

# ÁLLAM – VÁLSÁG – PÉNZÜGYEK





# **ÁLLAM – VÁLSÁG – PÉNZÜGYEK**

**A MONETÁRIS POLITIKA A XXI. SZÁZADBAN**

**GYŐR, 2016.**

*Libri Collegii de Batthyány*

*A szerzők:*

Dr. Kolozsi Péter Pál PhD, egyetemi docens (NKE),  
főosztályvezető (MNB)

Dr. Kovácsné Dr. Sipos Ágnes PhD, egyetemi docens (BGE)

Meizer Gábor, közgazdász (MNB)

Novák Zsuzsanna, elemző (MNB)

Palotai Dániel, ügyvezető igazgató (MNB)

Prof. Dr. Várnay Ernő CSc, egyetemi tanár (DE)

A kézirat lezárva: 2016. február 20.



A Batthyány Lajos Szakkollégium Állam – Válság – Pénzügyek  
című konferenciájának tanulmánykötete.

Minden jog fenntartva. Bármilyen másolás, sokszorosítás, illetve  
adatfeldolgozó rendszerben való tárolás a kiadó előzetes írásbeli hoz-  
zájárulásához van kötve.

Szerkesztette:  
*Kálmán János*

A borítót tervezte:  
*Keserű Barna Arnold*

ISBN 978-963-12-5256-9

Kiadja: Batthyány Lajos Szakkollégiumért Alapítvány  
Felelős kiadó: dr. Kálmán János  
Kiadó címe: 9027 Győr, Budai út 12.  
Megjelent 200 példányban.

Nyomdai kivitelezés: Art-PR. Kft., Győr

Kérjük személyi jövedelemadója 1 %-nak felajánlásával támogassa a  
Batthyány Lajos Szakkollégiumért Alapítvány működését!

**Adószám:** 18983034-1-08

*A kötet megjelenését támogatta a Pallas Athéné Domus Animae Alapítvány.*







## *TARTALOMJEGYZÉK*

Előszó .....9

### **Meizer Gábor – Palotai Dániel:**

Az Európai Központi Bank monetáris politikája..... 11

### **Sipos Ágnes:**

A tagállami jegybankok a XXI. században – a felügyeleti hatósági és a szanálási jogkör szabályozása és a jegybanki függetlenség összefüggése néhány tagállamban .....43

### **Várnay Ernő:**

Az Európai Központi Bank a válságban - az OMT ügy ..... 89

### **Kolozsi Pál Péter – Novák Zsuzsanna:**

A monetáris politika eszközei a XXI. században – az MNB példája ..... 133



## ELŐSZÓ

A Batthyány Lajos Szakkollégium 2015 februárjában „*Állam – Válság – Pénzügyek*” címmel útjára indított egy konferenciasorozatot, amely harmadik, egyben záró „állomásán” elhangzott előadások szerkesztett változatát tartalmazó kötetet tartja kezében T. Olvasó.

A konferenciasorozat célul tűzte ki, hogy áttekintse a világgazdasági válság hatásait – a jogtudomány és a közgazdaságtan szempontjából – az állam és a gazdaság viszonyában. A világgazdasági válság megmutatta, hogy újra kell gondolni az állam és a gazdaság viszonyát, a régi, bevett megoldások nehezen tarthatóak fenn, új – társadalmi, gazdasági – konszenzusra van szükség, amely kialakításában mindkét nagy társadalomtudományi területnek – szoros együttműködésben – ki kell vennie a részét. A neoliberais gazdaságpolitika adta megoldások önmagukban nem adnak választ a gazdasági visszaesés negatív hatásainak kezelésére (államadósság, munkanélküliség stb.), ezért a nem konvencionális megoldások felé (is) kell fordulni.

A konferenciasorozat harmadik állomása – erre figyelemmel – a monetáris politika kialakításával, a monetáris politikai eszköztár átalakulásával, a nemkonvencionális monetáris politikai eszközök megjelenésével és ezeknek a jelenlegi jogi kereteket feszegető kérdéseivel foglalkozott.

Bízunk benne, hogy az *Állam – Válság – Pénzügyek* kötetei méltóak lesznek a T. Olvasó érdeklődésére.

*Szerkesztő*



# AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK MONETÁRIS POLITIKÁJA

*Meizer Gábor – Palotai Dániel*

## Absztrakt

*A 2008/2009-ben kezdődött világgazdasági válság nemcsak a közgazdasági gondolkodásban eredményezett paradigmaváltást, hanem a monetáris politika vitelének széles spektrumán is. A tárgyalt krízis menedzselése mellett mandátumaik teljesítése céljából mind a fejlett, mind a feltörekvő országok jegybankjainál szükségessé vált a monetáris politikai eszköztár újraértelmezése. Az elmúlt években az Európai Központi Bank is számos nemkonvencionálisnak tekinthető programot vezetett be az inflációs cél elérésére érdekében, melyek keretében hangsúlyos aspektust kap a monetáris transzmisszió javítása. Az írásunkban az EKB-eszköztár elmúlt évekbeli átalakulásának elemző értékelésére törekedtünk, kiemelt figyelemmel az egyes programok hatásmechanizmusára. Empirikus kutatások is bizonyítják, hogy a nemkonvencionális eszközök célzott, körültekintő használata érdemben támogathatja a jegybanki mandátumok elérését, így indokoltnak tekinthető, hogy integráns részévé váltak napjaink monetáris politikájának.*

Kulcsszavak: monetáris politika, nemkonvencionális jegybanki eszközök, inflációs célkövetés, Európai Központi Bank

JEL Kód: E44, E52, E58, O20

## **1. BEVEZETÉS**

Az Európai Központi Bank (a továbbiakban: EKB) monetáris politikájáról részletes ismertetést adott az *Európai Központi Bank iránymutatása az eurorendszer monetáris politikai eszközeiről és eljárásairól*

című kiadvány.<sup>1</sup> Jelen tanulmány<sup>2</sup> először áttekintést nyújt az Európai Központi Bank válság előtti eszköztáráról, majd annak a pénzügyi válság kitörését követő átalakulásáról, kibővüléséről, végül röviden ismerteti az intézmény legutóbbi intézkedéseit és azok hatásait. A tanulmány<sup>3</sup> számottevően támaszkodik *Ábel és szerzőtársainak munkájára*.<sup>4</sup>

## 2. AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK STRATÉGIÁJA

Az Európai Központi Bank monetáris politikai stratégiája az európai jegybankok tapasztalatára, gyakorlatára épít. A választott stratégia azonban nem egyetlen vagy néhány jegybank stratégiájának mechanikus alkalmazása (nem tisztán monetáris aggregátum vagy inflációs célkitűzés), hanem elsősorban a két stratégia egyedi kombinációja és adaptációja.<sup>5</sup>

*A stabilitás-orientált monetáris politikai stratégia* több részből áll. Egy számszerű inflációs célkitűzésből, amely az elsődleges célként az árstabilitást definiálja. Az árstabilitás elérését két pillér támogatja: egyrészt a jövőbeni áralakulás megítélését segítő meghatározott monetáris, pénzügyi és nem-pénzügyi jelzőszámok széleskörű értékelése, másrészt pedig egy széles monetáris aggregátum alakulásának

---

<sup>1</sup> EKB (2011): Az Európai Központi Bank iránymutatása (2011. szeptember 20.) az eurorendszer monetáris politikai eszközeiről és eljárásairól, elérhető: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/02011o0014-20130103-hu.pdf> (2016.02.10.).

<sup>2</sup> A szerzők kiemelt köszönetet mondanak Csontos Orsolyának, az MNB munkatársának a tanulmány elkészítésében tett értékes hozzájárulásáért.

<sup>3</sup> Az EKB programok, intézkedések értékelése alapvetően a 2015 végéig rendelkezésre álló információk figyelembevételével történt.

<sup>4</sup> ÁBEL ISTVÁN – LEHMANN KRISTÓF – SZALAI ZOLTÁN: *A monetáris politika keretei az eurozónában* (kézirat), 2014.

<sup>5</sup> HORVÁTH, ÁGNES – SZALAI ZOLTÁN: *Az európai Gazdasági és Monetáris Unió. Az ECB monetáris politikai stratégiája* (kézirat), 2005.

követése, amelynek elemzését számszerű referenciaérték meghatározása segíti.

Az árstabilitást 2003 májusában a következő módon definiálták: a harmonizált fogyasztóiár-index (*Harmonised Index of Consumer Prices*, a továbbiakban: HICP) éves alapon számított növekedése középtávon maradjon 2 százalék alatt, de ahhoz közel. A cél azért alacsony, de pozitív (tehát nem zéró infláció), mert a HICP, mint minden fogyasztóiár-index túlbecsüli a tényleges inflációt (például minőségi javulás és összetétel-változás miatt). Továbbá nominális ár- és bérmevségek, valamint nem-negatív kamatok esetén az alacsony, de pozitív infláció segíti az alkalmazkodást.

### **3. AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK MŰVELETI KERETRENDSZEREK ÉNEK ÁTTEKINTÉSE**

A monetáris politika az irányadó kamatok alakításával befolyásolja a gazdaságban a rövid futamidejű nominális kamatok szintjét, ami a különböző reálgazdasági csatornákon keresztül hatással van a háztartások és vállalatok kiadási, valamint megtakarítási döntéseire, a monetáris és pénzügyi fejleményekre és ezeken keresztül végső soron az árszínvonalra. A jegybank az irányadó kamatok mellett a pénzügyi likviditási helyzet változtatásával hat a monetáris kondíciókra. A jegybank monetáris politikai műveleteivel biztosítja a pénzügyi piacok megfelelő működését. Ezt a hitelintézeteknek nyújtott rendszeres refinanszírozási és egyéb műveletek segítik, amelyekkel lehetőségük van az átmeneti likviditási többlet vagy hiány kezelésére. A monetáris politikai eszköztár elemei három fő csoportba sorolhatóak: *nyílt piaci műveletek, jegybanki rendelkezésre állás*, valamint a hitelintézeteknek az eurorendszerrel vezetett számláikon történő *kötelező tartalék képzése*.

### 3.1. Nyílt piaci műveletek

A nyílt piaci műveletek fontos szerepet játszanak az eurorendszer monetáris politikájában, a kamatlábak alakításában, a piac likviditáskezelésének támogatásában, valamint a monetáris politika aktuális irányultságának jelzésében. A jegybankok nyíltpiaci műveletekkel tartják a bankközi kamatokot a kamatfolyosón belül, az irányadó MRO ráta közelében.

Céljukat és rendszerességüket tekintve az eurorendszer nyílt piaci műveletei négy kategóriába sorolhatók: *irányadó refinanszírozási műveletek*, *hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek*, *finomhangoló műveletek* és *strukturális műveletek*. Ami az alkalmazott eszközöket illeti, a repo (penziós) ügyletek<sup>6</sup> jelentik az eurorendszer nyílt piaci eszközeinek legfontosabb típusát, egyszersmind a fenti négy műveleti kategória mindegyikében alkalmazhatóak, míg például az EKB-kötvények a strukturális többlet csökkentésére szolgáló műveleteknél használhatók.

Az irányadó refinanszírozási műveletek (*main refinancing operations*, a továbbiakban: MRO) az eurorendszer által végzett legfontosabb nyílt piaci műveletek, amelyek kulcsszerepet játszanak a kamatlábak alakításában, a piac likviditási helyzetének irányításában és a monetáris politika aktuális irányvonalának jelzésében. Ezek rendszeres likviditásbővítő penziós ügyletek, amelyeket heti gyakorisággal, általában egyhetes lejáratra lehet igénybe venni.<sup>7</sup> Annak érdekében, hogy az eurorendszer védve legyen a pénzügyi kockázatokkal

---

<sup>6</sup> A penziós ügylet repo műveletet jelent. Ezek olyan műveletek, amelyek során az eurorendszer visszavásárlási (*repurchase agreement* vagyis repo) megállapodások keretében ad el, illetve vásárol elfogadható fedezeteket, vagy elfogadható fedezetekből álló fedezet ellenében folytat hitelezést. A penziós ügyleteket az irányadó refinanszírozási műveleteknél és a hosszabb lejáratú refinanszírozási műveleteknél alkalmazzák elsősorban, de a strukturális és a finomhangoló műveleteknél is alkalmazhatóak.

<sup>7</sup> 2004 márciusa előtt az MRO-k futamideje 2 hét volt.



szemben, a hitelezés mindig megfelelő fedezet ellenében történik. A válság előtt az MRO műveletek adták a bankrendszernek nyújtott likviditás döntő többségét, a válság során azonban ezek bizonyos mértékig háttérbe szorultak, miután a bankok egyre hosszabb futamidőre igyekeztek likviditáshoz jutni és ezért inkább a hosszabb lejáratú refinanszírozási műveleteket preferálták.

A hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletekre (*long-term re-financing operations*, a továbbiakban: LTRO) 2008 októbere előtt változó kamatú tenderek formájában került sor, és az EKB időről időre jelezte a későbbi tendereken várható ügyletek volumenét. A válság előtt az EKB csak 3 hónapos futamidejű LTRO műveleteket folytatott és ez a teljes bankrendszernek nyújtott likviditásnak mindössze kb. 20 százalékát adta. Miután a globális pénzügyi válság, majd az euro hitelválság hatására egyes bankok számára a finanszírozási csatornák beszűkültek, az EKB növelte az LTRO-k futamidejét. 2008 márciusában először 6 hónapos, majd később 12 és 36 hónapos LTRO-kra is sor került. 2011 végétől a 3 éves LTRO műveletek kezdetétől a rendszerben lévő likviditás jelentős részét már az LTRO-k adták.

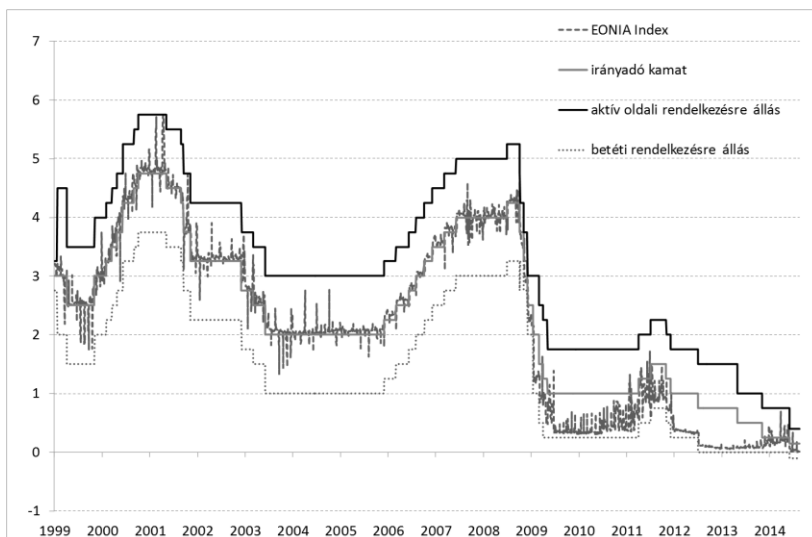
A finomhangoló műveletek (*fine tuning operations*, a továbbiakban: FTO), a piac likviditási helyzetének kezelését és a kamatláb alakítását szolgáló, eredetileg *ad hoc* jellegűnek szánt ügyletek. A finomhangoló betéti vagy hiteltenderek célja kisimítani a likviditásban váratlanul jelentkező ingadozások kamatokra gyakorolt hatását. Sem a műveletek gyakorisága, sem a futamideje nem standardizált, jellemzően ún. gyorstender útján hajtják végre. Miután az EKB 2008 március óta már korlátlan mennyiségben nyújt likviditást a bankrendszernek, ezek a tartalékolási időszak végi műveletek nem töltötték be eredeti szerepüket és inkább csak fokozták a bankközi kamatok volatilitását a tartalékperiódus végén. Emiatt 2011 decemberében felhagytak a tartalékperiódus végi FTO-val. Az EKB finomhangoló műveletei közül említeni kell még az egy hetes betéti tendert, melynek keretében a bankrendszerbe kerülő többletlikviditás kerülhetett kivonásra (az értékpapír-piaci programhoz kapcsolódóan). A harmadik

fontos alkalmazása a finomhangoló műveleteknek az FX-swap tender (devizacsere ügylet), melyek konkrét alkalmazására a globális pénzügyi válság kitörését követően került sor.

Végül a pénzügyi likviditás szerkezetének átalakítására szolgálnak a strukturális refinanszírozási műveletek, azaz a végleges adásvételi (*outright*) ügyletek, valamint a kötvénykibocsátáson keresztül végrehajtott műveletek.

### **3.2. Jegybanki rendelkezésre állás**

Az eurorendszerben a központi banki rendelkezésre állás két formája vehető igénybe. A jegybanki rendelkezésre állás az egynapos (O/N) likviditás bővítésére és szűkítésére szolgál, jelzi a monetáris politika aktuális irányvonalát, illetve határt szab az egynapos piaci kamatlábnak, ami így az ún. kamatfolyosón belül, az egynapos betéti- és hitelrendelkezésre állás kamata között ingadozik. Az EKB döntéshozó szerve, a Kormányzótanács tehát a kamatfolyosó mozgatásával behatárolja azt is, hogy a bankközi kamatok milyen értékek között ingadozhatnak.



**I. ábra:** A kamatfolyosó: Az EKB irányadó kamatai és az EONIA alakulása.<sup>8</sup>

Aktív oldali rendelkezésre állás (*marginal lending facility*) keretében a hitelintézetek elfogadható fedezetek ellenében egynapos likviditáshoz juthatnak a nemzeti központi bankoktól, amennyiben elegendő fedezeti eszközzel rendelkeznek. Betéti rendelkezésre állás (*deposit facility*) keretében a hitelintézetek egynapos betétet helyezhetnek el az eurorendszer nemzeti központi bankjainál. Rendes körülmények között az ügyfelek betéti limitek vagy más korlátozások nélkül vehetik igénybe a betéti konstrukciót.

<sup>8</sup> Forrás: Bloomberg, MNB.

Az eurorendszer monetáris politikai műveletei					
Monetáris politikai művelet	Tranzakció típusa		Lejárat	Gyakoriság	Eljárás
	Likviditásbővítő	Likviditásszűkítő			
Nyílt piaci műveletek					
Irányadó refinanszírozási művelet	Penziós ügylet	-	1 hét	Hetente	Tender
Hosszabb lejáratú refinanszírozási művelet	Penziós ügylet	-	3 hónap	Havonta	Tender
Finomhangoló művelet	Penziós ügylet Devizaswap	Penziós ügylet Lekötött betétek gyűjtése Devizaswap	Nem szabványos	Nem rendszeres	Gyors tender Kétoldalú eljárás
Strukturális művelet	Penziós ügylet	EKB-kötvények kibocsátása	Szabványos/ Nem szabványos	Rendszeres és nem rendszeres	Tender
	Végleges (outright) vétel	Végleges (outright) eladás	-	Nem rendszeres	Kétoldalú eljárás
Jegybanksi rendelkezésre állás					
Aktív oldali rendelkezésre állás	Penziós ügylet	-	Egynapos (O/N)	Ügyfél kezdeményezésére	
Betéti rendelkezésre állás	-	Betét	Egynapos (O/N)	Ügyfél kezdeményezésére	

1. táblázat: Az eurorendszer monetáris politikai műveletei.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> EKB (2011): i. m. 12-13. o. *Megjegyzés*: A hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek általában három hónaposak, 2008-tól azonban bevezetésre kerültek az ennél hosszabb futamidejű LTRO-k is.

### **3.3. Kötelező tartalék**

Harmadik eszközként az eurorendszer minimális tartalék elhelyezésére kötelezi a hitelintézeteket a nemzeti központi bankjuknál vezetett számlájukon. A kötelező tartalék rendszerének célja a pénzpiaci kamatok stabilizálása. Minden egyes hitelintézet köteles saját ügyfélbetétei (valamint bizonyos egyéb banki kötelezettségei) egy részének bizonyos százalékát a nemzeti központi bankjánál elhelyezett letéti számlán tartani a körülbelül egy hónapos tartalékperiódus alatt. A kamatlábak stabilizálásának érdekében a kötelezőtartalék-rendszer a hitelintézetek számára lehetővé teszi, hogy a tartalékolási kötelezettségnek a periódus átlagában feleljenek meg.

Ez a tartalékperiódus átlagában történő megfelelés azt jelenti, hogy a hitelintézetek elvileg profitálhatnak abból, ha hiteleznek a pénzpiacokon és ezzel időarányosan alulteljesítik a tartalékkövetelményüket mindaddig, amíg olyan magas kamatok mellett hiteleznek, aminél alacsonyabban várnak a tartalékperiódusból még hátralevő időben. Ellenkező esetben, vagyis átmenetileg alacsony pénzpiaci kamatok mellett a hitelintézetek hitelt vehetnek fel a bankközi piacon, amiből előre teljesíthetik a tartalék-megfelelési kötelezettségüket. Ez a fajta „arbitrázs” lehetőség hivatott biztosítani, hogy a pénzpiaci kamatok viszonylag kiegyenlítettnek maradjanak a kamatperióduson belül, így a piaci erők stabilizálják az egy napos bankközi kamatokot és nincs szükség arra, hogy a jegybank gyakran beavatkozzon a pénzpiacokon.

Ez az átlagolási rendelkezés segít simítani a bankközi kamatokat a tartalékolási perióduson belül, de a periódus végén a bankok már

nem tudják időben tovább vinni a likviditási többletüket vagy hiányukat. Részben ez magyarázza a tartalékperiódus végén esetenként jelentkező megugrásokat a bankközi kamatokban<sup>10</sup> (EONIA<sup>11</sup>).

A kötelező tartalék mértékét a tartalékalap százalékában határozzák meg, ezt nevezik tartalékrátának. Ennek mértéke kezdetben 2 százalék volt, majd 2011 végén 1 százalékra csökkentették. A tartalékalapba olyan mérlegelemek tartoznak, mint a 2 évnél nem hosszabb futamidejű betétek, illetve a 2 évnél nem hosszabb futamidejű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok.

#### **4. AZ EKB VÁLSÁG NYOMÁN ALKALMAZOTT INTÉZKEDÉSEI- NEK BEMUTATÁSA**

A 2007-ben kezdődött globális pénzügyi válság, majd az eurozóna 2010-ben kirobbant adósságválsága során a reálgazdasági teljesítmény visszaesett, a pénzügyi közvetítőrendszer és a pénzpiacok működésében zavarok jelentkezték. Lecsökkent a hitelezési- és kockázatvállalási hajlandóság, számos részpiac működésképtelenné vált, valamint egyes eurozóna tagországok államkötvényhozamai jelentősen megemelkedtek. Az Európai Központi Bank – a többi nagy jegybankhoz hasonlóan – gyors kamatcsökkentésekkel reagált. Emellett az EKB a válságra adott válaszai során a meglévő eszköztár elemeinek átalakításáról és nemkonvencionális eszközök bevezetése mellett döntött, ami segített a pénzügyi piacok stabilizálásában.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> A tartalékperiódus végi likviditási helyzetet a finomhangoló műveletekkel kezelte az EKB (egészen 2011 végig, amikor megszüntette azokat, mivel azok akkor már nem csökkentették, hanem inkább növelték a bankközi kamatok ingadozását a tartalékperiódus végén).

<sup>11</sup> Az EONIA (*Euro Overnight Index Average*) a bankközi piacon az eurozóna tagállamainak bankjai által kezdeményezett egynapos fedezetlen hitel tranzakciók súlyozott átlaga.

<sup>12</sup> Az alábbi fejezet KREKÓ JUDIT (et al): Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalati és hazai lehetőségei, in *MNB*

#### **4.1. A meglévő eszköztár átalakítása**

A válság elmélyülésével, a Lehman Brothers 2008. szeptemberi csődjét követően, megnőtt a bizalmatlanság az egyes bankok között, így még tovább nőtt az igény a likviditási tartalékok növelésére és ezzel egy időben lecsökkent a hitelezési- és kockázatvállalási-hajlandóság. A bankközi piacok kiszáradtak, a kamatok megemelkedtek. A bankok a megnövekedett kockázatok miatt ahelyett, hogy egymásnak hiteleztek volna a bankközi piacon, inkább az EKB-tól vettek fel hitelt és nála is helyeztek el betétet,<sup>13</sup> miután az adott helyzetben nem merték vállalni a vélt vagy valós megemelkedett partnerkockázatot más bankokkal szemben. A bankközi piac közvetítő szerepe jelentősen visszaesett, az EKB-ra pedig komoly feladat hárult. Olyan intézkedések kerültek bevezetésre, melynek célja a kulcsfontosságú pénzügyi piacok stabilizálása, a transzmisszió helyreállítása, a bankok likviditási feszültségeinek enyhítésén keresztül a bankok hitelezési képességének erősítése.

---

*Tanulmányok* (2012), elérhető: [https://www.mnb.hu/letoltes/mt100 .pdf](https://www.mnb.hu/letoltes/mt100.pdf) (2016.02.10.); LEHMANN KRISTÓF – MÁTRAI RÓBERT – PULAI GYÖRGY: A Federal Reserve System és az Európai Központi Bank válság során alkalmazott intézkedéseinek bemutatása, in *MNB Szemle*, 2013/október, elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/lehmann-2.pdf> (2016.02.10.); valamint COURTHIMANN, PHILIPPINE – WINKLER, BERNHARD: The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure, in *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 28. No. 4. (2012) alapján mutatja be az új eszközöket.

<sup>13</sup> A válság kezdeti szakaszában jellemző volt a likviditás felhalmozása, biztonsgági tartalék képzése váratlan esetekre, később az EKB likviditás döntő többségét a periféria országok bankjai vették fel, míg a többlet likviditás jellemzően a stabilnak ítélt országok bankjaihoz került, akik aztán az EKB-hoz helyezték el betétként (vagy az egynapos rendelkezésre állás, vagy az 1 hetes SMP sterilizáló betéti tender keretében).

A Lehman-csődöt követő piaci helyzetben, első lépésként 2008. október 8-án a Kormányzótanács az egyhetes MRO-tenderek alapkamat melletti korlátlan rendelkezésre állása mellett döntött. Ettől kezdve az eurorendszer bankjai korlátlan összegben juthattak jegybanki likviditáshoz, amennyiben rendelkeztek megfelelő fedezettel. Ezzel párhuzamosan a kamatfolyosó szélességét 200 bázispontról 100 bázispontra csökkentették, amivel a piaci egynapos (O/N) kamatok alapkamattól történő eltávolodását kívánták meggátolni. Az intézkedések hatására a kezdeti időszakban mintegy 150 milliárd euróval növekedett az MRO-tenderek igénybevétele.

A korlátlan rendelkezésre állás csak azoknak a bankoknak jelentett segítséget, amelyek kellő mennyiségű és minőségű elfogadható fedezettel rendelkeztek ahhoz, hogy az EKB fedezett hitelt nyújtson nekik. Annak érdekében, hogy a bankok az eszközeik nagyobb hányadát tudják refinanszírozni és ne legyenek ráutalva a befagyott bankközi piacra, az EKB több körben bővítette az elfogadható fedezetek körét és a hitelminősítési küszöböt is csökkentette. A lazább kritériumok kockázatait a partnerkockázatok alaposabb vizsgálatával és szigorúbb kockázatkezelési eljárásokkal ellensúlyozták.

A bankok likviditási feszültségeinek enyhítését szolgálta a likviditásnyújtó műveletek futamidejének meghosszabbítása is. A válság előtt az EKB csak 3 hónapos futamidejű LTRO műveleteket folytatott. Miután egyes bankok számára a finanszírozási csatornák beszűkültek, az EKB növelte az LTRO-k futamidejét, először 2008 márciusában 6 hónapra, majd később 12 és 36 hónapra is. Az euroövezet adósságváltásának kibontakozásával olyan válaszra volt szükség, ami akár középtávon is képes biztosítani a bankrendszer likviditását. 2011 decemberében 3 éves futamidejű LTRO-kra került sor korlátlan rendelkezésre állás mellett, amit követően a rendszerben lévő likviditás jelentős részét már az LTRO-k adták.<sup>14</sup> A 3 éves LTRO-val az EKB-nak

---

<sup>14</sup> Ekkor döntöttek a tartalékkötelezettség 1 százalékra történő csökkentéséről és az elfogadható fedezetek körének bővítéséről is.



sikerült mérsékelnie a szuverén kockázatok bankrendszerre gyakorolt negatív hatását és elkerülte a hitelezés összeomlását, de a periféria-országok államkötvény-hozamait csak ideiglenesen sikerült mérsékelni.<sup>15</sup> Később az euroövezeti pénzügyi piacok helyzetének jelentős javulásával az LTRO 3 éves hiteleit a vártnál gyorsabban kezdték visszafizetni a bankok.

Az FX-swap tenderek keretében a Fed az EKB-nak euro/dollár devizacsere ügylettel nyújtott dollár likviditást, amit az EKB szintén devizacsere művelet keretében 1, illetve 3 hónapos futamidőre továbbadott az eurorendszer bankjainak. A világ nagy jegybankjai 2008. szeptember 18-án a Lehman-csőd következtében megugró dollár likviditási igényre válaszul kezdtek rendszeres devizacsere tenderekbe, aminek során az egyes jegybankok (a kanadai, brit, japán, svájci jegybank, EKB) a Fed segítségével dollár likviditást adtak helyi deviza ellenében a bankoknak.<sup>16</sup> Emellett, a Fed-hez hasonlóan, az EKB is kötött swap megállapodást a fejlettebb európai országok jegybankjaival, így a svájci, a dán és a svéd jegybankkal.

---

<sup>15</sup> A likviditásnyújtó intézkedéseket – a fedezett kötvény-vásárlásokkal és az FX-swap tenderekkel együtt – az EKB „*enhanced credit support*”-nak nevezte. A program következtében jelentősen megnövekedett az EKB mérlegfőösszege és az eurozóna hitelintézetei számára rendelkezésre álló likviditás mértéke, amikor a bankközi piacok kiszáradása a bankrendszer stabilitását veszélyeztette.

<sup>16</sup> Az EKB a kínai jegybankkal is kötött swap megállapodást. A megállapodás három évre szól és a felső határa 350 milliárd jüan, illetve 45 milliárd euro. A végső cél a megnövekedett kétoldalú kereskedelem zavartalanágának biztosítása volt.

## 4.2. Nemkonvencionális eszközök

### 4.2.1. Fedezett kötvény-vásárlási program

Az EKB Kormányzótanácsa 2009. május 7-i ülésén döntött a fedezett kötvény-vásárlási program elindításáról (*Covered Bond Purchase Programme*, a továbbiakban: CBPP<sup>17</sup>). A fedezett kötvénypiac az euróregió egyik legaktívabb kötvénypiaci szegmense. A program célja a fedezett kötvények piaci zavarainak enyhítése, a felárak mérséklése, a likviditás fokozása és ezen keresztül az elsődleges kibocsátások ösztönzése volt. Elsődleges és másodlagos piaci vásárlásokkal az EKB célzottan ennek a részpiacnak a likviditását akarta támogatni, valamint könnyíteni kívánta a hitelintézetek és a vállalatok finanszírozási feltételeit és ösztönözi a hitelintézeteket, hogy fenntartsák, illetve lehetőség szerint bővítsék hitelezésüket. A program során kiáramló likviditást az EKB külön programmal nem sterilizálta, így az eszköz növelte a bankrendszer euro likviditását. Azonban a program legfőbb hiányossága, hogy nem alakult ki begyűrűző hatás, azaz a normál kötvények piacán nem volt érzékelhető hatása.

2011. október 6-án az EKB bejelentette a második program (CBPP2) indulását, amelynek keretében 2011. november és 2012. október között 40 milliárd eurónyi fedezett kötvény elsődleges és másodlagos piaci vásárlását tervezte. 2014. szeptember 5-én az EKB bejelentette harmadik széleskörű eszközvásárlási programját (CBPP3), melynek célja nem a részpiac aktivitásának fejlesztése, hanem az inflációs cél elérésének segítése úgy, hogy a program ösztönözze a hitelezést a bankszektoron keresztül.

---

<sup>17</sup> A fedezett kötvények olyan hitelviszonyt megtestesítő származékos érték-papírok, amelyek mögött a fedezetet jelzáloghitelek vagy a közszférának nyújtott hitelekkel származó pénzáramlás (cash flow) jelenti. A kibocsátó hitelintézet esetleges csődje esetén ezek a hitelek jelentik a fedezetet és garantálják a kötvények visszafizetését.

### **4.2.2. Értékpapír-piaci program**

2010 első felében kezdetét vette az eurozóna adósságválsága azzal, hogy a piac elkezdett beárzni egy közelgő görög államcsődöt. A kötvénypiac működési zavarainak enyhítése és a transzmisszió helyreállítása érdekében az EKB elindította értékpapír-piaci programját (*Securities Markets Programme*, a továbbiakban: SMP), amely keretében az EKB elsősorban a periféria-országok kötvényeit vásárolta. A nemkonvencionális eszközökön belül az állampapír-vásárlásnál merül fel leginkább az árstabilitást elsődleges célként megfogalmazó, független jegybanki szereppel való összeegyeztethetőség problémája. A monetáris finanszírozás tilalma értelmében a vételekre csak a másodlagos piacokon került sor. (*A monetáris finanszírozás tilalmát, illetve az EKB ahhoz való viszonyát az 1. keretes írás ismerteti.*) Továbbá ezeknek a vásárlásoknak a likviditásbővítő hatását külön likviditást csökkentő, finomhangoló műveletekkel (egy hetes betéti tenderekkel) sterilizálták. Az EKB a hosszú távon túlzottnak és a fundamentumok által nem indokoltnak ítélt szuverén kockázati felárat akarta mérsékelni, és ezáltal az önbeteljesítő szuverén válságot kívánta elkerülni az adósságválságban érintett országok esetén.<sup>18</sup> A jegybanki állampapír-vásárlás önmagában nem tudta helyreállítani a piaci bizalmat az eurozóna periféria országai esetében, az EKB nem tudta sikeresen csökkenteni a periféria-országok hosszú hozamait.

---

<sup>18</sup> A magas adósságállományok mellett a megugró hozamok önmagukban is jelentősen rontják az államadósság fenntarthatóságát, ami az elvárt hozam további emelkedéséhez vezet, és önerősítő folyamattá válik.

*1. keretes írás: A monetáris finanszírozás tilalma*

A monetáris finanszírozás tilalma azt hivatott biztosítani, hogy a monetáris politika elsődleges célkitűzése ne sérüljön. Az uniós és tagállami közszférába tartozó intézmények központi bankok általi finanszírozása csökkenti a fiskális fegyelem irányába ható nyomást. Ezért a monetáris finanszírozás tilalmát a lehető legkiterjesztőbben kell értelmezni, és kizárólag az uniós jogban meghatározott kivételeket lehet alkalmazni.

A monetáris finanszírozás tilalmát az Európai Unió működéséről szóló Szerződés 123. cikke<sup>19</sup> határozza meg.

„(1) Az Európai Központi Bank, illetve a tagállamok központi bankjai (a továbbiakban: nemzeti központi bankok) nem nyújthatnak folyószámlahiteltelet vagy bármely más hitelt az uniós intézmények, szervek vagy hivatalok, a tagállamok központi kormányzata, regionális vagy helyi közigazgatási szervei, közjogi testületei, egyéb közintézményei vagy közvállalkozásai részére, továbbá ezektől közvetlenül nem vásárolhatnak adósságinstrumentumokat.

(2) Az (1) bekezdés nem alkalmazható a köztulajdonban lévő hitelintézetekre, amelyeket a jegybanki pénzkínálat vonatkozásában a nemzeti központi bankoknak és az Európai Központi Banknak a magántulajdonban lévő hitelintézetekkel azonos elbánásban kell részesíteniük.”

A monetáris finanszírozás kérdésköre az OMT (részletesebben ld. 4.2.3. alfejezet) tekintetében is élénken felmerült, az Európai Bíróság 2015 nyarán azonban azt az ítéletet hozta, hogy a 2012-ben indított program nem haladja meg az EKB monetáris politikai hatáskörét, nem sérti a tagállamok monetáris finanszírozás tilalmát. Mindazonáltal a 2015-ben indított állampapír-vásárlási programmal (részletesebben ld. 4.2.7. alfejezet) kapcsolatban is felmerült, hogy az EKB általi vásárlások hogyan egyeztethetőek össze a költségvetések jegybanki finanszírozásnak tilalmával. Az állampapír vásárlás likviditásbővítést teremt, hiszen euróval fizet az EKB a papírokért. Likviditásszabályozási (monetáris politikai) céllal pedig bármely jegybank vásárolhat a *másodpiacon* állampapírt, bár ezt általában *repo*

<sup>19</sup> Az Európai Unió működéséről szóló szerződés egységes szerkezetbe foglalt változata, elérhető: [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=uriserv:OJ.C\\_.2008.115.01.0001.01.HUN&toc=OJ:C:2008:115:TOC#C\\_2008115HU.01001301](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2008.115.01.0001.01.HUN&toc=OJ:C:2008:115:TOC#C_2008115HU.01001301) (2016.02.10.).

műveletek keretében teszik. Az állampapírok nagy tömegű vásárlása kapcsán merült fel, hogy ez monetáris finanszírozást jelent.<sup>20</sup> Azt elkerülendő, hogy ez ne minősüljön a költségvetés közvetlen jegybanki finanszírozásának, két fontos elemet hangsúlyozott az EKB. Az egyik elem az, hogy nem közvetlenül, hanem a másodpiacon vásárol. A másik, ennél fontosabb elem az, hogy a vásárlások ütemezését és összetételét rögzítette. A vásárlás így közvetlenül nem igazodik az egyes országok eltérő költségvetési finanszírozási igényéhez. Meghatározott kivételektől eltekintve csak befektetési kategóriába eső állampapírokat vásárol az EKB és ezek közül az egyes országok által kibocsátott papírok vásárolni szándékozott mennyisége az EKB tőkéjéhez való hozzájárulás (*capital key*) arányában történik. Az EKB vezetői többször hangsúlyozták azt is, hogy a tárgyalt vásárlások kivitelezése prudens módon, a törvényi mandátumnak megfelelően történik.

#### **4.2.3. Monetáris célú, végleges értékpapír-adásvételi ügyletek programja**

Az adósságválság kezelését szolgálták a 2012 augusztusában meghirdetett monetáris célú, végleges értékpapír-adásvételi műveletek (*Outright Monetary Transactions*, a továbbiakban: OMT). A monetáris unió felbomlásától tartva rendkívül megugrott az euroövezet periféria országainak állampapír-hozamai, a felárakat a korábbi intézkedések (pl. SMP) már nem tudták megfelelően mérsékelni. Az OMT keretében az EKB vállalta, hogy korlátlan mennyiségben vásárol az adott ország rövidebb lejáratú (maximum 3 éves) államkötvényeiből a másodpiacon, feltéve, hogy az ország EU/IMF program alatt áll, és fiskális kiigazítást hajt végre. Lényegében a jelzett kondíciók (csak másodlagos piacon vásárolhatnak, rövidebb lejáratú papírokat, nem

---

<sup>20</sup> Ez a megfogalmazás azt jelentené, hogy az EKB megszegi a mandátumát. Bár a fiskális céllal történő vásárlást tiltja a szabály, azt látni kell, hogy ez nem vonatkozik a monetáris céllal történő vásárlásokra, bár azoknak is lehet fiskális hatása.

tartják feltétlenül lejáratig azokat és feltételekhez kötik a vásárlást) biztosíthaták annak elkerülését, hogy az eszköz megalkotásának célja ne a költségvetések finanszírozása legyen. Az OMT-nek, szemben az SMP-vel, nincs felső határa, azonban szigorú strukturális feltételekhez lett kötve. A programról kevés részlet látott napvilágot és mivel tényleges vásárlásra nem került sor, így inkább verbális intervenciónak bizonyult. Ezzel együtt a program sikeresnek tekinthető.

#### **4.2.4. Negatív betéti kamatok**

Az Európai Központi Bank a pénzügyi válság kitörését követően – több, globális jelentőségű jegybankhoz hasonlóan – nagymértékű kamatsökkentésbe kezdett és 1 százalékra vágta az irányadó rátát. Az EKB a 2011 első felében végrehajtott két 25 bázispontos emelést követően az év végén újra lazításba kezdett, és 2013 novemberéig 25 bázispontos lépésközzel 0,25 százalékra csökkentette a rátát. Ezt követően – miután az EKB több évig lebegtette a negatív betéti kamat lehetőségét – kisebb lépésközzel folytatódott a kamatok mérséklése.

Az EKB 2014 júniusában a piaci várakozásokkal összhangban arról döntött, hogy újabb kamatsökkentést hajt végre. Az irányadó MRO ráta így 25-ről 15 bázispontra, a betéti rendelkezésre állás kamata 0-ról -10 bázispontra, míg az egynapos fedezett hitel kamatlába 75-ről 40 bázispontra csökkent. Ezt a lépést 2014 szeptemberében egy újabb 10 bázispontos csökkentés követte, így a betéti rendelkezésre állás kamata -20 bázispontra változott.

A kamatfolyosó fenntartásával, vagyis a betéti kamatok negatív tartományba vágásával a bankközi piacok aktivitását akarták fenntartani. Ha ugyanis nagyon beszűkülne a piaci és az EKB rendelkezésre állás kamata közötti különbség, akkor nem lenne értelme, hogy a bankok a partnerkockázatot felvállalva hitelezzenek egymásnak, ha lényegében ugyanazt a kamatot kapják hitelkockázat nélkül az EKB-nál is.

A lépés szükségességét a Kormányzótanács az inflációs várakozások további csökkenésével indokolta. Az alacsonyabb rövid kamatok az euro tartásával elérhető kamatfelárat csökkentették, így a lépés közvetve az euro gyengítése irányába hatott más fő devizákkal szemben. A gyengébb árfolyam pedig, a dráguló importon keresztül (*ceteris paribus*) növelheti az eurorégió fogyasztói árindexét.

#### **4.2.5. Célzott hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek**

A 2014. június 5-én bejelentett célzott LTRO-val (*targeted longer-term refinancing operations*, a továbbiakban: TLTRO) az EKB célja a magánszektorbeli hitelezés és a reálgazdaság élénkítése úgy, hogy a bankok azt a 3 éves LTRO-kal ellentétben már ne állampapír vásárlásokra fordítsák. A döntés háttérében részben az állt, hogy a periféria állampapír-piaci hozamai már alacsony szintre csökkentek. A program során az EKB partnerkörébe tartozó bankok jogosultakká váltak a teljes hitelállományuk 7 százalékának megfelelő hitelösszegre a TLTRO keretében, amit tovább kell hitelezniük a magánszféra felé. A program bejelentéskori feltételei alapján a bankok további finanszírozást kaphattak a 2015 és 2016 júniusa közötti időszakban negyedévente nyújtott nettó hitelezéseik arányában. A hitelállományba csak a nem pénzügyi szférának nyújtott hitelek számítanak bele, kivéve ebből a lakossági ingatlanhiteleket. A refinanszírozási kamat nagysága fix, induláskor az irányadó MRO kamat plusz 10 bázisponttal volt egyenlő (kezdetben 0,25 százalék). 2015 februárjában azonban úgy döntött a Kormányzótanács, hogy a refinanszírozási kamatláb a felvételkor érvényes alapkamat szintjére csökken. A bankoknak a teljes hitelállományuk alakulására kell kötelezettséget vállalniuk, de ha nem teljesítik ezeket, akkor is csak 2 év múlva kell visszafizetniük a hiteleket.

#### 4.2.6. Eszközfedezetű vállalati értékpapír vásárlási program

Az EKB már 2013-ban többször jelezte, hogy élénkíteni szeretné az értékpapírosított hitelpiacot (az eszközfedezetű értékpapírok – ABS-ek – piacát), így segítve a kis- és középvállalati (kkv) szektor finanszírozását. Az eszközfedezetű vállalati értékpapír vásárlási program (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*, a továbbiakban: ABSPP) a 2014 őszen bejelentett eszközvásárlási program részét képezi, a harmadik fedezett kötvény-vásárlási programmal együtt (*ld. 4.2.1. alfejezet*). Az ABSPP 2014 utolsó negyedévében az értékpapír szolgáltatást nyújtó partnerek kiválasztásával kezdődött el. A legfontosabb irányelv, hogy az értékpapír vásárlásokban az EKB szabályzat az irányadó, amely meghatározza a jegybanki műveletekben elfogadható fedezetek körét és a hozzájuk kapcsolódó kockázatkezelést.

*Mario Draghi* EKB-elnök hangsúlyozta, hogy a program értékelése során a siker mércéjének egyedül az inflációs cél elérését tartja, nem az EKB mérlegének nagyságát. A bevezetéskor szintén szerepet játszott a közép- és hosszabb távú inflációs várakozások megszilárdítása. *Mario Draghi* várakozása szerint az ABS piac élénkítésével elő lehet segíteni, hogy a bankok a hitelkamataikban érvényesítsék az alacsony forrásköltségeiket, amelyeket az EKB a bankok célzott hosszú távú refinanszírozása (TLTRO) keretében felszámít. Másodszor portfólióhatást is el lehet érni a programmal, mert az ABS-ek piacára nem-banki befektetőket lehet vonzani. Végül ez a csomag segíti az egyéb eszközök hatékonyságát, amelyekkel a jegybank el kívánja érni az infláció célra emelkedését.



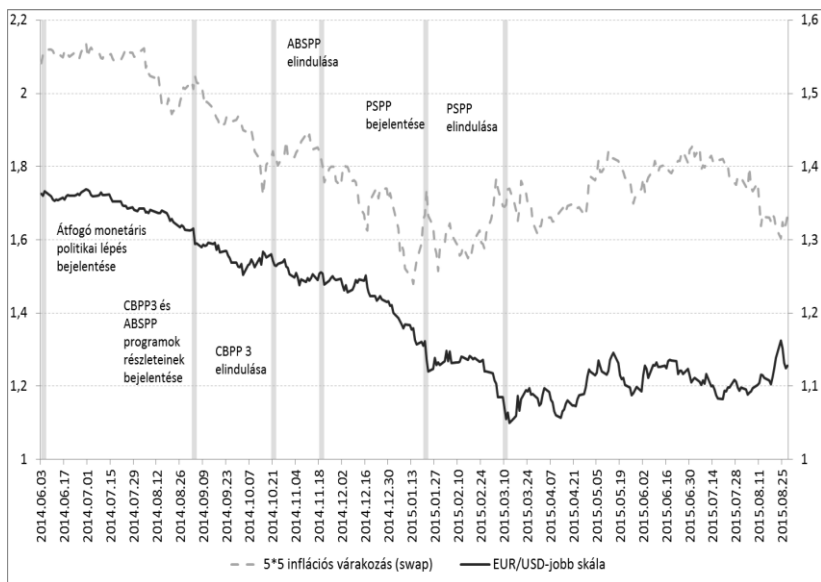
#### **4.2.7. Állampapír-vásárlásokkal kibővített eszközvásárlási program**

Miután a korábbi intézkedések csak visszafogottan tudták emelni az inflációs várakozásokat, az EKB 2014 novemberében jelezte, hogy mivel az elhúzódó, túl alacsony infláció kockázata jelentős, továbbá a hosszú távú, euroövezeti inflációs várakozások szeptember óta folyamatosan az inflációs cél alatt tartózkodnak, további nemszokványos intézkedéseket – mérlegelve az állampapír-vásárlás, vagyis a „klaszszikus” mennyiségi lazítás (QE) lehetőségét is – hozhatnak. Azt követően, hogy 2015 januárjában a hosszú távú inflációs várakozások jóval a jegybanki cél alá, 1,5 százalékgig csökkentek, az EKB újabb nemszokványos intézkedést jelentett be. Az EKB Kormányzótanácsa 2015. januári ülésén kibővítette az értékpapír-vásárlási programját, melynek értelmében az EKB euroövezeti, befektetési kategóriájú (vagy nem befektetési kategóriájú, de programországok által kibocsátott) állampapírokat is vásárol (*Public Sector Purchase Programme*, a továbbiakban: PSPP) a 2014 őszen indított egyéb értékpapír-vásárlási programok mellett. A bejelentés értelmében 2015 márciusától kezdve a másodlagos piacon havonta 60 milliárd euro értékben vásárolnak a magánszektor és az állam által kibocsátott értékpapírokat 2016 szeptemberéig, illetve addig, amíg az infláció nem emelkedik tartósan a cél közelébe. A program nagysága mintegy ezer milliárd euro, és ez az összeg tartalmazza a már korábban megkezdett eszközfedezetű értékpapír (ABS) illetve fedezett kötvény (CB) programok keretében vásárolt papírokat is.

A döntés részletei közül kiemelendő, hogy a vásárolni tervezett állampapírok arányát az egyes országoknak az EKB tőkéjében jegyzett részaránya határozza meg (*ez nagyjából az országok GDP arányait tükrözi*). A bejelentés szerint a kockázatok 80 százaléka a nemzeti központi bankok mérlegében jelenik meg, míg a maradék 20 százalékat az EKB viseli. Hitelesemény esetén az első kockázatokat a nemzeti bankok fogják viselni, amelyeknek meg is van többnyire a

tőkéjük ehhez. A befogadható papírok köre lényegében megegyezik a jegybanki műveletekben befogadható papírok esetében alkalmazott minősítéssel, és csak befektetési besorolású papírok jöhetnek szóba kivéve az EU/IMF programok alatt álló országokat, amennyiben további feltételeknek is megfelelnek. A befogadható állampapírok lejáratára 2-30 év lehet. Emellett a kockázatok és a piaci hatások mérséklése érdekében kibocsátónként és sorozatonként is limiteket alkalmaznak.

2015. március elején újabb információk láttak napvilágot a március 9-én induló, állampapír-vásárlási programmal kapcsolatban. Kiderült, hogy a programba befogadhatók olyan papírok is, melyek hozama negatív, feltéve hogy nem alacsonyabb, mint az EKB betéti kamata (ami akkor -0,2 százalék volt). Amennyiben egyes országok által kibocsátott állampapírokból nem áll rendelkezésre elegendő mennyiség – figyelembe véve a kibocsátói és kibocsátási korlátokat – akkor ahhoz, hogy az EKB-ban jegyzett tőke arányának megfelelő mennyiséget elérje a program, „helyettesítő” papírokat vásárolhatnak. Ezek a helyettesítő papírok meghatározott, euroövezetben bejegyzett nemzetközi és nemzetek feletti intézmények által kibocsátott kötvények lehetnek, amelyek listáját szintén közzé tették. A kezdeti lista 2015 folyamán fokozatosan bővült. Az ilyen intézményi kibocsátású papírok a teljes állampapír-vásárlási program 12 százalékát tehetik ki.



**2. ábra:** Inflációs várakozások (bal tengely), valamint az EUR/USD árfolyam alakulása (jobb tengely) az EKB lépéseinek függvényében.<sup>21</sup>

#### **4.2.8. A meglévő programok felülvizsgálata**

Az EKB Kormányzótanácsának 2015. decemberi ülése előtt a döntéshozók erőteljesen kommunikáltak a mennyiségi lazítás felülvizsgálatáról, ami a piaci szereplők lazítási várakozásait fokozta. A decemberi ülésen a Kormányzótanács 0,1 százalékponttal, -0,3 százalékra csökkentette a jegybanki betéti kamatot, miközben változatlanul hagyta a fő refinanszírozási kamatot 0,05 százalékon illetve a marginális refinanszírozási kamatot 0,3 százalékon.

<sup>21</sup> Forrás: Bloomberg.

Az értékpapír-vásárlási program időtartamát meghosszabbították 2017 márciusáig vagy szükség esetén tovább, és kiterjesztették az elfogadható papírok körét az euróban denominált, forgatható regionális és helyhatósági értékpapírokra is. A havi vásárlások 60 milliárd eurós összegét nem változtatták meg. Bejelentették, hogy a program keretében lejáró papírok tőkeértékét ismételten befektetik, így az EKB mérlege még jóval 2017 márciusa, vagy az új vásárlások befejezése után sem fog csökkenni. Az a döntés, hogy az értékpapírprogram keretében vásárolt papírok lejáratakor a tőkeértéket újra befektetik, azt jelenti, hogy az alkalmazkodó jegybanki politika még azután is sokáig fenn fog maradni, miután az értékpapír-vásárlási program véget ér 2017 márciusában vagy esetleg még később. A program meghosszabbítása (legalább) hat hónappal, illetve a program keretében vásárolt papírok lejáratakor a tőkeösszeg újra-befektetésének bejelentése az EKB szerint 680 milliárd eurónyi további lazítást jelent, ami a GDP 6,5 százalékának megfelelő összeg. Elvben nincs felső határa a mennyiségi lazításnak. Emellett továbbra is megmaradnak a fix kamatozású MRO és 3 hónapos LTRO mennyiségi tenderek is. A decemberben publikált makrogazdasági előrejelzésükben az euroövezeti GDP növekedését egy tized százalékponttal magasabban, az inflációt ugyanennyivel alacsonyabban látták a szeptemberi előrejelzéshez képest.

## **5. AZ EKB INTÉZKEDÉSEINEK ÉRTÉKELÉSE**

Az EKB nemkonvencionális eszközeinek (*enhanced credit support*) hatásosságát többnyire az EKB-ban készült becslésekkel vizsgálták, amelyek alapvetően azt a következtetést vonták le, hogy a nemkonvencionális eszközök szignifikánsan és pozitívan befolyásolták a pénzügyi piacok működését valamint a gazdaság teljesítményét. Bár nem tudtak megelőzni jelentősebb visszaesést, a program nélkül

azonban a GDP visszaesésének mértéke és a munkanélküliség is érdemben nagyobb lett volna.<sup>22</sup> A legutóbbi döntéshozói nyilatkozatok pedig arra is felhívják a figyelmet, hogy a programok hiányában az eurozóna már deflációs nyomás alatt lenne, a növekedés pedig tovább csökkenne.

Az alábbi fejezetben részletesebben ismertetjük azon intézkedések hatásait, amelyeket az utóbbi időszakban az inflációs cél elérése, illetve a közép és hosszú távú inflációs várakozások horgonyzása érdekében vezettek be.

### **5.1. Állampapír-vásárlásokkal kibővített eszközvásárlási program (PSPP) közvetlen hatásai**

Az állampapír-vásárlási program 2015. januári bejelentése a hosszú távú inflációs várakozások emelésének irányába hatott és ebben a tekintetben hatékony eszköznek bizonyult. Az inflációs várakozások azonban továbbra sem érték el a jegybanki célt, és az emelkedés sem bizonyult tartósnak: 2015. március végére a hosszú távú inflációs várakozások 1,65 százalék közelébe csökkentek vissza.

A szuverén kötvényvásárlási program a hozamgörbe hosszabb végén fejtette ki a hatását nagyobb mértékben, abszolút értelemben pedig a periféria országokat érintette legkedvezőbben. Általánosságban az is elmondható, hogy a 10 éves benchmark papírok hozamai abszolút értelemben nagyobb mértékben süllyedtek, mint az 5 éves benchmarkok. Az effektív vásárlások alatt a hozamok mérséklődése jellemzően a 10 éves benchmarkok esetében volt megfigyelhető. A program hozamleszorító hatása abszolút értelemben erőteljesebben jelentkezett a magasabb hozamú, elsősorban a perifériához tartozó országok esetében, mint a magországoknál. Magyarország, Románia és Lengyelország esetében az euróban denominált papírok hozamai jóval

---

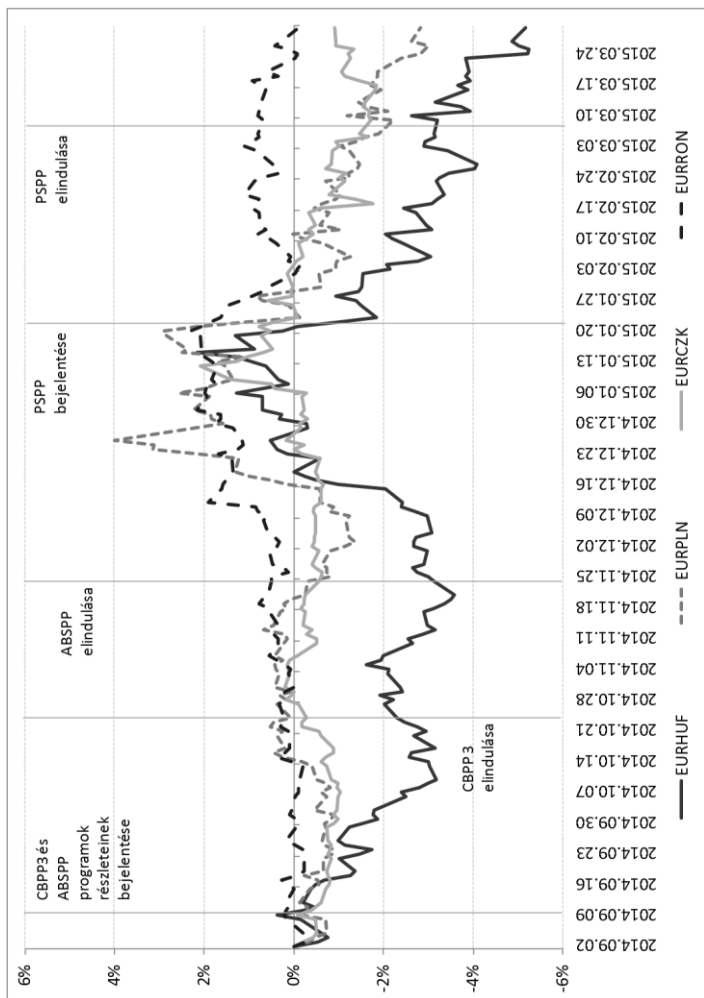
<sup>22</sup> KREKÓ (et al.): *i. m.*

nagyobb mértékben süllyedtek, mint a helyi devizában kibocsátott állampapíroké, ami arra utalhat, hogy a helyettesítési hatás elsősorban az euro-papírok esetében történhetett meg.

Összességében az EKB állampapír-vásárlásaival kapcsolatos erősödő piaci várakozás, majd annak bejelentése nemcsak a hosszú lejáratú hozamokra volt hatással, hanem érdemben gyengíthette az eurót, emellett pedig a régiós devizák erősödéséhez is hozzájárulhatott. Az eszközvásárlások egyéb pillérei nem voltak érdemi hatással a régiós devizaárfolyamokra.<sup>23</sup>

---

<sup>23</sup> Ld. 3. ábra.



3. ábra: Régiós árfolyamok alakulása az EKB lépéseinek függvényében.<sup>24</sup>

<sup>24</sup> Forrás: Bloomberg. Megjegyzés: A negatív értékek a feltörekvő devizák erősödését jelentik.

Az intézkedést követően megjelent EKB prognózisban a 2015-re vonatkozó növekedési előrejelzés magasabb, az inflációs előrejelzés alacsonyabb lett az előző negyedévihez képest. A növekedési előrejelzés pozitív meglepetése részben az EKB támogató intézkedéseinek, részben a kedvezően alakuló energiaáraknak és pénzügyi kondícióknak, valamint az egyes tagországokban megvalósított reformoknak tulajdonítható. Az EKB inflációs prognózisa ugyan 2015-re nulla százalékra csökkent, a 2017-es előrejelzést azonban a 2 százalékos cél közelébe emelték.

## **5.2. Az eddigi állampapír-vásárlások részletei**

Az egyes eszközcsoportokban végrehajtott vásárlások fő számait hetente közli az EKB, részletes bontást pedig minden hónap elején tesz közzé. Ezek alapján 2015. december 25-ig a fedezett kötvényvásárlási programja keretében 143,8 milliárd euro, az eszközfedezetű papírok (ABS) vásárlása esetén 15,5 milliárd euro, míg az állampapírok esetében 493 milliárd euro vásárlásra került sor. Az állampapír-vásárlások heti megoszlása alapján 2015. októberben közel átlagos (enyhén kisebb) vásárlásokra került sor, míg novemberben összességében átlag feletti állampapír vásárlás zajlott le. A decemberi Kormányzótanács ülést követően érdemben emelkedett a heti vásárlások mennyisége két héten át, az ünnepek környékén azonban jelentősen lecsökkent a vásárolt mennyiség. Összességében eddig a hetente vásárolt mennyiség 6,4-16,5 milliárd euro között mozgott (11,8 milliárd euro az átlag).

Részletes, országszintű megoszlásokat a jegybank csak havonta közöl. A 2015. decemberi végi adatok alapján a március 9-én kezdődött, kiterjesztett eszközvásárlások során az EKB, illetve az eurozóna központi bankjai nagyjából a kitűzött cél szerint, vagyis az EKB tőkekulcsok arányában vásárolták az állampapírokat. A nagyobb országokban (Németország, Franciaország, Olaszország) jellemzően



enyhén (0,1-0,7 százalékpontos eltérés a tőkekulcstól) tőkekulcs felett vásároltak állampapírokat, míg a kisebb országokban valamivel kulcs alatti vásárlások történtek.

A program kezdetétől december végéig vásárolt papírok durációja 6,3-10,4 év között szóródott (8,02 éves átlag mellett). Míg például Portugáliában és Spanyolországban átlag feletti futamidejű portfóliót vettek a nemzeti jegybankok, illetve az EKB, addig Hollandiában, Finnországban, vagy Németországban átlag alatti a portfólió durációja.

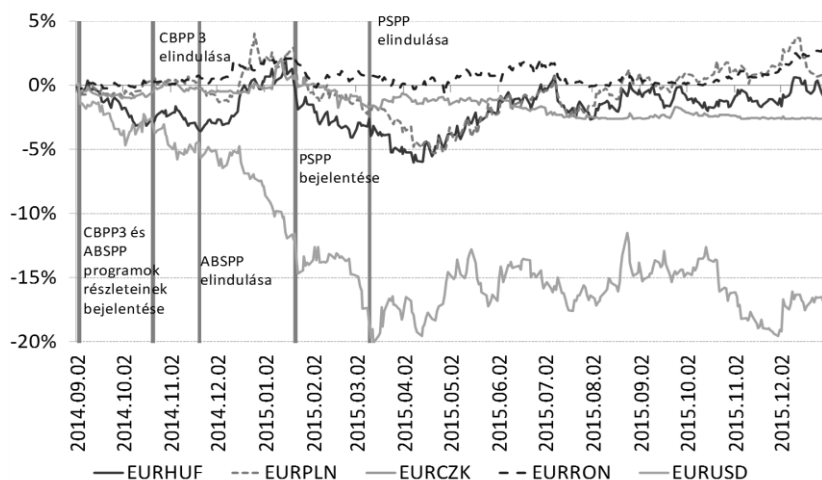
### **5.3. Az eddigi állampapír-vásárlások piaci hatásai**

A 2014. december eleji EKB ülés és a program effektív elindítása között a várakozási csatornán keresztül érdemi hozamleszorító hatást figyelhettünk meg, majd az ezt követő körülbelül fél évben összességében emelkedtek az állampapír-piaci hozamok. A nyári hónapokban globálisan megfigyelt pénzpiaci feszültségek enyhülése után 2015. szeptemberben újból mérséklődni kezdtek a hozamok, de csak részben tudott korrigálódni a tavasz-nyári hozamemelkedés. A hozamcsökkenéshez az is hozzájárulhatott, hogy az időszakban az EKB a további lazítás irányába mozdult el. Az EKB 2015. decemberi kamatdöntését követően ugyanakkor a hosszú állampapírhozamok emelkedést mutattak az európai piacokon (a vártnál kisebb lazítás következtében). A Fed decemberi kamat-meghatározó ülése, ahol a várakozásoknak megfelelően megemelte az irányadó kamatrátát az amerikai jegybank, csak átmeneti hozamemelkedést okozott az európai piacokon.

Összességében a 2014. december óta megfigyelhető változás mértéke az eurozónában általánosságban csökkenést mutat (0-104 bázispontos mértékben), egyedül az ausztriai és finn hozamok emelkedtek enyhe mértékben. A teljes időszakot tekintve továbbra is az látszik, hogy érdemi hozamleszorító hatást a relatíve kisebb

állampapírrival rendelkező országokban (Lettország, Szlovákia, Szlovénia, Litvánia) ért el az EKB állampapír-vásárlási programja.

A régiós devizaárfolyamok tekintetében összességében az mondható el, hogy az időszakban egyrészt az országspecifikus tényezők (lengyel zloty, forint), másrészt a nemzetközi befektetői hangulat változása (forint) játszott jelentős szerepet, míg az EKB részéről érkező hatások feltehetően a régiós devizák viszonylagos stabilitásához járulhattak hozzá.



**4. ábra:** Az EUR/USD és a régiós árfolyamok alakulása az EKB lépéseinek függvényében.<sup>25</sup>

Az euroövezeti hitelezés mind a háztartási, mind a vállalati szegmensben javult. A háztartási hitelezés 2015 tavasza óta 1 százalékos mértékben bővült éves alapon, novemberre megközelítve a 2 százalékos növekedést. A vállalati hitelezés éves növekedése 2015. június óta enyhén pozitív tartományban van.

<sup>25</sup> Forrás: Bloomberg. *Megjegyzés:* A negatív értékek a második helyen szereplő devizák erősödését jelentik.

Novemberben a nem-pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedése 0,8 százalék volt. Lejárat szerinti bontásban az egy éven belüli vállalati hitelek mérséklődtek, míg az 1-5 éves lejáratú vállalati hitelezés jelentősen, az 5 éven felüli lejáratú enyhén nőtt éves összevetésben.

## **FELHASZNÁLT IRODALOM**

- [1] ÁBEL ISTVÁN – LEHMANN KRISTÓF – SZALAI ZOLTÁN: *A monetáris politika keretei az eurozónában* (kézirat), 2014.
- [2] COUR-THIMANN, PHILIPPINE – WINKLER, BERNHARD: The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure, in *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 28. No. 4. (2012) 765-803. o.
- [3] EKB (2011): Az Európai Központi Bank iránymutatása (2011. szeptember 20.) az eurorendszer monetáris politikai eszközeiről és eljárásairól, elérhető: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/02011o0014-20130103-hu.pdf> (2016.02.10.).
- [4] HORVÁTH, ÁGNES – SZALAI ZOLTÁN: *Az európai Gazdasági és Monetáris Unió. Az ECB monetáris politikai stratégiája* (kézirat), 2005.
- [5] KREKÓ JUDIT (et al.): Nemkonvencionális jegybanksi eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalati és hazai lehetőségei, in *MNB Tanulmányok* (2012), elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/mt100.pdf> (2016.02.10.).
- [6] LEHMANN KRISTÓF – MÁTRAI RÓBERT – PULAI GYÖRGY: A Federal Reserve System és az Európai Központi Bank válság során alkalmazott intézkedéseinek bemutatása, in *MNB Szemle*, 2013/október, elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/lehmann-2.pdf> (2016.02.10.).

## **EGYÉB FORRÁS**

- [1] Az Európai Unió működéséről szóló szerződés egységes szerkezetbe foglalt változata, elérhető: [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=uriserv:OJ.C\\_.2008.115.01.0001.01.HUN&toc=OJ:C:2008:115:TOC#C\\_2008115HU.01001301](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2008.115.01.0001.01.HUN&toc=OJ:C:2008:115:TOC#C_2008115HU.01001301) (2016.02.10.).



# A TAGÁLLAMI JEGYBANKOK A XXI. SZÁZADBAN – A FEL- ÜGYELETI HATÓSÁGI ÉS A SZANÁLÁSI JOGKÖR SZABÁLYO- ZÁSA ÉS A JEGYBANKI FÜGGETLENSÉG ÖSSZEFÜGGÉSE NÉ- HÁNY TAGÁLLAMBAN

*Sipos Ágnes*

## Absztrakt

*Jelen tanulmány a szanálási irányelv legjelentősebb szabályaival és ehhez kapcsolódóan az EU tagállamok szanálási hatóságainak jogkörével foglalkozik, azt vizsgálva, hogy a jegybankok szerepköre hogyan alakul a nemzetközi gyakorlatban mind a felügyeleti mind a szanálási jogkört és feladatok illetően. A tagállami szanálási rendszernek létre kell hoznia újonnan vagy ki kell jelölnie egy már meglévő intézményt, új feladatkörrel bővítve addigi hatáskörét, ezt az intézményt szanálási hatóságnak nevezzük. A szanálási hatóságok, mely jogállást a legtöbb esetben a tagállami jegybankok töltik be, ezentúl új típusú hatósági kontrollt gyakorolhatnak a bankrendszer felett, melynek révén az eddigieknél is hatékonyabban óvható a nehéz helyzetbe került bankok ügyfeleinek pénze.*

Kulcsszavak: szanálási hatóság, jegybank, jegybanki függetlenség.

JEL kód: E58, K23

## 1. BEVEZETÉS

A pénzügyi válság<sup>1</sup> hatására a fejlett pénzügyi rendszerrel rendelkező országok esetében egyértelműen a jegybankba integrált felügyeleti modell kezd dominánssá válni. Az utóbbi pár év során több állam döntött az eddig különálló felügyelet jegybankba olvasztásáról. Alapvetően két fő érvet tudunk felsorakoztatni ezen tendencia mögött, egyrészt a különálló felügyelet és a jegybank között sok esetben elégtelen volt az együttműködés – mely annak ellenére is probléma volt, hogy ezen országokban formálisan jellemzően létrehoztak valamilyen fórumot a két intézmények közötti véleménycsere biztosítására. Másfelől egy általánosabb érv a nemzetközileg integrálódott pénzügyi rendszerben a makroprudenciális felügyelés felértékelődése, azaz hogy az alapvetően egyedi intézmények felügyeletére fókuszáló felügyeleti struktúra nem képes időben feltárni és kezelni a rendszerszintű kockázatokat. Az elmúlt időszakban a makroprudenciális felelősség egyértelműen a jegybankokhoz került, amit sok esetben a mikroprudenciális felügyeleti feladatkör jegybank alá vonása is kísért annak érdekében, hogy a mikro- és makroprudenciális felügyelet közötti összhang biztosítva legyen. Alapvetően a monetáris politika mellett a makroprudenciális politikán keresztül lehet tompítani az adott tagállam pénzügyi rendszerének stabilitását veszélyeztető kockázatokat. Így célja alapvetően kétirányú: egyfelől szeretné kisimítani, enyhíteni a pénzügyi közvetítőrendszer sokszor prociklikus viselkedését, másfelől szeretné azt megakadályozni, hogy jelentős rendszerkockázatok épüljenek fel.

---

<sup>1</sup> A pénzügyi válságról ld. bővebben LOSONCZ MIKLÓS: A globális pénzügyi válság és az Európai Unió, *Pénzügyi Szemle*, 2010, 4, 765–780. o.

*Jelen tanulmány a szanálási irányelv legjelentősebb szabályai-val, a Szanálási Alap létrehozásával, és az EU tagállamok szanálási hatóságainak jogkörével foglalkozik, azt vizsgálva, hogy a jegybankok szerepköre hogyan alakul a nemzetközi gyakorlatban mind a felügyeleti, mind a szanálási jogköröket és feladatokat illetően. A szanálási rendszerek kialakítása érdekében a tagállamoknak létre kell hozniuk egy új intézményt vagy ki kell jelölniük egy már meglévő szervet, új feladatkörrel bővítve addigi hatáskörét. Az ilyen módon létrehozott, illetve kijelölt intézményt szanálási hatóságnak nevezzük. A szanálási hatóságok, amelyek feladat- és hatáskörét a legtöbb esetben a tagállami jegybankok töltik be – ahogy jelen tanulmányban erre kitérek –, ezentúl új típusú hatósági kontrollt gyakorolhatnak a bankrendszer felett, melynek révén az eddigieknél is hatékonyabban óvható meg a néhez helyzetbe került bankok ügyfeleinek pénze.*

## **2. A SZANÁLÁSI MECHANIZMUS ELŐZMÉNYEI**

A 2014-ben létrehozott *Egységes Felügyeleti Mechanizmus (Single Supervisory Mechanism, a továbbiakban: SSM)* megteremti a nagybankok közvetlen európai felügyeletének lehetőségét, és segíthet megelőzni a banki nacionalizmusból fakadó felügyeleti részrehajlások visszaszorulását. Az Európai Unióban az *Európai Bankhatóság*<sup>2</sup> (*European Banking Authority, a továbbiakban: EBA*) – mivel a felügye-

---

<sup>2</sup> Az Európai Parlament és a Tanács 1093/2010/EU rendelete (2010. november 24.) az európai felügyeleti hatóság (Európai Bankhatóság) létrehozásáról, a 716/2009/EK határozat módosításáról és a 2009/78/EK bizottsági határozat hatályon kívül helyezéséről hozta létre az Európai Bankhatóság intézményét.

leti jogkör nemzeti szintről európai szintre emelésében jelentős előrelépés tapasztalható<sup>3</sup> a gazdasági válság hatásaira adott válaszok egyik következményeként – egy olyan független EU hatóság, mely működésének legfőbb célja, hogy biztosítsa a hatékony, konzisztens felügyeletet az európai bankrendszerek felett.

Az EBA 2011. január 1-jei létrehozása jelentős változást jelentett az intézményrendszerben, mivel válaszként értékelhető arra a problémára, miszerint kézzel fogható előrelépést kell tenni az Európai Unióban az integráltabb szabályozási és felügyeleti keretrendszer felé. Ezekon túlmenően további feladatok széles körével ruházták fel, amelyek mindegyikének végső célja egy olyan új szabályozási környezet létrehozása, melyben prioritás a pénzügyi stabilitás megőrzése és a pénzügyi rendszer egészébe vetett bizalom biztosítása, valamint a pénzügyi szolgáltatásokat igénybe vevő ügyfelek védelme.<sup>4</sup>

Egyértelmű tehát, hogy uniós szinten az EBA testesíti meg a banki felügyeleti szerveket (*supervisory network*) összefogó legfőbb intézményi csomópontot,<sup>5</sup> nála összpontosul a legtöbb és legközelebbi

---

<sup>3</sup> Bár a nemzeti felügyeleti hatóságok megtartották elsődleges felügyeleti jogkörüket a pénzügyi intézmények felett, figyelemmel a „*home country control*” model-re.

<sup>4</sup> Az Európai Parlament és a Tanács 2014/59/EU irányelvének elfogadását követően az EBA hatásköre bővült, mivel az irányelv az EBA feladata közé sorolja azt, ha az irányelvvel összhangban meghozandó döntések tekintetében a nemzeti hatóságok között nézeteltérés merülne fel, akkor a EBA-nak kell közvetítő szerepet betöltenie. Az EBA tevékenységéről immáron több jelentést is olvashatunk, melyek rávilágítanak annak működési elveire, gyakorlatára és az elért eredményekre is.

<sup>5</sup> Mindezek alapján elsősorban az EBA feladata olyan egységes szabályozási és végrehajtás-technikai standard tervezetek előterjesztése, amelyek a jövőben egy egészségesebb uniós bankrendszer fenntartását teszik lehetővé. Az EBA tervezetei az Európai Bizottság jóváhagyását követően az uniós szintű prudenciális követelmények, vagyis a CRD/CRR IV. szabályozás szerves részévé válhatnak.



információ. Bár „meglehetősen kemény és nehéz piaci környezetben indult útjára, amelyben számos, azonnal megválaszolandó kihívás várt rá. Nem volt könnyű az új szervezet kiépítésére összpontosítani, miközben egyúttal a banki szektor stabilitását érintő jelentős problémákat is kezelni kellett.”<sup>6</sup>

Az Európai Bizottság 2013 nyarán terjesztette elő javaslatát a Bankunió Egységes Szanálási Mechanizmusának (*Single Resolution Mechanism*, a továbbiakban: SRM) létrehozására, amelynek célja, hogy biztosítsa az SSM-ben részt vevő és súlyos nehézségekkel küzdő bankok szanálásának hatékony kezelését. Az SRM egy olyan módszer, mely az *overbanking* probléma<sup>7</sup> felszámolásának talán legfontosabb pillérének tekinthető. Erre a problémára hívta fel a figyelmet *Vitor Constâncio*<sup>8</sup> az Európai Központi Bank elnökhelyettese 2013 februárjában, miszerint hatalmas nagy bankok alakultak, számos irányba kiterjedő, összetett ügyletekkel. Így ha egy ilyen bank bajba kerül, nagyon hamar áterjed az EU más tagállamaira is a probléma.

---

<sup>6</sup> Az Európai Bankfelügyeleti Hatóság Éves jelentése, 2011, Az elnök előszava, 4. o., elérhető: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/25763/2011-EBA-AR---HU.pdf/52cdd918-ee18-4524-8ec0-09f1fc4ae545> (2015.11.28.).

<sup>7</sup> A bankok GDP arányában számolt, kihelyezett hitelállománya a XX. század során alapvetően nagy növekedést nem mutatott, viszont az utóbbi két-három évtizedben általános tendenciaként mondható el Európában hogy ez az arány növekedést mutatott, melynek az intenzitása különböző ütemű volt az egyes országokban. Míg Finnország, Németország, Franciaország és Ausztria esetében mérsékelt volt a növekedési ütem, kilenc tagállamban az arány megduplázódott. Ld. bővebben: *Is Europe Overbanked?* Reports of the Advisory Scientific Committee, European Systemic Risk Board, No. 4/June 2014, elérhető: [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/Reports\\_ASC\\_4\\_1406.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/Reports_ASC_4_1406.pdf) (2015.11.27.).

<sup>8</sup> CONSTANCIO, VÍTOR: *Towards the Banking Union*, 2013, Helsinki. Elérhető: <http://www.ecb.int/press/key/date/2013/html/sp130212.en.html> (2015.11.27.).

A szanálás olyan érzékeny kérdéskör, amelynek feszültségei szükségszerűen uniós szinten jelennek meg. Uniós szintű koordináció nélkül a bankok állami megmentése vagy csődbe vitele akár teljes nemzetgazdaságok összeomlásához is vezethet, magával rántva más államokat vagy az eurózónát. Ennek a helyzetnek iskolapéldája Görögország esete, és a kiterjedt szuverén adósságválság.<sup>9</sup> Az egységes szanálási rendszer megteremtése és működtetése ezért talán az egyik legnagyobb szakpolitikai és jogi kihívás, akár a megvalósítás módját, akár a szanálási akciók finanszírozását, akár a célhoz rendelt kapacitások igényeit vesszük szemügyre. A szanálás célja a kritikus funkciók folyamatos működésének biztosítása, a pénzügyi stabilitást veszélyeztető kedvezőtlen hatás és a közpénzek igénybevételének elkerülése, a betétesek és hitelező ügyfelek pénzének és eszközeinek védelme.

*Kreis*<sup>10</sup> szerint a Bankunió jogi elemeit három szabályozási szférában tudjuk elhelyezni és vizsgálni, egyrészt az Egységes Felügyeleti Mechanizmus, másrészt az Egységes Szanálási Mechanizmus, és végül közös Betétbiztosítás oldaláról.

*Kisgergely és Szombati*<sup>11</sup> a Bankunió négy pilléréről tesz említést, az *1. pillér* alatt az Egységes szabálykönyvet, a *2. pillér* alatt az Egységes felügyelést értve, míg a *3. pillér* az Egységes válságkezelés szabályait, végül a *4. pillér* a Közös betétbiztosítás jövőbeni rendszerét jelenti.

---

<sup>9</sup> Ld. bővebben: KREISZ BRIGITTA: *Pillanatfelvétel az európai bankszabályozás főbb problémaköreiről*, Műhelyvita tanulmány, 2015. október.

<sup>10</sup> KREISZ BRIGITTA: *Bankunió pillérről pillérre 1. rész: Az Egységes Felügyeleti Mechanizmus*, elérhető: <http://hpops.tk.mta.hu/blog/2014/04/bank-unio-pillerről-pillérre-1rész> (2015.09.03.).

<sup>11</sup> KISGERGELY KORNÉL – SZOMBATI ANIKÓ: Bankunió magyar szemmel – hogyan látja az MNB a szoros együttműködés lehetőségét?, in *MNB-tanulmányok*, No. 115. (2014). Elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/mt115-mnb-tanulmany.pdf> (2015.11.30.).

Gros és Schoenmaker<sup>12</sup> véleménye alapján a Bankunióknak két részre oszthatóak a pillérei, megelőző pillérekre (egységes szabálykönyv, felügyelet), valamint a válságkezelő pillérekre (szanálás, betétbiztosítás). Álláspontom szerint valamennyi megközelítés helytálló, jelen tanulmányban a *megelőző, illetve válságkezelő pillérek szerinti szemlélet dominál.*

### **3. AZ ÚN. SZANÁLÁSI IRÁNYELV LEGFŐBB SZABÁLYAI ÉS ÚJ JOGI MEGOLDÁSAI A VÁLSÁGKEZELÉSBEN**

Amennyiben korábban egy kormányzat el akarta kerülni, hogy egy, az országban működő intézmény ellen felszámolási eljárás induljon, a pénzügyi stabilitás fenntartása érdekében adófizetői pénzből kimentette (*bail out*) a bajba került bankot, befektetési vállalkozást. *Az új eljárás szerint – a biztosított betétek tulajdonosait ide nem értve – a hitelezők fogják feltőkésíteni (bail in) az intézményt, de más eszközök is rendelkezésre állnak a bankok szanálásához.*<sup>13</sup>

Mérföldkőnek tekinthető jogi megoldásaiban a válságkezelés területén az *Európai Parlament és a Tanács 2014/59/EU irányelvének* 2014. május 15-i elfogadása. A pénzügyi válság súlya és időbeli kiterjedése rávilágított arra, hogy *gyakorlatilag nincs megfelelő szintű uniós szabály-<sup>14</sup> és eszközrendszer a csődhelyzetbe került pénzügyi intézmények (és természetesen a betétesek, hitelezők, stb.) válsághelyzetének kezelésére.*

---

<sup>12</sup> GROS, DANIEL – SCHOENMAKER, DIRK: European Deposit Insurance and Resolution in the Banking Union, in *Journal of Common Market Studies*, Vol. 52. No. 3. (2014), 529-546. o.

<sup>13</sup> Az általános összefüggéseket ld. bővebben HUERTAS, T. F. (2014): *Safe to Fail: How Resolution Will Revolutionise Banking*, 2014, Palgrave Macmillan, London.

<sup>14</sup> A tagállamok meglévő anyagi és eljárásjogi szabályai között fennálló jelentős különbségek problémás pontot jelentenek a szabályozási területen,

Az irányelv új jogi megoldásokat vezet be a hitelintézetek és befektetési vállalkozások helyreállítását és szanálását célzó keretrendszer tekintetében. Az egyik leglényegesebb újítás az, hogy az irányelv által biztosított szanálási eszközök és hatáskörök csorbíthatják a részvényesek és a hitelezők jogait. Természetesen nincs szó minden határ nélküli jogkorlátozásról, bármely, a szanálásból eredő beavatkozásnak összhangban kell lennie az Európai Unió Alapjogi Chartájával. Az irányelv számos cikkben rendelkezik a részvényesek és hitelezők érdekvédelméről,<sup>15</sup> garanciát nyújtva a szanálás esetében bekövetkezett jogsérelem ellensúlyaként, és egyben annak limitjeként.<sup>16</sup>

---

ezeket az akadályokat meg kell szüntetni. Ezen megfontolást minden bizonynyal erősítette az a tény, hogy napjainkra az uniós pénzügyi piacok olyan mértékben összefonódtak, hogy a legtöbb intézmény több határon keresztül nyújtja ügyfeleinek ugyanazokat a pénzügyi szolgáltatásokat. Szükséges az uniós szintű, átgondolt szabályozás ahhoz, hogy csökkenjen a jövőbeni válságok bekövetkezésének valószínűsége, illetve minimálisra csökkenthető legyen egy-egy pénzügyi intézmény csődjének – akár nemzetközi – pénzügyi rendszerre gyakorolt hatása.

<sup>15</sup> A szanálási eszközök csak akkor alkalmazhatók, ha fizetéképtelen vagy valószínűleg fizetéképtelenné váló intézményről van szó, és csak akkor, ha általános érdekből szükséges a pénzügyi stabilitás céljának elérése. Az érintett részvényesek és hitelezők nem szenvedhetnek el nagyobb veszteséget annál, mint amely akkor sújtotta volna őket, ha az intézményt a szanálást elrendelő döntés idején felszámolják. A tulajdonjogba való beavatkozás nem lehet aránytalan mértékű, a részvényesek és hitelezők számára kifizetett kártalanítás nem lehet kevesebb, mint az a becsült összeg, amelyhez akkor jutottak volna, ha az egész intézmény rendes fizetéképtelenségi eljárás alá kerül. Ld. 2014/59/EU irányelv 50. preambulumbekkezdés.

<sup>16</sup> Nem jelenthetnek az intézkedések sem közvetlenül sem közvetett módon állampolgárság szerinti megkülönböztetést, az azonos osztályba tartozó hitelezőkkel kapcsolatosan lehet eltérő intézkedést alkalmazni, de a különbségtétel legyen közérdekből indokolt és a kockázattal arányos.

### **3.1. A szanálásért felelős hatóság és annak hatásköre**

Az irányelv a tagállamok számára is megfogalmaz kötelezettségeket, ilyen a 104. preambulumbekzdés, mely szerint az irányelvben elírt célokra szolgáló szanálási alapon keresztül minden tagállamnak létre kell hoznia saját nemzeti szintú finanszírozási rendszerét.

Szintén konkrét tagállami kötelezettség, hogy minden tagállam egy vagy kivételesen több szanálási hatóságot jelöl ki, amely felhatalmazást kap a szanálási eszközök alkalmazására és a szanálási hatáskörök gyakorlására. A szanálási hatóság az irányelv rendelkezése szerint vagy közigazgatási hatóság vagy közigazgatási hatáskörrel felruházott hatóság a nemzeti jog szerint.

*A szanálási hatóságok, mely jogállást a legtöbb esetben a tagállami jegybankok töltik be – ahogy jelen tanulmányban erre is hamarosan kitérek –, ezentúl új típusú hatósági kontrollt gyakorolhatnak a bankrendszer felett, melynek révén az eddigiéknél is hatékonyabban óvható a nehéz helyzetbe került bankok ügyfeleinek pénze.*

A szanálási rendszernek létre kell hoznia újonnan, vagy ki kell jelölnie egy már meglévő intézményt, új feladatkörrel bővítve addigi hatáskörét, ezt az intézményt szanálási hatóságnak nevezzük. Fontos követelmény a szanálási hatósággal szemben, hogy olyan állami szervnek kell lennie, amely működése szempontjából független, irányítása szilárd, működése és eljárásrendje átlátható, és a demokratikus elszámoltathatóság követelményének is eleget tesz. E hatóság látja el a bajba került banknak a szanálási jogszabály rendelkezéseivel összhangban történő szanálását, és emellett teljes felelősséggel tartozik érte, hasonló értelemben, mint ahogy a csödgondnok vagy a felszámoló átveszi a felelősséget a nem pénzügyi vállalatok megszüntetési eljárásának megindításakor.

Az irányelv 63. cikke konkrétan felsorolja és rögzíti a szanalási hatóságok hatásköreit,<sup>17</sup> melyeket egy-egy esetben külön-külön vagy egymással kombinálva alkalmazhat a hatóság. Ezek sorában említjük meg, hogy gyakorolhatja az intézmény a részvényesekre, egyéb tulajdonosaira és vezető testületére ruházott jogokat és hatásköröket, az intézmény által kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő instrumentumok névértékét csökkentheti, akár nullára is, törölheti is ezeket az eszközöket, leválthatja az intézmény vezető testületét és felső vezetését.

A szanalási hatóságnak *szanalási tervet* kell készítenie minden olyan intézmény esetében, amely nem tagja a 2013/36/EU irányelv szerint összevont alapú felügyelet hatálya alá tartozó csoportnak.<sup>18</sup>

### **3.2. Szanalási célok, feltételek, eszközök és a szanalás általános elvei**

A szanalási célok az uniós szabályozás szerint a kritikus funkció folytonosságának a biztosítása, a pénzügyi fertőzések megakadályozása és a piaci fegyelem fenntartása, az állami források védelme a rendkívüli állami pénzügyi támogatásra támaszkodás minimalizálása révén, a biztosított betétesek és befektetők védelme, az ügyfelek pénzeszközökének és vagyonának védelme.

---

<sup>17</sup> Annak érdekében, hogy ezek a hatáskörök ténylegesen a gyakorlatban is érvényesíthető jognak számítsanak, a vonatkozó szakasz előírja, hogy a szanalási hatáskörök gyakorlásakor a szanalási hatóságokra ne vonatkozzon se az a szabály, mely szerint a részvényesek vagy hitelezők jóváhagyására szükség van, se pedig az, hogy a hatáskör gyakorlását megelőzően bizonyos személyek felé tájékoztatási kötelezettségnek kell eleget tenni.

<sup>18</sup> Ld. bővebben: FELLEGI MIKLÓS – SIPOS ÁGNES: A válságkezelés egyes európai jogi és gazdasági aspektusai a pénzügyi felügyelet területén, in LENTNER CSABA (szerk.): *A devizahitelezés nagy kézikönyve*, 2015, Nemzeti Közszerzői és Tankönyv Kiadó, Budapest, 391-412. o.

Az irányelv 32. cikke konjunktív feltételeket határozott meg a szanálás, mint eljárás alkalmazási körülményeként: *az illetékes hatóság megállapította, hogy az intézmény csődhelyzetben van vagy valószínűleg csődbe jut, és ezzel párhuzamosan ésszerűen nem várható, hogy ésszerű időn belül megelőzhető lenne az intézmény csődje, valamint a szanálási intézkedésekre közérdek miatt van szükség. Mikor tekinthető egy intézmény fizetéseképtelennek?* Ha az alábbi körülmények közül egy vagy több fennáll: ha teljes szavatolótökéjének vagy jelentős részének elvesztésével járó veszteség miatt az intézmény megsérti a működési engedély fenntartásának feltételeit, eszközei kevesebbek a forrásainál, képtelen megfizetni az esedékessé váló tartozásait, rendkívüli állami pénzügyi támogatást igényel.

A szanálási eszközök közé az alábbiak tartoznak az irányelv szerint: *az üzletértékesítési eszköz, az áthidaló intézményi mechanizmus (ún. hídbank), az eszközelkülönítési eszköz és a hitelezői feltőkésítés.*

### **3.3. Az Egységes Szanálási Mechanizmus és az Egységes Szanálási Alap**

*Az Egységes Szanálási Mechanizmus<sup>19</sup> bevezetésével egy új feladattal is bővül a legtöbb tagállam jegybankjainak feladatköre. A jegybankok és egyszersmind a jegybanki elvek fejlődése kérdéskörének aktualitása a gazdasági válsággal összefüggésben vitathatatlan, és talán új ten-*

---

<sup>19</sup> Ld. bővebben: ANGYAL ZOLTÁN: Az Egységes Szanálási Mechanizmus létrehozásának egyes intézményi és jogi vonatkozású kérdései, in KARLOVITZ JÁNOS TIBOR (szerk.): *Fejlődő jogrendszer és gazdasági környezet a változó társadalomban*, „III. International Research Institute Társadalomtudomány Konferencia” tanulmánykötet, 2015, International Research Institute, Komárno, 9-16. o.

denciák kialakulásának adott lökést akaratlanul is. A jegybanki függetlenség célja és értelme az, hogy a kormánynak, az aktuál politikának ne legyen lehetősége befolyásolni a jegybankot, hogy az az árstabilitást veszélyeztető monetáris politikát valósítson meg. Ezt az elvet tovább vitte az EKB jogállásának és a KBER rendszer működésének specialitása, mely gyakorlatilag a monetáris politika védelmét van hivatva biztosítani.

Ahogy azt *Angyal Zoltán* álláspontjával egyezően megállapíthatjuk, az SRM létrehozása fontos mérföldkőnek tekinthető a bankunió felé vezető úton.

*„A jogalkotási és egyéb, nem jogalkotási uniós aktusokkal létrehozott intézményi és jogi keret – szabályozási szempontból – alkalmasnak tűnik az EFM működtetésére. Kockázati tényezőként kell viszont tekinteni arra a viszonylag hosszú, nyolc éves átmeneti időszakra, amely alatt az ESZA teljes feltöltésére sor kerül majd.”<sup>20</sup>*

A szanálási mechanizmus erősítésére az euróövezet tagállamaiban alkalmazandó, az irányelveknek megfelelő rendelet alapján létrejön az *Egységes Szanálási Alap*, amely a bajba kerülő hitelintézetek, befektetési vállalkozások szanálásának pénzügyi hátterét biztosítja, azok pénzügyi védőhálója, míg az irányelvek alapján a nem euróvezeti tagállamok saját, nemzeti szanálási alapot hoznak létre. Az Egységes Szanálási Alapot<sup>21</sup> a résztvevő tagállamokban működő bankok hozzájárulásaiból kell működtetni, szükség esetén azonban az Alap piaci kölcsönt is felvehet.

---

<sup>20</sup> Uo. 16. o.

<sup>21</sup> Ld. bővebben: KREISZ BRIGITTA: Bankunió pillérről pillerre 2. rész: Az Egységes Bankszanálási Mechanizmus, elérhető: <http://hpops.tk.mta.hu/blog/2014/04/bankunio-pillerrol-pillerre-2-resz> (2015.10.01.).



Tóth József<sup>22</sup> számítással támasztja alá azt az állítását, amely szerint az Európai Bizottság által előzetesen 55 milliárd euró nagyságúra tervezett Egységes Szanálási Alap vagyona az eredeti tervekhez képest nagyobb lesz. Az Egységes Szanálási Alapot, illetve a tagállami hozzájárulások átutalását és közössé válását kormányközi megállapodás szabályozza.<sup>23</sup> Az egységes szanálási mechanizmushoz kapcsolódó rendelkezéseket meg kell különböztetni a bankok helyreállításáról és szanálásáról szóló irányelvtől, amely biztosítja a nemzeti szintű mechanizmusok összhangba hozását minden európai uniós tagállamban.

#### **4. AZ ÚN. SZANÁLÁSI IRÁNYELV ÉRVÉNYESÜLÉSE AZ EURÓPAI UNIÓ TAGÁLLAMAIBAN**

##### **4.1. A jövő kihívásai – atipikus feladatok a jegybankok számára**

Az egyik fő kihívás, amellyel az új felügyeleti rendszert alkotó összes intézménynek meg kell majd birkóznia, az az új feladatok minden eddigőtől eltérő természete és hordereje.<sup>24</sup> A szanálási irányelv értelmében minden EU tagállamnak ki kell jelölnie a szanálási hatóságát, mely tagállami szinten látja el a hatáskörébe tartozó feladatokat. A tagállami hatóságok szerepe is megváltozott (gondoljunk a most már

---

<sup>22</sup> Ld. bővebben: TÓTH JÓZSEF: Az európai betétbiztosítási és bankszanálási rendszerek jellemzői és azok finanszírozása, in *Közgazdasági Szemle*, 2015/július–augusztus, 767–785. o.

<sup>23</sup> Ld. az Egységes Szanálási Rendszerhez kapcsolódó kormányközi megállapodás kihirdetéséről szóló 2015. évi CLXXXIX. törvény.

<sup>24</sup> Ha kiválasztjuk az EKB-t, akkor az esetében elmondható, hogy az SSM létrehozására megszabott időkeret is rendkívül rövid, új felügyeleti feladatai átvételének kitűzött dátuma fokozatosan 2014 márciusáról novemberre tolódott.

felügyeleti és szanálási hatóságként is működő jegybankunkra), emellett kulcsfontosságú a megfelelő informáltság és a tagállami-uniós hatóságok közti együttműködés marad.

Pár tendencia körvonalazható a szanálási rezsimek kiépítésével és működésével kapcsolatosan, melyek sorában elsőként említhető meg, hogy általában a jegybank jelenik meg szanálási hatóságként a tagállami törvényi szabályozásokban.

A szanálási irányelv implementációjánál azok az országok, ahol a jegybankra ruházták a szanálási hatósági feladatkört: Nagy-Britannia, Olaszország, Belgium, Ciprus, Litvánia, Csehország, Szlovákia, Magyarország, Görögország, Portugália, Franciaország. Németország esetében más hatóság látja el az irányelvben és a nemzeti jogszabályban rögzített feladatokat.

A másik fontos, mondhatni sarkalatos pontja a tagállami szanálási rezsimek, hogy kire bizza a tagállami jogszabály a döntés jogát a szanálásról.

A szanálási rendszerek általában a felügyeleti hatóságokra bízák a döntést arról, hogy egy bankot szanálni kell. Itt tovább árnyalja a helyzetet, hogy bizonyos államokban a felügyeleti hatóság és a szanálási hatóság egy és ugyanazon intézmény, viszont előfordul ennek az ellenkezője is. Ha a szanálási hatóság nem azonos a felügyeleti hatósággal, a szanálási hatóságnak általában jogában áll véleményét kifejteni. Az SRM egy lépéssel tovább megy, és a szanálási hatóságnak önálló jogot biztosít a folyamat elindítására.

*A makroprudenciális politika felértékelődésével látható, hogy az európai országokban is megindult a nemzeti makroprudenciális keretrendszerről való gondolkodás. Ennek alapvetően két ága van: az intézményi háttér kialakítása, illetve a megfelelő makroprudenciális eszközrendszer kidolgozása és működtetése.<sup>25</sup>*

Szempontok	Érvek a jegybankba integrált felügyelet mellett	Érvek az integráció ellen
<p><b>Felügyelet</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Jegybank és felügyelet közti együttműködési problémák kiküszöbölése:               <ul style="list-style-type: none"> <li>• egyértelmű felelősségek;</li> <li>• célok összehangolása (pl. mikro- és makroprudenciális politika);</li> <li>• információ megosztás.</li> </ul> </li> <li>➤ Az erős jegybanki függetlenség, piaci reputáció erősíti a felügyeleti funkciót is.</li> <li>➤ Mivel a jegybank a bankközi piac szereplője, első kézből származó információi vannak a piaci folyamatokról.</li> <li>➤ Pénzforgalmi felvigyázási jegy-banki funkcióval való szinergiák.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ „Több szem többet lát” elv.</li> <li>➤ Hatóságok közötti verseny pozitív hatásai.</li> <li>➤ A hatékony együttműködést elvileg egy pénzügyi stabilitási tanács is biztosíthatja.</li> </ul>

<sup>25</sup> Ld. FÁYKISS PÉTER – SZOMBATI ANIKÓ: Makroprudenciális felügyelet az eurozónán kívüli európai országokban, in *MNB Szemle Különszám*, 2013. október.

	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Az állam szükös „tudásának” koncentrációja hatékonyabbá teszi feladatai ellátását.</li> </ul>	
<b>Végső hitelezői funkció („Lender of Last Resort”)</b>  <b>Bankunió</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Erősebben ösztönzött a hatékony, proaktív felügyeletre.</li> <li>➤ Közvetlen információ a hitelintézet szolvenciájáról.</li> <li>➤ Integrált felügyeleti modell jön létre az eurozónában, melyben az EKB-nál lesz a mikro-prudenciális felügyeleti funkció.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Az ún. szabályozói foglyul ejtés veszélye (a felügyelő és a felügyelt intézmény között meglévő kapcsolatok miatt a felügyelő késve nyilvánít egy intézményt menthetetlennek).</li> </ul>
<b>Monetáris politika</b>	A közvetlen mikroprudenciális információk elősegítik a hatékonyabb monetáris politikát.	A felügyeleti kudarcok a monetáris politika hitelességét és így hatékonyságát is csorbíthatják
<b>Társadalmi vonatkozások</b>	A megkettőzött funkciók megszűnése miatt felmerülő költségmegtakarítás.	A jegybankba integrált felügyelet túlzott felelősség és hatáskör koncentrációt jelentene.

*1. táblázat: Elméleti érvek és ellenérvek a jegybankba integrált felügyelettel kapcsolatban.<sup>26</sup>*

## 4.2. Az egyes országok gyakorlata

Az európai uniós tagállamok jegybankjai döntő többségben már a 19. században létrejött intézmények, a kelet-közép európai jegybankok esetében az alapítás időben későbbi, gyakran a 20. század elején került sor a megalapításukra. Ezek az intézmények eddigi működésük során

<sup>26</sup> Forrás: <http://www3.mnb.hu/letoltes/felugyelet-hu.pdf> (2015.11.30.).

nagyon sok változást értek meg, mind a szervezetrendszer, feladatok, függetlenségi szabályok stb. terén. Az utóbbi évtizedben a makroprudenciális felügyelés terén, majd az utóbbi egy-két évben még a szanalási hatóság terén is helyt kell állniuk, általános tendencia, hogy a felügyeleti funkciók után a szanalási hatáskör szerepét is a jegybankok kapják.

Jelen alfejezetben tíz európai uniós ország jegybanki fejlődéstörténetét tekintem át röviden, kitérve azokra az okokra, melyek indokoltá tették, hogy a pénzügyi rendszer fő (vagy egyetlen) felügyeleti szerve és nagyon sok esetben a szanalási hatósága is a tagállam jegybankja legyen. A bemutatott országok között szerepel a jegybanki fejlődés francia és porosz-német útjának minta országa, Franciaország és Németország, valamint találunk kelet-közép európai országokat, melyek a kelet-európai fejlődési utat mutatják, Lettország, Litvánia, Magyarország, Csehország, Szlovákia.

#### ***4.2.1. Magyarország***

A Hegedűs Lóránt pénzügyminiszter nevével fémjelzett stabilizációs kísérletnek részét képezte egy részvénytársasági formában kialakítandó, a kormánytól viszonylagos függetlenséget képező jegybank kialakítása is. A helyzet rendezésére 1921-ben – csehszlovák példát követve – a bankjegy kibocsátást az állam kezébe helyezték és ezzel egyidejűleg az 1921. évi XIV. törvénycikkkel megalapították a Pénzügyminisztérium felügyelete alatt álló Magyar Királyi Állami Jegyintézetet. A Jegyintézet függetlenségét számos rendelkezés csorbította, elnökét és alelnökét az államfő, a tizenkét tagú tanácsot a minisztertanács nevezte ki vagy rendelte ki, a pénzügyminiszter javaslatára.

1922-1923 fordulójára rendelkezésre állt egy konzisztens terv az államháztartás szanalására és a valuta stabilizációjára vonatkozóan. Ezen terv központi elemét képezte a monetáris stabilizáció, melyet egy

független jegybank megteremtése révén lehet biztosítani. A Magyar Nemzeti Bankot létrehozó 1924. évi V. törvény a szanalási törvény-csomag részét képezte, kialakításában tehát a Népszövetség Pénzügyi Bizottságának volt jelentős szerepe.

A jegybank pozícióját és feladatait jelentősen módosította az 1938. évi XXV. tc. mivel kimondta, hogy a jegybank a magyar királyi minisztérium felügyelete alatt álló, részvénytársaság formájában működő közérdekű intézet.

1945-ben a jegybank feladatait – politikai indokok alapján – koalíciós bizottságok vették át. A bankok államosításáról szóló 1947. évi XXX. törvény 1947. decemberében lépett hatályba, amelynek értelmében az állam átvette a Magyar Nemzeti Bank és a Pénzintézeti Központ I. kúriájába tartozó négy, részvénytársasági alapon működő pénzintézetek magyar tulajdonban levő részvényeit.

Az MNB autonómiájának szempontjából az első igazán jelentős visszalépést az 1950. évi 26. törvényerejű rendelet jelentette és ettől kezdve egészen az 1991. évi LX. törvényig az MNB-re vonatkozó törvényerejű rendeletek és MT határozatok jelentős mértékben átalakították a magyar központi bank fejlődését.

1984 áprilisában megszületett a politikai döntés a kétszintű bankrendszer kialakítására, melyet követően a Magyar Nemzeti Bank keretében végzett kétéves előkészítő munka és egyéves szimuláció után 1987. január 1-jével formálisan is kétszintűvé vált a magyar bankrendszer.

A bankrendszer működése szempontjából lényeges lépés történt 1991-ben, amikor két, a banki működéssel kapcsolatos törvényt fogadott el az Országgyűlés. A pénzintézeti törvény – az 1991. évi LXIX. törvény – rögzítette a hitelintézetek működésének jogi kereteit, távlatilag szabályozta az állami tulajdonlás mértékét. Az 1991. évi LX. törvény – a Magyar Nemzeti Bank jogállásáról – meghatározta a jegy-

bank működési kereteit, rögzítette a bank és az állam viszonyát, biztosította előbbi korábnál szélesebb önállóságát. *A jegybank jelentős szerepet töltött be a 90-es évektől kezdve a bankrendszer felügyeletében, de ezen feladatait nem egyedüli intézményként gyakorolta, és felügyeleti jogosítványai nem terjedtek ki a pénzügyi közvetítőrendszer egészére. A felügyelet szektorális volt, amit aztán a PSZÁF létrehozatalával az összevont felügyeleti modell váltott fel.*

*A hazai jogszabályok 2013 előtt nem tették egyértelművé az intézményi felelősséget a makroprudenciális vagy más néven a rendszer-szintű kockázatokra vonatkozóan. A rendszerkockázatok beazonosításának felelősségén az MNB és a PSZÁF osztozott, míg a rendszerkockázatok megakadályozására vonatkozó szabályozói eszközök nem álltak a jegybank rendelkezésére.*

2013. október 1-jén a PSZÁF beolvadt az MNB-be, a nemzeti bankon belül létrejött a Pénzügyi Stabilitási Tanács, amely legalább három-, legfeljebb tíztagú testület, vezetője pedig az MNB elnöke. A jegybank és a korábbi pénzügyi felügyeleti hatóság integrációja alapvető feltétele annak, hogy biztosított legyen a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyeztető rendszerkockázati tényezők nyomon követése és ellenőrzése. Szélesebb eszköztár áll a jegybank rendelkezésére az egyedi vagy rendszerszintű pénzügyi válsághelyzetek megelőzése, továbbá a már bekövetkezett válsághelyzetek gyors és eredményes megoldása érdekében.

Ennek keretében a prudenciális, azaz az üzleti megbízhatóságot vizsgáló felügyelés, valamint a piacfelügyelés és a fogyasztóvédelem eszközeivel figyelemmel kíséri a pénz- és tőkepiaci intézmények, pénztárak, biztosítók, s a pénzügyi infrastruktúrát alkotó intézmények tevékenységét, szükség esetén pedig intézkedéseket hoz. A felügyelés célja a kockázatok időben történő felismerése és megfelelő kezelése, elkerülendő, hogy azok veszélyeztessék a rendszer stabilitását és a pénzügyi közvetítő rendszerbe vetett bizalmat.

*„A játékszabályok pedig megváltoztak, új alapokra helyezve a bankok feletti hatósági kontrollt. E folyamat talán legradikálisabb eleme a szanalási eszköztár megteremtése. Az Európai Unió többéves vita után idén fogadta el erre vonatkozó irányelvét, melyet Magyarország az elsők között – a legtöbb tagállamot jó fél évvel megelőzve –, 2014 júliusában épített be jogrendjébe”.<sup>27</sup>*

2014 júliusában az Európai Központi Bank felkérést kapott<sup>28</sup> a magyar Nemzetgazdasági Minisztériumtól, hogy a szanalási irányelv kereteit kitöltő, annak szabályait a magyar jogba átültető törvényjavaslatot<sup>29</sup> véleményezze.<sup>30</sup> Az EKB véleménye, hogy az MNB szanalási feladatokkal való felruházása összeegyeztethető a KBER-hez kapcsolódó feladatainak ellátásával és növeli a pénzügyi stabilitás terén betöltött szerepét. Viszont kiemelte az EKB, hogy a szanalási hatóságként betöltött szerepére tekintettel pénzügyi forrást kell rendelni az új feladataihoz, a pénzügyi függetlenség elvének megfelelően. Az EKB véleménye a törvényjavaslat több pontját egyértelműsíteni kérte, melyek közül a szanalásra kerülő intézmény eszközeinek és kötelezettségeinek független értékelésének biztosítását, a fellebbezők jogait korlátozó szabályok leépítését emelhetjük ki.

---

<sup>27</sup> GYURA GÁBOR: *Új elv a pénzügyi piacokon, Szanalás: bankmentés más-ként*, elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/gyura-gabor-szanalas-bankmentes-maskent.pdf> (2015.10.07.).

<sup>28</sup> Az EKB véleményében megjegyzi, hogy a véleményezendő anyagot június 2-án kapta, míg a törvényjavaslatot július 4-én elfogadták (2014. évi XXXVII. törvény, a Magyar Közlöny 2014. évi 98. számában 2014. július 18-án kihirdetve). Az EKB nehezményezte, hogy a kötelező konzultációs kötelezettségét a nemzeti hatóság nem megfelelően teljesítette.

<sup>29</sup> A magyar Országgyűléshez 2014. július 12-én benyújtott T/262. sz. törvényjavaslat.

<sup>30</sup> Az Országgyűlés a jegybankot ruházta fel a szanalási eszközökkel, jogosítványai 2014 szeptemberében léptek hatályba.



*Kisgergely-Szombati*<sup>31</sup> álláspontja szerint az MNB pénzügyi stabilitási döntéshozatali mechanizmusa és eszközrendszere a lehető legnagyobb mértékben leképezi a Bankunió struktúráját, némely esetben meg is haladva azt, mind a megelőzési mind pedig a válságmegoldó pillérek tekintetében.

#### **4.2.2. Belgium**<sup>32</sup>

*A Nationale Bank van België (a továbbiakban: NBB) 1850 óta tölti be a jegybank szerepét Belgiumban. Belgiumban 2011-től az ún. „twin peaks” (ikercsúcsszerv) modellt alkalmazzák a felügyeleti hatóságok esetében, a Financial Services and Markets Authority (Pénzügyi Szolgáltatási és Piaci Hatóság) és a belga jegybank között van felosztva a felügyeleti jogkör.*

*2014 áprilisában módosult a belga jegybanktörvény és az NBB-re ruházta a szanálási hatóság jogkörét. A törvény az NBB szervezeti keretein belül hozta létre a Szanálási Kollégiumot, mint új testületi szervet, megbízva az összes releváns, szanálási feladat ellátási kötelezettségével. Az EKB véleménye szerint az NBB-re ruházott új szanálási feladatok, általánosságban összeegyeztethetők az NBB pénzügyi stabilitás terén betöltött szerepével. Az EKB értelmezése szerint e feladatok nem fogják befolyásolni az NBB-nek a Szerződés alapján fennálló, a KBER-hez kapcsolódó feladatainak ellátását, és nem csökkentik az azok elvégzésére rendelkezésre álló forrásokat. Az EKB kiemeli, hogy az NBB szanálási hatóságként betöltött új sze-*

---

<sup>31</sup> KISGERGELY – SZOMBATI: *i. m.* 4-5. o.

<sup>32</sup> *Opinion of the European Central Bank of 18 February 2014 on the macroprudential oversight of the financial system (CON/2014/18)*, elérhető: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2014\\_18\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2014_18_f_sign.pdf) (2015.11.28.).

repére tekintettel a pénzügyi függetlenség elvével összhangban megfelelő forrásokat kell a rendelkezésére bocsátani annak biztosítása érdekében, hogy az NBB képes legyen e feladatok ellátására.

### 4.2.3. Franciaország<sup>33</sup>

1800. január 18-án Franciaország első consulja, Bonaparte Napoleon alapította meg a *Banque de France*-t (a továbbiakban: Banque), magántulajdonban álló bankként, azzal a céllal, hogy a francia gazdaság fejlődésének új irányt adjon és a gazdaság kilábaljon a mély recesszióból.

Az alapítástól számítva a bank tevékenységi köre, és szervezeti rendszere (bankfiókok hálózata Franciaország egész területén) kiszélesedett már az első 50 év alatt, az állam bankja lett, számos kormányzati számlát vezetett. A bank vezetésének kulcsszereplője a kormányzó volt, így a közte és a pénzügyminiszter közötti kapcsolat határozta meg a bank függetlenségének aktuális szintjét. Bár gyakorlattá vált Franciaországban a 20-as és 30-as években, hogy a jegybank kormányzóját a Pénzügyminisztérium alkalmazottai közül választották, a megválasztását követően a pénzügyminiszter és a kormány nem gyakorolt direkt befolyást a kormányzóra.

1931-től, a francia gazdaság romló helyzete és a nemzetközi pénzügyi helyzet egyaránt szűkítette a Banque mozgásterét a francia frank vásárlóértékének védelme terén.

---

<sup>33</sup> *Opinion of the European Central Bank of 19 September 2014 on the separation and regulation of banking activities* (CON/2014/70), elérhető: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2014\\_70\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2014_70_f_sign.pdf) (2015.11.28.).

A másik alapvető probléma, amire megoldást kellett találni, az volt, hogy a Banque – mivel alapításától kezdve jelentős kereskedelmi banki feladatai is voltak – számára tarthatatlanná vált, hogy ügyfelekért versengjen a kereskedelmi bankokkal és egyszersmind a pénzpiac vezető, felügyeleti szerepkörét is betöltse.

Az 1936. július 24-én elfogadott törvény a kormány számára erőteljesebb beavatkozási lehetőséget biztosított a bank vezetőségének meghatározásába. A 15 kormányzó helyett 20 tanácsost rendszeresített a törvény, akik közül csak kettőt választott a Közgyűlés. 17 tanácsost a kormány nevezett ki, hogy a gazdasági és szociális érdekeket és a nemzet általános érdekét is képviselje, újítás a törvényben, hogy 1 tanácsost a Banque személyzete választhatott.

Az 1936. évi módosítás csökkentette a kormányzó jogkörét, de ez csak nyitánya volt az 1945. évi újabb módosításnak, mely a Banque államosítását jelentette De Gaulle generális kormányzása alatt. A Banque fejlődéstörténetében a 1946-1953 közötti időszakot a bizonytalanság időszakának is nevezhetjük.

Az 1973-as törvény hatályon kívül helyezett számos 1802-1967 között megalkotott rendeletet, és érthetőbb, modernebb, haladóbb szabályanyagot ültetett a helyére. Azt mondhatjuk, hogy a Banque jogállása félúton volt a teljesen független intézmény és az állam (a Pénzügyminisztérium) közhivatalának jogállása között.

*A Banque a fő bankfelügyeleti hatósággá vált 1973-ban, a törvény deklarálta, hogy a Banque az egész francia bankrendszer felügyeletét ellátja.*

A monetáris politika esetében nagyon érdekes kettősség alakult ki: a bank szerepe a monetáris politikai döntések meghozatalának előkészítése és a döntések végrehajtása volt, míg a kormányt illette meg a monetáris politikai döntéshozatal joga. A szervezeti kereteket is módosították 1973-ban, a kormányzó és az Általános Tanács jogköre ki-

szélesedett, de ezzel a jegybanki függetlenség irányába történő elmozdulással egyidejűleg a „cenzor” jogkörét is kiterjesztették. A cenzort a pénzügyminiszter nevezte ki, és ellentmondhatott az Általános Tanács döntéseinek, tehát ily módon az államnak vétőjoga volt a jegybank döntéseit illetően, ami már a függetlenség csorbítása irányába hatott.

A Monetáris és pénzügyi kódexben található, 2002. évben hatályos törvény az EKB-ra vonatkozó előírásoknak nagyon sok szempontból teljes mértékben eleget tesz. A vezetők választásánál messze menőig érvényesülnek a szakmai követelmények, a Monetáris Politikai Tanács (a továbbiakban: MPT) tagjait egy olyan listáról választják, melyen háromszor annyi jelölt van, mint amennyi tagot választani kell. A listára felvett személyeknek kiemelkedő és elismert szaktudásúaknak kell lenniük a monetáris, pénzügyi és gazdasági szakterületen.

*Franciaországban a Banque intézményén belül került kialakításra és működik a Prudenciális Felügyeleti és Szanálási Hatóság (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, a továbbiakban: ACPR) külön választott személyi állománnyal, feladatokkal. A banktörvény módosítása új rendszert épített ki a szanálási hatáskörök bevezetésével. A Prudenciális Hatóság jogosítványait kibővítették, magát a hatóságot pedig a Banque-hoz csatolták. A banktörvény előírja a hitelintézetek és befektetési szolgáltatók – meghatározott köre<sup>34</sup> – számára, hogy rendelkezzenek megelőző-helyreállítási tervcsomaggal krízishelyzet esetére. A terveknek tartalmazniuk kell a feltételrendszert, mely bekövetkezése esetén a terv alkalmazandó, illetve megfe-*

---

<sup>34</sup> A törvény értelmében az ACPR a törvény által meghatározott körön kívüli intézmények számára is előírhatja ilyen tervek készítését akkor, ha működésük kockázatos helyzet kialakulásához vezetve a pénzügyi stabilitást veszélyezteti.

lelő eszközöket, melyeket krízishelyzetben alkalmazni lehet. Minimum évente egyszer felül kell vizsgálni a terveket, amiket az ACPR ellenőriz. A francia rendszerben az ACPR szorosan együttműködik a tervek készítésében, különösen a legjelentősebb pénzügyi intézmények (mint például a BNP Paribas) esetében.

#### **4.2.4. Olaszország<sup>35</sup>**

Az olasz jegybankot 1893-ban alapították, de valójában 1926-ban kapott jelentős jogköröket, mint amilyen a bankjegykibocsátás monopóliuma, emellett a kereskedelmi bankok fölötti felügyeleti jogkört is ráruházták, ez utóbbit egy 1936-os törvénymódosítás tovább erősített és szélesített. *Olaszországban a Banca d'Italia, a jegybank tölti be a bankrendszer feletti felügyeleti hatóság szerepét.*

*A pénzügyi felügyeletet a Banca d'Italia az olasz Gazdasági és Pénzügyminisztériummal és az úgynevezett Hitel és Takarékosági Minisztériumközi Bizottsággal egyeztetve végzi.* Ezen kívül számos más, szűkebb hatáskörű olasz pénzügyi hatóság létezik, közöttük a tőzsdét ellenőrző Consob (*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*)<sup>36</sup>, a magánbiztosítási Isvap (*Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni*), a nyugdíjalapokért felelős Covip (*Commissione di Vigilanza sui fondi Pensione*) és a piaci versenyt felügyelő Agcm

---

<sup>35</sup> *Opinion of the European Central Bank of 16 October 2015 on recovery and resolution of credit institutions and investment firms (CON/2015/35)*, elérhető: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2015\\_35\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2015_35_f_sign.pdf) (2015.11.28.).

<sup>36</sup> A Consob az olasz tőzsdét felügyelő állami hatóság, mely a pénzügyi piacok transzparenciáját az ott kötött ügyletek törvényességét felügyeli, teljeskörű és naprakész információval rendelkezik a befektetők számára a törvényben meghatározott vállalatokról, ellátja a törvény által ráruházott egyéb feladatait.

(*Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato*). Régóta tervezik a Banca d'Italia felügyeletének további bővítését a Consob bekebelezésével, melyre még nem került sor.

A Banca d'Italia már évekkel korábban is rendelkezett olyan erőteljes beavatkozást lehetővé tevő eszköztárral, mely sikeres megoldást jelentett a csődközeli helyzetbe kerülő hitelintézetekkel szemben. Az olasz jegybanktörvény módosításának köszönhetően viszont olyan újabb eszközökkel – bail-in, hídbank alapítása,<sup>37</sup> asset management eszközök – bővült a jegybanki mozgástér, melyek mindeddig ismeretlenek voltak az olasz törvényben. Nem állítunk valótlanságot, ha azt mondjuk, hogy a jelen módosítás a Banca d'Italia eddig is meglévő felügyeleti jogkörét – mely már a válság előtti években is számos EU tagállamban elfogadott jegybanki feladat volt – alapjaiban erősítette meg, és bővítette szanálási jogkörre.

#### **4.2.5. Lettország**

A pénzügyi válság Lettországot is nehezen érintette, tekintettel a korábbi – az 1990-es évek közepére tehető – problémákra a lett bankrendszerben. Lettország bankrendszere speciális történeti gyökerekből építkezett, maga a jegybank, a *Bank of Latvia* is hosszas folyamat után nyerte vissza a függetlenségét, bár a kelet-közép európai jegybankok sorában viszonylag hamar, 1922-ben alapították. A Latvijai Banka a törvényi deklaráció szerint, mint független állami intézet jött létre, melynek bankjegykibocsátási jogot biztosítottak. 1940. június 17-én Lettországot elfoglalta, augusztus 5-én magához csatolta a

---

<sup>37</sup> Szanálási eszköz például egy csődbe jutott bank vagy vállalkozás rendezett intézmény általi átvételének végrehajtására vagy arra irányuló hatáskör, hogy a bank tevékenységének egy részét vagy egészét egy átmeneti hídbankba helyezték át, ami lehetővé teszi a hatóságok számára, hogy biztosítsák az alapvető szolgáltatások folytonosságát és szabályosan tudják kezelni a csődöt.

Szovjetunió, július 25-én fogadták el a bankok és a nagy ipari vállalatok államosításáról szóló törvényt. A bank 1940. október 10-ig működött, amikor jogilag megszüntették, feladatait a Szovjetunió Állami Bankjának Lett Hivatala vette át. A szovjet központosított monetáris rendszer került bevezetésre, a Hivatal élére központilag nevezték ki a vezetőt.

A lett jegybank teljesen elveszítette a függetlenségét, csak az Állami Bank végrehajtójaként funkcionált. Először a szovjet uralom, majd rövidebb német megszállás, és újra a szovjet hatalom teljes befolyása alá került az ország, így a jegybank is. A II. világháború kezdetekor a bank vagyonában és személyében is nagy veszteséget szenvedett. 1941. júniusában német csapatok foglalták el Lettországot, a bank működött, de nem volt bankjegykibocsátási joga. A német megszállás idején a központi banki feladatokat a Rigai Állami Hitelintézet látta el.

1987-ben a Szovjetunió Állami Bankjának Lett Hivatala helyett a Szovjetunió Állami Bankjának Lett Bankja lett a neve, de a névváltozástól eltekintve semmilyen lényegi változásra nem került sor, továbbra sem volt független lett jegybank. 1990. március 2-án a Lett Parlament törvényt alkotott a Lett Nemzeti Bank alapításáról, deklarálva a lett jegybank újbóli függetlenségét. A Lett Köztársaság május 4-én függetlenné vált, ezt követően a bankot ismét felruházták a bankjegykibocsátás kizárólagos jogával, felügyelte a kereskedelmi bankok tevékenységét, gondoskodott a pénzforgalom megfelelő működéséről. Az 1991. szeptember 3-án elfogadott, a bankok újrászervezéséről szóló törvény alakította ki a lett nemzeti bank státuszát, mint modern, független jegybankét.

Hamarosan, 1992-ben új jegybanktvénnyt alkotott az országgyűlés a lett jegybankról, mely a bank történetében először garanciákat tartalmazott a jegybanki függetlenségre, a bank kormánytól és aktuális politikától való autonóm működését biztosították törvényi szinten.

A lett bankrendszer az utóbbi két évtizedben több bankválságot, bankcsődöt is átélt,<sup>38</sup> melyek sorában az egyik legjelentősebb az 1995. évi bankválság volt, amikor a legnagyobb lett bank, a Bank Baltija fizetéseképtelenné vált. Ezzel is összefüggő szabályozás, hogy a jegybankra nagy feladat nehezedik a 90-es évektől kezdve a makroprudenciális felügyelet terén is.

A 2002. évi jegybanktvénny-módosítás a személyi függetlenség terén jelentős változásokat hozott a korábbihoz képest. A kormányzót, a helyettesét és a Kormányzótanács tagjait a Saeima csak akkor mentheti fel, ha bűncselekmény elkövetését jogerős bírói ítélet megállapította, vagy 6 hónapon keresztül folyamatosan beteg. A személyi függetlenség európai uniós normáknak megfelelő szabályozása mellett a lett hitelintézeti törvény is több alkalommal módosult annak érdekében, hogy megteremtse a működőképes kereteket a felügyelet működéséhez. *Lettországban a Bank of Latvija a makroprudenciális felügyeleti hatóság. A lett hitelintézeti törvény a Pénzügyi és Tőkepiaci Bizottság (Financial and Capital Market Commission (FCMC)) számára is biztosít makroprudenciális eszközöket a megfelelő szintű beavatkozás biztosítása céljából. A Bank of Latvija, a Pénzügyminisztérium és az FCMC 2013-ban egy együttműködést kötött a pénzügyi*

---

<sup>38</sup> Ld. bővebben: BAKSAY GERGELY – MÓDOS DÁNIEL – OLASZ HENRIETTA: Bankválságok és sokkok: a lett bankrendszer fejlődése, in *Hitelintézeti Szemle*, 2015/Különszám, 156-171. o.



*stabilitás nagyfokú biztosítása céljából, és ugyanekkor létrehozták a Makroprudenciális Tanácsot, melynek elnöke a jegybankelnök, tagjai között pedig a pénzügyminiszter és az FCMC elnöke is szerepel.*

#### **4.2.6. Litvánia<sup>39</sup>**

A litván jegybanki tevékenység gyökereit 1768-ban kereshetjük, amikor a Seima elhatározta, hogy egy bankjegykibocsátó intézményt alapít (*Bank Polski i Litewski*), 1792-ben Vilniusban, Gardinasban és Minszkben kezdte meg 3 fiók a működését. 1795-ben Litvánia elvesztette a függetlenségét, és lehetőségét a saját monetáris rendszerének kiépítésére. 1918-ban állították vissza az állam függetlenségét, végül 1922-ben kezdte meg a működését Litván Nemzeti Bank, működési önállósága 1940-ig tartott, amikor a Litván Nemzeti Bankot a Szovjetunió Állami Bankjába olvasztották, hasonlóan a korábban említett lett jegybank esetéhez. A szovjet központosított monetáris rendszer került bevezetésre, a Hivatal élére központilag nevezték ki a vezetőt.

*1990-ben jött létre újonnan a Litván Nemzeti Bank, hasonlóan a lett nemzeti bankéhoz, kezdettől meglehetősen erős felügyeleti jogkört gyakorolt a bankrendszer felett. 2012-ben, a törvénymódosításnak köszönhetően tovább erősödött a felügyeleti jogköre, a litván jegybank univerzális felügyeleti hatóság a litván pénzügyi piacokon, hiszen a kereskedelmi bankok és más pénzügyi intézmények mellett az értékpapírpiacot, a biztosítási szektor felügyeletét is ellátja. A felügyeleti jogkör mellé a Litván Nemzeti Bank szanalási hatósági jogkört is*

---

<sup>39</sup> *Opinion of the European Central Bank of 22 September 2015 on the designation of Lietuvos bankas as a resolution authority (CON/2015/33), elérhető: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2015\\_33\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2015_33_f_sign.pdf) (2015.11.28.).*

*kapott, bevezetésre került ezzel párhuzamosan a litván jog számára addig ismeretlen bail-in, mely új megvilágításba helyezi Litvániában is a jegybanki szerepkört.*

#### **4.2.7. Csehország<sup>40</sup>**

A cseh, illetve a szlovák bankfejlődés gyökerei az Osztrák Nemzeti Bank történetéig vezethetők vissza, mely bank fennhatósága kiterjedt ezekre a területekre is. Az I. Világháborút követően, a Csehszlovák Köztársaság 1918-as megalapítása idején huszonkét, részvénytársasági formában tevékenykedő kereskedelmi bankról számolnak be a források. 1926. március 31-én szűnt meg a Bankhivatal tevékenysége, mivel ezen a napon alapították meg a Csehszlovák Nemzeti Bankot.

1938-ban a Csehszlovák Nemzeti Bankból kialakították Bohémia és Morvaország Nemzeti Bankját, és ezzel párhuzamosan Szlovákiában megalakult a Szlovák Nemzeti Bank. A német hatalom erőteljesen beavatkozott a bankrendszer irányításába: minden, a valutával és a bankokkal kapcsolatos tevékenységet – elvileg a nemzeti bank feletti felügyeletet kivéve – a Gazdasági és Munkaügyi Minisztérium alá rendelt, ezzel a jegybank elvesztette szinte minden jogkörét, kormányzati szervvé alakították.

1945-ben a német befolyás megszűnt és a 102/1945. számú elnöki határozat értelmében a részvénytársasági formában működő bankok állami tulajdonba kerültek, a Csehszlovák Nemzeti Bankot 1948-ban államosították. A bankrendszer újbóli átalakítására 1950-ben

---

<sup>40</sup> *Opinion of the European Central Bank of 11 August 2015 on amendments to constitutional law and the Law on Česká národní banka (CON/2015/28), elérhető: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2015\\_28\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2015_28_f_sign.pdf) (2015.11.26.).*

került sor, amikor megalapították Csehszlovákia Állami Bankját és ezzel egy időben kialakult az egyszintű bankrendszer. 1950 és 1989 között a csehszlovák bankrendszer egyszintűként működött.

Akárcsak Magyarországon, még a jogi, politikai rendszerváltás előtt lezajlott egy jelentős bankrendszer reform, melynek egyik meghatározó elemül a 139/1989. számú új törvényt szánták, amely gyakorlatilag nem változtatott semmit a jegybanki függetlenségen, viszont *a jegybank felügyeleti jogkörét alaposan kiszélesítette*. A rendszerváltást követően fogadták el az új, 1992. február 1-jén hatályba lépő, mintegy másfél éves munkával kidolgozott törvényt. Az 1991. évi szöveghez készített magyarázat szerint a törvényjavaslat készítői a *Deutsche Bundesbank* szervezeti felépítését és a bankról szóló törvényt vették alapul, követendő mintaként ezt használták. A 2004. évi törvény tartalmazza, hogy a jegybank elnökét és a legfőbb döntéshozó testület tagjait minimum 5 éves hivatali periódusra nevezik ki.

*Röviddel az önálló Cseh Köztársaság megalakulása után, 1993-ban a CNB-ről elfogadott törvény alapján a jegybank felügyeli a banki szektort, a tőkepiacot, a biztosítókat, a nyugdíjalapokat, a szövetkezeti betétalapokat, a pénzváltókat és a pénzforgalommal foglalkozó intézeteket. Csehországban a pénzügyi szektor felügyelete tehát a Cseh Nemzeti Bank (CNB) jogkörébe tartozik, nincs önálló felügyeleti hatóság.*

A jegybank állapítja meg azokat a szabályokat, amelyek védik a banki szektort, a biztosítókat, a tőkepiacot, a szövetkezeti betétalapok stabilitását. Jogkörébe tartozik a szabályozás, a felügyelet és a szabályok megsértése esetén a büntetés kiszabása is.

Ami a 2015. évi jegybanktörvényben szembeötlő változás, hogy a személyi függetlenség területén jelentős fejlődést tapasztalhatunk. A korábbi szabályozás alapján a Cseh Köztársaság elnöke anélkül nevezhette, illetve menthette fel a bank kormányzóját, illetve az említett többi vezetőt, hogy azt bárkivel egyeztetnie kellett volna. A módosítás

lényeges változást hoz – és nagymértékben kihatással lesz a jegybanki függetlenség szintjére –, mivel ezt követően a Szenátussal kell a közársasági elnöknek jóváhagyatnia a döntését. (Amennyiben 60 napon belül nem tud döntést hozni a Szenátus, vélelmezik, hogy jóváhagyását adta.) Arról is rendelkezett a cseh jogszabály, hogy arra az esetre, ha a kormányzó hivatala nincs betöltve, a Banktestület a kormányzóhelyettesek közül nevez meg egy ideiglenes kormányzót, aki addig tölti be ezt a pozíciót, amíg az új kormányzó nem kerül kinevezésre.

#### **4.2.8. Szlovákia**

*Szlovákiában 2005 végéig működött a pénzügyi szektort felügyelő önálló hivatal, de 2006 január elsejétől ezt a hatóságot megszüntették, s szerepét a Szlovák Nemzeti Bank vette át. A hatályos törvény alapján a jegybank felügyeli a pénzpiacot, a tőkepiacot, a biztosítókat és a nyugdíjalapokat.*

A hivatalos indoklás szerint az átszervezés célja az volt, hogy integrált felügyelet jöjjön létre, ami hozzájárulna az egész pénzpiaci szféra stabilitásához, biztonságosabb működéséhez, nagyobb megbízhatóságához, az ügyfelek jobb védelméhez és a versenyszabályok szigorúbb betartásához.

#### **4.2.9. Németország<sup>41</sup>**

A német egységes állam kialakulása előtt, 1871-ig 31 bank rendelkezett a bankjegykibocsátás jogával, ezeket *Notenbankoknak* nevezték legfontosabb tevékenységükre utalva. Minden független német állam

---

<sup>41</sup> *Opinion of the European Central Bank of 12 September 2014 on the implementation of the European Bank Recovery and Resolution Directive (CON/2014/67)*, elérhető: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2014\\_67\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2014_67_f_sign.pdf) (2015.11.26.).

területén saját bankjegykibocsátás volt. A *Deutsche Reichsbankot* (a továbbiakban: Reichsbank) 1876. január 1-jén alapították meg, mint a Porosz Állami Bank jogutódját, és 1948-ig működött.

A Reichsbank vezetésére a végrehajtó hatalom nagy befolyással bírt. A Bank vezetője a mindenkori Birodalmi Kancellár, a fő döntéshozó szerv az Igazgatóság volt, melyben többségi szavazás alapján döntöttek, ha vita volt a kormánnyal, akkor a Kancellár döntötte el a kérdést, az ő utasításait kellett követni. A Reichsbank 1924. évi reformját többek között a Dawes terv tette szükségessé, az 1924. évi módosítás sok szempontból új alapokra helyezte az 1875. évi jogszabállyal megalapított Reichsbank működését, ezek sorában emelendő ki, hogy deklarálták a Reichsbank kormánytól való függetlenségét. A Bank számára a korábbi 15 éves bankjegykibocsátási monopólium helyett 50 éves monopóliumot határozott meg.

Az 1930. évi újabb módosítás negatívuma az volt, hogy a Birodalom államfőjének vétőjogot biztosítottak az Igazgatóság elnöke vagy tagjai kinevezése vagy felmentése tárgyában. Ezzel növekedett az államfő és a kormány hatalma és ráhatási lehetősége a Bankra, de nemcsak az övé, hanem a kormányé is. A következő fokozatot az 1937. január 30-án a Führer által a Reichstagban bejelentett deklaráció jelentette, miszerint a Birodalom korlátlan fennhatósággal bír a Bank felett. A Birodalmi kormány 1937. február 10-én új jogszabályt alkotott a Reichsbankra, a legfontosabb módosítása volt, hogy a Bank a Führernek, a Birodalom Kancellárjának lett alárendelve.

A *Bank Deutscher Länder* (1948-1957) alapításának kezdeti célja az volt, hogy ellenőrizze az angol és az amerikai felügyeletű német övezetek valutáját, de hamarosan a francia övezet is csatlakozott. 1951-ig a szövetségesek ellenőrizték a működését, ezután a Német Szövetségi Kormány vette át a felügyeleti jogot. A Deutsche Notenbank-ot (1947-1968) 1948-ban a szovjetek által felügyelt német

szektorban alapították, hogy ellenőrizze a kelet-német pénzreformot. A DDR pénzügyminiszterének volt alárendelve, minden tevékenységét a pénzügyminiszter döntésének megfelelően végezte.

A Deutsche Bundesbankot 1957-ben alapították, a Bank Deutscher Länder jogutódjaként, független szövetségi intézményként, mely jogi személy.

A Deutsche Bundesbank, illetve az általa megvalósított monetáris politika a bank alapításától kezdve a kutatók érdeklődésének középpontjában állt. Számos álláspont és magyarázat született a „német csoda”, vagyis a Bundesbank sikere, a német valuta rendkívüli stabilitása kapcsán. A szakirodalom általános körben elfogadja azt a tézist, miszerint az Európai Központi Bank 1998-as alapításakor a Deutsche Bundesbank volt a legfőbb minta, a jogi szabályozást, a közös európai bank függetlenségét a német jegybank példájára alkották meg.

*A német bankok felügyeletét 1962 óta a német Hitelintézeti Szövetségi Felügyelet látta el, melyet 2002-ben egyesítettek az értékpapírkereskedés, valamint a biztosítási piac felügyeletét ellátó intézményekkel. A Szövetségi Pénzügyi Felügyeleti Hatóság (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, a továbbiakban: BaFin) globális pénzügyi felügyeletet valósít meg a német pénzügyi közvetítői szektorban.*<sup>42</sup>

A német szanalási törvény a Szövetségi Pénzpiaci Stabilizációs Ügynökséget (Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung) jelöli meg, mint szanalási hatóságot, míg a BaFin továbbra is megtartja felügyeleti jogosítványait, mint nemzeti felügyeleti hatóság. A BaFin mellett a Deutsche Bundesbanknak vannak a hitelintézetek és a pénzügyi vállalkozások feletti felügyelet ellátásában feladatai. A feladatmegosztás alapján a BaFin hatáskörébe tartozik a felügyeleti intézke-

---

<sup>42</sup> Ld. [www.bafin.de](http://www.bafin.de) (2016.02.03.).

dések alkalmazása, a tevékenységi engedélyek kiadása és visszavonása, míg a jegybank fő feladata ezen a téren a pénzügyi intézmények által számára megküldött jelentések és beszámolók vizsgálata.

A törvény szabályozza a két intézmény közötti hatékony információáramlást, kapcsolattartást és kölcsönös együttműködést. A Deutsche Bundesbank-nak néhány esetben egyetértési jogot biztosít az említett jogszabály a szanalási szabályozásban (pl. a felügyeleti hatóság a DB egyetértésével dönthet úgy, hogy a szanalási terv készítése nem kötelező valamely pénzügyi intézmény számára).

Egy újabb törvénymódosítás<sup>43</sup> a Szövetségi Pénzügyminisztériumra ruházza annak jogát, hogy szabályozó dokumentumokat alkosson a kockázatmenedzsment, outsourcing, illetve a pénzügyi intézmények szanalási tervei vonatkozásában. Ezek az újonnan megalkotásra kerülő jogi dokumentumok fogják felváltani azokat a meglevő szabályokat, melyeket a BaFin bocsátott ki korábban. A német törvényben a szanalási alaphoz való hozzájárulás is részleteiben szabályozott, ami meglehetősen ritka a tagállami jogi dokumentumokban.

#### **4.2.10. Ausztria**

A kontinensen az osztrák központi bank, az Osztrák Nemzeti Bank az elsők között jött létre; ennek a banknak a jelentősége abban áll, hogy a fennhatósága alá tartozott a korabeli Magyarország területe is, egészen 1878-ig, a bank fennállásáig.

Kifejezetten érdekes helyzet állt elő államjogilag az Osztrák-Magyar Monarchia kialakulásával, mely a majdani közös jegybank felépítését, feladatait és további sorsát is meghatározta. A Monarchia

---

<sup>43</sup> *Opinion of the European Central Bank of 2 September 2015 on bank resolution* (CON/2015/31), elérhető: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2015\\_31\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2015_31_f_sign.pdf) (2015.11.28.).

gazdasági uniót kialakító szemlélete nem tűrte volna el önálló jegybankok létesítését – melyek egyben az önálló gazdaságok és a függetlenség biztosítékai is –, főleg akkor, ha ezek egymás bankjegyeit nem, vagy csak korlátozott mértékben fogadják el. A „jegybankügy”, bár hosszas vitákat élt meg a kiegyezés idején – Tisza Kálmán, Jókai Mór, Horn Ede képviselte az önálló magyar nemzeti bank létesítésének gondolatát – megoldódni látszott a dualista bank felállításával, de azt mondhatjuk, hogy nem szűnt meg még az OMB létrehozását követően sem.

Az I. Világháború évei alatt változott az OMB pozíciója is, számos esetben kellett rendkívüli hitelekkel segítenie az osztrák, illetve magyar bankokat és emellett a hazai pénzpiacon 1914 nyarán pánikhangulat alakult ki. 1914. augusztus 14-én megállapodást kötött az OMB a két kormánnyal. A pénzügyi függetlenséget érintette a változtatások nagy része, a háborús kiadások egyre növekedtek, számos probléma lépett fel. 1916-ban – német mintát követve – Bécsben és Budapesten is felállítottak egy-egy ún. Devizaközpontot. A Devizaközpontot a nagybankok alapították, ily módon az alapítók intézete volt. 1918-ban szétesett a Monarchia, az OMB is válságos helyzetbe került. Az őszi zászlós forradalom, majd a Tanácsköztársaság idején – bár felmerült a gondolata – nem oldódott meg a jegybankkérdés.

Az I. Világháború után a monarchia utódállamai önálló központi bank és önálló valuta létrehozására törekedtek. Véget ért a magyar és az osztrák jegybanki fejlődési út közös szakasza, ebben a korszakban jött létre a Magyar Nemzeti Bank is, jelentős nemzetközi – elsősorban angol – támogatással (a Népszövetségi kölcsön egyik felételül az önálló magyar jegybank felállítását szabták meg).



*Ausztriában a pénzügyi felügyeleti hatósági jogkörök letéteményese a 2002-ben alapított Pénzügyi Felügyelet (Finanzmarktaufsicht in Österreich, a továbbiakban: FMA), de a bankfelügyeleti feladatok ellátásában az Osztrák Nemzeti Bank is közreműködik.*

*Az osztrák jegybank feladata a makroszintű felügyelet biztosítása a pénzügyi rendszer stabilitása érdekében, míg az FMA az egyes pénzügyi vállalkozások felett gyakorol felügyeletet és ellenőrzést. Az FMA a biztosító társaságok, a nyugdíjpénztárak, befektetési szolgáltatók, befektetési alapok pénzügyi konglomerátumok összevont felügyeletét látja el.*

A központi bank az adatok alapján lépéseket tesz a bankrendszer stabilitásának megőrzése érdekében. Ha egy helyszíni vizsgálat során olyan adatok jutnak a tudomására, amelyek a kockázati helyzet jelentős változását jelzik, illetve a bankfelügyeleti szabályok megsértésének gyanúját vetik fel, akkor értesíti az FMA-t.

Az FMA rendeleteket és határozatokat bocsát ki, jogkörébe tartozik az egyes banki, tőzsdei, biztosítási vállalkozások működésének engedélyezése, szükség esetén szankciók kiszabása, a működés vagy egyes termékek betiltása.

## **5. KONKLÚZIÓ**

*A felügyeleti funkció tekintetében korábban nem volt teljesen egyértelmű állásfoglalás a tekintetben, hogy a jegybanknak mennyiben kell a pénzügyi szektor felügyeletében részt venni.<sup>44</sup> Azt azonban megállapíthatjuk, hogy egy fontos érvet mindenképpen elfogadhatunk a*

---

<sup>44</sup> Erről ld. bővebben: SIPOS ÁGNES: Jegybanki függetlenség és bankfelügyelet az Európai Unióban, in *Hitelintézeteti Szemle*, 2003/2. szám, 75-94. o.

jegybank felügyeleti jogkörének igazolása mellett: a bankfelügyeleti és szabályozási feladatkör által a jegybank értékes és egységes képet kap a gazdaság egészéről.

Tagállami szinten a válságot megelőzően egyes országokban a pénzügyi felügyeleti funkciókat és a monetáris politikához kapcsolódó hatásköröket külön intézményi keretek között látták el, más országokban integrálták ezt a két funkciót, és szélesebb hatáskörrel ruházták fel a jegybankot. A jegybankok felügyeleti hatáskörrel való felruházása mellett szól, hogy a jelentős szakmai potenciállal rendelkező központi bankok azáltal, hogy új feladatokat látnak el, azok vitele útján hatékonyabbá tehetik a monetáris politikai döntéseket is. Viszont az is megállapítható, hogy míg a monetáris hatóságnak a monetáris politikához kapcsolódó hatásköreit függetlenül kell gyakorolnia, addig a pénzügyi prudenciális felügyelete a kormányzat felhatalmazásán alapszik és függ attól. *Napjaink tendenciája azt mutatja, hogy az Európai Unió tagállamai alapvetően a jegybank által megvalósított felügyelet mellett tették le a voksot.*

Ezután joggal merülhet fel a kérdés, vajon megfelelő-e, hogy egy kézben központosul a szanálási és a prudenciális jogkör? Ahogy azt az *Európai Központi Bank is kifejtette*<sup>45</sup> *megkülönböztethetünk tipikus és atipikus jegybanki feladatokat.* Az EKB álláspontja szerint nem tiltott a tagállami jegybankok atipikus feladatokkal való felruházása sem, ha ez nem veszélyezteti, nem zavarja a nemzeti bank KBER-ben ellátandó feladatainak végrehajtását. Az Európai Unió elvárása, hogy ha egy tagállam a szanálási funkciót már meglévő intézményhez

---

<sup>45</sup> Central Bank of Cyprus törvénymódosítása kapcsán ld. *Opinion of the European Central Bank of 19 October 2015 on the regulation of financial leasing and financial leasing companies' activities* (CON/2015/37), elérhető: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2015\\_37\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2015_37_f_sign.pdf) (2015.11.28.).

telepíti, akkor gondoskodni kell az összeférhetetlenség elkerülése érdekében a szervezeten belüli funkcionális elkülönítésről. A döntés egyik oka, ha a jegybankot jelöli meg valamely EU tagállam szanalási hatóságként, hogy a jegybankok korábban is fennálló, felügyeleti és pénzügyi stabilitási feladatköreihez jól illeszkedik a szanalási funkció. A másik oka pedig, hogy a felügyeleti és makroprudenciális szerepkörben a jegybank által összegyűjtött információk hatékonyabb felkészülést biztosítanak a szanalási tevékenység ellátásához, mintha ezeket az információkat egy különálló hatóságnak saját magának kellene begyűjteni az intézményektől. *Álláspontom szerint a szanalási mechanizmus működőképességének jogi szempontból fontos biztosítéka, hogy az irányelvet már implementáló tagországok nagyrészt a felügyeleti jogkört is összpontosító intézményeikre delegálták a szanalási hatósági jogkört.*

*Ugyanakkor a válságkezelő pillér hatékony működésének ez csak egyik fontos feltétele, de számos olyan még mindig fennálló probléma megoldására van szükség – részben tagállami, részben közösségi szinten – mely nélkül ez a pillér nem tudja megalósítani a neki rendelt célt.*

*Megállapítható, hogy általános törekvés, hogy minél szélesebb és hatékonyabb szanalási eszköztár álljon a tagállami szanalási hatóság számára rendelkezésre. A belső feltőkésítés (bail-in), mint a szanalási eszközök legérdekesebbje jelenik meg a tagállami szabályozásokban. Lényege, hogy a nehéz helyzetbe került intézmény kötelezettségeit részvényekké konvertálják, ily módon stabilizálva az intézmény tőkehelyzetét. Ez az érintett hitelezőknek is előnyös lehet, hiszen a bail-in esetén azonban egy életképes, stabilizált helyzetű intézményben lesz részvényük, melynek piaci értéke hamar megnövekedhet.*

*Véleményem szerint azzal párhuzamosan, hogy a legtöbb európai uniós tagállam a jegybankokat ruházta fel mind felügyeleti mind nagyon sok esetben szanálási jogkörrel, számos ponton további pontosításra kerültek a jegybankok függetlenségét szabályozó normák is. Ennek legfontosabb eredője, hogy a jegybankok a monetáris hatósági feladatok mellé egyéb fontos feladatok ellátására is felhatalmazást kaptak, melyek ellátásának fontos követelménye a jegybanki függetlenség megléte.*

Bár a megelőző pillérhez tartozó probléma, de nyilván nehezíti a helyzet megoldását, hogy még az eurózónára sem jött létre egy ténylegesen központosított felügyeleti hatóság, a felügyeleti felelősség a nemzeti felügyelvek és az EKB között oszlik meg, viszonylag átláthatatlan módon.

Magyarországon 2013-2014 között sikeresen lezajlott a felügyelet jegybankba olvasztása; létrejött az új szervezeti struktúra, kiépültek a szervezeten belüli együttműködési mechanizmusok. 2014. július 4-én elfogadásra került a hazai szanálási szabályozás is, illetve 2014 év során a szanálási intézményrendszer és a Szanálási Alap is létrejött. Összességében elmondhatjuk, hogy Magyarország azon országok sorában van, amelyek a felügyeleti és válságkezelői oldalról is leképezik a Bankunió intézményrendszerét és hatékonyan képesek azt működtetni.

## **IRODALOMJEGYZÉK**

- [1] ANGYAL ZOLTÁN: Az Egységes Szanálási Mechanizmus létrehozásának egyes intézményi és jogi vonatkozású kérdései, in KARLOVITZ JÁNOS TIBOR (szerk.): *Fejlődő jogrendszer és gazdasági környezet a változó társadalomban*, „III. International Research Institute Társadalomtudomány Konferencia” tanulmánykötet, 2015, International Research Institute, Komárno, 9-16.o.
- [2] BAKSAY GERGELY – MÓDOS DÁNIEL – OLASZ HENRIETTA: Bankváltások és sokkok: a lett bankrendszer fejlődése, in *Hitelintézeti Szemle*, 2015/Különszám, 156-171. o.
- [3] FÁYKISS PÉTER – SZOMBATI ANIKÓ: Makroprudenciális felügyelet az eurozónán kívüli európai országokban, in *MNB Szemle Különszám*, 2013. október.
- [4] FELLEGI MIKLÓS – SIPOS ÁGNES: A válságkezelés egyes európai jogi és gazdasági aspektusai a pénzügyi felügyelet területén, in LENTNER CSABA (szerk.): *A devizahitelezés nagy kézikönyve*, 2015, Nemzeti Közszerkesztési és Tankönyv Kiadó, Budapest, 391-412. o.
- [5] GROS, DANIEL – SCHOENMAKER, DIRK: European Deposit Insurance and Resolution in the Banking Union, in *Journal of Common Market Studies*, Vol. 52. No. 3. (2014), 529-546. o.
- [6] GYURA GÁBOR: *Új elv a pénzügyi piacokon, Szanálás: bankmentés másként*, elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/gyura-gabor-szanalas-bankmentes-maskent.pdf> (2015.10.07.).
- [7] HUERTAS, T. F. (2014): *Safe to Fail: How Resolution Will Revolutionise Banking*, 2014, Palgrave Macmillan, London.
- [8] KISGERGELY KORNÉL – SZOMBATI ANIKÓ: Bankunió magyar szemmel – hogyan látja az MNB a szoros együttműködés lehetőségét?, in *MNB-tanulmányok*, No. 115. (2014). Elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/mt115-mnb-tanulmany.pdf> (2015.11.30.).
- [9] KREISZ BRIGITTA: *Pillanatfelvétel az európai bankszabályozás főbb problémaköréről*, Műhelyvita tanulmány, 2015. október.

- [10] KREISZ BRIGITTA: *Bankunió pillérről pillérre 1. rész: Az Egységes Felügyeleti Mechanizmus*, elérhető: <http://hpops.tk.mta.hu/blog/2014/04/bankunio-pillerrol-pillerre-1resz> (2015.09.03.).
- [11] LOSONCZ MIKLÓS: A globális pénzügyi válság és az Európai Unió, *Pénzügyi Szemle*, 2010, 4, 765–780. o.
- [12] PERRUT, D.: Do the new financial regulations for the European Union offer good responses to the current crisis and the forthcoming challenges?, *7th Euroframe Conference on Economic Policy Issues in the European Union*, 2010.
- [13] TÓTH JÓZSEF: Az európai betétbiztosítási és bankszanálási rendszerek jellemzői és azok finanszírozása, in *Közgazdasági Szemle*, 2015/július–augusztus, 767–785. o.

## **JOGSZABÁLYOK, KONFERENCIA ANYAGOK, BESZÉDEK**

- [1] *Opinion of the European Central Bank of 18 February 2014 on the macro-prudential oversight of the financial system* (CON/2014/18), elérhető: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2014\\_18\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2014_18_f_sign.pdf) (2015.11.28.).
- [2] *Opinion of the European Central Bank of 19 September 2014 on the separation and regulation of banking activities* (CON/2014/70), elérhető: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2014\\_70\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2014_70_f_sign.pdf) (2015.11.28.).
- [3] *Opinion of the European Central Bank of 16 October 2015 on recovery and resolution of credit institutions and investment firms* (CON/2015/35), elérhető: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2015\\_35\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2015_35_f_sign.pdf) (2015.11.28.).
- [4] *Opinion of the European Central Bank of 22 September 2015 on the designation of Lietuvos bankas as a resolution authority* (CON/2015/33), elérhető: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2015\\_33\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2015_33_f_sign.pdf) (2015.11.28.).
- [5] *Opinion of the European Central Bank of 11 August 2015 on amendments to constitutional law and the Law on Česká národní*

- banka (CON/2015/28), elérhető: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2015\\_28\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2015_28_f_sign.pdf) (2015.11.26.).
- [6] *Opinion of the European Central Bank of 12 September 2014 on the implementation of the European Bank Recovery and Resolution Directive* (CON/2014/67), elérhető: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2014\\_67\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2014_67_f_sign.pdf) (2015.11.26.).
- [7] *Opinion of the European Central Bank of 2 September 2015 on bank resolution* (CON/2015/31), elérhető: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2015\\_31\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2015_31_f_sign.pdf) (2015.11.28.).
- [8] Az Európai Bankfelügyeleti Hatóság Éves jelentése, 2011, elérhető: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/25763/2011-EBA-AR--HU.pdf/52cdd918-ee18-4524-8ec0-09f1fc4ae545> (2015.11.28.).
- [9] Az Európai Parlament és Tanács 1093/2010/EU Rendelete (2010. november 24.) az európai felügyeleti hatóság (Európai Bankhatóság) létrehozásáról, a 716/2009/EK határozat módosításáról és a 2009/78/EK bizottsági határozat hatályon kívül helyezéséről.
- [10] A Tanács 1024/2013/EU rendelete (2013. október 15.) az Európai Központi Banknak a hitelintézetek prudenciális felügyeletére vonatkozó politikákkal kapcsolatos külön feladatokkal történő megbízásáról.
- [11] Az Európai Parlament és a Tanács 2014/59/EU irányelve (2014. május 15.) a hitelintézetek és befektetési vállalkozások helyreállítását és szanálását célzó keretrendszer létrehozásáról és a 82/891/EGK tanácsi irányelv, a 2001/24/EK, 2002/47/EK, 2004/25/EK, 2005/56/EK, 2007/36/EK, 2011/35/EU, 2012/30/EU és 2013/36/EU irányelv, valamint az 1093/2010/EU és a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet módosításáról.
- [12] Az Európai Parlament és a Tanács 1093/2010/EU rendelete (2010. november 24.) az európai felügyeleti hatóság (Európai Bankhatóság) létrehozásáról, a 716/2009/EK határozat módosításáról és a 2009/78/EK bizottsági határozat hatályon kívül helyezéséről hozta létre az Európai Bankhatóság intézményét.

- [13] CONSTANCIO, VÍTOR: *Towards the Banking Union*, 2013, Helsinki.  
Elérhető: <http://www.ecb.int/press/key/date/2013/html/sp130212.en.html> (2015.11.27.).







# AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK A VÁLSÁGBAN – AZ OMT ÜGY

Várnay Ernő

## Absztrakt

*A 2008-ban kitört pénzügyi-gazdasági válság több euró-övezeti államban a bankrendszer és az államadósság szolgálata az euró-övezet létét fenyegető helyzetbe került. Az EKB ezekre a kihívásokra a végső hitelezői feladat ellátásával, a bankfelügyeleti hatáskör vállalásával, a gazdaságpolitikai programok bevezetése-kikényszerítése terén nyomásgyakorlással válaszolt. A 2012. szeptember 6-án meghirdetett OMT program szolgálta az euró-övezet felbomlásával szembeni hatékony fellépést és az EKB monetáris politikai transzmissziós mechanizmusa kiigazítását. A német alkotmánybíróság fennállása első előzetes döntéshozatali kezdeményező végzésében az OMT-t gazdaságpolitikai intézkedésnek – ergo az EKB ultra vires aktusának – látta, ami megsérti a monetáris finanszírozás tilalmát. Az Európai Bíróság ezzel szemben az EKB álláspontját elfogadva egyértelműen a monetáris politikai jelleg mellett, a monetáris finanszírozás vádját elutasítva foglalt állást.*

Kulcsszavak: Európai Központi Bank, Német Alkotmánybíróság, monetáris politika és/vagy gazdaságpolitika, OMT, Európai Bíróság

JEL Kód:

## BEVEZETÉS

A 2008-ban kitört világméretű pénzügyi-gazdasági válság Európában különösen erősen érezte a hatását. Egész bankszektorok rendültek meg, az Európai Unió egyes tagállamai súlyos adósságválságba kerültek. A két baj az európai monetáris unió számára is komoly kihívásokat támasztott. A kihívásokra adott „válaszadók” egyike az Európai Központi Bank (a továbbiakban: EKB) volt. Mára már nem kétséges,

hogy az Európai Központi Bank egyrészt eredeti, „nem hagyományos” eszközökkel is operált a válságban, másrészt bizonyos strukturális, illetve funkcionális változások is bekövetkeztek. Az EKB kilépett „fényes elszigeteltségéből” s úgy az euró-övezeti bankszektorok, mint az államháztartási problémákkal küzdő tagállamok gazdaságpolitikáinak megreformálása kapcsán is érdemi szerepet vállalt, illetve kapott.

A jelen írás egyrészt ezekre a funkció-változásokra hívja fel a figyelmet, másrészt az OMT ügy kapcsán azokra a feszültségekre mutat rá, amelyek az uniós jogban rögzített eredeti koncepció és a válság nyomán előállt új konstelláció közötti nem-megfelelésből adódtak.<sup>1</sup> Az ügy a Német Szövetségi Alkotmánybíróság (*Bundesverfassungsgericht*, a továbbiakban: NAB) és az Európai Bíróság közötti bonyolult viszony kapcsán is rendkívül fontos, mondhatni alapvető kérdéseket is felvet. Ezekre azonban nem térünk ki.<sup>2</sup>

## 1. ELŐHANG – AZ EKB A „BOLDOG BÉKEIDŐBEN”

Az 1993-ban hatályba lépett Maastrichti Szerződésben részletesen rögzítetten az európai monetáris unió az alább részletezett megfontolásokon nyugodott.

---

<sup>1</sup> A válság nyomán a gazdasági és monetáris unióban keletkező feszültségeket, ellentmondásokat vizsgálja Kreiszig Brigitta tanulmánya. Ld. KREISZ BRIGITTA: Mire inti Európát az OMT-határozatok ügye? in *Jogtudományi Közlemény*, 2015/12. szám, 593-602. o.

<sup>2</sup> Az egyre gyarapodó irodalomból azonban ld. KUMM, MATTIAS: Rebel Without Cause: Karlsruhe's Misguided Attempt to Draw the CJEU into a Game of „Chicken” and What the CJEU Might do About it, in *German Law Journal*, Vol. 15. Issue 2. (2014), 203-215. o., ANAGNOSTARAS, GEORGIOS: In ECB We Trust...The FCC We Dare! The OMT Preliminary Ruling, in *European Law Review*, Issue 5. (2015), 744-772. o.

A közös pénz vásárlóerejének stabilnak kell lennie. Ennek érdekében a pénz menedzselésére életre hívott központi bankrendszernek (Központi Bankok Európai Rendszere, a továbbiakban: KBER) és különösen e bankrendszer meghatározó tagjának és az EKB-nak az uniós és tagállami politikai befolyástól függetlennek kell lennie. A függetlenség sokoldalú, az alapszerződésben rögzített garanciákat kapott.<sup>3</sup> Az EKB döntéshozói (első helyen az EKB elnöke) és a politikai döntéshozók közötti eszmecsere számára az alapszerződés több intézményesített fórumot hívott életre.

Az intézményi-hatásköri rendezés arra a munkamegosztásra épült, amelyben a monetáris politika a stabil, a gazdasági szereplők számára „semleges” pénzt „szolgáltatja”, míg a gazdaságpolitika további elemei, így fiskális politika, a szociális politika, a munkaerőpiac szabályozása alapvetően nem válik közössé, megmarad a tagállamok hatáskörében.

A közös pénz stabilitását a költségvetési deficit (államadósság) veszélyezteti. Ennek a veszélynek az elhárítására születtek meg a túlzott deficit megelőzésére, illetve korrekciójára szolgáló mechanizmusok. A költségvetési túlköltekezés (problematikus szintű államadós-

---

<sup>3</sup> Az úgynevezett intézményi függetlenséget az Európai Unió Működéséről szóló Szerződés (a továbbiakban: EUMSZ) 130. cikke és a Központi Bankok Európai Rendszere és az Európai Központi Bank Alapokmányáról szóló jegyzőkönyv (a továbbiakban: Alapokmány) 7. cikke rögzíti. A személyi, a gazdasági, a funkcionális függetlenséget az EUMSZ 283., 314. cikke, valamint az Alapokmány 28. cikke rögzítik. Az euró pénzrendszer jogi vonatkozásaihoz ld. SMITS, RENÉ: *The European Central Bank. Institutional Framework*, 1997, Kluwer Law International, Boston-London.

ság) „könnyű” jegybank-pénzzel történő finanszírozását a közületek monetáris finanszírozásának szintén alapszerződésben rögzített tilalma kívánta megakadályozni.<sup>4</sup>

A monetáris politikai eszköztárban a kiszámíthatóan működő monetáris transzmissziós mechanizmusban a refinanszírozási kamat játszotta a – szinte kizárólagos – szerepet. A monetáris unióban a végső hitelezői funkció (*lender of last resort*) betöltése az EKB felügyelete mellett a tagállami központi bankokra testálódott.<sup>5</sup>

A gazdaságban oly fontos szerepet játszó kereskedelmi bankok biztonságos működését az uniós irányelveknek megfelelő tagállami szintű prudenciális szabályozások és a tagállami bankfelügyeleti hatóságok voltak hívatottak biztosítani.

---

<sup>4</sup> Az EUMSZ 123. cikk (1) bekezdése: „Az Európai Központi Bank, illetve a tagállamok központi bankjai nem nyújthatnak folyószámlahitelt vagy bármely más hitelt az uniós intézmények, szervek vagy hivatalok, a tagállamok központi kormányzata, regionális vagy helyi közigazgatási szervei, közjogi testületei, egyéb közintézményei vagy közvállalkozásai részére, továbbá ezektől közvetlenül nem vásárolhatnak adósságinstrumentumokat.”

<sup>5</sup> „(...) if and when appropriate, the necessary mechanisms to tackle a financial crisis are in place. The main guiding principle is that the competent NCB takes the decision concerning the provision of ELA (emergency liquidity assistance-VE) to an institution operating in its jurisdiction. This would take place under the responsibility and at the cost of the NCB in question. Mechanisms ensuring an adequate flow of information are in place in order that any potential liquidity impact can be managed in a manner consistent with the maintenance of the appropriate single monetary policy stance.” Ld. ECB Annual Report 1999, 98. o.

## **2. AZ EKB A VÁLSÁGBAN**

Az EKB a válság kezdetétől a szoros értelemben vett monetáris politikán túlmutató akciókkal, illetve új feladatok, szerepek betöltésével igyekezett hathatós támogatást nyújtani a válság elmélyülésének megakadályozásához.

Az alábbiakban ennek három – egymást részben átfedő – megnyilvánulását mutatjuk be: a) az EKB, illetve a KBER végső hitelezőként lépett fel, b) az EKB a tagállami gazdaságpolitikai reformok bevezetése és végrehajtása terén is aktivizálódott, valamint c) az EKB a jelentős euró-övezeti bankok bankfelügyeleti hatóságává vált.

### **2.1. Az EKB az euró-övezeti tagállamok bankrendszerének védelmezője – a KBER mint végső hitelező**

A 2008-ban az amerikai Lehman Brothers bank csődjével kirobbant pénzügyi válság az euró-övezetet először, mint az egész bankrendszerre kiterjedő likviditási sokk (*system-wide liquidity shock*) érte el. Az üzleti bankok a bankközi pénzpiacon nem jutottak kellő mennyiségű, az azonnali fizetőképességüket biztosító pénzhez. Ilyen helyzetben általában a központi bankok végső hitelezőként történő fellépésétől várható megoldás.<sup>6</sup> A tömeges fizetéseképtelenséggel, és az ezzel járó dezorganizálódással, végső soron akár a pénzrendszer összeomlásával fenyegető helyzetet az EKB először, a központi bankok számára rendelkezésre álló „klasszikus” eszközökkel próbálta kezelni. Az EKB az elméletileg adódó mennyiségnél több likviditást juttatott a rendszerbe. Ennek érdekében kiszélesítette a hitelnyújtás során elfogadható biztosítékok körét, nyílt piaci műveletek révén is növelte a

---

<sup>6</sup> Vegyük észre, hogy ez a funkció nem tartozik a monetáris politika körébe, hiszen annak a gazdaság számára szükséges pénzmennyiség (illetve az euró esetében a stabil vásárlóerejű pénz) rendelkezésre bocsátása a feladata.

bankok likviditását, valamint erősítette a központi bankok együttműködését, ami utóbbi lehetővé tette dollár, illetve svájci frank-likviditás nyújtását az euró-övezeti bankoknak.<sup>7</sup> Az EKB ezt követően fix-kamatozású hitelnújtási akciót kezdett korlátlan mennyiségben, és sürítette a hosszabb lejáratú refinanszírozási műveleteket.

2010-től a bankszektor válsága összekapcsolódott egyes tagállamok államadósság-válságával. A bankok egyes államok irányában fennálló államadósság-kitettsége a piac szoros értékítélete alá került, és megjelent az euró-övezetből való kilépésre vonatkozó kockázat (*redenomination risk*), és ezzel megkérdőjeleződött az euró-pénzrendszer integritása.<sup>8</sup>

A banki finanszírozás visszaesése azzal a veszéllyel járt, hogy a háztartások és a vállalkozások nem jutnak (bank) hitelhez, a gazdaság belecsúszik egy deflációs spirálba (az árak és a termelés is visszaesik). 2011-ben és 2012-ben a bankok erőteljesen tisztítani kezdték a mérlegüket, és a jegybanki hiteleket vissza kezdték fizetni, hogy a tulajdonosok előtt jobb színben tűnjenek fel. Ebben a helyzetben az

---

<sup>7</sup> *The ECB's response to the crisis*. Statement by Jean-Claude Trichet, President of the ECB at the European American Press Club Paris, 20 February 2009. Elérhető: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090220.en.html> (2016.03.20.).

<sup>8</sup> *The ECB and its role as lender of last resort during the crisis*. Speech by Peter Praet, Member of the Executive Board of the ECB at the Committee on Capital Markets Regulation conference on The lender of last resort - an international perspective. Washington DC. 10 February 2016. Elérhető: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160210.en.html> (2016.03.20.).



EKB-nak stratégiát kellett váltania. A figyelem középpontjába a passzívák (források) helyett az aktívák (eszközök) kerültek. A fő feladat a gazdaságnak nyújtott banki kihelyezések növelése lett. Ezt a következő eszközökkel igyekezett elérni:

- Az EKB célzott, hosszabb (4 évig szóló) lejáratú refinanszírozási ügyleteket végzett (*targeted longer-term refinancing operations*), azzal a kikötéssel, hogy a bankok továbbhitelezik (program pozitív eredményeként a bankok csökkentették a hitelkamatokat és bővítették a hitelkínálatot).
- Az EKB negatív kamatláb-politikát kezdett, annak érdekében, hogy a bankok a központ bank helyett a tőkepiacon, illetve a reálgazdaságban igyekeztek fölös likviditásuknak helyet keresni.<sup>9</sup>
- Az EKB a magán és közületi értékpapírok felvásárlását (*government bond buying; Securities Market Programme; Outright Monetary Transactions*) helyezte kilátásba.

Az EKB végső hitelezői tevékenységének természete az egyes válság-szakaszokban változott.

Az első időben a fizetőképességet fenntartó hiteleket egyes bankoknak nyújtották. Ahogy a válság elmélyült, egyes euró-övezeti tagállamok adósság-rohamnak (*debt run*) lettek kitéve, kimerítették költségvetési lehetőségeiket, és egész bankszektorok lettek megfosztva természetes partnerüktől (*port of call*), a nemzeti fiskális hatóságtól. Gyakorta ezek a tagállamok multilaterális segély-programokra szorultak, ami a bankokat (is) szoros felügyelet, szabályozási feltételeesség

---

<sup>9</sup> A negatív kamatciklus 2014. június 11. napján indult, a kamatszint pedig jelenleg -0,4%-on áll.

alá helyezte. Ez a helyzet a végső hitelezői tevékenységet is új merdebe terelte, immár az egyes bankok helyett egész bankszektorok számára kellett biztosítani a megfelelő likviditást.<sup>10</sup>

## **2.2. Az EKB az euró-övezeti tagállamok szuper bankfelügyeleti hatósága**

Időközben az intézményi-jogi síkon is jelentős változások történtek a bankszektorok stabilitásának megőrzése érdekében. Az EKB az újonnan életre hívott intézményekben is központi szerepet kapott.

Az Unió előtt a válság világhosszra tette, hogy a biztonságos banktevékenység fenntartására az egyes bankokra irányuló prudenciális szabályozás és az ennek kikényszerítésére épülő nemzeti bankfelügyeleti rendszer nem kielégítő, szükség van a rendszerszintű, úgynevezett makroprudenciális rendszer életre hívására is.

Az Európai Parlament és a Tanács 2010. novemberében rendelettel létrehozta a Pénzügyi Felügyelet Európai Rendszerét, amely átfogja a tagállami pénzügyi felügyeletet, valamint a három újonnan létrejövő uniós prudenciális felügyeleti hatóságot, az Európai Bankhatóságot (EBH)<sup>11</sup>, az Európai Biztosítás- és Foglalkoztatóinyugdíj

---

<sup>10</sup> 2015-ben Görögországban az EKB és a Görög Nemzeti Bank a GDP 71 %-ának megfelelő vészhelyzeti likviditási támogatást (*Emergency Liquidity Assistance*, ELA) nyújtott. Ennek hiányában a görög bankok fizetéképtelenné váltak volna, és Görögországnak el kellett volna hagynia az euró-pénzrendszert.

<sup>11</sup> Az Európai Parlament és a Tanács 1093/2010/EU rendelete (2010. november 24.) az európai felügyeleti hatóság (Európai Bankhatóság) létrehozásáról, a 716/2009/EK határozat módosításáról és a 2009/78/EK bizottsági határozat hatályon kívül helyezéséről.

Hatóságot<sup>12</sup> és az Európai Értékpapír-piaci Hatóságot<sup>13</sup>, továbbá az Európai Rendszerkockázati Testületet (a továbbiakban: ERKT).<sup>14</sup> Az EKB elnöke és alelnöke tagja lett az ERKT döntéshozó szervének, az igazgatótanácsnak.<sup>15</sup> Az ERKT titkársági teendőit az EKB látja el. Ezek a titkársági feladatok messze túlmutatnak a pusztá adminisztrációs támogatáson. Az EKB-n belül működő titkárság készíti elő az ERKT üléseit, információkat, statisztikai információkat gyűjt, és az ERKT feladatainak ellátásához szükséges elemzéseket készíti.<sup>16</sup>

Az únós szintű prudenciális felügyeleti szabályozás újabb hullámában 2013-ban az úgynevezett Bankunió létrehozása felé történtek meghatározó lépések. A Tanács – élve az EUMSZ 127. cikk (6) bekezdésében adott hatáskörével<sup>17</sup> – az EKB-ra tényleges bankfelügyeleti

---

<sup>12</sup> Az Európai Parlament és a Tanács 1094/2010/EU rendelete (2010. november 24.) az európai felügyeleti hatóság (az Európai Biztosítás- és Foglalkoztatáshoz tartozó hatóság) létrehozásáról, valamint a 716/2009/EK határozat módosításáról és a 2009/79/EK bizottsági határozat hatályon kívül helyezéséről.

<sup>13</sup> Az Európai Parlament és a Tanács 1095/2010/EU rendelete (2010. november 24.) az európai felügyeleti hatóság (Európai Értékpapír-piaci Hatóság) létrehozásáról, a 716/2009/EK határozat módosításáról és a 2009/77/EK bizottsági határozat hatályon kívül helyezéséről.

<sup>14</sup> Az Európai Parlament és a Tanács 1092/2010/EU rendelete (2010. november 24.) a pénzügyi rendszer európai uniós makroprudenciális felügyeletéről és az Európai Rendszerkockázati Testület létrehozásáról.

<sup>15</sup> Az igazgatóság további szavazati joggal rendelkező tagjai a nemzeti központi bankok elnökei, a Bizottság egy tagja, az európai felügyeleti hatóságok elnökei.

<sup>16</sup> A Tanács 1096/2010/EU rendelete (2010. november 17.) az Európai Központi Banknak az Európai Rendszerkockázati Testület működését érintő külön feladatokkal történő felruházásáról.

<sup>17</sup> A bekezdés értelmében: „Az Európai Parlamenttel és az Európai Központi Bankkal folytatott konzultációt követően a Tanács különleges jogalkotási eljárás keretében, egyhangúlag eljárva elfogadott rendeletekben az Európai Központi Bankot a hitelintézetek és – a biztosítói intézetek kivételével – az

hatásköröket (a jelentős hitelintézetek engedélyeinek kiadása és ezen engedélyek visszavonása azokban a tagállamokban, amelyek pénzneme az euró, a kívülálló országokban fióklétesítéssel kapcsolatos, a székhely szerinti ország hatóságát terhelő feladatok ellátás, az összevont alapú felügyelet ellátása az euró övezeti tagállamokban székhellyel rendelkező anyavállalat felett) ruházott. Ezzel az EKB vált az euró-övezet meghatározó bankfelügyeleti hatóságává.<sup>18</sup> A válság az eddigi prudenciális szabályozás fogyatékosaira is éles fényt vetett. Az Unió a szabályozás hatékonyságának erősítése érdekében módosította a korábbi vonatkozó irányelvet.<sup>19</sup> A Bankunió létrehozása felé tett újabb fontos lépés volt a bank-helyreállítási és szanalási irányelv 2014-es elfogadása, amely harmonizált és előrelátható keretet teremtett az EU-ban a kockázat-megosztás számára.<sup>20</sup> Az irányelv az EBH-nak fontos szerepet juttat.

---

*egyéb pénzügyi szervezetek prudenciális felügyeletére vonatkozó politikákkal kapcsolatban külön feladatokkal bízhatja meg.”*

<sup>18</sup> A Tanács 1024/2013/EU rendelete (2013. október 15.) az Európai Központi Banknak a hitelintézetek prudenciális felügyeletére vonatkozó politikákkal kapcsolatos külön feladatokkal történő megbízásáról.

<sup>19</sup> Az Európai Parlament és a Tanács 2013/36/EU irányelve (2013. június 26.) a hitelintézetek tevékenységéhez való hozzáférésről és a hitelintézetek és befektetési vállalkozások prudenciális felügyeletéről, a 2002/87/EK irányelv módosításáról, a 2006/48/EK és a 2006/49/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről.

<sup>20</sup> Az Európai Parlament és a Tanács 2014/59/EU irányelve (2014. május 15.) a hitelintézetek és befektetési vállalkozások helyreállítását és szanalását célzó keretrendszer létrehozásáról és a 82/891/EGK tanácsi irányelv, a 2001/24/EK, 2002/47/EK, 2004/25/EK, 2005/56/EK, 2007/36/EK, 2011/35/EU, 2012/30/EU és 2013/36/EU irányelv, valamint az 1093/2010/EU és a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet módosításáról.

### **2.3. Az EKB euró-övezeti tagállamok gazdaságpolitikai reformjaival kapcsolatos szerepvállalása<sup>21</sup>**

Az EKB számára teljesen világos volt, hogy a tagállami bankszektorok és az egyes tagállamokban kibontakozott adósságválság között szoros összefüggés van. Az államadósság finanszírozásában a bankszektor jelentős szerepet játszik. Az államcsőd lehetősége a bankszektor államadósság kötvényekben megtestesülő aktíváit leértékeli, bekövetkezése egyenesen ezeknek az aktíváknak a legalább részbeni leírását (adósságcsökkentés) jelenti. Az adott tagállamnak az euró-övezetből való esetleges kilépési kockázata a piaci szereplők értékelésében az államkötvények magasabb kamataiban jelent meg.

Az EKB feladta korábbi „soft” viszonyulását (korábban a fegyelmezett költségvetési politikai szükségességére, az úgynevezett strukturális reformok bevezetésének szükségességére csak általában figyelmeztetett), és – adott esetben meglehetősen nyíltan – nyomást gyakorolt azon gazdaságpolitikai lépések kikényszerítésére, amelyek tartósan biztosíthatják az adósságválságból való kikerülést.

Így ennek az új megközelítésnek a jegyében *Ciprus és Írország* esetében formálisan „visszaélve” végső hitelezői pozíciójával, azzal fenyegetett, hogy amennyiben nem kerül sor a bankszektor állami megerősítésére, elzárja a bankok számára a túlélést biztosító jegybanki forrásokat. Ilyen bankmentő akciót azonban az illető államok külső segélyprogramok keretében tudtak véghezvinni. Ezek a segélyprogramok pedig csak úgy nyújtanak pénzügyi támogatást, ha a kedvezményezett állam strukturális reformokat léptet életbe.

---

<sup>21</sup> BEUKERS, THOMAS: The new ECB and its relationship with the eurozone Member States: Between central bank independence and central bank intervention, in *Common Market Law Review*, Vol. 50. Issue 6. (2013), 1579-1620. o.

Olaszország esetében az EKB szokatlanul nyíltan lépett fel a gazdaságpolitikai reformok bevezetése terén. Jean-Claude Trichet, az EKB elnöke, és Mario Draghi, az olasz központi bank akkori kormányzója 2011. augusztus 5-én levelet írtak az olasz miniszterelnöknek, amelyben konkrétan megjelölték a szükséges strukturális reformokat (a munkaerőpiac megreformálása, a munkanélküliségi ellátások csökkentése, a nyugdíjrendszer reformja, a szolgáltatási piac liberalizálása), és azokat a jogi lépéseket (kormányrendeletek elfogadása, majd ezek 2011 szeptember végéig történő törvénybe iktatása) amelyeket szükségesnek ítélték.<sup>22</sup>

Az alább részletezendő *Outright Monetary Transactions* (a továbbiakban: OMT) program keretében az EKB akkor vásárol államadósság-kötvényeket, ha az adott euró-övezeti tagállam a gazdaságpolitikai reformokat feltételül szabó Európai Pénzügyi Stabilitási Eszköz (*European Financial Stability Facility*, a továbbiakban: EFSF) és az Európai Stabilitási Mechanizmus (*European Stability Mechanism*, a továbbiakban: ESM) hatálya alatt áll.

Amint azt a bankszektor prudenciális szabályozása és felügyelete kapcsán láttuk, az Unió a túlzott eladósodás kapcsán is új intézményi-jogi lépések megtételére kényszerült. Az euró pénzrendszer stabilitásának megőrzése érdekében az euró-övezeti tagállamok az uniós jog keretén kívül nemzetközi szerződéssel életre hívták az ESM-t.<sup>23</sup> Az ESM rendeltetése, hogy szigorú feltételek mellett pénzügy támogatást nyújtson azoknak a tagállamoknak, amelyekben a pénzügyi stabilitás közvetlen veszélybe kerül.

---

<sup>22</sup> Ld. [http://www.corriere.it/economia/11\\_settembre\\_29/trichet\\_draghi\\_inglese\\_304a5f1e-ea59-11e0-ae06-4da866778017.shtml?refresh\\_ce-cp](http://www.corriere.it/economia/11_settembre_29/trichet_draghi_inglese_304a5f1e-ea59-11e0-ae06-4da866778017.shtml?refresh_ce-cp) (2016.03.20.).

<sup>23</sup> *Treaty establishing the European Stability Mechanism*, signed on 2 February 2012 (a továbbiakban: ESM Treaty). Elérhető: <http://www.esm.europa.eu/about/legal-documents/ESM%20Treaty.htm> (2016.03.20.).

Az EKB az ESM-ben mondhatni meghatározó szerepet (feladatokat és hatáskört) kapott. Abban az esetben, ha egy tagállam pénzügyi támogatásért fordul az ESM-hez, a Bizottság és az EKB feladata a kérés megalapozottságának vizsgálata. A pénzügyi támogatás részletes feltételeit rögzítő megállapodást (*Memorandum of Understanding*) az Európai Bizottság az EKB-val és – ha mód van rá – az IMF-fel együtt tárgyalja az illető tagállammal. A megállapodás szerinti feltételek betartásának nyomon követése (*monitoring*) a Bizottság feladata, amelyet ugyancsak az EKB-val – és ha mód van rá – az IMF-fel együtt látja el.<sup>24</sup>

### **3. AZ OMT**

A rendkívüli visszhangot kiváltó OMT-programot (magyarul végleges értékpapír adásvételi műveletek) az EKB Kormányzótanácsa 2012. szeptember 6-án határozta el. Erről először sajtóközlemény jelent meg.<sup>25</sup> A programot az EKB 2012. szeptemberi Havi jelentése is ismerteti.<sup>26</sup>

#### **3.1. Az OMT célja**

A sajtóközlemény szerint „*az OMT-k célja valamennyi euró-övezet-beli tagország transzmissziós mechanizmusának és a monetáris politika egységességének védelme. Segítségükkel az euró-rendszer kezelni tudja mindazokat a súlyos államkötvény-piaci torzulásokat, amelyek*

---

<sup>24</sup> ESM Treaty Art. 13.

<sup>25</sup> Ld. <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr1209061.en.html> (2016.03.20.).

<sup>26</sup> A Kormányzótanács 2012. szeptember 6-i monetáris politikai döntései elérhetők az EKB 2012. szeptember havi Monthly Bulletin-ében (a továbbiakban: EKB Havi jelentés). Elérhető: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201209en.pdf> (2016.03.20.).

*elsősorban az euro visszafordíthatóságát valószínűsítő megalapozatlan befektetői félelmekből táplálkoznak, ami kitűnik többek között a rövid lejáratú államadósság árazási különözeteiből a 2012. júliusáig tartó időszakban.”<sup>27</sup>*

### **3.2. Az OMT szükségessége**

Az OMT szükségességének indoklásaként az EKB felhozta, hogy 2012 első félévében megfigyelhető volt az euróövezeten belül az államkötvény-hozamok jelentős eltérései és széttartó tendenciája. Míg Németország, Franciaország, Belgium és Hollandia esetében a hozamok jóval alacsonyabbak voltak és csökkenő tendenciát mutattak, addig Spanyolország és Olaszország esetében a magas hozamok emelkedő tendenciát mutattak.

Ennek okaként az EKB Olaszország és Spanyolország esetében – a rossz államháztartási helyzet miatt is – a piacok azon várakozásával kapcsolatos kockázatot azonosította, miszerint a két ország kiléphet az euró-övezetből. 2011 októbere és a 2012 júliusa közötti 75 bázispontos kamatcsökkentésre az euróövezeti banki hitelkamatok nem reagáltak szisztematikus módon. A változások alsó széle lejjebb került az euróövezeti országokban, míg felső széle az EKB alacsony irányadó kamatai ellenére feljebb tolódott. Mindez arra enged következtetni, hogy a monetáris politikai irányvonal transzmissziója nem megfelelő.

Az EKB Európai Bíróságon kifejtett álláspontja szerint az OMT-program jogszerű, mivel olyan intézkedés, amely az uniós monetáris politika transzmissziós csatornáinak szabaddá tételére irányul. A monetáris politika e transzmissziós csatornái nem azonnali hatással rendelkező mechanizmusokként működnek, hanem keretet alkotnak,

---

<sup>27</sup> Ld. EKB Havi jelentés, 7. o.



amelyen keresztül az EKB egy sor impulzust közvetít abból a célból, hogy ezek elérjék a reálgazdaságot. Az EKB szerint a monetáris politikára a transzmissziós csatornáktól független olyan külső tényezők hatnak, amelyek megváltoztathatják az EKB által kibocsátott impulzusok megfelelő működését: egyéb tényezők mellett a nemzetközi politikai és gazdasági válság, vagy az olajárak jelenős változása súlyosan módosíthatja az EKB által a monetáris politika transzmissziós csatornáján keresztül kibocsátott „impulzusokat”.<sup>28</sup> Ha ilyen helyzet adódik, az EKB úgy tekinti, hogy hatáskörrel rendelkezik a saját eszközeivel történő beavatkozásra e csatornai felszabadítása céljából. Ilyen esetben az EKB gyakorlatában a szokásostól eltérő beavatkozásról van szó, mivel az nem „hagyományos” műveletet jelent, hanem olyan műveletet, amely a tulajdonképpeni monetáris politika eszközeinek szabad táételéről és utólagos helyreállításáról szól.<sup>29</sup> Ilyen környezetben az OMT tökéletesen hatékony háttértámogatást biztosít az olyan destruktív forgatókönyvek teljesülésének elkerülésére, amelyek potenciálisan komoly kihívást jelentenek az euró-övezeti árstabilitás szempontjából.

### **3.3. Az OMT jellegzetességei**

Az OMT-k végzésének szükséges előfeltétele, hogy szigorú, hathatós feltételrendszert kapcsoljanak az EFSF/ESM megfelelő programjaihoz. Ez öltheti teljeskörű EFSF/ESM makrogazdasági kiigazítási program, vagy ún. elővigyázatossági program formáját, amennyiben magában foglalja az EFSF/ESM elsődleges piacon való megjelenését. Ha a kiigazítási programot nem tartják be, az EKB az OMT-t leállítja.

---

<sup>28</sup> C-62/14. sz. *Peter Gauweiler és társai kontra Deutscher Bundestag ügy*, Pedro Cruz Villalón Főtanácsnok indítványa, 2015. január 14. (a továbbiakban: Főtanácsnoki indítvány) 115. pont.

<sup>29</sup> Főtanácsnoki indítvány 116. pont.

Az OMT-k elsősorban a hozamgörbe rövidebb, egy-három éves lejáratú szakaszán kerülnek alkalmazásra. A monetáris finanszírozás EUMSZ 123. cikkében előírt tilalmának betartása érdekében a vételre csak a másodlagos piacon<sup>30</sup> kerülhet sor. A szigorú feltételrendszer pedig biztosítja az OMT alkalmazására jogosult országokban a fiskális fegyelmet.

Az OMT eredményességének fokozása érdekében az OMT-k révén az euro pénzrendszer által megvásárolt kötvények vonatkozásában az EKB elfogadja ugyanazt a – *pari passu* – bánásmódot, mint a magán vagy egyéb befektetők. Az OMT-k által teremtett likviditás teljes mértékben sterilizálásra kerül.

#### **4. A NÉMET ALKOTMÁNYBÍRÓSÁG ELŐZETES DÖNTÉSHOZATALRA VONATKOZÓ VÉGZÉSE**

Gauweiler és további egyéni panaszosok alkotmányjogi panaszt nyújtottak be a NAB-hoz az alapvető jogok védelme érdekében, azzal az indokkal, hogy a német szövetségi kormány nem nyújtott be megsemmisítés iránti keresetet az Európai Unió Bíróságához az EKB OMT-programra vonatkozó 2012. szeptember 6-i bejelentésével

---

<sup>30</sup> A KBER és az EKB Alapokmányáról szóló jegyzőkönyv 18.1. bekezdése értelmében „(A) KBER céljai elérése és feladatainak ellátása érdekében az EKB és a nemzeti központi bankok műveleteket végezhetnek a pénzügyi piacokon követelések és forgalomképes eszközök végleges (azonnali vagy határidős) vagy visszavásárlási megállapodás keretében történő eladásával és vásárlásával, valamint kölcsönbe adásával vagy vételével mind euróban, mind egyéb pénznemekben, valamint nemesfémekben.”

szemben. A *Die Linke*, a Bundestagban képvisellel rendelkező politikai párt a NAB előtt az alkotmányos szervek közötti peres eljárásban azt kérte, hogy a Bundestag szorgalmazza az OMT-program hatályon kívül helyezését.

A panaszosok és a felperes az alapszerződéseket alapvetően úgy értelmezték, hogy az OMT gazdaságpolitikai intézkedésnek tekinthető. Az OMT program tényleges célja nem a monetáris politika transzmissziós csatornáinak helyreállítása, hanem „az euró megmentése” az érintett tagállamok adósságainak „közössé tételével”, ami összeegyeztethetetlen a Szerződésekkel, egy ilyen intézkedés jóval túlmutat azon a „támogatáson”, amelyet az EKB nyújthat az Unió és a tagállamok gazdaságpolitikája számára.<sup>31</sup> A beadványokban az is szerepelt, hogy az OMT-program megkerüli az EUMSZ 123. cikkében foglalt, közületek (kölségvetések) monetáris (központi banki) finanszírozására vonatkozó tilalmat.

A NAB, miután meghallgatta az EKB és a Bundesbank képviselőit, felfüggesztette eljárását, és az uniós jog érvényességét (vagy értelmezését) érintő kérdések megválaszolása érdekében 2014. január 14-én – történetében először – az EUMSZ 267. cikke alapján előzetes döntéshozatali eljárást kezdeményezett az Európai Bíróságnál.<sup>32</sup>

A bevezetésben is jelzett alkotmányos feszültség lényegét Villalón főtanácsnok úgynevezett „funkcionális” problémaként ragadta meg. Az eljárás a NAB korábbi ítélezési gyakorlatában kimunkált úgynevezett *utra vires* és *identitás-kontroll-eljárások* kereteibe

---

<sup>31</sup> Főtanácsnoki indítvány 95. pont.

<sup>32</sup> Ld. *Order of 14 January 2014 - 2 BvR 2728/13* (a továbbiakban: NAB végzés). A végzés hivatalos angol nyelvű változata elérhető: [http://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/EN/2014/01/rs20140114\\_2bvr272813en.html](http://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/EN/2014/01/rs20140114_2bvr272813en.html) (2016.03.20.).

illeszkedik, amelyek során az Európai Bíróság határozata felülbírálható. Ez viszont összeegyeztethetetlen az EUMSZ 267. cikkében foglalt előzetes döntéshozatali eljárásban hozott ítélet kötelező jellegével.<sup>33</sup>

A NAB az alábbi kérdéseket terjesztette az Európai Unió Bírósága elé:

- Összeegyeztethető-e az OMT az EUMSZ 119. és 127. cikk (1) és (2) bekezdésével és a KBER, valamint az EKB Alapokmányának 17. és 24. cikkeivel? Túléli-e az EKB monetáris politikára vonatkozó hatáskörét és (ezzel) megsérti-e a tagállamok hatáskörét?
- Vajon ez a hatáskör-túllépés betudható-e különösen annak, hogy
  - az OMT az EFSF/ESM programhoz van kötve (feltételesség);
  - az OMT csak egyes tagállamokat érint (szelektivitás);
  - az OMT a segélyprogramokhoz kapcsolódik (párhuzamosság).
- Összeegyeztethető-e az OMT az EUMSZ 123. cikkében foglalt monetáris finanszírozás tilalmával
  - mivel nem határoz meg mennyiségi korlátot a vásárlások tekintetében (mennyiség);
  - mivel nem határoz meg időeltolódást az elsődleges piacon történő kibocsátás és a másodlagos piacon történő vásárlás között (piaci árképzés);
  - mivel lehetővé teszi a kötvények lejáratig történő tartását (szembenállás a piaci logikával);
  - mivel nem tartalmaz a hitelminősítésre vonatkozó kikötést (fizetéseképtelenségi kockázat);

---

<sup>33</sup> Főtanácsnoki indítvány 30-69. pontok.

- mivel a KBER számára nem biztosít preferenciális elbánást a kibocsátók fizetésképtelensége esetére (adóság-elengedés).

#### **4.1. Hatáskör-túllépés**

A NAB érvelése a hatáskör-túllépéssel kapcsolatban azon a felfogáson nyugszik, miszerint az Unióban a közös pénzre vonatkozó monetáris politika az EKB hatáskörébe, míg a gazdaságpolitika a tagállamok hatáskörébe tartozik.<sup>34</sup> Amennyiben megáll az érvelés, miszerint az OMT valójában (elsősorban) gazdaságpolitikai (célú, hatású), és nem monetáris politikai jellegű, úgy az OMT *ultra vires* aktus. Amennyiben ez a helyzet, és az OMT a NAB Honeywell ítéletében<sup>35</sup> foglalt feltételeknek is megfelel,<sup>36</sup> úgy az OMT-t német alkotmányos szervek (itt elsődlegesen a nemzeti központi bank, a Bundesbank jöhet szóba) nem hajthatják végre. A NAB felfogásában ugyanis a demokrácia elvét, végső soron a választópolgárok választáshoz való jogát sérti az olyan aktus, amelyhez legalább közvetetten nem adták hozzájárulásukat a tagállamok.<sup>37</sup>

*A NAB érvelése tehát egyrészt annak megalapozására irányult, hogy az OMT gazdaságpolitikai aktus, másrészt annak cáfolatára, hogy monetáris politikai fellépésről van szó.*

---

<sup>34</sup> NAB végzés 63. pont.

<sup>35</sup> Bundesverfassungsgericht, 2 BvR 2661/06.

<sup>36</sup> A Szövetségi Alkotmánybíróság *ultra vires* felülvizsgálatára akkor kerülhet sor, ha az európai szervek részéről a hatáskörök megsértése kellően súlyos. Ez akkor valósul meg, ha az Európai Unió szerveinek aktusa nyilvánvalóan hatáskört sértő, és a kérdéses aktus jelentős eltolódást idéz elő a tagállamok rovására a hatáskörök struktúrája terén.

Ld. Bundesverfassungsgericht, 2 BvR 2661/06.

<sup>37</sup> Az európai integrációban való német részvételhez az Alapszerződések német ratifikálása adott felhatalmazást.

A NAB felfogásában az OMT igazi értelme az államadóssággal küzdő euró-övezeti tagállamok államkötvényeinek felvásárlása (szelektivitás), azaz valójában ezen tagállamok megsegítése, annak érdekében, hogy ne kényszerüljenek elhagyni az euró-pénzrendszert. Márpedig – így a NAB érvelése – „*a monetáris unió stabilitására, illetve az euró-övezet összetételére vonatkozó döntések alapvetően a tagállamok demokratikus eljárásaitól függnnek.*”<sup>38</sup> Ezt az álláspontot a NAB az Európai Bíróság *Pringle ügyben* hozott ítéletével is alá tudta támasztani.<sup>39</sup> Ez az ügy bizonyos értelemben a Gauweiler ügy ellentettje. Az ügyben az Európai Bíróságnak arra kellett választ adni, hogy vajon a tagállamok által az uniós jogon kívül, nemzetközi szerződéssel létrehozott ESM a monetáris politika körébe tartozó területen született (és akkor a szerződő tagállamok megsértik az Uniónak ezen a területen kizárólagos hatáskört biztosító Alapszerződést), vagy a gazdaságpolitika körébe tartozik (ahol a tagállamok rendelkeznek hatáskörrel). A kérdés tehát a monetáris politika és a gazdaságpolitika közötti elhatárolás volt. A Bíróság az ESM célját az euró-övezet stabilitásának védelmében jelölte meg, ami – bár közvetett hatásokat fejthet ki az euró stabilitására – nem a monetáris politika körébe, hanem a gazdaságpolitika területére tartozik.<sup>40</sup>

---

<sup>38</sup> NAB végzés 40. pont a szerző fordítása. Az állítás megismétlődik a végzés 72. pontjában: „Ami az EKB-nak az euró-övezet megővésére vonatkozó hivatkozását illeti, ez nyilvánvalóan nem a monetáris politika feladata, hanem a gazdaságpolitikáé, amely a tagállamok felelősségi körébe tartozik.” (A szerző fordítása)

<sup>39</sup> C-370/12. sz. *Thomas Pringle kontra Gouvernement of Ireland, Ireland és The Attorney General ügy*, az Európai Unió Bíróságának ítélete, 2012. november 27. (a továbbiakban: Pringle ügy).

<sup>40</sup> Pringle ügy 56. pont: „*Ami egyrészt az említett mechanizmus által követett célt illeti, amely az euróövezet egésze stabilitásának megőrzése, az egyértelműen különbözik az árstabilitás fenntartására vonatkozó céltől, amely az Unió monetáris politikájának elsődleges célja. Ugyanis, még ha az*

A NAB az OMT döntően (*predominantly*) gazdaságpolitikai (és nem monetáris politikai) aktus jellege mellett számos további érvet sorakoztatott fel.

Fentebb láttuk, hogy az EKB az OMT-program megalapozásaként a tagállamok államkötvényeinek irracionális várakozásokon nyugvó kamatkülönbözeteit jelölte meg. E kamatkülönbözetek természetét és ennek a monetáris transzmissziós mechanizmusra tett hatását illetően a NAB a Bundesbank szakmai érveit fogadta el. Eszerint a kamatkülönbözetek annak tudhatók be, hogy a piacok egyes tagállamok esetében pesszimistán ítélik meg a fegyelmezett költségvetési politika esélyét. A piaci megítélés kapcsán pedig nem lehet elkülöníteni a „racionális”, és az „irracionális” várakozásokat (amint azt az EKB állítja).<sup>41</sup> A transzmissziós mechanizmusok válság idején nem működnek kielégítően. Ha tehát minden válság-helyzetben lehetővé válna az EKB számára államkötvények vásárlása, ezzel a túlzottan eladósodott államok kötvény piaci helyzetének megerősítésére, valójában monetáris finanszírozásra kapna felhatalmazást.<sup>42</sup> Egyébként pedig – így a NAB érvelése – az a tény, hogy az államkötvények felvásárlása közvetetten monetáris politikai célt követ, nem teszi monetáris politikai aktussá.<sup>43</sup>

A monetáris politikai eszközök – mint a kamatláb meghatározása, a kötelező tartalék előírása – az euró-övezet valamennyi tagállamára és azokban jelen lévő kereskedelmi bankokra egyformán alkal-

---

*euróövezet stabilitásának lehetnek is következményei az ezen övezeten belül használt pénznem stabilitására, egy gazdaságpolitikai intézkedés akkor sem hasonlítható a monetáris politika valamely intézkedéséhez kizárólag amiatt, hogy közvetett hatásokat fejthet ki az euró stabilitására.”*

<sup>41</sup> NAB végzés 71. pont.

<sup>42</sup> NAB végzés 97. pont.

<sup>43</sup> NAB végzés 64. pont.

mazandók, márpedig az OMT egyes, meghatározott feltételeknek megfelelő tagállamok kötvényeinek felvásárlását irányozza elő (szelektivitás).<sup>44</sup>

Az OMT azon feltételhez kötése, hogy az adott tagállamnak EFSF/ESM program hatálya alatt kell állnia, magát az OMT-t is feltételessé teszi, illetve az adott fiskális politikai jellegű gazdaságpolitikai programokat támogató (egyben kikényszerítésüket is segítő) eszközzé teszi, parlamenti hozzájárulás és nyomon követés nélkül (feltételeség-párhuzamosság).<sup>45</sup>

Az OMT program megkerülheti a pénzügyi támogatási programokban előírt kötelezettségeket és feltételeket, mivel az ESM szerződés 14. és 18. cikkében az államkötvények másodlagos piacon történő vásárlására előírt követelmények szigorúbbak az OMT-programban meghatározottaknál. Ezáltal lehetővé válik, hogy az EKB kedvezőbb feltételekkel végezzen államkötvény-vásárlásra irányuló műveleteket, és így elkerülheti az ESM-re irányadó feltételeket, ezáltal alkalmas lehet az ESM által támasztott szigorú feltételek megkerülésére, a program hatékonyságának aláásására (megkerülés-kijátszás).<sup>46</sup>

---

<sup>44</sup> NAB végzés 73. pont.

<sup>45</sup> NAB végzés 78. pont.

<sup>46</sup> NAB végzés 79. pont.



## **4.2. A monetáris finanszírozás tilalmának megsértése**

A NAB álláspontja szerint a monetáris finanszírozás tilalma a szabály – a KBER bankjai nem vásárolhatnak államkötvényeket az elsődleges kötvénypiacon – megkerülését is magába foglalja. Márpedig az OMT éppen ezt célozza. Ezt a NAB az alábbi tényezők – legalább együttes – hatásának tulajdonítja:

- A KBER nem kötött ki elsőbbségi hitelezői státust arra az esetre, ha adósság-elengedésre kerülne sor. Egy ilyen esetben tehát az adós állam adósságának részleges elengedésére kerülne sor, ami egyenlő a költségvetés finanszírozásával.
- Bár a KBER alapokmánya lehetővé teszi a kockázatvállalást, ez nem jelenthet nagy és szükségtelen kockázat vállalását (amire azt a NAB álláspontja szerint az OMT keretében sor kerül).
- Az OMT keretében lehetőség van a kötvények lejáratig történő tartására. Ezt az alapokmány szintén lehetővé teszi. Abban az esetben azonban, ha a kötvények jelentős hányadát lejáratig tartja a KBER, kivonva a kötvénypiacról, nemcsak a piaci áralakulást rontja le, hanem egyúttal az illető költségvetések finanszírozásához járul hozzá.<sup>47</sup>
- A monetáris finanszírozás jele lehet, hogy az államkötvényeket jelentős mennyiségben vásárolják fel, röviddel a kibocsátásuk után.

---

<sup>47</sup> NAB végzés 91. pont.

- A monetáris finanszírozás tilalmának megkerülése, ha az EKB biztatja a piaci szereplőket a kötvények elsődleges piacon történő megvásárlására, amennyiben az OMT azt a várakozást ébreszti, hogy az EKB – a másodlagos piacon történő vásárlások révén – átvállalja a kötvényekkel kapcsolatos kockázatokat.

A monetáris finanszírozás végső soron a német törvényhozás költségvetési szuverenitásának megsértését jelenti, azaz súlyosan alkotmányellenes.<sup>48</sup>

Az alkotmánybíróság kérdései – amint az előterjesztés részletes indoklásából egyértelműen adódik –, *valójában állításokat tartalmaznak*, az alkotmánybíróság egyértelműen azon az állásponton van, hogy az OMT valójában összeegyeztethetetlen az uniós joggal, ultra vires aktus, amely egyúttal sérti a német alkotmányos identitást.

### **4.3. A NAB javaslata uniós jog-konform értelmezésre**

A NAB – az Európai Bíróság által is ajánlottan – élt azzal a lehetőséggel, hogy rendelkezésre bocsássa a feltett érvényességi kérdésre adandó válaszra vonatkozó saját álláspontját. E szerint az OMT akkor nem minősül gazdaságpolitikai aktusnak, illetve nem sérti a monetáris finanszírozás tilalmát, ha

- nem ássa alá az EFSF/ESM segélyprogramok feltételelességét;
- kizárja az adósság-elengedést;
- az államkötvényeket nem korlátlan mennyiségben vásárolják fel;
- (a program) amennyire lehet, elkerüli a piaci árképzésbe való beavatkozást.

---

<sup>48</sup> NAB végzés 43. pont.

A német alkotmánybíróság előterjesztéséből kitűnik, hogy készen áll arra, hogy amennyiben az Európai Bíróság nem tesz eleget a „megoldási javaslatában” foglaltaknak, az OMT-határozatot, az EKB mint uniós intézmény *ultra vires* aktusának nyilvánítsa.

Az alkotmánybíróság értelmezésében az aktus kimeríti a Honeywell döntésében megfogalmazott kritériumokat, azaz az aktus az Unió és a tagállamok közötti hatáskörmegosztást strukturálisan módosítja (az Unió javára), sértve ezzel a hatáskör-átruházás elvét, következésképpen a német választópolgárok jogát arra, hogy a német alkotmányban biztosított választójogukkal élve befolyásolhassák Németország integrációban való részvételére vonatkozó felhatalmazást.

#### **4.4. A NAB végzést illető kritikák**

A NAB végzését számos kritika érte. A többségi állásponthez két alkotmánybíró csatolt különvéleményt, és a tudomány képviselői is számos bírálatot fogalmaztak meg.<sup>49</sup>

*Jean-Victor Louis*, a Belga Nemzeti Bank Jogi Szolgálatának tiszteletbeli igazgatója, az európai monetáris unió jogának kiemelkedő elméleti szakértője a *Cahiers de Droit européen* szerkesztőségi kommentárjában részletekbe menően cáfolta a NAB végzés monetáris politikát érintő állításait.<sup>50</sup>

Más szerzőkkel egybehangzóan bírálja a NAB-ot, amiért az EKB indoklásával szemben egyoldalúan a Bundesbank érvelését magáévá téve foglalt állást. Nem elfogadható az a megközelítés, amely

---

<sup>49</sup> A *German Law Journal* egész lapszámot szentelt a határozat kritikájának. Ld. *German Law Journal*, Vol. 15. No. 2. (2014), Special Issue – The OMT Decision of the German Federal Constitutional Court.

<sup>50</sup> LOUIS, JEAN-VICTOR: La Cour constitutionnelle allemande et la politique monétaire, in *Cahiers de droit européen*, Vol. 2014. No. 2., 267-281. o.

tagadja az euró-rendszerrel szembeni fenyegetés és az árstabilitás közötti összefüggést. Elfogult állítás, hogy a kamatfelárlak közötti különbségek a piac korrekt értékítéletét tükrözik. A program szelektivitását érintő bírálatra az a válasza, hogy éppen ez felel meg a válságban szükségessé váló nem hagyományos monetáris politikai intézkedésnek. Az EKB *pari passu* pozícióját azzal támogatja meg, hogy ennek hiányában a többi (hátrányos helyzetben lévő) piaci szereplő akár vissza is utasíthatná az adósság elengedési megállapodásban való részvételt. A kötvénnyvásárlás mennyiségi korlátozásának hiányával kapcsolatban *Louis* felveti, hogy ellenkező esetben a piac ezt nyomban tesztelné, és a program nem tudná elérni a célját. Az elsődleges kibocsátást követően eltelt idő hosszával kapcsolatban leszögezi, hogy az EKB tökéletesen tisztában van azzal, hogy a kibocsátást nyomban követő felvásárlás egyenlő a tiltott monetáris finanszírozással, ezért hagy egy bizonyos időt, amelyet azonban nem jelent ki előre. Egyébként az EKB által vállalt kockázat a rendes üzletmenet része, amit az EKB alapokmánya is tartalmaz.

## **5. AZ EURÓPAI BÍRÓSÁG ELŐZETES DÖNTÉSHOZATALI ELJÁRÁSA A GAUWEILER ÜGYBEN<sup>51</sup>**

Az ügyben az alapeljárásban szereplő felek mellett 11 tagállam<sup>52</sup> kormánya, a német Bundestag, az Európai Parlament és az Európai Bizottság is tett észrevételt. Valamennyien amellettt szálltak síkra, hogy az OMT monetáris politikai aktus, és nem kerüli meg a monetáris finanszírozás tilalmát.

---

<sup>51</sup> C-62/14. sz. *Peter Gauweiler és társai kontra Deutscher Bundestag* ügy, az Európai Unió Bíróságának ítélete, 2015. június 16. (a továbbiakban: Ítélet).

<sup>52</sup> Németország, Írország, Görögország, Spanyolország, Franciaország, Olaszország, Ciprus, Hollandia, Lengyelország, Portugália, Finnország.

A Német Szövetségi Köztársaság alapvetően azt állította, hogy az OMT program az ismert feltételek alapján jogszerű, jóllehet meg kell várni a konkrét alkalmazást annak megállapításához, hogy valóban gazdaságpolitikai vagy monetáris politikai intézkedésről van-e szó. Az EKB széles mérlegelési jogkörrel rendelkezik, és csak abban az esetben lépi túl a Szerződések szerinti hatáskörét, ha az intézkedés nyilvánvalóan gazdaságpolitikai jellegű. Célszerű lenne ugyanakkor, ha a Bíróság olyan feltételeket határozna meg, amelyek alapján az OMT programot a Szerződésekkel, és amennyire lehetséges, a Német Szövetségi Köztársaság alkotmányos rendjének alapvető elemeivel összhangban lehet alkalmazni.<sup>53</sup>

### **5.1. A főtanácsnoki indítvány**

*Pedro Cruz Villalón*, az ügy főtanácsnoka 2015. január 14-én ismertette indítványát. A Főtanácsnok az ügyben meghatározó jelentőségű kérdésről – az OMT a monetáris politika vagy a gazdaságpolitika körébe tartozik-e – szólva a német álláspontból teljesen hiányzó dialektikus megközelítéssel indítja álláspontja kifejtését. Szerinte a monetáris politika a széles értelemben vett gazdaságpolitika részét képezi. Magunk ezzel az állásponttal messzemenően egyetértünk, hiszen a monetáris politika és a gazdaságpolitika további eszközei (első helyen a fiskális politika) egyaránt a gazdaság közjellegű befolyásolására irányulnak.<sup>54</sup> Azzal is egyetértünk, hogy a jog ilyen összefüggéseket nem mindig tud kezelni, s ebben az esetben az uniós jogban a két politika

---

<sup>53</sup> Főtanácsnoki indítvány 103. pont.

<sup>54</sup> A közgazdasági szaknyelv használja a policy mix kifejezést. Jelentése: The policy mix is the combination of a country's monetary policy and fiscal policy. These two channels influence growth and employment, and are generally determined by the central bank and the government respectively.

elválasztása a Szerződések szerkezetéből és az Unió hatásköreinek horizontális és vertikális megosztásából eredő követelmény.<sup>55</sup>

A Főtanácsoknak a konkrét program megítéléséhez szüksége van a Pringle-megközelítés ellentettjére. Míg az ESM kapcsán a Bíróság arra mutatott rá, hogy egy alapvetően gazdaságpolitikai konstrukcióról állapította meg, hogy a monetáris politikára gyakorolt hatás nem fosztja meg ettől a jellegétől, addig a jelen esetben az OMT program esetleges gazdaságpolitikai hatása nem fosztja meg alapvetően monetáris politikai jellegétől.<sup>56</sup>

Az EKB elismerte, hogy nem hagyományos monetáris politikai eszközről van szó. A monetáris politika felől közelítve valóban nem a pénzmennyiség szabályozásához kapcsolódó intézkedésről, hanem a monetáris politika normális működését akadályozó külső (a megalapozott piaci értékítéleten nyugvótól eltérő) hatások kiiktatását, a monetáris csatornák szabadabbá tételét szolgáló intézkedésről.

A Főtanácsnok ezt elfogadja, amivel egyszerre néz szembe az alapeljárásban felmerült állításokkal, miszerint az OMT-program nem felel meg a szokásosan alkalmazott monetáris politikai eszközöknek (ezért voltaképpen nem is az), és állítja, hogy végeredményben mégiscsak monetáris politikai eszközről van szó.<sup>57</sup> A Főtanácsnok álláspontját az sem ingatja meg, hogy a 2012. szeptember 6-i bejelentésbe

---

<sup>55</sup> Főtanácsnoki indítvány 129. pont.

<sup>56</sup> Uo.

<sup>57</sup> Főtanácsnoki indítvány 120. pont: „(...) az OMT-program az Alapokmány 18.1 cikke szerinti jogköröket olyan módon alkalmazza, amely idegen az EKB műveleteivel kapcsolatos bevett gyakorlattól. Nyilvánvaló, hogy az euró-övezet egy vagy több tagállamát érintő olyan szelektív intézkedés, amely azon alapul, hogy az államkötvényeket előzetes mennyiségi korlátozás nélkül megszeresse, bízva abban, hogy a piacon javulnak a finanszírozási feltételeik, idegen az EKB rendes gyakorlatától.”

(sic!) torkolló intézkedések sorában az EKB 2012. augusztusi Havi Jelentése kiemelte a program és az „euró visszafordíthatatlansága” közötti összefüggést.<sup>58</sup>

A Főtanácsnok nem tagadja, hogy az EKB igenis részt vesz a pénzügyi támogatások feltételül szabott (gazdaságpolitikai, fiskális politikai) programok kidolgozásában, elfogadásában és rendszeres ellenőrzésében, és ezt nem is tartja probléma mentesnek. Megítélése szerint a két(féle) program között meg kell tartani a funkcionális távolságot. Az OMT szelektivitását – hasonlóan a szakmai kritikákhoz – éppen a program hatékony végrehajtása zálogának tekinti, ami nem kérdőjelezi meg a monetáris politikai jelleget.<sup>59</sup>

Összességében úgy véli, hogy az *„OMT-programot monetáris politikai intézkedésnek kell tekinteni, feltéve hogy a program alkalmazása esetén az EKB tartózkodik az EFSF/ESM keretében elfogadott pénzügyi támogatási programokban való minden közvetlen beavatkozástól.”*<sup>60</sup> Ha ez megvalósul, úgy a megkerülés-kijátszás kifogás is elvethető.<sup>61</sup>

---

<sup>58</sup> Főtanácsnoki indítvány 137. pont.

<sup>59</sup> Főtanácsnoki indítvány 153. pont.

<sup>60</sup> Főtanácsnoki indítvány 151. pont.

<sup>61</sup> Főtanácsnoki indítvány 155-156. pontok.

<sup>61</sup> Főtanácsnoki indítvány 175. pont *„egy OMT-hez hasonló program alkalmas arra, hogy az érintett tagállamok államkötvényeire vonatkozó kamatlábak csökkenését elérje. A csökkenés azt eredményezi, hogy az érintett tagállamok pénzügyi rendezettsége bizonyos mértékig helyreáll, ebből következően az EKB nagyobb mértékű bizonyossággal és stabilitással valósíthatja meg a monetáris politikáját.”*

Miután a rendelkezés célját (ti. az EKB monetáris politikájába illeszkedik) tisztázta a Főtanácsnok, az intézkedés arányosságának vizsgálatára tért ki. Rögzíti, hogy az intézkedés alkalmas a cél elérésére.<sup>62</sup> A szükségesség vizsgálatánál a Főtanácsnok az intézkedés kivételes jellegét hangsúlyozza. Az EKB-val és a Bizottsággal egyetértve úgy tartja, hogy a kötvényvásárlás *ex ante* mennyiségi korlátozása (amit a NAB végzésében feltételként megjelölt) gyengítené a másodlagos piacon történő beavatkozással elérni kívánt hatékonyságot, és spekulatív műveletek előidézésének kockázatával járna. Hasonlóképpen az EKB privilegizált hitelezői rangjának elismerése kétségbe vonná az egyéb hitelezők pozícióját, és közvetve, a másodlagos piacon a kötvények értékére gyakorolt végső hatást. A Főtanácsnok a szigorú értelemben vett arányosság tesztjén sem buktatná el az OMT-t. A NAB által felvetett lehetőséggel szemben – a korlátlan vásárlások az EKB fizetéseképtelenségéhez vezethetnek, ami valóban aránytalanságot eredményezne – az EKB-nak az eljárás során tett nyilatkozatában foglaltakat hangsúlyozza, miszerint előre bejelentett korlát nincs, de belső korlát van. Amennyiben ez ténylegesen érvényesül, úgy az OMT nem sérti az arányosság elvét.

Amint azt fentebb (4.1. pont alatt) láttuk, a NAB „vádjai” között szerepelt, hogy az OMT-program bár formálisan megfelel a kötvényvásárlásra vonatkozó felhatalmazásnak, vannak olyan sajátosságai, amelyek a monetáris finanszírozás tilalmának megkerülésére utalnak.

A Főtanácsnok először a GMU keretében elfoglalt hely felől közelít: „(...) az EUMSz 123. cikk a gazdasági és monetáris unió intézményi szerkezetét kialakító személyek érezhető aggodalmát tükrözi, amelynek okán úgy határoztak, hogy az elsődleges jogba határozott tilalmat vezetnek be az államok bármely olyan finanszírozási formájára vonatkozóan, amely a költségvetési fejelem Szerződések szerinti



*célkitűzéseinek veszélyeztetéséhez vezet. Az egyik ilyen tiltott finanszírozási forma az úgynevezett „monetáris finanszírozás”, amely abban áll, hogy egy központi bank, azaz pénzkibocsátásra jogosult intézmény, megvásárolja egy állam államkötvényeit.”<sup>63</sup>*

A Főtanácsnok valamennyi, a monetáris finanszírozás tilalmának megkerülésére gyanút adó jellegzetességet sorra veszi indítványában.

A privilegizált hitelezői státusról való lemondással kapcsolatban megállapítja, hogy „(...) *a pari passu záradékokat olyan eszköznek lehet tekinteni, amelynek célja, hogy az EKB a lehető legkevésbé befolyásolja a piac normális működését, ami végül is az EUMSZ 123. cikk (1) bekezdése tiszteletben tartásának további biztosítéka.*”<sup>64</sup>

Az alacsony hitelminősítésű államkötvények vásárlásával együtt járó túlzott kockázatvállalás kapcsán rámutat, hogy a program „*közvetlen célja, az érintett állam finanszírozási költségeinek csökkentése, pedig éppen ahhoz járul hozzá, hogy az adott állam közép- és hosszabb távon újra képes legyen teljesíteni a kötelezettségeit.*”<sup>65</sup>

A kötvények lejáratig tartásából eredő piaczavarás „vadját” az EKB nyilatkozatára alapozva hárítja el. Az EKB nem szándékozik lejáratig tartani a papírokat, korábban is így járt el. A lejáratig tartás lehetősége (és nem kötelezettsége!) a program rugalmasságához szükséges.<sup>66</sup>

A Főtanácsnok elismeri, hogy amennyiben a másodlagos piacon történő vásárlásra nyomban az elsődleges kibocsátást követően kerül sor, a program alkalmas a monetáris finanszírozás tilalmának megkerülésére. Ezért – az EKB nyilatkozatát aláhúzva – kiköti, hogy

---

<sup>63</sup> Főtanácsnoki indítvány 218. pont.

<sup>64</sup> Főtanácsnoki indítvány 236. pont.

<sup>65</sup> Főtanácsnoki indítvány 240. pont.

<sup>66</sup> Főtanácsnoki indítvány 245-246. pontok.

az OMT-programot adott esetben úgy kell végrehajtani, hogy lehetőség legyen az érintett államkötvények tekintetében a piaci ár kialakítására.<sup>67</sup>

Az elsődleges értékpapírpiacon történő vásárlás ösztönzését – ismét ellentétesen a NAB megközelítésével – éppen a program szerves részének tekinti, a monetáris finanszírozás tilalmának megkerülése tehát nem állja meg a helyét.

A Főtanácsnok végkövetkeztetése az alábbiakban foglalható össze:

- Az OMT-program összeegyeztethető az EUMSZ 119. és 127. cikkeivel, azaz nem a tagállamok hatáskörébe tartozó, gazdaságpolitikai intézkedésről van szó, amennyiben a program esetleges alkalmazásakor az EKB
  - tartózkodik az OMT-programmal összefüggő pénzügyi támogatási programokba való közvetlen beavatkozástól,
  - és szigorúan betartja az indokolási kötelezettséget, valamint az arányosság elvéből származó követelményeket.
- A program nem sérti az EUMSZ 123. cikkében foglalt monetáris finanszírozás tilalmát, amennyiben alkalmazásakor olyan időbeli feltételekkel valósul meg, amelyek ténylegesen lehetővé teszik az államkötvények piaci árának kialakítását.<sup>68</sup>

---

<sup>67</sup> Főtanácsnoki indítvány 254. pont.

<sup>68</sup> Főtanácsnoki indítvány 263. pont (Végkövetkeztetések).

## **5.2. Az Európai Bíróság ítélete**

Az Európai Bíróság 2015. június 16-án – nagytanácsban – hozott ítéletet. A Bíróság teljes egyértelműséggel az OMT-program jogszerűsége mellett foglalt állást.

### ***5.2.1. A hatáskör túllépésének kérdése – a monetáris politika körülhatárolása***

A Bíróság ítélete érvelésének logikája megegyezik a Főtanácsnokéval. Először megvizsgálja, hogy az uniós jogi aktus az uniós jogban adott célt szolgál-e. Ezután az intézkedés arányosságának vizsgálatára tér. Esetünkben a cél azonosítása a monetáris politikai illetve gazdaságpolitikai besorolás közötti választást jelenti.<sup>69</sup> Míg az EKB jogosult (köteles) monetáris politikai intézkedéseket elfogadni, addig a „tisztán” gazdaságpolitikai intézkedések nem tartoznak a hatáskörébe.

A Bíróság az intézkedés célját minden kétséget kizáróan monetáris politikai célként – a monetáris politika transzmissziójának és egységének védelme – határozza meg. A cél (elérése) pedig alkalmas az EKB elsődleges célja, az árstabilitás fenntartásához.<sup>70</sup> Az euró-övezet stabilitásához való hozzájárulása nem kérdőjelezi meg a monetáris politikai jelleget.<sup>71</sup> Az egyes fentebb többször tárgyalt aggályokat, az irodalmi kritikákat, a Főtanácsnok és az EKB érvelését követve szintén nagyon határozottan utasítja el:

A program szelektivitásával kapcsolatban megjegyzi, hogy az EUMSZ nem írja elő, hogy az EKB csak olyan eszközökkel avatkozhat be, amelyek szükségszerűen az euró-övezet valamennyi államára érvényesek. A program mellékesen erősítheti a kiigazítási programok

---

<sup>69</sup> Ítélet 46. pont.

<sup>70</sup> Ítélet 47. és 49. pontok.

<sup>71</sup> Ítélet 51. pont.

betartására való ösztönzést, ezáltal elősegíti az ezek által követett gazdaságpolitikai célok megvalósítását (párhuzamosság), ez azonban nem jelenti azt, hogy valamely gazdaságpolitikai intézkedéshez volna hasonlítható.

A bejelentett intézkedés arányosságát illető elemzését a Bíróság – a Főtanácsnokától némileg eltérve – azzal kezdi, hogy mivel a monetáris politika technikai jellegű döntéseket igényel, az EKB-nak széles mérlegelési joga van. Ezzel az arányossági vizsgálat szigorúságát eleve enyhíti. A vizsgálatot az indoklási kötelezettség (fennáll-e a mérlegelés nyilvánvaló hibája) kérdéseként veti fel. Felidézve az EKB érvelését (a kamatláb-eltérések részben az egyes tagállamok által kibocsátott kötvények tekintetében alkalmazott, az euró-övezet felbomlása veszélyének fedezésére szolgáló, túlzott mértékű kockázati felárból származtak, ami gyengítette a KBER monetáris politikájának mechanizmusát, a kibocsátott impulzusok hatékonyságát), kijelenti, hogy „nem tűnik úgy, hogy az EKB nyilvánvaló mérlegelési hibát követett volna el.”<sup>72</sup> Egy ilyen programot a KBER érvényesen elfogadhat anélkül, hogy *ex ante* mennyiségi korlátot szabna végrehajtásának, mivel egy ilyen korlát végeredményben gyengítheti e program hatékonyságát.<sup>73</sup>

*A program tehát nem sérti az arányosság elvét.*

---

<sup>72</sup> Ítélet 74. pont.

<sup>73</sup> Ítélet 88. pont.

### **5.2.2. A monetáris finanszírozás tilalmáról**

A Bíróság is elismeri, hogy fennáll a monetáris finanszírozás veszélye. Hitelt adva az EKB Bíróság előtt kifejtett szándékainak (a KBER egyrészt azt tervezi, hogy az államkötvények elsődleges piacon történő kibocsátása és a másodlagos piacon történő felvásárlása között egy minimum intervallumot tart be, másrészt pedig, hogy nem jelenti be előzetesen az e felvásárlásra vonatkozó határozatát vagy a tervezett felvásárlás volumenét), úgy ítélte meg, hogy „*e garanciák segítségével kizárható, hogy (az OMT) olyan hatással bírjon, mintha az államkötvényeket közvetlenül a tagállami közjogi intézményektől vagy szervezetektől szereztek volna meg.*”<sup>74</sup>

A Bíróság a monetáris finanszírozás tilalmának megszegését azzal is cáfolja, hogy az OMT – lévén, hogy kiigazítási programok megfelelő végrehajtásához van kötve – nem alkalmas a monetáris finanszírozás eredeti céljának (a tagállamok rendezett költségvetési politikára szorítása) meghiúsítására. Az államkötvények lejáratig tartása nem játszik döntő szerepet, mert a KBER jogosult a megszerzett kötvényeket bármikor eladni, tehát nem nyújt biztosítékot az érintett gazdasági szereplőknek arra, hogy a KBER élni fog ezzel a lehetőséggel. Az elsőbbségi hitelezői státusról való lemondás – *pari passu* – kapcsán a Bíróság szintén sommás kitéltet produkált: A nyílt piaci műveletek elkerülhetetlenül kockázattal járnak, a Szerződések pedig nem írják elő az EKB elsőbbségi hitelezői státusát előfeltételként.

*Az OMT tehát nem sérti a monetáris finanszírozás tilalmát sem.*

A végső összegzés (az ítélet rendelkező része) pedig: „Az EUMSZ 119. cikket, az EUMSZ 123. cikk (1) bekezdését, az EUMSZ 127. cikk (1) és (2) bekezdését, valamint a Központi Bankok Európai Rendszere és az Európai Központi Bank alapokmányáról szóló (4.)

---

<sup>74</sup> Ítélet 106-107. pontjai.

*jegyzőkönyv 17–24. cikkét úgy kell értelmezni, hogy azok felhatalmazták a Központi Bankok Európai Rendszerét (KBER) az államkötvények másodlagos piacon történő vásárlására irányuló, olyan program elfogadására, mint amelyet az Európai Központi Bank (EKB) Kormányzótanácsának 2012. szeptember 5-i és 6-i, 340. sz. üléséről készült jegyzőkönyvben említett sajtóközleményben jelentettek be.”*

A Bíróság tehát nem fogadta el a NAB álláspontját, miszerint *ultra vires* aktusról van szó, és az OMT alkalmas a monetáris finanszírozás tilalmának megkerülésére. A Bíróság egyértelműen elutasította a NAB által felkínált alternatívát is, és *minden feltétel nélkül döntött az OMT-program jogszerűsége mellett*. A Bíróság még a Főtanácsnok óvatos, szinte csak gesztus-értékű feltételeit sem tette magáévá. Ezzel teljes mértékben az EKB értelmezését vette át, amely szerint az OMT az EKB kizárólagos hatáskörébe tartozó, nem hagyományos monetáris politikai intézkedés, amelynek végső célja az euróövezet árstabilitásának megőrzése.

## **6. AZ EKB ÉS AZ EURÓ-ÖVEZET STABILITÁSA**

Meggyőződésünk, hogy az OMT-programnak ténylegesen két olvasata lehetséges. Ezek az olvasatok – miközben jogi szempontból homlokegyenest ellentétes eredményre vezethetnek – valójában nem egymást kizáró, hanem ugyanazon jelenséget két nézőpontból írják le.

Az egyik olvasat szerint az OMT-program célja az euróövezet stabilitásának megőrzése, az euró-pénzrendszer szétesésének megakadályozása. Ha az adott tagállamok kiválására vonatkozó várakozások – amelyeknek voltak betudhatók a kamatkülönbözetek – nem változnak, olyan önmagukat erősítő folyamatok maradnak fenn, amelyek végső soron elkerülhetlenné teszik a kilépést. Több, távolról sem jelentéktelen gazdaság kiválása az euróövezetből első megközelítésben

óriási költséget jelent a bakszektoroknak, és az eurót használó gazdasági egységeknek, csökken a közös pénz használatából adódó nyereség (átváltási kockázat, átváltási költség megszűnése, ár összehasonlítás), a pénz iránti bizalmatlanság kihathat az euróban mért árak színvonalára is (infláció). Az euró pénzrendszer az európai integráció olyan eredménye, vívmánya, amely nem csak gazdasági, hanem óriási politikai jelentőséggel is bír. A rendszer degradálódása ennél fogva nem csak súlyos gazdasági következményekkel, hanem az Európai Unió – és vezető tagállamai – súlyos politikai vesztesége is. Mario Draghi, az EKB elnöke által 2012. július 26-án tartott londoni sajtókonferencián ezt nagyon egyértelműen fogalmazta meg: *„(A)mikor az euró gyengeségéről és növekvő sebezhetőségéről, sőt annak válságáról beszélnek, a tagállamok, illetve az euróövezeten kívüli országok vezetői nagyon gyakran lebecsülik az euróba fektetett politikai tőkét. Éppen ezért úgy hisszük, nem tekintjük magunkat pártatlan megfigyelőnek, hogy az euró visszafordíthatatlan (...) Van azonban egy másik üzenet is, amelyet át szeretnék adni Önöknek. Az EKB felkészült arra, hogy az euró megőrzéséhez szükséges minden lépést megtegyen, amelyet hatáskörében megtehet. És higgyék el nekem, hogy ez elegendő lesz.”*<sup>75</sup>

Az EKB a rendszer menedzselésének mintegy másfél évtizede alatt óhatatlanul azonosult a pénzrendszer egészéért viselt felelősségével. A pénzrendszer megőrzése számára tehát magától értetődő feladatként adódott. Ezért lépett fel nyomban, amint a szükség úgy hozta, a számára eredetileg nem előirányzott – szoros értelemben vett – végső hitelezői szerepben. Ezért nem hezitált, amikor az euró-övezeti bankszektorok biztonságos működése feletti egyre intenzívebb felület-beavatkozás kereteinek kibontakoztatásáról volt szó.

---

<sup>75</sup> A Főtanácsnok idézi indítványának 3. végjegyzetében.

Az EKB számára teljesen új helyzet állt elő azzal, hogy egyes euró-övezeti tagállamok államadósság-válságba kerültek. Amint fentebb bemutattuk, az EKB kilépett korábbi, a pénzmennyiség-szabályozójának szerepéből, és az euró-pénzrendszert az adósságválság felől fenyegető veszélyek elhárítása érdekében részt vállalt a tagállami költségvetési politikák reformjára irányuló nyomás-gyakorlásban, illetve a konkrét programok kidolgozásában, felügyeletében.

Voltaképpen az OMT-programot is beleilleszthetjük ebbe a tendenciába, hiszen a program egyszerre célozta az adósságproblémákkal küzdő tagállamok helyzetének enyhítését (az államkötvényeik kamatának csökkenése), és gazdaságpolitikai kiigazítási reformok kikényszerítését (feltételeesség), végeredményben egy széles értelemben vett végső hitelezői funkció betöltését.<sup>76</sup>

Az EKB ilyen szerepfelfogását a német Bundesbank nem tudta elfogadni.<sup>77</sup> Az OMT döntést a Kormányzótanácsban – egyedül – a Bundesbank elnöke ellenezte.<sup>78</sup> A NAB a Bundesbank „szakértő véleményét” fogadta el, és ezen az alapon foglalt maga is állást az intézkedés meghatározóan gazdaságpolitikai jellege, illetve a monetáris finanszírozás tilalmának megsértése mellett. Ebben a felfogásban az euró-övezet stabilitása – esetleges kényszerű kilépés – az euró-övezeti

---

<sup>76</sup> Amint azt fentebb, az 1.1. pont alatt láttuk a Peter Praet, az EKB Igazgatóságának tagja az OMT-t az EKB lender of last resort eszköztárában helyezte el. Ld. *The ECB and its role as lender of last resort during the crisis*. Speech by Peter Praet, Member of the Executive Board of the ECB at the Committee on Capital Markets Regulation conference on The lender of last resort - an international perspective. Washington DC. 10 February 2016.

<sup>77</sup> A kötvénnyvásárlási programok miatt az EKB Igazgatóság két német tagja (Weber, Stark) lemondott, egy jelenlegi tag ellenezte. BEUKERS: *i. m.* 1612. o.

<sup>78</sup> LOUIS. *i. m.* 272. o.



tagállamok politikai döntését igénylő kérdés, amelynek adekvát megválaszolása végső soron az ESM keretében elfogadott programokkal történik.

Az OMT-program másik olvasatát az EKB „hivatalos” indoklása adja. A fentebb többször felidézett konstrukció lényege, hogy a monetáris politika transzmissziós csatornáinak szabadabbá tétele az adott helyzetben, amikor a tagállamok államkötvényei között a gazdasági realitásoktól elszakadt jelentős kamatkülönbségek adódtak, szelektív, előzetes mennyiségi korlát nélkül történő államkötvény-felvásárlás kilátásba helyezése a megfelelő, nem hagyományos monetáris politikai eszköz. Ez a magyarázat központi banki technikaként írja le a programot, s a maga nemében nem támadható. Ehhez az is hozzájárult, hogy maga a kötvényvásárlás az EKB-ra vonatkozó uniós jogban is rögzített, bevett központi banki eszköz.

Amint láttuk, a Főtanácsnok – némi fenntartással – elfogadta ezt a magyarázatot, a Bíróság pedig kizárólag erre az értelmezésre alapozta a program uniós joggal való összeegyeztethetőségét.

Úgy gondoljuk, hogy erre az egyoldalú megközelítésre<sup>79</sup> azért volt szükség, mert az EUMSZ azzal, hogy élesen elhatárolja a monetáris politikai és a gazdaságpolitika hatásköröket, nem képezi le a monetáris politika és a gazdaságpolitika különállásának és összetartozásának dialektikáját. Erre a meglehetősen egysíkú megközelítésre azért is kényszerült a Bíróság, mert a *Pringle ügyben* – szintén meglehetősen egyoldalúsággal – az euró-övezet stabilitását egyértelműen a gazdaságpolitika körébe utalta.

---

<sup>79</sup> Az egyoldalúságot már címében is érzékelteti Georgios Anagnostaras tanulmánya: ANAGNOSTARAS: *i. m.*

## FELHASZNÁLT IRODALOM

- [1] ANAGNOSTARAS, GEORGIOS: In ECB We Trust...The FCC We Dare! The OMT Preliminary Ruling, in *European Law Review*, Issue 5. (2015), 744-772. o.
- [2] BEUKERS, THOMAS: The new ECB and its relationship with the eurozone Member States: Between central bank independence and central bank intervention, in *Common Market Law Review*, Vol. 50. Issue 6. (2013), 1579-1620. o.
- [3] KREISZ BRIGITTA: Mire inti Európát az OMT-határozatok ügye? in *Jogtudományi Közlöny*, 2015/12. szám, 593-602. o.
- [4] KUMM, MATTIAS: Rebel Without Cause: Karlsruhe's Misguided Attempt to Draw the CJEU into a Game of „Chicken” and What the CJEU Might do About it, in *German Law Journal*, Vol. 15. Issue 2. (2014), 203-215. o.
- [5] LOUIS, JEAN-VICTOR: La Cour constitutionnelle allemande et la politique monétaire, in *Cahiers de droit européen*, Vol. 2014. No. 2., 267-281. o.
- [6] SMITS, RENÉ: *The European Central Bank. Institutional Framework*, 1997, Kluwer Law International, Boston-London.

## FELHASZNÁLT JOGFORRÁSOK

- [1] Az Európai Unió Működéséről szóló Szerződés.
- [2] Treaty establishing the European Stability Mechanism, signed on 2 February 2012 (a továbbiakban: ESM Treaty). Elérhető: <http://www.esm.europa.eu/about/legal-documents/ESM%20Treaty.htm> (2016.03.20.).
- [3] Az Európai Parlament és a Tanács 1092/2010/EU rendelete (2010. november 24.) a pénzügyi rendszer európai uniós makroprudenciális felügyeletéről és az Európai Rendszerkockázati Testület létrehozásáról.

- [4] Az Európai Parlament és a Tanács 1093/2010/EU rendelete (2010. november 24.) az európai felügyeleti hatóság (Európai Bankhatóság) létrehozásáról, a 716/2009/EK határozat módosításáról és a 2009/78/EK bizottsági határozat hatályon kívül helyezéséről.
- [5] Az Európai Parlament és a Tanács 1094/2010/EU rendelete (2010. november 24.) az európai felügyeleti hatóság (az Európai Biztosítás- és Foglalkoztatóinyugdíj-hatóság) létrehozásáról, valamint a 716/2009/EK határozat módosításáról és a 2009/79/EK bizottsági határozat hatályon kívül helyezéséről.
- [6] Az Európai Parlament és a Tanács 1095/2010/EU rendelete (2010. november 24.) az európai felügyeleti hatóság (Európai Értékpapír-piaci Hatóság) létrehozásáról, a 716/2009/EK határozat módosításáról és a 2009/77/EK bizottsági határozat hatályon kívül helyezéséről.
- [7] A Tanács 1096/2010/EU rendelete (2010. november 17.) az Európai Központi Banknak az Európai Rendszerkockázati Testület működését érintő külön feladatokkal történő felruházásáról.
- [8] A Tanács 1024/2013/EU rendelete (2013. október 15.) az Európai Központi Banknak a hitelintézetek prudenciális felügyeletére vonatkozó politikákkal kapcsolatos külön feladatokkal történő megbízásáról.
- [9] Az Európai Parlament és a Tanács 2013/36/EU irányelve (2013. június 26.) a hitelintézetek tevékenységéhez való hozzáférésről és a hitelintézetek és befektetési vállalkozások prudenciális felügyeletéről, a 2002/87/EK irányelv módosításáról, a 2006/48/EK és a 2006/49/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről.
- [10] Az Európai Parlament és a Tanács 2014/59/EU irányelve (2014. május 15.) a hitelintézetek és befektetési vállalkozások helyreállítását és szanálását célzó keretrendszer létrehozásáról és a 82/891/EGK tanácsi irányelv, a 2001/24/EK, 2002/47/EK, 2004/25/EK, 2005/56/EK, 2007/36/EK, 2011/35/EU, 2012/30/EU és 2013/36/EU irányelv, valamint az 1093/2010/EU és a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet módosításáról.

- [11] C-370/12. sz. Thomas Pringle kontra Gouvernement of Ireland, Ireland és The Attorney General ügy, az Európai Unió Bíróságának ítélete, 2012. november 27.
- [12] C-62/14. sz. Peter Gauweiler és társai kontra Deutscher Bundestag ügy, Pedro Cruz Villalón Főtanácsnok indítványa, 2015. január 14.
- [13] C-62/14. sz. Peter Gauweiler és társai kontra Deutscher Bundestag ügy, az Európai Unió Bíróságának ítélete, 2015. június 16.
- [14] Order of 14 January 2014 - 2 BvR 2728/13.
- [15] Bundesverfassungsgericht, 2 BvR 2661/06.

### **EGYÉB FORRÁSOK**

- [1] ECB Annual Report 1999.
- [2] ECB Monthly Bulletin, 2012, September.
- [3] The ECB and its role as lender of last resort during the crisis. Speech by Peter Praet, Member of the Executive Board of the ECB at the Committee on Capital Markets Regulation conference on The lender of last resort - an international perspective. Washington DC. 10 February 2016. Elérhető: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160210.en.html> (2016.03.20.).
- [4] The ECB and its role as lender of last resort during the crisis. Speech by Peter Praet, Member of the Executive Board of the ECB at the Committee on Capital Markets Regulation conference on The lender of last resort - an international perspective. Washington DC. 10 February 2016.
- [5] The ECB's response to the crisis. Statement by Jean-Claude Trichet, President of the ECB at the European American Press Club Paris, 20 February 2009. Elérhető: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090220.en.html> (2016.03.20.).





# A MONETÁRIS POLITIKA ESZKÖZEI A XXI. SZÁZADBAN – AZ MNB PÉLDÁJA

*Kolozsi Pál Péter – Novák Zsuzsanna*

## Absztrakt

Tanulmányunkban egy rövid nemzetközi kitekintést követően a Magyar Nemzeti Bank monetáris politikájának változását mutatjuk be a 2008-as globális pénzügyi válságra adott jegybanki válaszoktól a napjainkig alkalmazott nemkonvencionális eszközökig. A Magyar Nemzeti Bank a világ vezető jegybankjaihoz hasonlóan aktívan élt a nem hagyományos jegybanki eszközökkel mind a válságkezelés, mind pedig a hitelösztönzés terén. A 2014 tavaszán meghirdetett önfinanszírozási koncepció keretében bevezetett új eszközei, valamint hagyományos eszköztárának átalakítása révén pedig nagyban hozzájárult a magyar gazdaság külső sérülékenységének csökkenéséhez és általában a makrogazdasági stabilitás erősödéséhez.

Kulcsszavak: monetáris politika, nemkonvencionális eszköztár

JEL kód: E52, E58

## 1. BEVEZETÉS

A monetáris politikai eszköztár és a monetáris politikai implementáció a jegybanki működés kevésbé ismert, de fontos részterülete. A reál-gazdasági és inflációs előrejelzés, a pénzpiaci helyzet és a pénzügyi stabilitási szempontok alapján a döntéshozók döntenek a kamatszint-ről, a hagyományos eszköztár (az irányadó eszköz, a kötelező tartalék, a kamatfolyosót képező egynapos betéti és hitellehetőség, valamint a fedezett hitel) feladata pedig az, hogy a pénzpiaci hozamok „igazodjanak” az irányadó kamat szintjéhez, az aktuális szintet és a kamatváltoztatási várakozásokat tükrözzék. Normál időkben a monetáris politikai implementáció alapvetően technikai feladat, a monetáris

makroökonómia és a monetáris politika implementációja (eszköztár) elválík egymástól. A 2007-2008-ban kirobbant válság óta azonban ez a dichotómia nem tartható, az operatív cél és a monetáris kondíciók közötti kapcsolat ugyanis nem stabil.<sup>1</sup>

A Magyar Nemzeti Bank (a továbbiakban: MNB) jegybanki eszköztárának kialakítása és alkalmazása a jegybanktörvényben lefektetett célokból adódik. Az eszköztár fő kontúrjait ezért meghatározza, hogy (1) az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása, valamint hogy (2) az MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását, ellenálló-képességének növelését, a gazdasági növekedéshez való fenn tartható hozzájárulásának biztosítását és a rendelkezésére álló eszközökkel a kormány gazdaságpolitikáját.

A célok stabilitása mellett a gazdasági-intézményi adottságok változhatnak, amiből adódóan a monetáris politikai eszköztár folyamatosan alkalmazkodik a változó gazdaságpolitikai környezethez. A 2007-2008-ban kitört globális pénzügyi válság ebből a szempontból is új korszakot nyitott. A krízis kitörését követő erőteljes dezinflációval járó időszak egyrészt lehetővé tette, hogy számos jegybank az árstabilitási cél veszélyeztetése nélkül fókuszáljon egyéb céljaira, másrészt pedig szükségessé tette az ún. nemkonvencionális (vagy nem hagyományos) jegybanki eszközök bevezetését és alkalmazását. Ebbe a „trendbe” illeszkedik a jelen tanulmány fókuszát jelentő, az MNB által 2014-ben meghirdetett önfinanszírozási program, amely a magyar gazdaság egyik fő strukturális gyengeségére koncentrálna azt célozza, hogy a bevezetett eszközök és intézkedések révén csökkenjen a magyar gazdaság külső forrásokra való ráutaltsága, javuljon a gazdaság és azon belül az államadósság finanszírozási szerkezete, hozzájárulva

---

<sup>1</sup> BINDSEIL, ULRICH: *Monetary policy implementation – Theory, past and present*, 2004, Oxford University Press.



ezzel a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartásához és erősítéséhez.

Jelen elemzés egy összegző nemzetközi kitérőt követően röviden bemutatja az MNB monetáris politikai eszköztárának 2014 előtti módosulását és kiegészülését, majd részletezi az eszköztár 2014 és 2016 közötti megújulását, elemenként ismertetve a lakossági devizahitelek kivezetéséhez és az önfinanszírozási programhoz kapcsolódó változtatásokat. A dolgozat az eredmények bemutatásával, illetve rövid összeggel és kitekintéssel zárul.

## **2. A MONETÁRIS POLITIKAI ESZKÖZTÁR MEGÚJÍTÁSA – NEMZETKÖZI KITEKINTÉS**

A gazdasági válság kitörése óta eltelt években a világ vezető és feltörekvő jegybankjai sorban folyamodtak a nem hagyományos eszközök alkalmazásához. A nemkonvencionális eszközök alkalmazása akkor bizonyult a leghatásosabbnak, amikor szegmentált piacok alakultak ki és felborultak a piaci arbitrázsvizonyok.<sup>2</sup> Az új intézkedések bevezetésekor a jegybankokat két fő cél vezérelte: (1) helyreállítsák a pénzügyi piacok működését és a pénzügyi közvetítést, (2) javítsák a monetáris transzmisszió hatásosságát a nulla közeli kamatszinteken.<sup>3</sup> Az első esetében jelentősebb szerepet kapott a pénzügyi közvetítőrendszernek célzottan nyújtott likviditás és a magángazdasági szereplők kötelezettségét megtestesítő eszközök vásárlása; a második esetében pedig a *forward guidance*<sup>4</sup> és a kötvényvásárlás. A jegybankok nem

---

<sup>2</sup> Ld. HABERMEIER, KARL (et. al): *Unconventional monetary policies – recent experience and prospects*, 2013, IMF, elérhető: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf> (2016.03.06.).

<sup>3</sup> Uo.

<sup>4</sup> A *forward guidance* vagy előretekintő iránymutatás a jegybank a magángazdaság felé történő nyilatkozataiban kifejezett elköteleződését jelenti egy

hagyományos eszközökkel történő beavatkozása monetáris politikai és pénzügyi stabilitási célokat is szolgálhat.<sup>5</sup> A következőben a négy vezető jegybank, azaz a Federal Reserve, az Európai Központi Bank, a Bank of Japan és a Bank of England eszköztárában bekövetkezett fontosabb módosításokat, változtatásokat mutatjuk be.

## 2.1. Federal Reserve (Fed)

A 2008-as válságot követően a Fed két fő nemkonvencionális eszközét a mennyiségi könnyítés programja,<sup>6</sup> valamint az alapkamat pályájának egyre explicitebb és előremutatóbb előrevetítése – *forward guidance* – jelentette.<sup>7</sup> A pénzügyi közvetítőrendszerben megjelenő zavarok hatására a Fed először likviditásbővítő intézkedésekhez folyamodott, *Term Auction Facility (TAF)* programja keretében a meghirdetések gyakoriságának növelésével, kibővített lejáratra és eszközkategóriákra vonatkozó fedezeti kör mellett nyújtott likviditást a hitelintézetek számára. A Fed 2008 tavaszán – kibővítve ügyfélkörét – az elsődleges piaci ügyletkötők részére két programot is meghirdetett: a *Term*

---

adott kamatmérték fenntartása mellett általában valamilyen makrogazdasági feltételhez kötve a kamatszint várható fenntartásának időhorizontját. 2012-től a Fed számszerűsített makrogazdasági céloktól tette függővé az alapkamat alacsony szintjének fenntartását.

<sup>5</sup> Ld. SVENSSON, LARS E. O.: Monetary Policy after the Crisis. Speech held at the conference “Asia’s role in the post-crisis global economy”. Federal Reserve Bank of San Francisco, 29. November 2011. Elérhető: <http://www.bis.org/review/r111201.a.pdf> (2016.03.06.).

<sup>6</sup> Azokat a programokat szokás mennyiségi enyhítésnek is nevezni, amennyiben azok nem kifejezetten egy piaci szegmensre, hanem kifejezetten a jegybank mérlegének növelésével általában a pénzügyi piacok élénkítésére irányulnak.

<sup>7</sup> ENGEN, ERIC M. – LAUBACH, THOMAS – REIFSCHEIDER, DAVID: The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve’s Unconventional Monetary Policies, in *Finance and Economics Discussion Series*, 2015-005.

*Securities Lending Facility (TSLF)* program hosszú lejáratú hiteleket nyújtott kincstárjegyek megvásárlására egyéb elfogadható értékpapír fedezete mellett, és a *Primary Dealer Credit Facility (PDCF)* keretében a diszkontablakot is megnyitotta az elsődleges kereskedők számára. A Lehman Brothers bukását követően a Fed létrehozta az *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)* programot, hogy segítse a pénzpiaci alapok működését és az eszközzel fedezett kereskedelmi papírok (ABCP) piacát, amit 2010-ben a *Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)* és a *Commercial Paper Funding Facility (CPFF)* követett, hogy az USA-beli pénzpiaci befektetőket és a kereskedelmi papírok kibocsátóit is megfelelő likviditáshoz juttathassa. Az ABS-ek piacának újraelélesztése érdekében a Kincstárral együttműködve a Fed elindította a *Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)* elnevezésű programját is 2009-ben. FX-swappiaci beavatkozásai révén árazási korlátot is biztosított a piac számára.

A *forward guidance* mellett a Fed eszközvásárlási programjai révén is igyekezett a monetáris transzmissziót javítani. A *Large-Scale Asset Purchases (LSAP)* programot (más elnevezésén QE) 2008 és 2012 között három szakaszban hirdette meg, az első és a harmadik szakaszban mindenképp jelzáloggal fedezett értékpapírokat és a közreműködő ügynökségek hiteleszközeit vásárolta, míg a második program keretében a korábbiaknál hosszabb lejáratú állampapírokat vezetett be a mérlegébe. 2011-től *Operation twist*-ként elnevezett művelete keretében kiigazította portfólióját részben a lejáratok kiterjesztésével és ügynökségi értékpapírok törlesztőrészleteinek jelzáloggal fedezett értékpapírba történő befektetésével. Lejáratot bővítő programja során (*Maturity Extension Program, MEP*) pedig rövidebb lejáratú állampapírokat cserélt hosszabb lejáratúakra. A felduzzadt

jegybanki mérleg kockázatai miatt a jegybank mérlegének bővülését előbb-utóbb korlátok közé kellett szorítani. A Fed 2013 decemberében jelentette be az első csökkentést az eszközvásárlásban.

## 2.2. Európai Központi Bank (EKB)

A hitelintézetek állandó finanszírozási problémáiból okulva időszakos, nemszokványos intézkedésként az EKB kibővítette a hiteltámogatást (*Enhanced Credit Support*): először a 3 és 6 hónapos *Long Term Refinancing Operations*-t (a továbbiakban: LTRO), a Lehman Brothers csődje után pedig az egyéves LTRO-t vezette be, ezen kívül átállt a fix kamatú teljes igényt kiszolgáló (*full allotment*) tendereztetési eljárásra. Az LTRO révén a szuverén válság banki kockázatokra gyakorolt hatását igyekezett részben ellensúlyozni és a hitelezés összeomlását elkerülni.<sup>8</sup> Kibővítette az elfogadható fedezetek körét, a Fed-dal kötött FX-megállapodások alapján dollár devizacsere-ügyleteket kötött az euroövezet hitelintézeteivel. A piac kiszáradásának megakadályozása és a hosszú hozamok mérséklése érdekében fedezett kötvényvásárlási programot hirdetett: az első szakaszban 2009 májusa és 2010 júniusa között vásároltak fedezett kötvényeket az euroövezeti jegybankok, majd 2011-ben a második, 2014-ben pedig harmadik kötvényvásárlási programra is sor került.

Főként a magas euroövezeti államadósságra való tekintettel és a hosszú lejáratú kamatokra vonatkozó várakozások csillapítása érdekében az EKB 2010 májusában bevezette az értékpapír-piaci programot (*Securities Market Program, SMP*), majd 2012 őszén azon tagországok rövidebb lejáratú állampapírjainak vásárlását hirdette meg az

---

<sup>8</sup> KOMLÓSSY LAURA – LEHMANN KRISTÓF – VADKERTI ÁRPÁD: Nemzetközi kitekintés a jegybanki hitelösztönző eszközökre, in *Növekedési Hitelprogram – Az első 18 hónap. Tanulmánykötet a Növekedési Hitelprogram eddigi eredményeiről*, 2014, MNB, Budapest, 7-16. o.

*Outright Monetary Transaction* (a továbbiakban: OMT) programja<sup>9</sup> keretében, melyek megfelelő makrogazdasági és fiskális kiigazítást hajtanak végre. Az EKB 2010-et követően további hitelösztönző műveletekkel segítette a kereskedelmi bankok likviditás-szerzését. A fix áras tender keretében lehívható LTRO-t 2011 decemberében három éves futamidőre hirdette meg, majd 2014-ben bevezette a hitelfelvételkori aktuális MRO kamat+10 bázisponton nyújtott *Targeted Longer-term Refinancing Operations* (TLTRO) elnevezésű célzott hosszú lejáratú refinanszírozási hitelt. Az EKB közvetlen hitelpiaci beavatkozásként folytatta fedezett kötvényvásárlási programját, valamint 2014 októberében eszközfedezetű értékpapír-vásárlási programot indított (*Asset-backed Securities Purchase Programme*, ABSPP). 2015 elején az EKB mennyiségi enyhítési programot hirdetett meg (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP), melynek keretében 2016 őszéig havi gyakorisággal vásárol befektetésre ajánlott kategóriába sorolt – szuverén, ügynökségi és szupranacionális intézményi – kötvényeket. Ezekkel a beavatkozásokkal az EKB élénkíti a hitellezést, és jelenlétével hozzájárul a diverzifikáltabb befektetői kör kialakulásához.<sup>10</sup> 2013 júliusa óta az EKB is él a *forward guidance* eszközével.<sup>11</sup>

### **2.3. Bank of Japan (BoJ)**

A japán jegybank már az 1990-es évek végétől alkalmazta a zéró kamatláb politikáját és a mennyiségi enyhítést. Elsők között folyamodott a *forward guidance* eszközéhez is. A válság kitörését követően dollárlikviditásnyújtó műveleteket, valamint 3 hónapos lejáratú vállalati

---

<sup>9</sup> Az OMT nem vált az aktív eszköztár részévé.

<sup>10</sup> KOMLÓSSY – LEHMANN – VADKERTI: *i. m.*

<sup>11</sup> EKB (2014): The ECB's forward guidance, in *ECB Monthly Bulletin*, April, 2014, 65-73. o.

hitelezést támogató hitelműveletet hajtott végre. 2010 októberében pedig megkezdte átfogó monetáris könnyítés (*Comprehensive Monetary Easing*, CME) elnevezésű programját a kormányzati kötvények mellett kereskedelmi papírok, vállalati kötvények, tőzsdén kereskedett befektetési alapok jegyei, ingatlan befektetési alapok részesedései vásárlásával. A mennyiségi könnyítéssel azonban a BoJ nem tudott a teljes hozamgörbére hatást gyakorolni, csak a hozamgörbe rövidebb szegmensére.<sup>12</sup>

A BoJ 2012 végén indította el Hiteltámogató programját, melynek keretében a jegybank hosszú távú (4 év), alacsony kamatozású (0,1 százalék), korlátlan forrást biztosít vállalati és háztartási hitelek refinanszírozása céljából. A bank az *Abenomics*-ként ismertté vált gazdaságpolitika egyik pilléréként, 2013 áprilisában meghirdette a Mennyiségi és Minőségi Lazítás programját (*Quantitative and Qualitative Monetary Easing*, QQE), melynek keretében értékpapír-cserét is folytat, azaz mérlegében lévő likvidebb eszközöket kevésbé likvidekre cseréli a piaci szereplők mérlegének tisztítása érdekében. A program egyik eleme az inflációs céllal szembeni világos és erős elkötelezettség. A BoJ továbbá kítűzte, hogy megduplázza a monetáris bázist két éven belül és erőteljes államkötvény-vásárlásba kezd, beleértve a hosszabb lejáratú értékpapírokat is.

---

<sup>12</sup> KURODA, HARUHIKO: The Practice and Theory of Unconventional Monetary policy. Speech at the 17th World Congress Hosted by the International Economic Association (IEA) Held in Jordan. June 7. Elérhető: [https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen\\_2014/ko140608a.htm/](https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2014/ko140608a.htm/) (2016.03.06.).

## **2.4. Bank of England (BoE)**

A BoE rövid lejáratú fonthitelek és dollárhitelek, valamint -swapok nyújtásával, értékpapírcserével (jelzáloggal fedezett értékpapírok cseréje kincstárjegyekre), majd 2009-től eszközvásárlással igyekezett a válság okozta likviditási és árazási feszültségeken enyhíteni. Kibővítette az elfogadható fedezetek körét is. Eszközvásárlási programját (*Asset Purchase Facility*, APF) 2015-ben újabb 375 milliárd fontos kerettel hirdette meg és még 2016-ban is fenntartja. Az eszközvásárlás a vállalati kötvények piacára és az állampapír-piacra (*giltek*) irányul.

2012-ben, a szuverén adósság-válság súlyosbodásával a BoE bevezette a *Funding for Lending* (FLS) programját, melynek keretében a KKV-k hitelállományának bővülését kívánta elérni a bankok forrásköltségének csökkentésén keresztül.<sup>13</sup> Az eszközért fizetett díj csökkent a kihelyezett hitelállomány növekedésével, és az FLS keretében a hitelezés alapkamat mellett valósult meg. A BoE a több fázisban meghirdetett program révén hozzájárult a banki forrásköltségek csökkentéséhez, a hitelkondíciók javulásához, és ezen keresztül a vállalati hitelezés stabilizálásához. 2013 augusztusától az angol jegybank is alkalmazza a számszerűsített előtekintő iránymutatást.

---

<sup>13</sup> KOMLÓSSY – LEHMANN – VADKERTI: *i. m.*

### 3. AZ MNB JEGYBANKI ESZKÖZTÁRÁNAK MÓDOSÍTÁSA, KIEGÉSZÍTÉSE 2014 ELŐTT

A 2008-as globális pénzügyi válság az árfolyam leértékelődését, az országkockázati felárak megnövekedését, a növekedési kilátások romlását hozta magával, aminek következtében a külső adósság fenntarthatósága is kockázatot hordozott.<sup>14</sup> Első lépésben a bankrendszer devizakitettsége, a bankrendszerben kialakuló bizalmi válság, valamint az állampapírpiaci likviditási környezet romlása ösztönözte cselekvésre az MNB-t. 2008 végén az MNB egynapos *devizalikviditást nyújtó FX-swapok* meghirdetésével oldotta a swappiaci feszültségeket. A swappiac forgalmának visszaesése együtt járt az implikált forinthozamok jelentős csökkenésével is, ami megkönnyítette a forint elleni spekulatív pozíciók felvételét. Az MNB 2008-ban először kétoldali egynapos EUR/HUF FX-swapot hirdetett meg, majd egynapos EUR/HUF FX-swap rendelkezésre állást is bevezetett. A devizakitetés fedezésének megkönnyítése érdekében, valamint az implikált forinthozamok alapkamat közelében tartása végett 2009-ben az MNB egyhetes svájci frank likviditást nyújtó, majd háromhónapos és hathónapos futamidőre<sup>15</sup> euro likviditást nyújtó ügyletekre is kiterjesztette a swapplehetőségek körét. 2011 végétől az év végi pozíciózárások miatt megemelkedő swapfelárak csillapítására egy-kéthetes swapplehetőséget hirdetett meg. Az *overnight swap* rendelkezésre állás és a háromhónapos euronyújtó FX-swap máig az MNB rendszeresen meghirdetett eszközei közé tartozik, az egy-kéthetes eszközt pedig átmeneti swappiaci feszültségek oldása érdekében alkalmazza.

---

<sup>14</sup> KREKÓ JUDIT (et. al): Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei, in MNB-tanulmányok, No. 100. (2012).

<sup>15</sup> A hathónapos eszközt 2010-ben kivette az MNB.



A hitelezés túlzott visszaesését megakadályozandó és a bankok hitelezési tevékenységének ösztönzése érdekében 2008 végén az MNB *hosszabb lejáratú refinanszírozási hiteleket* vezetett be. Meghirdetésükre heti rendszerességgel került sor kéthetes és hathónapos futamidőkön. A hitelösztönző műveletek megjelenésével egyidejűleg az MNB bővítette az elfogadható fedezetek körét és csökkentette a kötelező tartalékrátát, ami tovább növelte a bankok likviditását.<sup>16</sup> A hathónapos hiteleszköz változó kamatú hiteltenderként mennyiségi korláttal, a kéthetes hiteleszköz pedig az alapkamathoz kötött kamatozású (alapkamat+50 bázispont) fixáras tenderként állt a hitelintézetek rendelkezésére likviditásszerzés céljára egészen 2015 szeptemberéig.<sup>17</sup>

A hosszabb lejáratú hitellehetőségek bevezetésével a bankok hitelezési képessége 2008 után javulhatott, de 2011 végén a devizalikviditási feszültségek felerősödése, a végtörlesztés és a nem teljesítő hitelállomány hitelportfólión belüli súlyának növekedése következtében ismét gyengülni kezdett. 2012-ben ezért az MNB – az Európai Központi Bankhoz hasonlóan – alapkamathoz rögzített változó kamatozású éven túli refinanszírozási hitellehetőséget hirdetett meg. A tendereken azon hitelintézetek vehettek részt, melyek vállalták, hogy a hitel futamideje alatt a leírással és eladott problémás hitelekkel korrigált, a devizaárfolyam-változástól tisztított nem pénzügyi bruttó

---

<sup>16</sup> A fedezetek köre 2008 októberétől sorra bővült a kapcsolt vállalkozások jelzálogleveleivel, az önkormányzati kötvényekkel, valamint a minimális minősítést „BBB-”-ra csökkentették. A kötelező tartalékrátát 2 százalékra mérsékelte a jegybank 2008-ban.

<sup>18</sup> Ekkor váltotta fel ezeket a jegybank egyhetes és három hónapos hiteltendere

vállalati hitel-állományuk féléves átlagban nem csökken a 2011. december végi érték alá.<sup>18</sup> A kétéves hitellehetőség végül a Növekedési Hitelprogram beindulásával 2013 áprilisában kivezetésre került.

2008 végén az MNB meghirdette első *eszközvásárlási programját* is, és közvetlenül megjelent a másodlagos állampapírpiac szereplőjeként. A piacon 2008 őszén jelentkező likviditási zavarok oldása érdekében az MNB állampapírokat vásárolt, majd a jegybanki partnerekkel kötött megállapodás értelmében a hitelintézetek a tőlük vásárolt állományt meghaladó mértékben növelték állampapír-portfóliójukat. A beavatkozást a likviditási mutatók átmeneti romlása indokolta, de erőteljes, a költségvetés finanszírozási terheinek könnyítését célzó állampapír-piaci szerepvállalásra a jegybank részéről nem került sor.<sup>19</sup> 2010-ben az MNB jelzálog-vásárlási programmal segítette a piaci likviditást: másodlagos és elsődleges piaci vásárlással is igyekezett a piaci szegmens árazási viszonyain javítani.

Az MNB 2013 júniusában indította el a Növekedési Hitelprogramot (a továbbiakban: NHP) a kis- és középvállalkozások hitelezésében megfigyelt zavarok enyhítése és a pénzügyi stabilitás megerősítése érdekében. Míg a program első szakasza nagymértékben élénkítette a hitelintézetek közti versenyt, a második szakaszban a hangsúly az új hitelekre, ezen belül is a gazdasági növekedést leginkább elősegítő beruházási hitelekre terelődött. A program első két szakaszában együttesen több mint 26 ezer vállalkozás jutott finanszírozáshoz, közel 1800 milliárd forint összegben. Ennek eredményeképp a KKV-hitelállomány éveken át tartó, évi 5-7 százalékos csökkenése megállt. Az NHP a GDP növekedéséhez már 2013-14-ben is több mint 1 százalékkal járulhatott hozzá. 2015-ben a jegybank további lépéseket tett

---

<sup>18</sup> MNB (2012): *Tájékoztató a kétéves fedezett hitel feltételeiről*, 2012, MNB. Elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/tajekoztato-2-eves-120926.pdf> (2015.11.25.).

<sup>19</sup> KREKÓ (et. al): *i. m.*

annak érdekében, hogy a program a KKV-k még szélesebb körének hitelhez jutását segítse elő, növelve annak gazdasági növekedésre gyakorolt kedvező hatását. Ezek közül a legfontosabb az NHP+ elindítása volt, amely egy az NHP-val számos feltétel tekintetében megegyező, azzal párhuzamosan futó, de különálló konstrukció. Ennek keretében a jegybank korlátozott mértékben, korlátozott ideig részlegesen hitelkockázatot vállal át a hitelintézetektől, ezzel ösztönözve a közepes hitelkockázatú KKV-k hitelezését. 2016-ban indul az NHP harmadik, kivezető szakasza, amiben az MNB 600 milliárd forintos kedvező forrást bocsát a KKV-kat hitelező bankok rendelkezésére.

#### **4. A MAGYAR NEMZETI BANK MONETÁRIS POLITIKAI ESZKÖZTÁRÁNAK MEGÚJÍTÁSA (2014-2016)**

A magyar bankrendszert strukturális likviditási többlet jellemzi, így a *jegybank irányadó eszköze* passzív oldali, azaz likviditáslekötést szolgál. A jegybank szempontjából a bankrendszer fölös likviditásának elvonása, az ún. jegybanki sterilizáció elengedhetetlen a pénzügyi stabilitás biztosítása és a hatékony monetáris transzmisszió szempontjából.

##### **4.1. A lakossági devizahitelek kivezetéséhez kapcsolódó eszköztár-módosítások**

A deviza alapú, valamint devizában denominált lakossági jelzáloghitelállomány forint-leértékelődés miatt megnövekedett törlesztőrészleteire való tekintettel az MNB a kormányzat egyéb gazdaságpolitikai intézkedéseivel kapcsolódóan (árfolyamgát, eszközkezelő felállítás, jogszabály-módosítások stb.) szerepet vállalt a hitelek végtörlesztésében 2011 végén és 2012 elején. A jegybank a devizahitelezésben érintett bankok számára rövid külső adósságsökkentési

feltételhez kötött euroeladási tendereket hirdetett meg, hogy megvédje az árfolyamot a számottevő leértékelődéstől, mely a gazdaságot abban az esetben sújthatta volna, ha a bankok a devizapozíciójuk lezárásához szükséges devizát a piacról vásárolták volna meg.

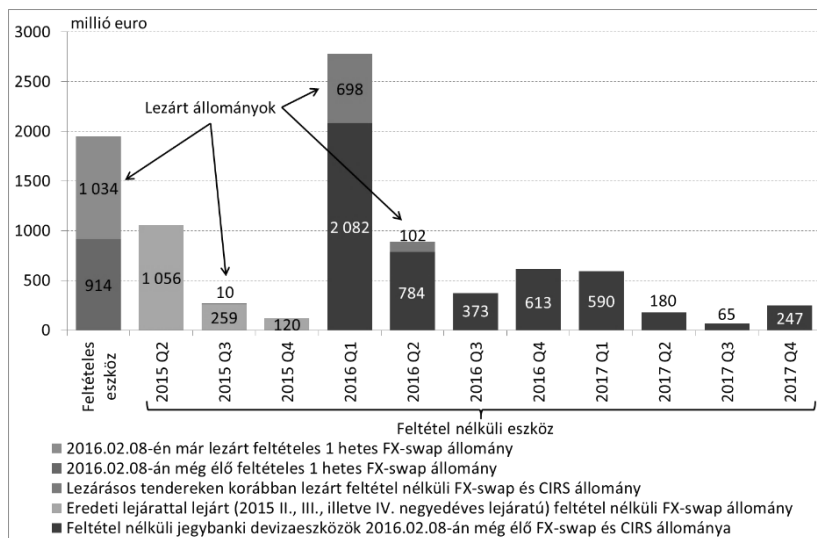
A lakossági devizaalapú és deviza jelzáloghitelek végleges ki-vezetésekor, 2014 őszén az MNB két szakaszban ugyancsak devizaeladási tendereket hirdetett. A tenderek első köre a fogyasztói hitelszerződések jogosulatlan, egyoldalú módosításából és az árfolyamrész alkalmazásából adódó banki kötelezettségek elszámolásából, második köre pedig az érintett hitelállomány végleges forintra váltásából adódó árfolyamkitettségek fedezéséhez szükséges devizát biztosította a bankrendszer számára. Mindkét szakaszban – alkalmazott fedezési technikájuknak és mérlegstruktúrájuknak megfelelően – kétféle eszköz közül választhattak a bankok: a feltételes euroeladási eszköz keretében szerzett eurót hetente megújított FX-swapban görgethették a pozíció zárásának időpontjáig a jegybanknál, a feltétel nélküli euroeladási eszköz keretében pedig CIRS-ügyleteket<sup>20</sup> köthettek az MNB-vel 2016-2017-es lejáratokra.<sup>21</sup> (A forintosításhoz kapcsolódó feltétel nélküli eszköz esetében 2015-ben lejárató FX-swapok kötésére is lehetőség nyílt.) A feltételes eszköz esetében a tenderen részt vevő hitelintézetek vállalták, hogy a (hátralévő futamidő szerint) rövid (éven belül lejárató) külső adósságukat az igénybe vett euroösszeg 50 százalékának erejéig csökkentik. Az euroeladási tendereken az MNB

---

<sup>20</sup> A CIRS-ügylet keretében a felek kicserélik az alapul szolgáló devizaösszegeket, majd az elcserélt devizának megfelelő változó kamatot fizetik egymásnak a futamidő végéig egy díj fizetése (bázisswapszpred) ellenében. A fizetett díj a partner kockázatossága és az adott deviza iránti kereslet függvényében pozitív vagy negatív. Ld. GERE BEN ÁRON – MÁK ISTVÁN: *Külföldi nem állami forintkötvény-kibocsátások lehetőségei és korlátai*, in MNB-szemle, 2010/október, 29-39. o.

<sup>21</sup> A forintosításhoz kapcsolódó tendereket legkésőbb 2015. január végéig, az elszámoláshoz kapcsolódóakat március végéig lehetett igénybe venni.

partnerkörébe tartozó azon hitelintézetek vehettek részt, melyek rendelkeztek devizában denominált lakossági hitelállománnyal. A konverzió az árfolyamra gyakorolt érdemi hatás nélkül ment végbe.



**1. ábra:** Az elszámoláshoz és forintosításhoz kapcsolódó swapügyletek állománya.<sup>22</sup>

2015 augusztusától a jegybank svájci frank eladási tendereket tartott a jelzáloghiteleken kívüli fogyasztói hitelek forintosításához kapcsolódóan, melyeken a partnerkörébe tartozó hitelintézetek és azok kapcsolt vállalkozásai vehettek részt. A tenderek feltétele az volt, hogy a hitelintézetek az igénybe vett deviza összegével megegyező mértékben csökkentsék devizában fennálló fogyasztói hitelállományukat. A tendereken allokkált deviza ebben a hitelkörben is elegendő volt a bankok fedezési igényének kielégítésére.

<sup>22</sup> Forrás: MNB.

## 4.2. A Magyar Nemzeti Bank önfinanszírozási programja<sup>23</sup>

A válság kirobbanása előtt, illetve a válság első éveiben a magyar gazdaság finanszírozása egészségtelen szerkezetűvé vált, mégpedig két szinten is: egyrészt a gazdaság túlzottan devizaforrásokra, másrészt túlzottan külső forrásokra volt utalva. A devizaadósság államadósságon belüli részaránya még 2013-ban is meghaladta a 40 százalékot, aminél csak Horvátország, Bulgária, Románia és Litvánia arányszáma volt ekkor magasabb – miközben csaknem egy tucat európai államban gyakorlatilag nem volt nem hazai devizában denominált adósság.<sup>24</sup>

A gazdaság külső sérülékenységére való tekintettel a jegybank törekszik arra, hogy a gazdaság és azon belül az állam külső adósságállománya csökkenjen és a gazdaság finanszírozási szerkezetében meghatározóakká váljanak a hazai szektorok forrásai, azaz megvalósuljon az *önfinanszírozási koncepció*.<sup>25</sup> A MNB 2014 áprilisában hirdette meg az önfinanszírozási programot, amely azt a célt szolgálja, hogy a bankok hazai kibocsátású értékpapír-vásárlását ösztönözze, és ezzel hozzájáruljon a gazdaság külső adósságállományának csökkenéséhez, valamint a finanszírozás devizaszerkezetének javulásához.<sup>26</sup> Az MNB a fenti célok elérése érdekében átalakította monetáris politikai

---

<sup>23</sup> A fejezet nagyban támaszkodik Kolozsi Pál Péter tanulmányára. Ld. KOLOZSI PÁL PÉTER: *Önfinanszírozási program: jegybanki eszközökkel az ellenállóbb magyar gazdaságért*, in *Polgári Szemle*, 2015/december.

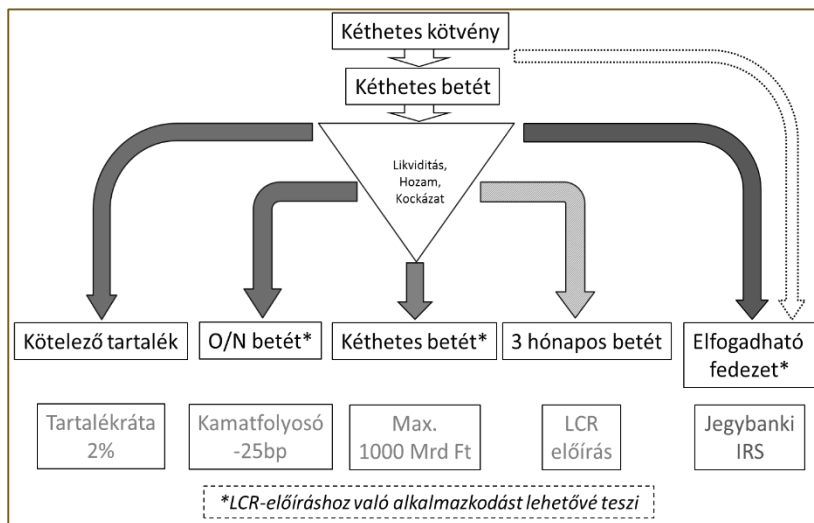
<sup>24</sup> Ez természetesen nem független attól, hogy az Európai Unió államainak többsége közös devizát használ, és a közös deviza egy világpénz, de ettől még a kapcsolódó magyar sérülékenység fennállt.

<sup>25</sup> Az önfinanszírozási programot az MNB 2014. április 23-án hirdette meg.

<sup>26</sup> KOLOZSI PÁL PÉTER: *Stabilabb és olcsóbb finanszírozást hozhatnak az MNB új eszközei*, 2014, MNB. Elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/kolozsi-pal-peter-jegybanki-eszkozok.pdf> (2015.11.25.).

eszköztárát, hogy a jegybanki eszközök csökkenő attraktivitása felértékelje likviditáskezelési szempontból a nem-jegybanki, elfogadható fedezetnek minősülő értékpapírokat.

Az önfinanszírozási program három szakaszra bontható. Az első szakasz 2014 nyarán vette kezdetét, és a jegybanki kéthetes irányadó eszköz betétesítését, illetve a feltételes kamatcsere-eszköz (IRS) bevezetését jelentette. A program második szakaszát 2015. június 2-án jelentette be az MNB: a legfontosabb változtatás ekkor az irányadó eszköz futamidejének hosszabbítása és a kéthetes betéti eszköz fokozatos korlátozása volt. Ezt követően került sor a jegybanki kamatcsere-ügyletek feltételeinek rugalmasabbá tételére, valamint a kamatfolyosó és a fedezett hiteleszközök feltételeinek módosítására. Áttételesen az önfinanszírozási programhoz kapcsolódik az is, hogy az európai uniós harmonizáció keretében az MNB az Európai Központi Bank gyakorlatához közelítette a kötelező tartalékrendszert, aminek hatása volt a banki likviditáskezelésre, a jegybanki eszközök attraktivitására és így a nem-jegybanki elfogadható fedezetek, kiemelten az állampapírok iránti keresletre. A harmadik szakasz a kéthetes betét 2016. áprilisi teljes kivezetését jelenti.



2. ábra: Az eszköztár átalakításához kapcsolódó banki alkalmazkodás lehetséges csatornái.<sup>27</sup>

#### 4.2.1. Irányadó eszköz

Az utóbbi szűk másfél évben az MNB irányadó eszköze két alkalommal is átalakult. Az önfinanszírozási program első szakaszának részeként 2014 augusztusában az MNB által kibocsátott kéthetes kötvényt a kéthetes betéti konstrukció váltotta fel, 2015 szeptemberétől pedig három hónapra hosszabbodott az irányadó eszköz futamideje. Mind a

<sup>27</sup> Forrás: MNB. Az intézkedéscsomag hatásmechanizmusa tekintetében kiemelt fontosságú változást jelent, hogy 2016 tavaszától 100 százalékra emelkedik a bankok likviditásfedezeti előírása (LCR). A nemzetközi előírás szerint az ezt számszerűsítő LCR rátának 2018-tól kell 100 százalékra emelkednie, az MNB ugyanakkor a nemzeti hatáskörrel élve ezt két évvel megelőzve tette kötelezővé. A likviditásfedezeti szabályozás célja annak biztosítása, hogy rövid távon (30 nap) megfelelő mennyiségű és minőségű likvid eszköz álljon a bankok rendelkezésére egy esetleges likviditási sokk esetén.



két átalakítás azt célozta, hogy a fő jegybanki sterilizációs eszköz attraktivitása csökkenjen, azaz likviditási szempontból ne legyen olyan vonzó a bankok számára – ezáltal relatív értelemben a nem-jegybanki, elfogadható fedezeti értékpapírok felértékelődnek, ami azt indukálja, hogy a banki források ezekbe az eszközökbe áramolnak, a jegybanki eszközök használata pedig csökken. A betétesítés ezt azzal segítette elő, hogy a jegybanki betét kevésbé likvid, mint a jegybanki kötvény, hiszen a futamidő alatt nem törhető fel, nem használható fedezetként jegybanki hitelműveletekhez, valamint csak a jegybanki partnerkör tarthatja, más belföldi és külföldi befektető nem. A három hónapos futamidejű betét a hosszabb lekötés miatt tekinthető kevésbé likvidnek, mint a kéthetes, hiszen a bankok immár 14 nap helyett 91 napig nem férhetnek hozzá lekötött jegybankpénzükhöz. Az irányadó eszköz kamata az átalakításoktól függetlenül a jegybanki alapkamat, amiről a Monetáris Tanács dönt.

Az irányadó eszköz megváltoztatásával párhuzamosan az MNB banki likviditáskezelést segítő eszközként megtartotta a kéthetes betétet is. Az eszköz igénybevételének összmenységét azonban korlátozza a jegybank, és aukciós versenyben dől el, melyik bank milyen mértékben részesül az összmenységből. A kéthetes MNB-betét állománya 2015 végére 1000 milliárd forintra csökken, a fokozatos mérséklés biztosítja, hogy az új irányadó eszköz bevezetése ne jelentsen likviditási sokkot a bankszektornak, és lehetővé teszi, hogy a bankok fokozatosan tudjanak alkalmazkodni az új likviditási környezethez. A kéthetes betét kivezetésére 2016. áprilisban kerül sor.

#### 4.2.2. Kamatcsere-eszköz<sup>28</sup>

Az irányadó eszköz átalakítása „kilöki” a jegybanki betétekből a banki likviditást, az önfinanszírozási program keretében bevezetett új, feltételes kamatcsere-ügyletek (IRS) pedig azt biztosítják, hogy ez a likviditás a nem-jegybanki, fedezetként elfogadható értékpapírok felé „terelődjön”. A nemkonvencionális eszköznek tekinthető jegybanki IRS-ek a banki kamatkockázat kezelését teszik lehetővé. Ennek azért van jelentősége, mert amennyiben egy bank a kéthetes, illetve három hónapos jegybanki betétből többéves lejáratú értékpapírba csoportosítja át a forrásait (ahogy azt a program célozza), akkor a hosszabb futamidő miatt a bankok kamatkockázata nő. Annak érdekében, hogy a növekvő kamatkockázat ne legyen akadálya a banki értékpapír- és állampapír-vásárlásnak, az MNB egy olyan kamatcsere-ügyletet tett az eszköztára részévé, amellyel a bankok változó kamatokra cserélhetik el

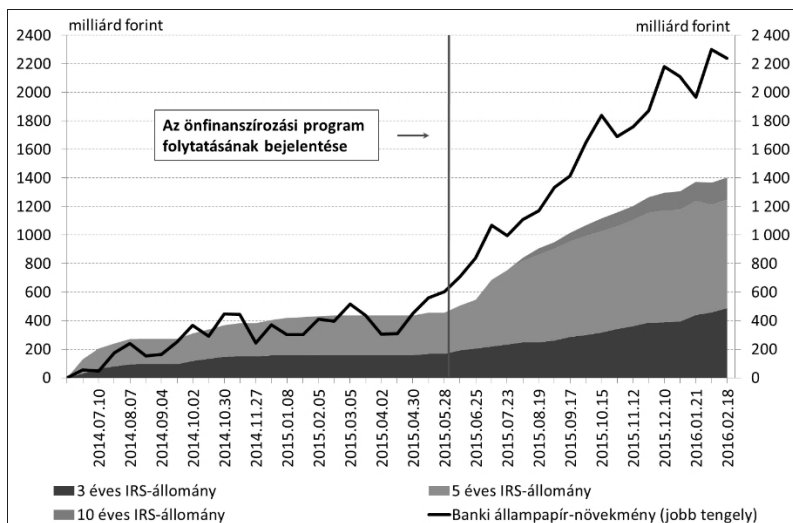
---

<sup>28</sup> Az önfinanszírozási program 2014-es meghirdetésekor az MNB három új (nemkonvencionális) eszközt vezetett be: (1) a jegybanki forint kamatcsere tendert (jegybanki IRS), (2) a három éves lejáratú fedezett hitelt és (3) az értékpapír-csere műveletet. A három éves fedezett hitel és az eszközcseré alkalmazása az MNB eddigi gyakorlatában még nem fordult elő, ezek az MNB potenciális eszköztárába tartoznak, igénybevételekre eseti jelleggel piaci turbulenciák esetén, piaci zavarok enyhítése érdekében kerülhet sor. A három éves változó kamatozású fedezett hitellehetőség a jegybanki alapkamathoz kötött, a hitelintézetek rendszerszintű likviditási nehézségeinek oldását hivatott szolgálni. Ld. MNB (2014b): *Tájékoztató a jegybanki alapkamathoz kötött, változó kamatozású hároméves futamidejű fedezett hitelügylet feltételeiről*, 2014, MNB. Elérhető: <https://www.mnb.hu/letolt/es/termektajekoztato-ltro.pdf> (2015.11.25.). Az eszközcseré igénybevétele esetén az MNB az általa elfogadott fedezetekért cserébe az Európai Központi Bank által fedezetként elfogadott, euróban denominált értékpapírokat biztosít partnerei részére, hogy szükséges devizalikviditásuk megszerzését megkönnyítse. Ld. MNB (2014c): *Tájékoztató értékpapírcsere ügylet feltételeiről*, 2014, MNB. Elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/termektajekoztato-ertekpapircsere.pdf> (2015.11.25.).

az értékpapírok (állampapírok) jellemzően fix kamatait.<sup>29</sup> A kamatcsere-ügyletek igénybevételéhez kötött feltétellel az IRS-tendereken részt vevő bankok azt vállalják, hogy a megkötött kamatcsere-ügyletek volumenének megfelelően megemelik saját tulajdonukban lévő, elfogadható értékpapír-állományukat. A banki igények kielégítése érdekében az MNB 2015 nyarán az eredeti 3 és 5 éves futamidőket 10 éves lejáratral egészítette ki, illetve szeptemberben lehetővé tette a bankok számára, hogy a feltétel ellenőrzésének alapjául szolgáló bázisállomány tekintetében választhassanak 2014 első negyedéve és a 2015 március-májusi periódus között. Ez a két módosítás nem jelentett elmozdulást az MNB céljai tekintetében, a bankoknak azonban nagyobb rugalmasságot biztosított, így növelte a programban való banki részvétel esélyét és így a program effektivitását.

---

<sup>29</sup> Ld. MNB (2014a): *Tájékoztató a változó kamatot fizető 3 és 5 éves forint kamatcsere ügylet feltételeiről*, 2014, MNB. Elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/termektajekoztato-irs.pdf> (2015.11.25.).



3. ábra: A jegybanki kamatcsere-állomány alakulása az önfintázirozási program bejelentésétől kezdődően.<sup>30</sup>

#### 4.2.3. Jegybanki kamatfolyosó és hiteleszközök

A korábbi  $\pm 100$  bázispontos alapkamat körüli kamatfolyosót 2015. szeptemberben aszimmetrikussá tette az MNB. Jelenleg az overnight (O/N) betéti rendelkezésre állás  $-125$ , az overnight (O/N) fedezett hitel kamata  $+75$  bázisponttal tér el az alapkamattól.<sup>31</sup> A kamatfolyosó átalakítását az indokolta, hogy 2015 őszére a rövid lejáratú állampapírok

<sup>30</sup> Forrás: MNB.

<sup>31</sup> Az aszimmetrikus kamatfolyosó nem példa nélküli. Kelet-Közép-Európában a cseh jegybank 2009 végétől tart fenn – a korábban alkalmazott szimmetrikus kamatfolyosó helyett – aszimmetrikus sávot az irányadó kamat körül, ami a betéti oldalról fokozatosan szűkült a döntést követő közel három évben. 2012 vége óta a  $0,05$  százalékos irányadó kamat szintje jelenti az egy napos betét kamatát, így a kamatfolyosó pedig egy  $+0,25 / 0$  százalékos sávnak felel meg.

hozama jelentősen csökkent és gyakorlatilag a jegybanki O/N betéti kamat szintjére mérséklődött. Ilyen hozamkörnyezetben a jegybanki O/N betét likviditási és hozamprofilja nem támogatta a banki források jegybankon kívülre terelését. A kamatfolyosó aszimmetrikussá tétele relatív értelemben felértékelte a nem-jegybanki, likvid értékpapírokat, így összhangban volt az önfinanszírozási koncepcióval (ezt támasztja alá, hogy a kamatfolyosó eltolása után újra hozamelőnyre tettek szert a rövid kincstárjegyek az O/N betéthez képest).

A kamatfolyosó módosításával párhuzamosan az MNB a hettente meghirdetett, likviditásnyújtó fedezett hiteleszközeinek feltételrendszerét is módosította. Az O/N hiteleszköz kamatának csökkentése mellett a korábban kéthetes futamidejű hitelt egyhetes futamidejű fedezett hitel váltotta fel, melynek kamata alapkamat + 25 bázispontra csökkent. A hat hónapos futamidejű hitel helyett az MNB három hónapos futamidejű fedezett hitelt vezetett be, mely továbbra is változó kamatú tenderen kerül értékesítésre. Ezek az intézkedések összhangban voltak a kamatfolyosó elmozdításával, illetve lehetővé tették a bankok alkalmazkodását az önfinanszírozási program révén kialakult új likviditáskezelési környezethez.

#### **4.2.4. Kötelező tartalékrendszer**

A kötelező tartalékráta mértéke Magyarországon 2015. decembertől 2 százalékon rögzített. Ezt megelőzően a hitelintézetek szabadon dönthettek – pénzforgalmi szükségletüknek megfelelően – az általuk vállalt mértékről a 2 és 5 százalékos tartalékráta által behatárolt intervallumban. A módosításra elsősorban az európai uniós harmonizáció miatt volt szükség, és az tette lehetővé, hogy az utóbbi években jelentősen nőtt a bankrendszer likviditása és javult a pénzpiacok likviditási helyzete. A tartalékrendszer átalakítása ugyanakkor az önfinanszíro-

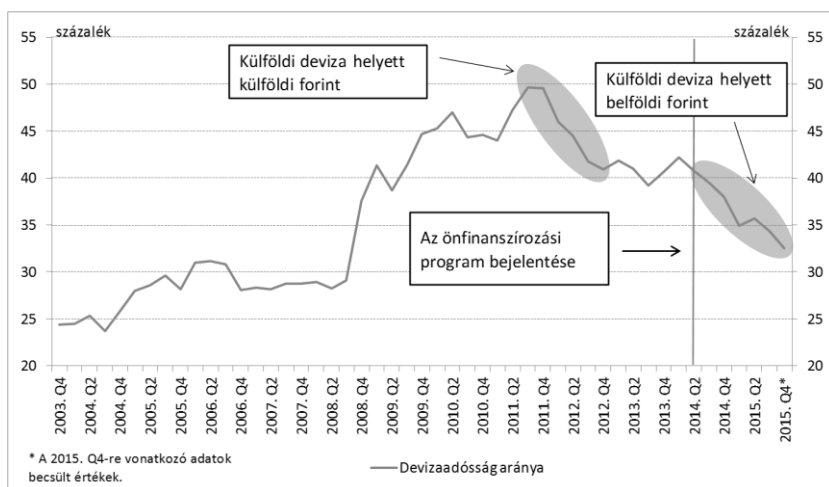
zási program szempontjából is értelmezhető. A választható rátás rendszer, illetve a kötelező tartalékráta megemelésének ebből adódó lehetősége ugyanis számos bank számára a likviditási környezet változásához való alkalmazkodási csatornát jelentett. Az MNB tehát a 2 százalékos rögzített tartalékráta előírásával azt is megelőzte, hogy a jegybanki eszköztár megújulásából adódóan átalakuló likviditási környezethez egyes bankok a tartalékrendszeren (azaz egy jegybanki betéten) keresztül alkalmazkodjanak – hiszen az MNB önfinanszírozási programban megfogalmazott és rögzített célja nem ez volt, hanem a nem-jegybanki, fedezetként elfogadható értékpapírok vonzerejének növelése.

## **5. AZ ÖNFINANSZÍROZÁSI PROGRAM EREDMÉNYEI**

Az önfinanszírozási program azzal ér el bankrendszeri és makrogazdasági szintű hatást, hogy a jegybanki eszköztár átalakításával alkalmazkodásra ösztönzi az egyes bankokat. Fontos hangsúlyozni, hogy az önfinanszírozási program nem egy szabályozói típusú program – az MNB „csak” a bankok számára felajánlott jegybanki eszközök paramétereit módosítja, miközben azzal kapcsolatban nem ír elő kötelezően követendő szabályt, hogy az új helyzetre a bankoknak miképp kell reagálnia. Ez nem jelenti azt, hogy az önfinanszírozási programtól független likviditási előírásokat ne kellene betartani a bankoknak, de ezek a szabályok természetesen akkor is követendőek lennének, ha nem módosulna a jegybanki eszköztár.

Az önfinanszírozási program legszembetűnőbb sikere, hogy az Államadósság Kezelő Központ (a továbbiakban: ÁKK) 2014-ben és 2015-ben is a hozamok (azaz a befektetők által az adósság finanszírozásáért kért ár) csökkenése mellett volt képes a lejáró devizaadósság forintból történő refinanszírozására, és mindezt a bankrendszer érdemi

keresletnövekedése mellett. Szintén pozitívum, hiszen a külső sérülékenység csökkenését jelenti, hogy a negatív nettó deviza-kibocsátásnak megfelelően a központi költségvetés devizaadósságának aránya érezhetően mérséklődött. A devizaadósság teljes adósságon belüli aránya 2014 tavaszától, azaz az önfinanszírozási program meghirdetésétől fogva csökkenő pályára állt: 2013 decembere és 2015 szeptembere között 40,5 százalékról 33 százalékra mérséklődött a költségvetés bruttó adósságának devizaaránya.



**4. ábra:** A központi költségvetés adósságának devizaaránya.<sup>32</sup>

A magyar bankok állampapír-portfóliójának bővítése strukturális átalakulást hozott a magyar forint állampapírpiacon. Az utóbbi több mint négy évben a magyar állam által, forintban kibocsátott állampapírok legnagyobb vásárlói és birtokosai a külföldi befektetők voltak. 2012 végén, 2013 elején a külföldiek részaránya ezen a piacon csaknem 45 százalékos volt, szemben a magyar bankok 30 százalék alatt

<sup>32</sup> Forrás: MNB.

stabilizálódó és stagnáló részesedésével. A magyar háztartási szektor részaránya 2012-ben kezdett érdemben emelkedni az addig jellemző 5 százalékos mértékről. Az önfinanszírozási program, illetve a lakossági állampapírok intenzív 2014-es és 2015-ös kibocsátása áttörést hozott: egyrészt a külföldiek részesedése 25 százalékra csökkent, miközben a hazai bankszektor 35 százalékos aránnyal a legnagyobb állami forintfinanszírozóvá lépett elő, másrészt pedig a magyar háztartások immár több mint a hatodát tartják a forintban denominált magyar államadósságnak.

Az önfinanszírozási program a banki állampapír-kereslet élénkítésével nemcsak a banki állampapír-állomány nagyságára, hanem a piaci hozamokra is hatott. A megújított jegybanki eszköztár a banki keresletet ösztönözte, ami mind mennyiségi, mind árbeli alkalmazkodást kiválthatott a piacon. Az önfinanszírozási program hatását nem lehet egy az egyben és evidens módon elválasztani a többi releváns tényezőtől, de az MNB becslése szerint az önfinanszírozási program, illetve kiemelten a jegybanki IRS-ek meghirdetése érdemben – az első egy év hozamcsökkenése tekintetében egyharmad arányban<sup>33</sup> – hozzájárult a hosszú állampapír-piaci hozamok csökkenéséhez. A hatás az

---

<sup>33</sup> Az MNB szerint a 2014 áprilisa és 2015 márciusa között tapasztalt hozamcsökkenés mintegy harmada közvetve, vagy közvetlenül összefüggésbe volt hozható a jegybanki önfinanszírozási programmal. Az önfinanszírozási program közvetlenül 31-33 bázispontos, a közvetett hatásokkal együtt pedig összesen 71-79 bázispontos mérséklődést okozhatott a 3 és az 5 éves állampapír-piaci hozamokban. A 2014. áprilisi bejelentés és 2015 márciusa között a teljes hozammérséklődés 230, illetve 214 bázispont volt, vagyis a teljes csökkenésnek nagyjából harmada köthető valamilyen formában az önfinanszírozási programhoz. Ld. MNB (2015): Az MNB önfinanszírozási programja – 2014. április – 2015. május (Értékelés), 2015, MNB. Elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/magyar-nemzeti-bank-onfinanszirozasi-programja-1.pdf> (2015.11.25.).



államháztartás szintjén is jelentős. *Baksay és Kicsák*<sup>34</sup> szerint a 2012. augusztusi hozamszint fennmaradása esetén jelentkező kamatkiadásokhoz képest az államháztartás összes kamatmegtakarítása 2015 első félévéig mintegy 460 milliárd forint, azaz a GDP 1,4 százaléka lehetett, de teljes átárazódás után a kamatmegtakarítás hosszú távon elérheti évente akár a GDP 1,7 százalékát is.

Az önfinszírozási program hozamleszorító hatására utal, hogy míg 2014 elején 100-150 bázisponttal volt magasabb a magyar 5 éves benchmark hozam a hasonló lejáratú lengyel hozamnál, addig 2015 végére ez a különbség eltűnt. Ez azt mutatja, hogy a magyar hozamok csökkenését nem a nemzetközi befektetői hangulat általános javulása okozta, hanem olyan hatásoknak köszönhető, amelyek csak Magyarországra voltak jellemzőek – ami a hosszú hozamok tekintetében mindenekelőtt az MNB önfinszírozási programját, illetve az ebből adódó banki állampapír-keresletet jelenti.

Technikainak tűnő, de nemzetgazdasági szempontból is fontos folyamánya az önfinszírozási programnak, hogy az MNB mérlege szűkült. Mivel az állami devizakötelezettségek visszafizetése azt feltételezi, hogy az ÁKK eurót vásárol az MNB-től, így a devizaforrások forintból történő megújítása kisebb jegybankmérleget eredményez. Az önfinszírozási program és a lakossági devizahitelek kivezetéséhez kapcsolódó devizaeladási tenderek összességében nagyságrendileg 2000-2500 milliárd forinttal kisebb sterilizációs állományt jelentettek az MNB szemszögéből 2015 végén, mint ami a programok nélkül előállt volna, ami a jegybanki kamateredmény szempontjából évi több

---

<sup>34</sup> Ld. BAKSAY GERGELY – KICSÁK GERGELY: *A jegybanki programok hatása az államháztartás kamatkadásaira – Mit mutatnak a tények?*, 2015, MNB. Elérhető: <http://www.mnb.hu/letoltes/kicsak-gergely-baksay-gergely-a-jegybanki-programok-hatasa-az-allamhaztartas-kamatkiadasaira.pdf> (2015.11.25.).

tízmilliárd forintos megtakarításnak felel meg. Az MNB technikai kivetítése alapján a programok folytatódását feltételezve a jegybanki sterilizációs állomány 2017 végére jelentős mértékben csökkenni fog, és akár 1000 milliárd forint alá is mérséklődhet. Ez újabb 3000-3500 milliárd forintos jegybankmérleg szűkülést jelentene, ami természetesen további arányos, ugyancsak több tízmilliárd forintos kamatmegtakarítással lenne egyenértékű.

## **6. ÖSSZEZÉS, KITEKINTÉS**

A Magyar Nemzeti Bank 2014-ben meghirdetett önfinanszírozási programja révén jelentősen módosult a jegybank eszköztára. A teljes eszköztár jelentősen módosult 2014-2015-ben annak érdekében, hogy a jegybank a hitelintézetek fölös likviditását a jegybanki eszközökből az elfogadható fedezetek körébe tartozó értékpapírok felé terelje. Az önfinanszírozási program elérte a kitűzött makrogazdasági célokat, miközben a banki alkalmazkodás sem a banki működést, sem a hitelezési képességet nem érintette negatívan, sőt a banki mérlegek „kigazításával” megfelelő alapokat teremtett az MNB 2016-ban induló hitelösztönző programjának, a Növekedéstámogató Programnak.

A program 2016-ban is folytatódik. Az MNB 2016. január 12-én a likviditáskezelési célú kéthetes jegybanki betét fokozatos, 2016. április végén lezáruló kivezetéséről döntött. A bankok módosított eszköztárhoz való alkalmazkodása 400-800 milliárd forintos banki állampapír vásárlást eredményezhet, hozzájárulva Magyarország külső sérülékenységének további csökkenéséhez, az államadósság stabilabb finanszírozásához és finanszírozási költségének mérséklődéséhez. Ezzel a lépéssel 17 év után kikerül az MNB eszköztárából a kéthetes futamidejű jegybanki eszköz és kiteljeseedik a 2014 tavaszán elkezdett eszköztár-fordulat.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

- [1] BAKSAY GERGELY – KICSÁK GERGELY: *A jegybanki programok hatása az államháztartás kamatkiadásaira – Mit mutatnak a tények?*, 2015, MNB. Elérhető: <http://www.mnb.hu/letoltes/kicsak-gergely-baksay-gergely-a-jegybanki-programok-hatasa-az-allamhaztartas-kamatkiadasaira.pdf> (2015.11.25.).
- [2] BALOGH CSABA: *Részletesen a monetáris politikai eszköztárról*, 2009, MNB.
- [3] BINDSEIL, ULRICH: *Monetary policy implementation – Theory, past and present*, 2004, Oxford University Press.
- [4] ENGEN, ERIC M. - LAUBACH, THOMAS – REIFSCHEIDER, DAVID: The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve’s Unconventional Monetary Policies, in *Finance and Economics Discussion Series*, 2015-005.
- [5] GEREKEN ÁRON – MÁK ISTVÁN: *Külföldi nem állami forintkötvény-kibocsátások lehetőségei és korlátai*, in MNB-szemle, 2010/október, 29-39. o.
- [6] HABERMEIER, KARL (et. al): *Unconventional monetary policies – recent experience and prospects*, 2013, IMF, elérhető: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf> (2016.03.06.).
- [7] KOLOZSI PÁL PÉTER: *Stabilabb és olcsóbb finanszírozást hozhatnak az MNB új eszközei*, 2014, MNB. Elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/kolozsi-pal-peter-jegybanki-eszkozok.pdf> (2015.11.25.).
- [8] KOLOZSI PÁL PÉTER: *Önfinanszírozási program: jegybanki eszközökkel az ellenállóbb magyar gazdaságért*, in *Polgári Szemle*, 2015/december.
- [9] KOMLÓSSY LAURA – LEHMANN KRISTÓF – VADKERTI ÁRPÁD: *Nemzetközi kitekintés a jegybanki hitelsztöngző eszközökre*, in *Növekedési Hitelprogram – Az első 18 hónap. Tanulmánykötet a Növekedési Hitelprogram eddigi eredményeiről*, 2014, MNB, Budapest, 7-16. o.

- [10] KREKÓ JUDIT – BALOGH CSABA – LEHMANN KRISTÓF – MÁTRAI RÓBERT – PULAI GYÖRGY – VONNÁK BALÁZS: Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei, in MNB-tanulmányok, No. 100. (2012).

## FELHASZNÁLT EGYÉB FORRÁSOK

- [1] EKB (2011): *The Monetary Policy of the ECB*, 2011, European Central Bank, Frankfurt.
- [2] EKB (2014): The ECB's forward guidance, in *ECB Monthly Bulletin*, April, 2014, 65-73. o.
- [3] KURODA, HARUHIKO: The Practice and Theory of Unconventional Monetary policy. Speech at the 17th World Congress Hosted by the International Economic Association (IEA) Held in Jordan. June 7. Elérhető: [https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen\\_2014/ko140608a.htm/](https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2014/ko140608a.htm/) (2016.03.06.).
- [4] MNB (2012): *Tájékoztató a kétéves fedezett hitel feltételeiről*, 2012, MNB. Elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/tajekoztato-2-eves-120926.pdf> (2015.11.25.).
- [5] MNB (2014a): *Tájékoztató a változó kamatot fizető 3 és 5 éves forint kamatcsere ügylet feltételeiről*, 2014, MNB. Elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/termektajekoztato-irs.pdf> (2015.11.25.).
- [6] MNB (2014b): *Tájékoztató a jegybanki alapkamathoz kötött, változó kamatozású hároméves futamidejű fedezett hitelügylet feltételeiről*, 2014, MNB. Elérhető: <https://www.mnb.hu/letolt-es/termektajekoztato-ltro.pdf> (2015.11.25.).
- [7] MNB (2014c): *Tájékoztató értékpapírcsere ügylet feltételeiről*, 2014, MNB. Elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/termekta-jekoztato-ertek-papircsere.pdf> (2015.11.25.).
- [8] MNB (2015): Az MNB önfinanszírozási programja – 2014. április – 2015. május (Értékelés), 2015, MNB. Elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/magyar-nemzeti-bank-onfinanszirozasi-programja-1.pdf> (2015.11.25.).

- [9] SVENSSON, LARS E. O.: Monetary Policy after the Crisis. Speech held at the conference “Asia’s role in the post-crisis global economy”. Federal Reserve Bank of San Francisco, 29. November 2011. Elérhető: [http://www.bis.org/review/r111201\\_a.pdf](http://www.bis.org/review/r111201_a.pdf) (2016.03.06.).

