keynesi iskola 45
 kincstár 109
 Kincstári Egységes Számla – KESZ) 24
 kincstárjegy 83
 kincstárjegyaució 94
 kis, nyitott gazdaság 50
 kötelező tartalék 21, 23, 82, 86, 89, 109
 kötelező tartalékolás okozta többletköltség
 93
 közbülső cél 52
 közgyűlés 35
 Központi Elszámolóház és Értéktár Rt.
 (KELER Rt.) 31
 központi költségvetés finanszírozása 24
 Központi Statisztikai Hivatal 34
 központosított bankközi pénzpiac 83
 külső egyensúly 50

L

leértékelési ütem 55
 leértékelési ütem csökkentése 49
 levelező tag 32
 likviditáshiány 21
 likviditásmenedzselés 93

M

Magyar Királyi Állami Jegyintézet 11
 másodlagos értékpapírpiac 94
 mennyiségi aukció 103
 mennyiségi tender 97
 MNB-kötvény 62, 96, 102, 103
 monetáris bázis 59
 Monetáris bizottság 37
 monetáris kondíciók indexe (Monetary
 Conditions Index – MCI) 57
 Monetáris politikai irányelvek 70
 monetáris transzmisszió 68
 monetarista iskola 45
 moral hazard 106
 működési függetlenség 40

N

napi fedezetértékelés 96
 nemfizetési kockázat (default risk) 55
 Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS) 12
 nettó finanszírozási kapacitás, illetve
 igény 62
 nominális horgony 52
 non-tradable szektor 56
 nyíltpiaci művelet 89, 94, 105
 nyitott devizapozíció 57, 83

O

OECD-tagság 28
 operatív cél 57, 58, 104
 orosz árfolyamkrízis 74
 Osztrák-Magyar Bank 10
 outright műveletek 94
 óvadéki repó 95
 overdraft 98

P

passzív repó 84, 95
 pénzaggregátumok 59
 pénzforgalmi számla 20
 pénzkibocsátás monopóliuma 17
 pénzkínálat 21
 pénzmennyiség 52
 pénzmultiplikátor 60
 pénzpiaci válság 22
 Phillips-görbe 45
 pivoting 77
 Posta 34

prognózis 109
 puha költségvetési korlát 82

R

racionális várakozások 46
 reálárfolyam hatás 69
 refinanszírozási csatorna 82
 repó 94
 repókeret 106

S

signalling 100
 spekuláció 74, 100
 statisztikai szolgálat 34
 sterilizáció 94, 96, 101, 103
 sterilizációs eszközök 59
 sterilizációs költségek 102
 sterilizált intervenció 58, 74
 Svensson-eljárással becsült zéró-kupon ho-
 zamgörbe 66
 swap 96
 SWIFT – Society for Worldwide Interbank Fi-
 nancial Telecommunication 33
 szabad likviditás 109, 110
 szabad tender 97
 szakaszos rendelkezésre állás 101
 szállítási repó 95
 származtatott határidős hozamok 65
 szélesebb értelemben vett pénzkategó-
 ria(M3) 61
 személyi függetlenség 39
 szűken értelmezett pénzmennyiség (M1) 60

T

TARGET 33
 tartalék alapja 90
 tartalékmentesség 92
 tartalékok devizaszervezete 26
 tartalékokra fizetett kompenzáció 93
 tartalékperiódus 93, 100, 107
 tartalékráta 90, 92
 tender 95, 96, 97
 tényleges függetlenség 39
 tőzsdén kívüli állampapírpiac (OTC) 31
 tradable szektor 56
 transzmissziós mechanizmus 42, 51, 70, 72
 100, 104, 105
 transzparencia 42

U

új gazdasági mechanizmus 14
újklasszikus makroökonómia 46

Ü

ügyfélkör 111
üzleti feltételek 97

V

vagyoni hatás 68

valós idejű bruttó elszámolási rendszer
(VIBER) 33
valutakosár 54, 87
végső cél 41, 45
végső hitelező 17, 21
versenyképesség 50
Világbank 26
volatilitás 106

Z

zero averaging 92
zérókupon hozamgörbe 65