

Kolozsi Pál Péter²⁶

Céltott monetáris politika: Rendszertani összefüggések és jegybanki gyakorlat

A jegybankok által alkalmazott eszközök az adott ország gazdasági, piaci, intézményi adottságaihoz, monetáris politikai szabályrendszeréhez, szakmai „hagyományaihoz” és törvényi felhatalmazásához illeszkednek. Az eszköztárakat a 2008-as pénzügyi válság előtt az „általános hatókörű” eszközök uralták, a céltott jegybanki programok a válságkezelés részeként „érkeztek meg” ebbe a keretrendszerbe. Jelen tanulmányban definiálásra kerül az általános és a céltott jegybanki eszköz fogalma, rámutatva, hogy a céltott programok eredetileg a monetáris transzmisszió hatékonyabbá tételét célozták, de bizonyos iparágak eltérő kezelésére is lehetőséget nyújthatnak. A céltott eszközök kínálta lehetőségek mellett a kapcsolódó kihívásokat is ismertetem, majd a céltott programok négy rendszertani pillérét (hozzáadott érték, célmeghatározás, legitimitáció és intézményi keretek, illetve operatív megvalósíthatóság) ismertetem. Dolgozatom a nemzetközi és hazai gyakorlati példák bemutatásával, illetve a jövőbeli várható trendek és kutatási irányok felvázolásával zárul.

Kulcsszavak: Monetáris politika, céltott eszközök, hitelösztönzés, külső sérülékenység, piacépítés, zöld átmenet, digitalizáció, nem-konvencionális eszközök

Jel-kódok: E52, E60, Q56, G01

The Instruments used by the central banks match the economic, market and institutional features, monetary policy rules, professional "traditions" and legal authorization of the given country. Before the financial crisis of 2008, the toolkits were dominated by instruments with a "general scope, targeted central bank programs "arrived" in this framework as part of crisis management. In this study, the concepts of general and targeted central bank instruments are defined, pointing out that targeted programs were originally aimed at making monetary transmission more efficient, but they can also provide opportunities for special and specific treatment of certain industries. In addition to the opportunities offered by the targeted instruments, related challenges and the four systematic pillars of the targeted programs (added value, goal definition, legitimacy and institutional frameworks, and operational feasibility) are also described. The paper concludes with the presentation of international and domestic practical examples, as well as the outline of expected future trends and research directions.

Keywords: monetary policy, targeted instruments, credit support, external vulnerability, market building, green transition, digitalisation, non-conventional instruments

Signal codes: E52, E60, Q56, G01

<https://doi.org/10.32976/stratfuz.2024.28>

Bevezetés

A jegybankok törvényi kötelezettségéből adódóan olyan gazdasági környezet megteremtésére törekcsenek, ami az ár- és pénzügyi stabilitáson keresztül ösztönzi az erőforrások hatékony allokálását és a produktív befektetéseket, és ezáltal hozzájárul a gazdaság tartós és kiegyensúlyozott növekedéséhez. Az alacsony infláció hosszabb távon tartósan magasabb növekedést és kiszámíthatóbb gazdasági környezetet biztosít, mérsékli a lakosságot és a vállalkozásokat egyaránt sújtó gazdasági ingadozások mértékét. A jegybanki függetlenségnek fontos eleme annak meghatározása, hogy a fenti célokat a központi bank miképp éri el – azaz milyen eszköztárat alakít ki, milyen programokat indít, illetve milyen ügylettípusokat alkalmaz. Az utóbbi bő egy évtizedben a jegybanki világ jelentős változáson ment át a használt eszközök tekintetében, az általánosan ható intézkedések mellett sok esetben a nem-konvencionális és céltott programok váltak a monetáris politika fő eszközeivé. Ennek egyik oka, hogy ahogy a központi bankok szerepe felértékelődött, gazdasági súlyuk megnőtt, úgy lett egyre erőteljesebb

²⁶ MNB, Jegybanki eszköztár, devizatartalék és kockázatkezelési igazgatóság

elvárás a monetáris politika hatékonyságának javítása. A másik ok ahhoz kapcsolódik, hogy a célzott eszközök térnyerése tágabb keretben, a gazdasági felzárkózás kontextusában is értelmezhető, ezek az eszközök és programok ugyanis eredményesen tudnak hozzájárulni a sikeres felzárkózáshoz elengedhetetlen átmenetek gyorsításához. Alexander Gerschenkron szerint²⁷ a felzárkózási folyamat két kulcsszereplője az állam és az innovatív vállalkozó, a felzárkózás pedig a gazdasági lemaradás okozta politikai feszültségre adott, tudatos válasz az állam részéről, amelynek kiemelt szerepe lehet a gazdasági felzárkózás finanszírozásában. Ebbe a keretbe beilleszthetők lehetnek a célzott jegybanki eszközök, amelyek alapvető változást jelentenek nem csak a jegybanki gyakorlat, hanem a jegybanki szerepfelfogás és a monetáris politikai lépések mögötti elméleti megközelítés tekintetében is. A célzott programok megjelenése azt támasztja alá, hogy a 20. századot jellemző „mennyiségi” pénzelméletet egyre inkább egyfajta „minőségi” pénzelmélet váltja fel a 21. század igényeihez illeszkedve, aminek természetes velejárója a nagy adatigény mellett a mérés minden korábbit felülmúló elterjedése és a kapcsolódó módszertanok fejlődése – azaz a pénzfelhasználás minél jobb célzásának alkotóelemei.

Jelen tanulmányban bemutatom, hogy mi befolyásolja a jegybanki eszköztár felépítését, és miképp mozdult el a jegybanki működés az általános eszközökből a célzott programok felé. Ezt követően felvázolom a célzott monetáris politika rendszertani összefüggéseit, a célzott jegybanki eszközök illeszkedését a monetáris politikai keretekhez. Bemutatásra kerülnek a nemzetközi tapasztalatok, illetve, hogy milyen célzott programokat indított az MNB monetáris politikai stratégiájának 2013-as módosítása óta. Dolgozatom végén összegzem az eredményeket és röviden felvázolom, hogy milyen trendek mutatnak abba az irányba, hogy a célzott eszközök a jövő jegybankjaiban is kiemelten fontos szerepet tölthetnek be.

A monetáris politikai eszköztár - magyarázó tényezők és történeti keretek

A monetáris politika a gazdaságpolitika része. A gazdaságpolitika többi ágához – kiemelten fiskális politika, de ide tartozik részletesebb bontásban a foglalkoztatáspolitikai, a jövedelempolitika – hasonlóan a monetáris politika is a saját céljai elérésére törekedve igyekszik hozzájárulni a társadalmi jólét növeléséhez. A monetáris politika a központi bank hatókörébe tartozik, amely a pénzkereslet és pénz kínálat szabályozásán keresztül befolyásolja a gazdasági folyamatokat. A jegybankok elsődleges célja az árstabilitás fenntartása, ami a tartósan alacsony infláció és horgonyzott várakozások együttesét foglalja magában.

A gazdaságpolitika két meghatározó szereplőjének, a fiskális és a monetáris politikának egymáshoz való viszonya meghatározó a gazdaságpolitika sikeressége szempontjából. A köztük fennálló viszony vizsgálatához nyújt elméleti keretet a Leeper (1991) által kidolgozott fiskális dominancia elmélete, amely azt vizsgálta, hogy a szigorú, illetve laza fiskális politika milyen monetáris politikát tesz szükségessé és lehetővé (szigorút vagy lazát), milyen a kapcsolat fordított megközelítésben, illetve mi történik, ha a két szereplő nem „összeillő” stratégiát folytat. Leeper megközelítése szerint a gazdaságpolitika sikere függ a két gazdaságpolitikai ág együttműködésétől, és a sikeres időszakokat az jellemzi, hogy a fiskális és a monetáris politika kihasználta a lehetséges szinergiákat, miközben a legkevésbé sikeres időszakokban jellemzően az egyik ág úgy működött, hogy a másikat kényszerhelyzetbe hozva, utóbbi csak szuboptimális válaszokat tudott adni. Matolcsy és Palotai (2016) szerint:

„Monetáris dominanciáról akkor beszélünk, ha leeperi értelemben a monetáris politika aktív, a fiskális pedig passzív. A jegybank szigorúan csak az inflációs célját követi, így a fiskális politikának nincsen más választása, minthogy passzív maradjon (azaz fiskális értelemben szigorú), máskülönben felborulna a költségvetés hosszú távú fenntarthatósága. Leeper ezt a gazdaságpolitikai mixet tartja alapesetnek, ami stabil együttműködési lehetőséget biztosít a két fő gazdaságpolitikai ág között. Fiskális

²⁷ Ismerteti: Ambrus (2026)

dominanciának nevezzük azt a gazdaságpolitikai kombinációt, mikor a fiskális politika aktív (expanzív), a monetáris politika pedig passzív (laza). A fiskális politika tehát túlzottan magas, hosszú távon nem fenntartható hiányt enged meg. Annak érdekében, hogy a konszolidált államháztartás hosszú távú költségvetési egyensúlya mégis fennmaradjon, Leeper modelljében arra van szükség, hogy a jegybank adja fel inflációs célját, engedje a magasabb infláció kialakulását, azaz folytasson laza monetáris politikát. (...) A fiskális dominancia mellett végül tehát teljesül a konszolidált államháztartás hosszú távú fenntarthatósága, de nem az elsődleges költségvetési egyenleg egyensúlyban tartásával, hanem az indokoltnál magasabb infláció generálásával, vagyis azon az áron, hogy a jegybank – részben, vagy teljesen – feladja eredeti célját, és így politikája passzívra (lazává) válik.

A fentiek alapján ideális esetben a két gazdaságpolitika ág között „független, de konstruktív összhang” alakul ki, ami a makropénzügyi egyensúly és a dinamikus növekedés együttes megteremtésének nélkülözhetetlen alapja (Matolcsy-Palotai, 2016). A jogszabályi környezet és a fentiek alapján a monetáris politika egyéb gazdaságpolitikai/közpolitikai ágakhoz való illeszkedését a (1) jogi felhatalmazás, a (2) jegybanki mandátumok köre és hierarchiája, kiemelten a kormányzati gazdaságpolitika támogatása mint cél megjelenése, a (3) működési és döntési függetlenség, illetve autonómia, valamint (4) a kooperáció megvalósulási foka határozzák meg. Mindezt erősen determinálja az a formális és informális intézményi közeg és környezet, amiben a jegybank működik²⁸, és ez a viszonyrendszer természetesen hatással van arra is, hogy a jegybankok milyen célokat követnek és ezen célok eléréséhez milyen eszközöket használnak.

A jegybankok által alkalmazott eszköztár mindig az adott ország gazdasági, piaci, intézményi adottságaihoz, monetáris politikai szabályrendszeréhez, szakmai „hagyományaihoz” illetve a törvényi felhatalmazáshoz illeszkedik. Alapvető eltérés lehet a fejlett és a feltörekvő gazdaságok között²⁹, de az egyes országcsoportok is nagyon heterogén képet mutathatnak³⁰. Ennek egyik fő oka, hogy az eltérő strukturális adottságok eltérő jegybanki felhatalmazásokkal is párosulhatnak, ami ugyancsak eltérő eszközök használatához vezethet³¹.

A közgazdasági szakirodalom több olyan strukturális jellegzetességet azonosított, ami támpontot nyújthat az egyes gazdaságok gazdaságpolitikai (monetáris politikai) gyakorlatának megértéséhez³². A következőkben bemutatásra kerülő strukturális jellegzetességek leginkább egy olyan felsorolás elemeinek tekinthetőek, amely támpontokat nyújt a feltörekvő gazdaságok nagy heterogenitású csoportjában jellemző monetáris politikai implementáció megértéséhez. A strukturális adottságok nem függetlenek egymástól, sőt, esetenként erős korrelációt mutathatnak (például az intézményi háttér fejlettsége érdemben befolyásolja a pénzügyi piacok fejlettségét, illetve ezen keresztül a bankrendszer fejlettségét).

²⁸ Kolozsi (2011)

²⁹ Hoskisson-Eden-Lau-Wright (2000)

³⁰ Az eltérések jellemzően strukturális jellegzetességekre vezethetők vissza, mind például intézményi környezet fejlettsége, gazdaságpolitika hitelessége és ciklikussága, pénzügyi piacok fejlettsége és struktúrája, piaci környezet volatilitása, külső sérülékenység és devizakitettség, bankrendszer struktúrája és a készpénz jelentősége (Lásd: Hoffmann-Kolozsi, 2017).

³¹ A feltörekvő gazdaságokat sok esetben fokozott külső és devizapiaci kitettség, a külkereskedelemre való érzékenység, volatilis és fejletlen piacok, a gazdaságpolitika ciklikussága, fejletlen intézmények és hitelességi deficit jellemezheti, amiből a fejlett államok által alkalmazottól eltérő gazdaságpolitikai, illetve kiemelten monetáris politikai eszközök használata adódhat.

³² Mishkin–Savastanoa (2002)

1.ábra: Strukturális eltérések a feltörekvő és a fejlett gazdaságok között

Figure 1: Structural differences between emerging and developed economies



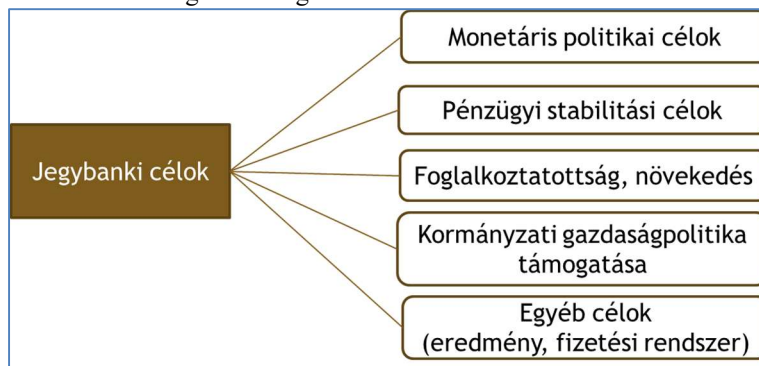
Forrás: saját szerkesztés

Az eltérő strukturális adottságok eltérő jegybanki felhatalmazásokkal és feladatokkal párosulhatnak, ami ugyancsak eltérő eszközök használatához vezethet. A feltörekvő gazdaságokat fokozott külső és devizapiaci kitétség, a külkereskedelemre való érzékenység, volatilis és fejletlen piacok, prociklikus gazdaságpolitika, fejletlen intézmények és hitelességi deficit jellemezheti, amiből a fejlett államok által alkalmazottól eltérő gazdaságpolitikai, illetve kiemelten monetáris politikai eszközök használata adódhat.

A legegyszerűbb eltérés abból adódhat, ha eltérőek a törvényi mandátumok, ez azonban kevésbé jellemző. A BIS (2009)³³ 47 jegybank adatai alapján az alábbi, törvényben rögzített jegybanki célokat azonosította. A jegybanki szabályozásokban kiemelték a monetáris politikai célokat, ami a gyakorlatban az árstabilitás elérését és fenntartását, a belföldi vásárlóerő megőrzését, a monetáris stabilitást, az árfolyam stabilitását jelenti. A BIS (2009) által megfigyelt jegybankok esetében minden második törvényi szabályozásban megjelent a pénzügyi stabilitáshoz kapcsolódó cél, miközben a foglalkoztatottság, a gazdasági növekedés, a kormányzati gazdaságpolitika támogatása és az eredménycél kevésbé elterjedt célkitűzéseknek tekinthetőek.

2.ábra: Jegybankok törvényben rögzített célja

Figure 2: Legal mandates of central banks



Forrás: BIS (2009)

A jegybankok működését sok esetben jobban jellemzik az ellátott feladatok („*functions*”), mint a jegybanktörvényekben rögzített célok („*objectives*”), főleg, mert a jegybanki jogszabályokban gyakoriak a kevésbé specifikált célkitűzések, mint például a pénzügyi stabilitás elősegítése, vagy például a kormányzati gazdaságpolitika támogatása. Habár a rögzített jegybanki célok tekintetében jellemzően nincs jelentős különbség, de a ténylegesen ellátott jegybanki funkciók esetében így is szignifikáns lehet az eltérés.

³³BIS (2009)

1.táblázat: Jegybankok funkciói
Table 1: Functions of central banks

Monetáris stabilitási funkciók	Pénzügyi stabilitási funkciók	Operatív funkciók	Pü-i infrastruktúrafunkciók	Egyéb közfunkciók	Kiegészítő funkciók
Monetáris politika Árfolyampolitika	Pénzügyi stabilitás támogatása Prudenciális politika Felügyelet-ellenőrzés	Devizapiaci intervenció Tartalékkezelés és Likviditáskezelés Végső hitelezés	Készpénzlogisztika Számavezetés Bankközi fizetési rendszer Elszámolási rendszer	Adósságkezelés Piacfejlesztés Kutatás Statisztika Fogy.védelem	Egyéb kiegészítő funkciók (oktatás stb.)

Forrás: BIS (2009)

Megfigyelhető, hogy a feltörekvő államok központi bankjai jellemzően több funkciót látnak el, mint a fejlett országok jegybankjai, ami az eszköztárakban is eltéréseket okozhat. A fejlettségi lemaradás gyakran kisebb jegybanki függetlenséggel, direktebb kormányzati beavatkozással, valamint kevésbé specifikált jegybanktörvénnyel párosul, és ez automatikusan emelheti az ellátott funkciók számát. Ezen felül ugyanakkor egyéb okai is lehetnek az ellátott feladatok bővülésének. BIS (2009) alapján egyrészt a kevésbé fejlett országokban jellemzően a jegybank az a gazdaságpolitikai központ, amely a felhalmozott tudás és tapasztalat miatt alkalmas a szűken értelmezett jegybanki feladatokon túli gazdaságpolitikai kérdések kezelésére. Másrészt a feltörekvő államokban a pénzügyi rendszer fejlesztésre szorulhat, ami addicionális feladatot jelent a fejlett államok jegybankjaihoz képest. A több funkció eltérő és komplexebb monetáris politikai eszköztárat eredményezhet. A monetáris politikai (jegybanki) eszköztár jellemzően a (1) hatékony monetáris transzmisszió, a (2) banki likviditásmenedzsment, illetve (3) a bankrendszer és a pénzügyi stabilitás támogatását célozza, a többletfunkciók pedig elsősorban azt jelentik, hogy az egyes eszközök kialakításánál a fent részletezett strukturális és funkcionális eltéréseket is indokolt figyelembe venni.

Az eszköztárakat 2008 előtt jellemzően „általános hatókörű” eszközök uralták, a célzott jegybanki programok a válságkezelés részeként „érkeztek meg” ebbe a keretrendszerbe mind a fejlett, mind a feltörekvő jegybankok körében. A kevésbé fejlett államok esetében ez összhangban lehetett a strukturális és funkcionális adottságokkal, míg a fejlettebb államok esetében a célzott eszközök alapvetően a kezelendő kihívás komplexitásából adódott, illetve ezen országok fejlettsége magasabb piaci hitelességi szintet is jelent, ami mozgásteret adhatott a jegybankoknak az eszköztárak bővítésére.

A jegybanki eszköztárak evolúciójának és a célzott eszközök megjelenésének elemzésében is használható Monnet (2023) modellje, amely szerint a jegybankolás kulcsfogalma a likviditás³⁴, ugyanis ez az a fogalom, ami lehetővé teszi a jegybankok működésének megértését történelmi kontextusban.

Amennyiben a likviditás fenntartása és biztosítása a jegybankok fő felelőssége, akkor ez egyfajta biztosítási funkciót jelent a pénzügyi rendszer és az állam felé: a jegybankoknak biztosítani kell a pénzügyi rendszerben a likviditás áramlását, hogy a pénzügyi rendszer ne akadályozza, hanem elősegítse a reálgazdaság működését. Egy mára talán már meghaladott, de elterjedt terminológiával élve, hogy „megzsirozza a pénzügyi közvetítés kerekeit”, de úgy, hogy a rendszer mindeközben stabil maradjon, ne alakuljon ki például túlzott hitelezés és eladósodás. A jegybankolás egyik kulcskérdése épp ezért az, hogy mik az optimális biztosítás feltételei, azaz milyennek kell lennie a jegybanki működést keretező szabályozási rendszernek. Ez a biztosítás több szinten működik: a fizetési rendszer (magánszemélyek és cégek számára), a pénzügyi rendszer (magán- és állami pénzügyi szervezetek esetében), valamint az állam (államadósság)

³⁴ Kolozsi-Horváth (2020), Kolozsi-Horváth-Lentner (2022)

tekintetében.³⁵ A likviditás nem automatikus velejárója egy eszköznek, azt mindig az adott eszköz értékének időbeli stabilitásának és széles körű elfogadásának biztosításával kell garantálni. Ezt a garanciát biztosítják a központi bankok, a likviditásért fizetett többleszám ebben a tekintetben egy implicit szerződés a végső pénzkibocsátóval, azaz a jegybankkal, amelynek a hatalma épp abból adódik, hogy mivel a végső fizetési eszköz kibocsátója, így képes az eszközöket likvidé tenni.

A jegybankolás és a jegybankok által használt eszközök fejlődését is lehet abból a szemszögből értelmezni, hogy miképp változott az időben ennek a biztosításnak a kedvezményezett köre, illetve maga a „biztosítási szerződés”, azaz a jegybankokat érintő szabályozás. Monnet (2023) felosztását alapul véve a jegybankok az alábbi fejlődési fázisokon keresztül jutottak el mostani, célzott eszközökkel jellemezhető működési modelljükhöz.

1. A klasszikus jegybankolás időszaka, amikor a központi bankok szerepe nem nőtt túl a pénzügyi rendszer likviditásának biztosításán. Ez az időszak a jóléti államok megjelenéséig, a keynes-i makrogazdasági forradalomig tartott. Ebben az időszakban az állami költségvetést főként katonai védelemre fordították, a jegybank pedig sok esetben magánrésztvényesek kezében volt.
2. A jegybank az 1930-1940-es évektől vált a makrogazdasági politika szereplőjévé, ami érdemi változást hozott a jegybankok működésében és eszközeiben is. A makrogazdasági és pénzügyi stabilitás biztosítása vagy az államadósság finanszírozása igénye nem ugyanazt a politikai jelentést hordozza egy olyan társadalomban, ahol az állam finanszírozza a közjavakat (és részben a szociális jólétet), mint amit a fent említett klasszikus időszak hordozott. A jegybankok ekkor kaptak állami státuszt, ekkor születtek meg a ma ismert makrogazdasági politikák, amelyek az állami költségvetést és a pénzteremtést arra használják fel, hogy stabilizálják az üzleti ciklust, és védelmet nyújtsanak a polgároknak a kedvezőtlen makrogazdasági sokkokkal szemben.
3. A jegybankok államhoz és a pénzügyi szereplőkhöz való viszonya változó és összetett, és ebben a tekintetben hozott jelentős változást az 1980-as és 1990-es évek, amikor markáns fordulat történt ebben a tekintetben a független jegybankolás és a jegybanki célhierarchia megszületésével. A jegybankok a kormányzattól függetlenül végzik munkájukat alapvetően az árstabilitás elérése érdekében, de a keynes-i örökségnek megfelelően a jegybanktörvényekben megmaradt az a kitétel, hogy amennyiben nem ellentétes az elsődleges céllal, úgy a jegybank támogatja a kormány gazdaságpolitikai céljainak elérését is.³⁶
4. A 2008-2009-es pénzügyi válság után megjelentek a nemkonvencionális jegybanki politikák, amelyek a jegybankmérleg aktív használatát és célzott eszközöket hoztak. Ezzel párhuzamosan – és nem meglepő módon – kiújultak a közpolitikai vita a jegybankok működéséről, törvényi kereteiről, ideértve a jegybanki függetlenség kérdését is. Fontos változást jelentett, hogy a célzott programokkal és a makroprudenciális politika megjelenésével a jegybankok a hitelpolitika (credit policy) kulcsszereplőivé váltak, de nem az egyetlen szereplőivé, hiszen ebben a tekintetben kiemelten fontos a pénzügyi szabályozás, az állami hitelezés és támogatások, az állami befektetési bankok szerepe is. Ez abban a tekintetben is érdemi változás, hogy a

³⁵ Monnet (2023) szerint ez a három szint szorosan összefonódik, a legfontosabb pedig jegybanki szempontból nem is fizetési rendszer biztonságának és likviditásának biztosítása (hiszen ezt a feladatot jegybankok nélkül is ellátták az államok), hanem az állam és a pénzügyi rendszer likviditásának biztosítása.

³⁶ Monnet (2023) szerint az 1930-as években történt változások jelentették a jegybankok történetének fő fordulópontját, ekkor kezdődött meg ugyanis a bankrendszerek szabályozása, miközben az állam makrogazdasági és társadalmi szerepe alapvetően megváltozott (a jóléti programok, makrogazdasági stabilizáció), illetve a központi bankok a közigazgatás részévé váltak. A jegybankok „felfedezték” a makrogazdasági politikákat, amelyek jelentős hatással voltak és vannak az állami költségvetésre és társadalmi hatások is számottevő lehet.

monetáris politika esetében előírt/elvárt függetlenség a hitelpolitika esetén kevésbé értelmezhető, ott ugyanis adódik az állami szereplők közötti koordináció.

Jelen elemzés tekintetében kiemelten fontos a 2008-as pénzügyi-gazdasági válság utáni időszak, hiszen ekkor jelentek meg a jegybanki eszköztárakban a nem-konvencionális és célzott eszközök.

A célzott monetáris politika rendszertani összefüggései

Az alábbiakban definiálom az általános és a célzott monetáris politikai eszközök fogalmát, felvázolom a monetáris politikai célzás két stratégiai típusát, majd bemutatom, hogy miképp illeszkednek a célzott jegybanki eszközök a monetáris politikai implementáció kereteihez.

Általános és célzott eszközök

Monetáris politika műveletnek nevezünk minden olyan hazai és külföldi devizában végzett jegybanki műveletet, amelynek célja a monetáris politika megvalósítása. A független jegybanki működésen alapuló monetáris politika tradicionálisan generális megközelítést alkalmaz, azaz általános eszközöket használ, szemben a politikai értelemben elszámoltatható, és így definíció szerint potenciálisan célzott fiskális politikával. A politikai felhatalmazás és elszámoltathatóság, illetve a célzottság közötti kapcsolatot az teremti meg, hogy a generális eszközök esetében kisebb – elméleti szinten akár teljesen semleges – újraelosztási hatást feltételezhetünk, míg a célzott eszközök jellegükből adódóan jövedelemújraelosztást is megvalósítanak, ami egyértelműen a kormányzat (politika) hatókörébe tartozik.

Az általános monetáris politika jellegzetességei az alábbiak:

- Nem szektor vagy pénzügyi termék specifikus (piaci semlegesség elve)
- Az általános kamat- és árszínvonalra hat
- A pénzkereslet és a pénzkínálat általános, makroszintű alakulására hat
- A pénzügyi piacok egészének lefedését kívánja elérni
- Széles körű transzmisszió alapul
- A kereskedelmi bankok, pénzügyi piacok működésének kereteit befolyásolja, azok allokációs szerepét meghagyja

A célzott monetáris politika ezzel szemben az alábbiakkal jellemezhető:

- Meghatározott szektor monetáris kondícióit kívánja befolyásolni
- Meghatározott pénzügyi termék árát, elérhetőségét kívánja befolyásolni
- Meghatározott gazdasági tevékenységre kíván hatni (pl. beruházás)
- Egy szűkebben értelmezett gazdaságpolitikai, közpolitikai cél elérését kívánja elősegíteni (pl. a gazdaság finanszírozási szerkezetének befolyásolása, zöld átmenet elősegítése)
- A kereskedelmi bankok, pénzügyi piacok működésének befolyásolása helyett a banki allokációt irányítja (források adott piacra, szektorba való terelése), adott esetben a banki allokációs szerepet is átveszi

A célzott eszközök a nem-konvencionális eszközök egyik alcsoportját alkotják. A pontos definíciók eltérőek lehetnek, de a célzás minden esetben azt jelenti, hogy nem egy általános, minden piacra szándékoltnak hatni akaró eszközzel van szó, hanem egy olyan intézkedésről, ami egy adott piaci szegmens, hitelpiaci terület, iparág, pénzügyi termék, gazdasági aktivitás (pl. beruházás), illetve egy meghatározott, leszűkített gazdaságpolitikai-közpolitikai cél elérésére irányul. A „nem-konvencionális forradalomban” a kezdetektől fogva kiemelt szerepe volt a célzott jegybanki eszközöknek, a jegybanki beavatkozások célzása alapvetően hatékonysági okokra volt visszavezethető – az általános eszközök ugyanis jellegükből adódóan nem csak ott fejtették ki hatásukat, ahol a piaci zavart azonosítani lehetett, így a nem szándékoltnak

következmények, a negatív mellékhatások és a kapcsolódó költségek is magasak lehetnek³⁷. A célzott eszközök ezzel szemben megfelelnek az eszköztáráktól elvárt költséghatékony felépítés elvének, hiszen ott hatnak, ahol arra szükség van – nehézség itt abból adódhat, hogy technikai és operatív értelemben nem egyszerű sem a piaci zavar pontos detektálása, sem a célzott eszközök operatív kialakítása és a kérdéses piaci szegmens hatékony célzása, sem pedig a piacok összekapcsoltságából adódó következmények kezelése.

A célzott eszközök úgy lettek a jegybanki eszköztárak részei, hogy nem állt rendelkezésre letisztult és kikristályosodott elméleti háttér ezen eszközök alkalmazásával kapcsolatban.³⁸ A kezdeti konszenzus abba az irányba mozdult el, hogy a célzott eszközök létét az indokolhatja, ha a monetáris transzmisszió nem hatékony, és egyes részpiacokon csak célzott intézkedésekkel biztosítható. Ebben a megközelítésben továbbra is igaz, hogy a nemzetgazdaság minden szegmensében azonos monetáris kondíciókat (kiemelten: azonos kamatszintet) kell tartani, és ennek eszközei a célzott instrumentumok. Az egyik legfontosabb elméleti munka ezzel kapcsolatban Gertler és Karádi modellje³⁹, amely azt támasztja alá, hogy a jegybanki beavatkozás azért eredményezhet jóléti nyereséget, mert a pénzügyi közvetítőrendszerhez válság idején erős forrásbevonási korlátokkal szembesül. Curdia és Woodford⁴⁰ ugyancsak pénzügyi súrlódásokkal magyarázza a nemkonvencionális beavatkozások hozzáadott értékét, a frikciók forrása ebben az esetben a bankok és a hitelfelvevők közötti aszimmetrikus információ, ami költségessé teszi a hitelezést.

Ebben a megközelítésben a nemkonvencionális monetáris politikai eszközök alkalmazása akkor indokolt, ha „olyan pénzügyi piaci súrlódás, zavar, kudarc vagy korlát áll fenn, ami miatt a hagyományos monetáris vagy fiskális eszközöknél a jegybanki mérlegek nagyságát és/vagy összetételét megváltoztató eszközök eredményesebbek lehetnek”⁴¹. A szakirodalom két helyzet esetében tartja alátámasztottnak a nem-konvencionális eszközök alkalmazását, mégpedig a nulla irányadó kamatszint elérésekor (*zero lower bound*), illetve amikor a monetáris transzmisszióban fontos szerepet betöltő valamely pénzügyi piac zavarait próbálják enyhíteni. A nemkonvencionális eszközök egyik csoportjának célja a kockázatmentes hozamgörbe „laposítása”, az intézkedések másik csoportja pedig a hozamgörbe valamely szakaszán, valamelyik hitelpiacon megjelenő kockázati felár mérséklődését célozza (ide tartoznak a hitelpiaci beavatkozások). Egy másik megközelítésben a nem-szokványos jegybanki beavatkozás típusai⁴² (1) a kereskedelmi bankoknak likviditást nyújtó eszközök, (2) a közvetlen hitelpiaci beavatkozások, (3) az értékpapír-vásárlás és (4) a banki hitelezés célzott támogatása. Jól látható, hogy mind a nem-konvencionális, mind a célzott eszközök között központi szerepet töltenek be a hitelprogramok, illetve az azzal közgazdasági értelemben részben egyenértékűnek tekinthető, de technikailag eltérő vállalati értékpapírvásárlások. Ez abból adódik, hogy a hitelkínálat tartós szűkülése hosszabb távon számos negatív következménnyel járhat: a tartós hitelnélküliség torzíja a vállalatok termelési, beruházási, finanszírozási döntéseit, rontja a hosszú távú növekedési potenciált, a hitelszűke (*credit crunch*) mellett felmerülhet a hitelezés nélküli kilábalás (*creditless recovery*) is⁴³, ami hozzájárulhat egy torz gazdasági szerkezethez⁴⁴. A hitelpiaci zavarok enyhítése ezért kiemelt gazdaságpolitikai és jegybanki cél.

A fenti, transzmissziós érvelés mellett van olyan álláspont is, miszerint a célzott jegybanki politikáknak nem az a stratégiai célja, hogy azonos kamatszintet és monetáris kondíciókat alakítsanak ki a gazdaság egészében, hanem épp ennek az ellenkezője – hogy bizonyos stratégiai

³⁷ Curdia–Woodford (2010) egyik fontos eredménye, hogy piaci zavar esetén a célzott hitelpiaci beavatkozással élnékíthető a növekedés.

³⁸ Krekó et al (2012)

³⁹ Gertler–Karádi (2011)

⁴⁰ Curdia–Woodford (2010)

⁴¹ Krekó et al. (2012)

⁴² Krekó et al. (2012)

⁴³ Balog–Matolcsy–Nagy–Vonnák (2014)

⁴⁴ Bauer–Oláh, (2016) és Kolozsi–Parragh–Pulai (2017)

szempontból fontos szegmensekben az általánosan elérhetőnél kedvezőbbek legyenek a pénzügyi feltételek. Kiemelten a zöld átállással kapcsolatban jelent meg ez az érvelés, miszerint a zöld fordulatra csak akkor kínálkozik esély, ha ezek a beruházások alacsonyabb kamatszint mellett kerülnek finanszírozásra, mint ami a piac általános kondícióiból adódna. Ebben a tekintetben a kettős kamatrendszer bevezetése is felmerült⁴⁵, különös tekintettel arra, hogy a 2020-as évtizedben visszatért infláció előretételezve magas kamatkörnyezetet eredményezhet, ami ellehetlenítheti a környezeti fenntarthatósági célok elérését, ami pedig elengedhetetlen feltétele annak, hogy a jövőben kontrollálható legyen az infláció.

Célzott eszközök a hatékony monetáris transzmisszió szolgálatában	Célzott eszközök egyes szektorok, piacok pozitív megkülönböztetése érdekében
<ul style="list-style-type: none"> - egységes kamatszint minden részpiacon - célzott eszköz alkalmazása azokban a szegmensekben, ahol a piaci kudarcok megakadályozzák a transzmissziót - technikai kiigazítási a kondíciók egysége érdekében 	<ul style="list-style-type: none"> - vannak olyan kiemelten fontos részpiacok, ahol más monetáris kondíciók indokoltak - a célzott eszköz stratégiai célja az egységes kamattranszmisszió eltérítése - cél a fundamentális eltérítés a monetáris kondíciókban

Célzott eszközök és monetáris transzmisszió

A célzott eszközök implementációs keretek közötti elhelyezésében Bindseil (2014)-re támaszkodom, amely a transzmissziós érvelésből kiindulva az implementáció esetében normál és válságidőszakokat különböztet meg. A monetáris politikai implementáció folyamata normális, azaz nem válságidőszakban az alábbi lépésekből áll:

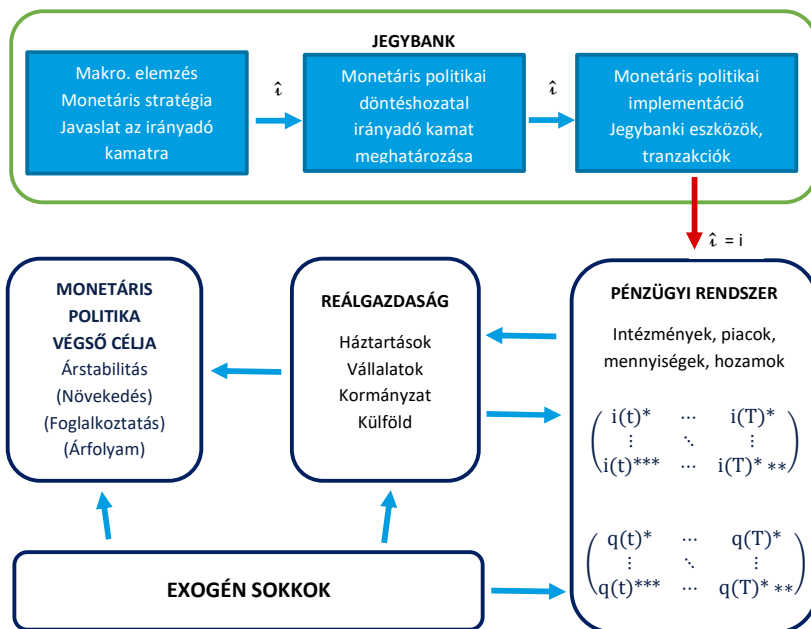
- (1) a jegybanki közgazdasági elemző területe meghatározza a monetáris politikai stratégiát és kidolgozza a monetáris transzmisszió⁴⁶ makroökonómiai modelljét,
- (2) a fenti modellből meghatározásra kerül a monetáris politika operatív célértéke (jellemzően egy rövid futamidejű kamatláb, i)
- (3) a döntéshozói jóváhagyás után a jegybanki eszköztárral foglalkozó szervezeti egység a jegybanki eszközökön keresztül implementálja a fenti döntést,
- (4) ezt követően a pénzügyi piaci és a reálgazdasági folyamatok biztosítják a monetáris transzmisszió érvényesülését.

Bindseil szerint normál körülmények között, azaz nem válságidőszakban a monetáris politika általános eszközökkel is képes elérni a céljait. A normál körülmények azt jelentik, hogy (1) működik a monetáris transzmisszió, azaz feltételezhetjük, hogy a rövid pénzügyi hozamok előrelátható és stabil módon hatnak a hozambörbe egyéb pontjaira, a mennyiségi korlátok és sűrűlódások nem jellemzők, azaz a monetáris transzmisszió hatékony, illetve (2) nincs olyan gazdasági-piaci szegmens, amelyben valamiért eltérő monetáris kondíciók érvényesülése lenne indokolt. Ilyenkor egy általános jegybanki eszköz képes minden részpiacon azonnal érvényesíteni azokat a monetáris kondíciókat, amelyeket a jegybank adott makrogazdasági helyzetben indokoltnak tart. Ebben a modellezési keretben ilyen esetekben nincs szükség célzott eszközökre.

⁴⁵ Ennek egyik szószólója Emmanuel Macron, Franciaország köztársasági elnöke, aki felvetette az Európai Központi Bank szabályozásának ilyen irányú módosítását is. Lásd: Macron (2024)

⁴⁶ A monetáris transzmisszió három „lépésből” áll: (1) a jegybank operatív célja és a különböző pénzügyi eszközök különböző futamidejű hozamai közötti lépésből, (2) a pénzügyi rendszer és a reálgazdaság közötti lépésből, (3) a reálgazdaság és a monetáris politikai végső célja (árstabilitás) közötti lépésből.

3.ábra: Monetáris politikai implementáció normál időkben (sematikus ábrázolás)
 Figure 3: Monetary policy implementation in normal times (schematic representation)



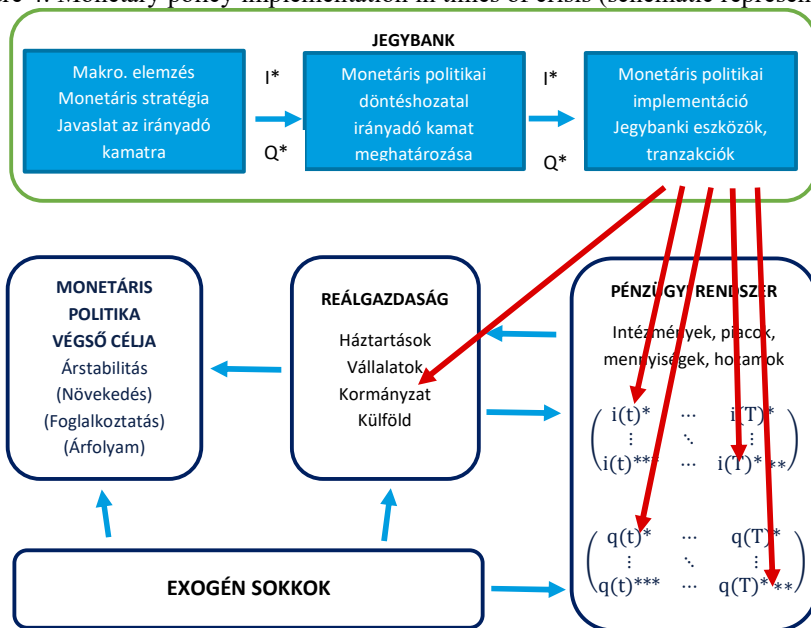
Forrás: Bindseil (2014)

Válsághelyzetben a monetáris politikai implementáció folyamata és logikája módosul. Ilyenkor a jegybank feladja azt az elvét, miszerint a makrogazdasági elemzés és a monetáris politikai implementáció elválik egymástól („separation principle”). Válságidőszakban a jegybank nem tud egy irányadó kamattal hatékonyan operálni, hanem több célváltozót és célértéket kell meghatároznia, hiszen az irányadó ráta és a reálgazdasági működésre ható hozamok és mennyiségek közötti kapcsolat nem stabil. A jegybanknak a hozamok és mennyiségek teljes mátrixával kapcsolatban rendelkeznie kell célértékkel (I^* , Q^*), illetve a különböző részpiacokra közvetlenül ható eszközöket is alkalmaznia kell (ideértve több futamidőt, eszközt, a hitelmennyiséget stb.)

Ez a megközelítés új eszközöket tehet szükségessé:

- eszközvásárlások, kiemelten állampapírok, vállalati kötvények, jelzáloglevelek vásárlása,
- az elfogadható fedezetek körének bővítése (például hitelekkel),
- direkt forrásnyújtás reálgazdasági szereplőknek.

4.ábra: Monetáris politikai implementáció válságidőkben (sematikus ábrázolás)
 Figure 4: Monetary policy implementation in times of crisis (schematic representation)



Forrás: Bindseil (2014)

A fentiekből látható, hogy a bindseili modellben – ami megfeleltethető a széles körben elterjedt konszenzusnak - válságidőszakban tér nyílik a célzott eszközökre, hiszen ezek nélkül adott részpiacokon nem érvényesülnének azok a monetáris kondíciók, amit a jegybank indokoltnak tart. Láthat, hogy Bindseil megközelítése itt abból indul ki, hogy a monetáris politikának egységesen kell hatnia a gazdaság egészében, aminek elérése ugyanakkor célzott eszközök használatát teszi szükségessé. Ez tehát egy olyan modell, amiben a célzás csak a piacok „technikai” kudarcait kezelni, és ebben a kontextusban támasztja alá bizonyos feltételek fennállása esetén a célzott eszközök használatát.

CÉLZOTT MONETÁRIS POLITIKA: LEHETŐSÉGEK, KIHÍVÁSOK, RENDSZERTANI PILLÉREK

A célzottság felértékelődése nem jelenti a generális eszközök kivezetését, a célzott jegybanksi eszközök monetáris politikai keretekhez való illeszkedése tekintetében ezért fontos az általános és a célzott eszközök közötti kapcsolat meghatározása. Ezen kapcsolat természetesen erősen helyzetfüggő, de általános alapelvek lefektethetők. Ezek szerint az általános és a célzott eszközök közötti összhangot biztosítani szükséges, és mivel az árstabilitási cél miatt az általános eszközök szerepe fontos marad, így a célzott eszközök az általános eszközöket kiegészítő jellegűek lehetnek. Jelentős kihívást jelenthet, hogy miképp biztosítható a célzott eszközök alkalmazásakor a hatékony transzmisszió, illetve tartható fenn a jegybanksi hitelesség és transzparencia. A célzott eszközök szektorspecifikus problémák kezelésére lehetnek alkalmasak, miközben az általános és a célzott eszközök közötti arány nem triviális. A megfelelően kialakított célzott eszközök hozzáadott értéke magas lehet (Pareto-elv).

2.táblázat: Célzott jegybanki eszközökhöz kapcsolódó lehetőségek és kihívások

Table 2: Possibilities and challenges related to targeted monetary policy instruments

Lehetőségek	Kihívások
Célzott iparágak, részpiacok fejlődése	Hitelességi kihívások
Költséghatékonyság	Redisztribúciós hatások, politikai konfliktusok
Hatékony részpiaci monetáris transzmisszió	Eszközárak emelkedése
Közpolitikai eredmények	Operatív megvalósítás összetettsége
Strukturális törések kezelése (hitelpiac)	Jogi dilemmák, vitás helyzetek

A célzott monetáris politika értékelésénél az alábbi négy rendszertani pilléren alapuló megközelítés javasolt: hozzáadott érték, célfüggvény, legitimitáció és intézményi keretek, operatív megvalósíthatóság

- A célzott programokkal szembeni alapvető elvárás, hogy hozzáadott értéket jelentsenek a monetáris politika, az általános gazdaságpolitikái célok tekintetében. Ez hatékony megvalósítást jelent, azaz feltételezi, hogy a program az erőforrásokat célszerűen és költséghatékonyan használja fel, valamint nem okoz addicionális költségeket az általános monetáris politika vitele terén. Ehhez szükséges, hogy jól meghatározott kihívásokat kezeljen a program, beilleszthető legyen a jegybanki kommunikációba, valamint adott cél elérése érdekében képes legyen az adott piac sajátosságaihoz alkalmazkodni.
- A célzott programok kritikus pontja a célmeghatározás, azaz, hogy milyen cél elérése érdekében indítja a programot a jegybank, és ez a cél mennyire illeszkedik a jegybank mandátumához, jogi, operatív lehetőségeihez. Ennek a célmeghatározási folyamatnak jól definiálnak kell lennie, és szükséges, hogy ad hoc megoldások helyett szabályalapú legyen a megközelítés. A jelenlegi gyakorlat szerint a jegybanki függetlenségből adódóan a cél meghatározása jegybanki hatáskör, ugyanakkor a célzott programok jellegéből adódóan felvetődhet a kormányzattal való kooperáció ebben a tekintetben, különös a hitelpolitika terén. Szükséges lehet a célzott programok céljainak összehangolása az árstabilitási céllal és a monetáris transzmisszió hatékonyságával. Biztosítani szükséges a jogi megfelelést, különös tekintettel az EU esetében a monetáris finanszírozás tilalmára, a tiltott állami támogatások és a preferenciális kezelés kérdésére.
- A célzott programok esetében hatványozottan merül fel a legitimitáció kérdése, azaz, hogy miért foglalkozik az adott kérdéssel a jegybank, van-e felhatalmazása az adott cél érdekében intézkedéseket tenni. A jegybank sajátos státusza és függetlensége sajátos jogi környezetet feltételez, a politikailag elszámoltatható népképviselőt ugyanis csak erős korlátozásokkal adta át a jegybankban megtestesülő jogait egy független testületnek. Ezért kiemelten fontos, hogy a jegybank csak olyan programokat indítson, amelyek összhangban vannak ezzel a korlátozott felhatalmazással, ellenkező esetben legitimitációs problémák merülhetnek fel, különösen az erős redisztribúciós hatásokkal járó intézkedések esetében. Ez abból adódik, hogy amikor a piacok szegmentálódnak, és a célzott eszközök meghirdetésre kerülnek, a jegybanki likviditás biztosítása már nem a „piac” támogatása, hanem egy adott típusú gazdasági tevékenység támogatása (Monnet, 2018)⁴⁷. A monetáris politika célzottsága ezért erősebb felhatalmazást, ellenőrzést, kooperációt és koordinációt feltételez, illetve akár a jegybanki függetlenség újraértelmezését is indokolhatja, hogy a jegybanki döntések demokratikus legitimitációja

⁴⁷ Ezt a szétválasztást árnyalja, hogy Monnet (2023) szerint a jegybanki likviditásnyújtás bármilyen általános legyen is, végső soron mindig valamilyen konkrét gazdasági aktivitást támogat, így minden esetben egyfajta gazdasági intervenciót jelent (azaz a valós kérdés már csak az, hogy a likviditásnyújtás *milyen formában* szolgálja leginkább a közérdeket), illetve a jegybankolás és a politika szétválasztása pedig illuzórikus.

ne csökkenjen. A legitimáció kérdésétől elválaszthatatlan az intézményi keretek kérdése. Milyen intézményi keretek között lehet a demokratikus legitimációt biztosítani? Miképp garantálható az elszámoltathatóság, illetve, hogy a továbbra is független jegybank a közjó érdekében valósítsa meg célzott programjait?

- A célzott programok egyik kiemelt kihívása az operatív megvalósítás. Egyrészt itt olyan területeken válik aktívvá egy jegybank, ahol nem föltétlenül rendelkezik szakértelemmel és tapasztalattal, legyen szó egy-egy specifikus szektorról, piacról vagy akár pénzügyi termékről. Ugyancsak kihívást jelent ebben a tekintetben, hogy nem triviális a célzást, illetve az ellenőrzést, visszamérést lehetővé tevő adatok és módszertanok megléte, ami akár el is lehetetlenítheti a megvalósítást. A gyakorlati megvalósítás nehézségének tekinthető az is, hogy mivel a célzott programok definíció szerint kedvezőbb feltételeket kínálnak, mint amilyen az általános gazdasági-pénzügyi közeg, így a jegybankoknak biztosítani kell, hogy a szabályok ne legyenek megkerülhetők abban az értelemben, hogy arra nem jogosult entitások is igénybe veszik őket.

3.táblázat: A célzott monetáris politika értékelésének négy rendszertani pillére

Table 3: The four systemic pillars of the assessment of targeted monetary policy

Hozzáadott érték	Cél meghatározása	Legitimáció és intézményi keretek	Operatív megvalósíthatóság
Hatékony Nem szándékolt veszteségek minimalizálása Jól determinált kihívások kezelését teszi lehetővé Kommunikáció Eltérő piacok, termékek kezelése	Célmeghatározás elvi keretei Jogi megfelelés Célmeghatározás folyamata Célmeghatározásban résztvevő intézmények köre Egyéb jegybanki célokkal való összhang	Elszámoltathatóság Függetlenség Felhatalmazás Ellenőrzés Kooperáció Koordináció Legitimációt biztosító intézményi keretek	Szakértelem Adatok Módszertan Standardok Ellenőrzés Visszamérés Visszaélészerű igénybevétel elkerülése

A célzott jegybanki eszközök rendszertani összefüggései tekintetében ugyancsak releváns Gabor (2023) topológiája, amely szerint a modern állami működés kiemelt célja a kockázat-hozam tér átrendezése, alakítása annak érdekében, hogy a magán szereplők érdekeltek legyenek a közösségi célok elérésében. A „kockázatsökkentő állam” modell szerint a gazdaságpolitika célja azon piaci kudarcok kijavítása, amelyek „beruházásra alkalmatlan” kockázat-hozam profilokat eredményeznek olyan területeken, amelyek közösségi szempontból fontosak. A „kockázatsökkentő állam” magántökét von be a közpolitikai prioritások elérése érdekében, mégpedig úgy, hogy a gazdaságpolitikai eszközökkel „kiigazítja”, módosítja a magánbefektetések kockázat-hozam környezetét. Erre Gabor (2023) szerint a gazdaságpolitika minden ága képes, azaz létezik monetáris, szabályozási és fiskális kockázatsökkentés (kockázattávállalás is). Ebben a kontextusban a célzott eszközök részben úgy is felfoghatók, mint amelyek a közösségi prioritásoknak megfelelően eltérítik a kockázatokat (lefele), illetve a hozamokat (felfele) bizonyos kiemelt iparágakban és piacokon.

Célzott monetáris politika a gyakorlatban

Az alábbiakban bemutatásra kerülnek azok a jegybanki programok, amelyeket a világ vezető jegybankjai alkalmaztak a 2008-as pénzügyi válságot követően, majd pedig a Magyar Nemzeti Bank célzott intézkedéseit ismertetem. A programok bemutatása alapvetően leíró jellegű, esetenként az azonnali hatások ismertetésével. Jelen elemzés egy áttekintést kíván nyújtani a célzott eszközökről, így strukturális hatások elemzése nem képezi részét a tanulmánynak.

Nemzetközi példák

A következőkben azt mutatjuk be - a teljesség igénye nélkül -, hogy a világ vezető jegybankjaiban miképp jelentek meg a célzott monetáris politikai eszközök az utóbbi bő egy évtizedben⁴⁸.

Federal Reserve

A 2008-as válság az Egyesült Államokból indult el, így nem meglepő, hogy az első intézkedések is itt születtek⁴⁹. Az „első fecske” a 2007. decemberben bevezetett Term Auction Facility (TAF) volt, amelynek célja a jelzálogpiaci zavarok kezelése volt a rövid távú finanszírozás és likviditás fenntartásán keresztül. Az Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF) a vállalatkötvény-piac stabilizálása és az eszközfedezetű papírokkal kereskedő intézmények keresletének helyreállítása érdekében került bevezetésre. Ugyancsak célzott eszköz volt a Commercial Paper Funding Facility (CPFF), aminek célja a hosszabb lejáratú CP-k piacán megvalósuló kibocsátások és a vásárlások ösztönzése volt a piac élénkítésén keresztül. A Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) az eszközfedezetű értékpapírok (ABS) piacának stabilizálását célozta az érintett befektetők finanszírozásán keresztül.

Jellemzően nem tekintik célzott intézkedésnek a nagy volumenű eszközvásárlásokat, mégis indokolt ezeket a programokat ebben a felsorolásban is megemlíteni – mégpedig azért, mert az amerikai jegybankárok célzott eszközként tekintettek a vásárlásaikra. A Large-Scale Asset Purchase (LSAP) programmal kapcsolatban a „menyiségi lazítás” (quantitative easing, QE) kifejezés helyett Ben Bernanke jegybankelnök is a „credit easing” kifejezést használta⁵⁰, és azt emelte ki, hogy az amerikai programban a hangsúly a jegybanki mérleg eszközoldalán volt, nem pedig a források (a likviditás) bővülésétől vártak monetáris hatást. A vásárolt eszközök összetétele jelezte, hogy melyik piaci szegmensre kívánt közvetlenül hatni a monetáris politika, hol szándékoztak javítani a magánszektor hitelhez jutási feltételeit.

Európai Központi Bank (EKB)

Az amerikai jelzáloghitel-válság az eurózónát hamar, már 2007-ben elérte. Az EKB először az irányadó ráta mérséklésével reagált, majd a válság elmélyülésével, a Lehman Brothers 2008. szeptemberi csődjét követően megnőtt a bizalmatlanság, amit a jegybank jelentős likviditásbővítéssel kezelte. Az első célzott eszközről, a fedezettkötvény-vásárlási programról (Covered Bond Purchase Programme, CBPP) 2009. májusban döntött az EKB Kormányzó Tanácsa. 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 ösztönözni a hitelintézeteket, hogy fenntartsák, illetve lehetőség szerint bővítsék hitelezésüket.

2010 és 2014 között az EKB a szuverén adósságválság kezelése keretében jellemzően általános hatályú, nem célzott intézkedéseket hozott (bár felmerült, hogy azok ténylegesen az euro megmentését⁵¹, és ennek érdekében egyes déli tagállamok finanszírozását szolgálták), idővel azonban a feltételek romlása célzott élénkítést tett szükségessé. Ennek keretében került bevezetésre 2014. júniusban a célzott, hosszúlejáratú refinanszírozási eszköz (Targeted Long Term Refinancing Operation, TLTRO), amivel az EKB célja a magánszektorbeli hitelezés és a reálgazdaság élénkítése volt. Kiemelt célként fogalmazták meg, hogy a bankok a kapott jegybanki forrásokat ne állampapír vásárlásokra, hanem hitelezésre fordítsák – azaz a források felhasználását is igyekeztek leszűkíteni, ami a célzott eszközök egyik sajátja. A TLTRO

⁴⁸ Mindezekről lásd: Lehmann-Palotai-Virág (2017)

⁴⁹ A Fed irányadó kamata 2008 decemberére a 0-25 bázispontos sávba csökkent. A Fed ekkor további eszközökkel élt a monetáris lazítás érdekében: ez a likviditásnyújtó programok mellett a hitelezés és egyes részpiacok célzott támogatását jelentette.

⁵⁰ Bernanke (2009)

⁵¹ Draghi (2012)

programnak végül három szakasza volt (2014-ben indult a TLTRO–I, 2016-ban a TLTRO–II és 2019-ben a TLTRO–III), az EKB pedig mindvégig arra törekedett, hogy az eszköz kiszámíthatóbbá tegye a banki hitelezés finanszírozását, a hitel kondíciói pedig a célzott szegmensben mért banki teljesítménytől függjenek.

Bank of Japan (BoJ)

A gazdasági válság inflációt és növekedést érintő negatív hatásainak megszüntetése érdekében a japán jegybank – amely korábban is használt célzott eszközöket⁵² - az eszközvásárlási program mellett célzott finanszírozásnyújtással is igyekezett a hitelezést és így a belső keresletet ösztönözni⁵³. A Bank of Japan (BoJ) célzott hitelezésösztönző programja egy növekedéstámogató hitelprogramot, illetve egy korlátlan keretösszegű hitelezéstámogató programot jelentett. Előbbi beruházások támogatására, illetve a gazdasági növekedés alapjainak megteremtéséhez hozzájáruló vállalatok kedvezményes finanszírozására szolgált. Utóbbi az egyes pénzügyi intézmények által elért nettó hitelnövekmény értékéig biztosított kedvező kamatozású forrást. A célzott eszközök egy sajátos eleme is Japánhoz kapcsolódik. 2013 márciusában iktatták be Haruhiko Kuroda jegybankelnököt, akinek a nevéhez kötődött a Mennyiségi és Minőségi Lazítás (Quantitative and Qualitative Monetary Easing, QQE) bevezetése⁵⁴. A célzottságot az jelentette, hogy a japán jegybank deklarálta: nem csak azt kell meghatározni, hogy mennyi likviditást kell a bankrendszerbe juttatni, hanem azt is, hogy milyen eszközökön keresztül – hiszen attól függően, hogy milyen eszközökkel történik a likviditásbővítés, a hatások is eltérők lehetnek.⁵⁵

A BoJ az újszerű célzott eszközök tekintetében is aktív. A japán jegybank 2021. júniusban döntött egy új forrásnyújtó eszköz bevezetéséről, mégpedig célzottan a klímaváltozás kedvezőtlen hatásainak enyhítése érdekében. Az új eszköz kedvező kamatozású forrást jelent, amelyet zöld finanszírozásra allokálhatnak a bankok. A kapott forrás felhasználható zöld kötvényekre és hitelekre, fenntarthatósági kötvényekre és hitelekre, továbbá a zöld átmenet finanszírozására is.

Bank of England (BoE)

Az újszerű monetáris politika egyik legismertebb megtestesítője az angol jegybank 2012-ben bevezetett célzott hitelprogramja, a „Funding for Lending” program volt. A programnak az volt a célja, hogy a forrásköltségek csökkentése révén ösztönözze a hitelintézetek, valamint az építési szövetkezetek vállalati és lakossági hitelkihelyezését. Az FLS – amely megvalósítási módjában is nem-konvencionális volt, hiszen a programban részt vevők forrásköltségeinek csökkenéséhez egy fedezett csereügylettel járult hozzá – azt célozta, hogy a hitelezési aktivitás növekedjen mind a hitelkamatok mérséklésén, mind a hitelek elérhetőségének javításán keresztül. Az olcsóbb hitelek ösztönözhetők a fogyasztást és a beruházást, amely új munkahelyek teremtésére és a jövedelmek növelésére adhatott lehetőséget.

A BoE azt akarta elérni, hogy a program ösztönzőelemei hatására a bankok változtassák meg a pénzügyi válság következtében módosított üzleti tervüket, és növeljék hitelezési tevékenységüket⁵⁶. A program jellegéből adódóan áttörést jelentett, bár az eredmények nem voltak átütőek: ugyan a kis- és nagykereskedelmi forrásköltségek 150-200 bázisponttal csökkentek az intézkedések következtében, a hitelvolumenek azonban elmaradtak a várakozásoktól⁵⁷.

⁵² A BOJ Funds-Supplying Operation (FSO) 2011-es programjának célja például a Kelet-Japánt elérő 2011-es nagy földrengés sújtotta területeken működő pénzügyi intézmények támogatása volt. Lásd: Li (2018)

⁵³ Ebben az időszakban a fiskális politika nem volt stimulatív a magasnak tartott államadósság miatt, így a tartós keresletélénkítő hatást nem tudott kifejteni a gazdaságpolitika, ami a deflációs várakozások megerősödéséhez vezetett.

⁵⁴ Kuroda (2016)

⁵⁵ Kuroda (2013)

⁵⁶ Monoki-Nagy (2013)

⁵⁷ MNB (2014)

Kínai jegybank (PBOC)

A kínai jegybank a nyugati központi bankoknál direktebb beavatkozások mentén valósítja meg a monetáris politikát, így a célzott eszközöket is széles körben alkalmazza. Jellemző eszköze például a kötelező tartalékráta differenciált csökkentése, amelynek keretében például a mezőgazdasági ágazatnak és a kkv-szektorban hitelező bankok kedvezőbb elbírálás alá esnek. E célzott csökkentések fő célja a mezőgazdasági ágazatnak, a vidéki területeknek és a mezőgazdasági termelőknek nyújtott hitelezés (agrárhitelek), valamint a kkv-knak nyújtott hitelezés ösztönzése. 2017-ben az "inkluzív finanszírozás" jegyében a kedvezményeket kiterjesztették a lakosság szegényebb tagjainak és az oktatás támogatására nyújtott hitelekre is⁵⁸. A kínai jegybank a világ élvonalába tartozik a célzott zöld eszközök tekintetében. A PBOC 2021-ben indította el a szén-dioxid-kibocsátáscsökkentési eszközt (Cerf)⁵⁹, ami célzott és kedvezményes refinanszírozást nyújt majd a fenntarthatóbb gazdaságra való áttérés középpontjában álló három területre irányuló hitelekhez: tiszta energia, energiatakarékosság és környezetvédelem, valamint szén-dioxid-csökkentő technológiák. Az eszköz lehetővé teszi, hogy az ilyen hitelek 60 százalékát a széles körben elérhető, általános középtávú hitelkeret kamatlábnál jóval kedvezőbb kamatláb mellett refinanszírozzák. A finanszírozás igényléséhez a jogosult bankoknak tájékoztatást kell nyújtaniuk a javasolt projektek keretében megvalósuló potenciális kibocsátáscsökkentésről, és rendszeresen jelentést kell készíteniük a célok eléréséről és az előrehaladásról⁶⁰.

Célzott eszközök az MNB monetáris politikai eszköztárában

Az MNB esetében a célzott monetáris politikai eszközök a 2008-as pénzügyi válságot követő időszakban jelentek meg a monetáris politikai eszköztárban, az első igazán áttörő célzott programnak a 2013-ban meghirdetett Növekedési Hitelprogram tekinthető. Ezt megelőzően az MNB működését egy leegyszerűsített monetáris politikai megközelítés jellemezte, ami szűken vett mandátumértelmezésből és generális eszközök használatából állt. Az MNB gyakorlatában szétvált az árstabilitás és pénzügyi stabilitás kérdésköre, és ebben az időszakban alakult ki a lakossági devizahitelezés gyakorlata, ami a válságidőszakban komoly makrogazdasági sérülékenységi tényezővé vált, és komoly szerepe volt a 2008-as pénzügyi összeomlásban is.

Az Alaptörvény értelmében a Magyar Nemzeti Bank Magyarország központi bankja, amely sarkalatos törvényben meghatározott módon felelős a monetáris politikáért. A 2013. évi CXXXIX. törvény⁶¹ definiálja az MNB működési kereteit, meghatározza a jegybanki mandátumokat, és ennek keretében rögzíti, hogy az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása, illetve, hogy az MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását, ellenállóképességének növelését, a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását és a rendelkezésre álló eszközökkel a kormány gazdaság-, valamint a környezeti fenntarthatósággal kapcsolatos politikáját.

A jegybanktörvény a legjobb nemzetközi gyakorlattal összhangban azt is előírja, hogy az MNB alapvető feladatákként meghatározza és megvalósítja a monetáris politikát, mégpedig úgy, hogy a politika érvényesítésének eszközeit is önállóan alakítja ki. Ezen eszközök, azaz forint- és devizapiaci műveletek összessége az MNB monetáris politikai eszköztára, aminek fő célja a monetáris politika gyakorlatba való átültetése, a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartása, a piacok működési zavarainak kezelése, mégpedig a piacconformitás, az áttekinthetőség, a biztonságos és költséghatékony felépítés, a piaci partnerekkel való egyenlő bánásmód és a piacépítés elvei mentén.

⁵⁸ Li (2018)⁵⁹ PBOC (2021)⁶⁰ Guo (2022)⁶¹ 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról

A 2010 és 2013 közötti időszakban már meghirdetésre kerültek olyan eszközök, amelyek bizonyos tekintetben tartalmaztak célzott elemeket (kkv-hitelezéshez kapcsolódó kétéves hitel, devizahitelek előtörlesztéséhez kapcsolódó programok), de a célzott programok 2013-at követően váltak az MNB eszköztárának szerves részévé. Ez összefüggésben volt azzal is, hogy az infláció jelentős mérséklődésével ekkor előtérbe kerültek az MNB árstabilitás melletti, egyéb mandátumai, kiemelten a hitelezés ösztönzése, valamint a kormányzati gazdaságpolitika támogatása a sérülékenység csökkentésén keresztül. Mindeközben a generális eszköztár is átalakításra került újszerű eszközök bevezetésével (kamatswapok, deveizaswapok, a likviditás mennyiségi szabályozása), amelyek ugyanakkor nem tartoznak jelen tanulmány témakörébe, így ismertetésüktől ezúttal eltekintek.

Az MNB a jegybanktvényben lefektetett operatív függetlenségéből adódó teret az utóbbi bő évtizedben úgy használta fel, hogy – részben a fent említett nemzetközi példákól kiindulva – hangsúlyosan támaszkodott a célzott eszközökre monetáris politikai céljai elérése érdekében.

Az alábbiakban az MNB legfontosabb célzott intézkedései kerülnek bemutatásra négy csoportra bontva, melyek a következők: (1) célzott hitelosztönzés, (2) célzott sérülékenységsökkentés, (3) célzott piacépítés, illetve (4) környezet fenntarthatósághoz kapcsolódó célzott programok.

Célzott hitelosztönzés

A célzott hitelosztönzés keretében az MNB a 2013-as monetáris politikai fordulatot követően két programot vezetett be, a Növekedési Hitelprogramot (NHP) és a Piaci Hitelprogramot (PHP), amelyek a magyarországi kkv-hitelezés dinamizálását tűzték ki célul.

Növekedési Hitelprogram (NHP)

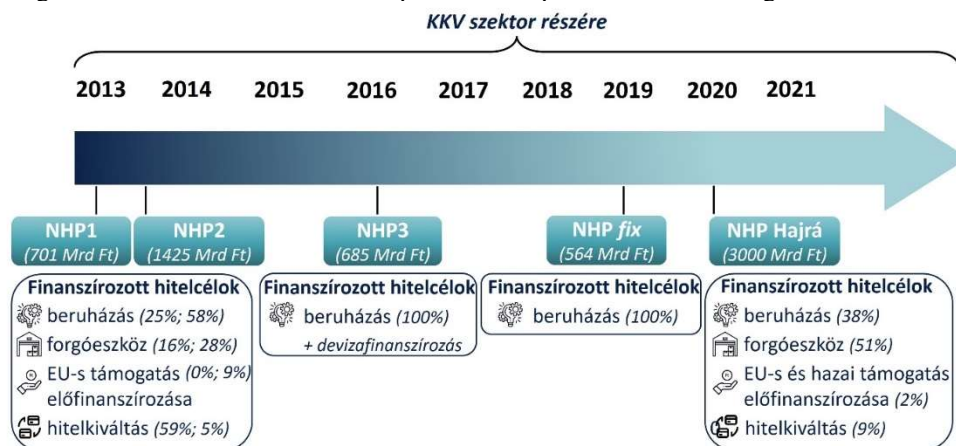
Amint a nemzetközi példák is mutatják, a 2008-as válságot követően számos jegybank egészítette ki monetáris politikai eszköztárát olyan célzott intézkedésekkel, amelyek a hitelezési zavar oldására, valamint a monetáris transzmisszió helyreállítására irányultak. Az MNB első hitelosztönző programját, a Növekedési Hitelprogramot (NHP) 2013 júniusában indította el a kkv-hitelpiac működésének helyreállítása, a gazdasági növekedés elősegítése és a pénzügyi stabilitás megerősítése érdekében. Az NHP a végső hitelfelvevők köre és a hitelcélok tekintetében is célzottabb volt más jegybankok (pl. az EKB vagy a Bank of England) hitelosztönző eszközénél. A külföldi hitelprogramok rendszerint rövidebb futamidőre és általánosabb jelleggel nyújtottak kedvező forrást a hitelezéshez, nem konkrét hitelügylethez vonatkozóan. Az NHP fókuszáltabb volt abban a tekintetben is, hogy a programban lehívható forrásokat a hitelintézetek kizárólag a vállalkozások hitelezésére fordíthatták. A nemzetközi programoktól eltérően az NHP-ban a jegybanki refinanszírozás a futamidő végéig fennállt, így a lassan megtérülő beruházások finanszírozását is kiszámíthatóvá tudta tenni. Míg az NHP-ban részt vevő bankok a 0 százalékos kamat mellett nyújtott forrást maximum 2,5 százalékos kamatmarzs mellett hitelezhették tovább a kkv-knak, a külföldi hitelprogramokban nem volt erre vonatkozó előírás. Az NHP keretében a felhasználás feltételei, így pl. a hitel maximális összege, futamideje, felhasználásának köre többször változott 2013 és 2021 között: a hangsúly egyre inkább a beruházási hitelekre terelődött, majd a 2020 elején Magyarországra is begyűrűző koronavírus-járvány a program átalakítását és a hitelcélok újbóli kibővítését indokolta.

A három hónapig tartó első szakaszban a kedvező hitelfeltételi lehetőséggel élve számos vállalkozás megvalósította elhalasztott beruházását vagy kiváltani korábbi hitelét, ami élénkítette a bankok közötti versenyt. A 2013 őszén indult második szakaszban a hangsúly már az új hitelekre, azon belül is a beruházási hitelekre terelődött. A 2016 elején kezdődött harmadik szakaszban már csak új beruházások finanszírozására volt lehetőség, összhangban az MNB azon szándékával, hogy a vállalatok működését szolgáló rövid hitelek piaci alapon valósuljanak meg. A korábbiakhoz képest újdonságot jelentett, hogy a természetes fedezettel rendelkező vállalkozások számára devizában is elérhetővé vált a jegybanki refinanszírozás. Tekintettel arra, hogy a harmadik szakasz 2017-es lezárása után a rögzített kamatozású, ezáltal kiszámíthatóbb kamatteherrel járó hitelek részaránya visszaesett, a 2019 elején induló, az NHP korábbi

szakaszainál célzottabbnak tekinthető NHP fix konstrukció a kkv-hitelezés szerkezetére kívánt hatást gyakorolni. A konstrukció céljaival összhangban jelentősen nőtt a fix kamatozás mellett nyújtott beruházási célú kkv-hitelek aránya. A koronavírus-járvány kitörése után válságkezelő eszközként 2020 tavaszán elindított, az NHP fix helyébe lépő NHP Hajrá a vállalkozások megváltozott finanszírozási igényeihez igazodva minden korábbinál kedvezőbb feltételekkel, széleskörű felhasználási lehetőségekkel biztosított forrást a kkv-szektorban. A 2021. szeptember 30-án lezárult konstrukcióban a legnagyobb igény a működést támogató forgóeszközhitelre iránt jelentkezett, ugyanakkor a keretösszeg mintegy 38 százaléka új beruházások megvalósítását szolgálta.

5.ábra: A Növekedési Hitelprogram szakaszainak jellemzői és időbeli alakulása

Figure 5: Characteristics and development of the phases of the Funding for Growth Scheme



Megjegyzés: zárójelben a hitelcélok volumen szerinti megoszlása került feltüntetésre. Az NHP1-re vonatkozó eloszlást az első, az NHP2-re jellemzőt pedig a zárójelben található második százalékos érték mutatja. Forrás: MNB

Az NHP szakaszai mintegy 75 ezer vállalkozás kedvező forráshoz jutását segítették elő közel 6400 milliárd forint összegben (1. ábra). A program nemcsak a hitelvolumenre, de a hitelállomány összetételére is kedvező hatást gyakorolt: jelentősen nőtt a kiszámítható, kamat- és árfolyamkockázat nélküli hitelek aránya. Az MNB becslései szerint az NHP mintegy 6 százalékponttal járult hozzá a gazdasági növekedéshez 2013 és 2023 között, mikroszinten tekintve pedig szignifikánsan javította a programban részt vevő vállalatok hatékonyságát és termelékenységét.

Piaci Hitelprogram (PHP)

A Magyar Nemzeti Bank 2016 januárjában indította el a Növekedéstámogató Program (NTP) részeként a Piaci Hitelprogramot (PHP)⁶², aminek az volt a célja, hogy a bankok piaci hitelezéshez való visszatérését segítse elő. A Piaci Hitelprogram keretében az MNB egy kockázatkezelést és egy likviditáskezelést segítő eszközzel támogatta a bankok piaci hitelezésére való átállását. A célzott eszközök a hitelezési feltételhez kötött kamatsere eszköz (HIRS), illetve a preferenciális betét voltak. A jegybanki eszközök kínálta előnyökért „cserébe” az igénybe vevő bankok számszerű és így ellenőrizhető hitelezési vállalásokot tettek, aminek teljesülését az MNB éves gyakorisággal visszamérte⁶³. Az első szakaszban, azaz 2016 első negyedévében a bankok 195 milliárd forint értékben tettek vállalást kkv-hitelezésük növelésére, a résztvevő intézmények éves összevont megfelelése végül 302 milliárd forintot tett ki, azaz meghaladta a 150 százalékot. Az MNB 2017 nyarán elindította a PHP második szakaszát, amely

⁶² MNB (2016a)

⁶³ Részletesen lásd: Bodnár, Hegedűs, Plajner, Pulai (2017)

során a bankok 2017. évi kvv-hitelezési vállalása tovább emelkedett⁶⁴. A hitelezési vállalások 2017-re vonatkozó banki teljesítésének ellenőrzésekor az MNB megállapította, hogy a 2017 a 16 résztvevő bank mindegyike teljesítette vállalását, aminek eredményeként szektorszinten a bankok mintegy 250 százalékos teljesítést értek el. 2017-ben részben a bankok vállalásai miatt a vállalati hitelállomány növekedésének dinamikája elérte a 10 százalékot, az önálló vállalkozókat is figyelembe véve a kvv-szektor hitelállománya pedig 12 százalékkal bővült⁶⁵.

Kolozsi-Parragh-Pulai (2017) a nemzetközi és hazai hitelösztönző programok összevetése alapján megállapította, hogy a 2013 után bevezetett magyar hitelösztönző programok nemzetközi összevetésben is kiemelkedő célzottságot és intenzitási szintet mutattak. Általános tapasztalat volt, hogy a korai, „első körös” hitelösztönző lépésekhez képest a másod- és harmadkörös programok célzottabbak voltak és nagyobb volt ösztönző erejük is, miközben a méret tekintetében egyértelmű trend nem volt azonosítható; a programok intenzitása, ösztönző ereje ugyanakkor jellemzően emelkedett a célzottság emelkedésével; a hitelösztönzés tekintetében a kevésbé célzott és kevésbé ösztönző programok felől a célzottabb és magasabb intenzitású programok felé való elmozdulás volt jellemző mind nemzetközi szinten, mind Magyarországon.

Célzott sérülékenységsökkentés

Lakossági devizahitelek forintosítása

A globális túlhitelezési folyamat⁶⁶ egyik különösen problémás fejezete volt a devizahitelezés kelet-közép-európai elterjedése⁶⁷. Szinte minden régiós országban a válságra adott reakciók részét képezte valamilyen devizahiteles intézkedéscsomag⁶⁸, de Magyarország volt az egyetlen ország, ahol sor került a lakossági devizahitelek teljes kivezetésére. Az első válságkezelő intézkedések és szabályozási változások⁶⁹ nem voltak képesek a devizahiteles problémát végérvényesen kezelni, a megoldást a lakossági deviza és devizaalapú jelzáloghitelek teljes kivezetése jelenthette, amire 2014 őszétől⁷⁰, azaz első jogilag lehetséges és közgazdaságilag is megfelelően alátámasztott időpontban⁷¹ került sor.

A devizahiteles probléma kezelésére az MNB egy célzott jegybanki konverziós programot alakított ki, ami 9 milliárd euró értékű hitelállományt érintett. A program fedette a bankok devizaigényeit, de nem veszélyeztette a jegybanki tartalék optimális szintjét⁷². Ez utóbbira az jelentett garanciát, hogy a jegybank által rendelkezésre bocsátott eszközök egyrészt mérsékeltek a rövid lejáratú külső adósságot, és így a jegybanki devizatartalék-igényt, másrészt a devizatartalékok az elkövetkező 3 évben megfelelően szétterített, fokozatos felhasználásával biztosították a bankok számára a forintosításból származó devizakeresletük kielégítését. A lakossági devizahitelek tényleges, formális forintosítására 2015 tavaszán került sor. A devizában eladósodott autóhitelek és a devizában denominált személyi hitellel rendelkezők „kimentését” érdekében az MNB és a kormány 2015 nyarán döntést hozott ezen hitelek forintosításáról is, az

⁶⁴ Kolozsi (2017)

⁶⁵ MNB (2019a)

⁶⁶ Lentner (2015)

⁶⁷ Kolozsi (2018)

⁶⁸ Dancsik et al (2015)

⁶⁹ Lentner (2016)

⁷⁰ Rendszertani aspektusokról lásd: Lentner (2015)

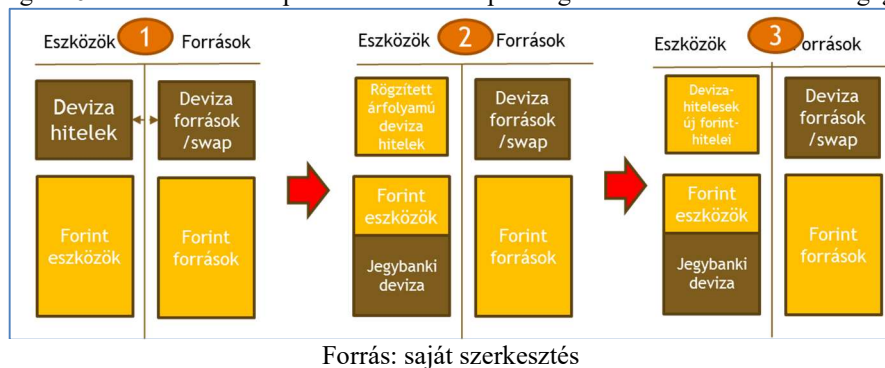
⁷¹ Ennek legfontosabb feltételei Kolozsi-Banai-Vonnák (2015) alapján az alábbiak voltak: (1) nyitott jogi kérdések lezárása; (2) kamatkörnyezet és makrogazdasági stabilitás; (3) megfelelő devizatartalék-mozgástér.

⁷² A konzervatív devizatartalékolást preferálva a Guidotti – Greenspan szabályt tekinthetjük mérvadónak. 2015. I. negyedévében a devizatartalék állomány 37 milliárd euro volt, a 2011-óta csökkenő rövid lejáratú külső adósság értéke ugyanakkor 22 milliárd eurót tett ki.

MNB a kapcsolódó tendereket 2015 augusztus-szeptemberben meg is tartotta. A tendereken a jegybank további 605 millió svájci frankot adott el a bankoknak.

6.ábra: A lakossági deviza-jelzáloghitelek forintosításának sematikus ábrája

Figure 6: The schematic representation of the phasing-out of household FX mortgages



A célzott jegybanki program egyik kulcseleme az időzítés volt. 2015. január 15-én a svájci jegybank feladta az euró árfolyamának ingadozásával szembeni védelmét. A sáveltörlés a svájci frank erősödését, illetve az euró és különösen a forint jelentős gyengülését hozta, amely jelentős következményekkel járhatott volna a svájci frankban eladósodott háztartásoknak, ha nem történik meg pár hónappal korábban a konszolidáció. A kitétség megszűnése miatt azonban a svájci döntés már nem érintette a magyar gazdasági szereplők többségét.

A forintosítás a monetáris és a fiskális politika közötti „konstruktív együttműködés” modelljét követte, ami nem az egymással versengő és egymást ellentételező jegybanki és kormányzati működést, hanem „a gazdaságpolitikai célok közös, szinergikus elérését célozza, a jegybanki függetlenség megtartása mellett” (Kolozsi-Lentner-Parragh, 2017)⁷³. A lakossági devizahitelek kivezetése esetén ez a hozzáállás szükséges volt, a kitűzött célok elérése ugyanis nem lett volna megvalósítható a kormány és a jegybank közös és koordinált fellépése nélkül.

Önfinanszírozási program

A 2000-es évek közepétől kezdődően Magyarország finanszírozási szerkezete kedvezőtlen irányban változott, aminek egyik fő oka a külső adósságállomány emelkedése volt, ezzel párhuzamosan pedig az államadósság finanszírozásában visszaszorultak a hazai szektorok. A 2008-ban kirobbant globális pénzügyi válság rámutatott a magyar gazdaság külső eladósodottságának és sérülékenységének kockázataira. A Magyarországgal foglalkozó befektetői elemzések, jelentések is kiemelt kockázatként értékelték a magas külső sérülékenységet, aminek csökkentése 2014-re a magyar gazdaságpolitika egyik kiemelt céljává vált⁷⁴.

A fentiek kezelése érdekében 2014 tavaszán az MNB meghirdette az Önfinanszírozási programot, melynek célja az államadósság belső forrásokból történő finanszírozásának erősítése, a külső forrásokra való ráutaltság csökkentése és ezáltal a pénzügyi stabilitás erősítése volt. A jegybank Önfinanszírozási programjának keretében átalakította és megújította a monetáris politikai eszköztárat, amivel a banki likviditást fedezeti értékpapírok, azaz a magyar értékpapírpiacon sajátosságai miatt kiemelten az állampapírok felé terelte. Ennek ösztönzésére újabb, nem hagyományos instrumentumokat vezetett be, amelyek közül kiemelkedtek a jegybanki gyakorlatban addig széles körben nem használt kamatcsere-ügyletek⁷⁵.

⁷³ A fiskális és a monetáris politika által együttesen érintett gazdaságpolitikai területekről, illetve közösen kezelt gazdaságpolitikai kihívásokról lásd Matolcsy–Palotai (2016).

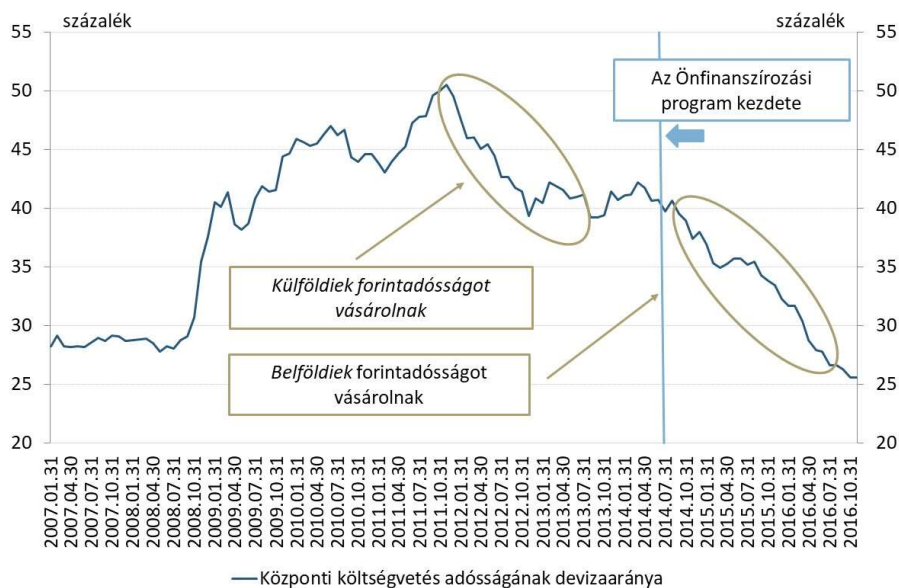
⁷⁴ MNB (2016b)

⁷⁵ A kamatcsere-ügyletekről bővebben lásd: MNB (2015)

A jegybanki beavatkozás eredményeképpen érdemben javult az államadósság tulajdonosi összetétele, deviza- és lejárat szerkezete. Az Önfelfinanszírozási program indulását követően az államadósság devizaaránya a 2014 első felében jellemző 40 százalékról 2015 végére 30 százalék közelébe csökkent, majd ez a csökkenés 2016 folyamán tovább folytatódott, év végére megközelítve a 25 százalékot. A program sikerességében az MNB, ÁKK, valamint a bankszektor szereplőinek együttműködése is szerepet játszott.

7.ábra: A központi költségvetés adósságának devizaaránya az MNB önfelfinanszírozási programja alatt

Figure 7: The foreign currency ratio of the debt of the central budget under the MNB's Self-financing program



Forrás: saját szerkesztés

Energiainporthoz kapcsolódó devizaeszköz

Az orosz-ukrán háború kitörését követően kibontakozó energiaválság kedvezőtlenül érintette a hazai pénzügyi piacokat, illetve az extrém mértékben emelkedő energiaárakon keresztül gazdaság egészét. Az egyre fokozódó energiapiaci, illetve abból adódóan pénzügyi turbulenciára reagálva az MNB 2022. október 14-én rendkívüli, célzott válságkezelő intézkedéseket jelentett be⁷⁶. Ennek keretében vállalta a bejelentést követő hónapokban az energia-import fedezése kapcsán felmerülő jelentősebb devizalikviditási igény közvetlen biztosítását.

Az eszköz célja annak biztosítása volt, hogy az energiainporthoz kapcsolódó devizapiaci tranzakciók rendezetten, a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzése mellett és a forint árfolyamára gyakorolt érdemi hatás nélkül menjenek végbe. A pénzügyi stabilitás biztosításához a monetáris kondíciók szigorítása mellett szükség volt olyan eszközre, ami a nem kamatérzékeny tőkeáramlásokat is kezeli. Mivel a folyó fizetési mérleg energiaegyenlegen kívüli tételei összességében már pozitívak voltak, a jegybank az intézkedéstől azt várta, hogy az eszköz érdemben módosítja a devizapiac kereslet-kínalmi viszonyait. Az eszközt a hazai bankok közvetítésével a hazai energiainportőrök használhatták. Az energiapiaci árak 2023 első hónapjaiban történt csökkenésével és a hazai energiafogyasztás mérséklődésével összhangban érdemben csökkent az importőr vállalatok devizaigénye. A Monetáris Tanács értékelése szerint

⁷⁶ MNB (2022)

az energiainporthoz kapcsolódó euroeladási eszköz hatékonyan járult hozzá a devizapiaci stabilitás megteremtéséhez, így az 2023. március 31-vel kivezetésre került⁷⁷.

Céltzott piacépítés

Jelzáloglevél-piaci programok

Az elmúlt években a hazai jelzáloglevél-piac jelentős fejlődésen ment keresztül, amelyhez az MNB céltzott eszközei érdemben hozzájárultak. A jelzáloglevelek piacának fejlődése kedvező hatásokkal jár mind a kibocsátó hitelintézetek, mind a hitelfelvevők számára, valamint erősíti a pénzügyi stabilitást is, ezáltal a végsősoron a gazdaság egészének előnyös. Ezek az értékpapírok a mögöttük álló fedezet miatt biztonságosak, magas minőségűek, ezáltal a befektetők számára alacsony kockázatot hordoznak, így az általuk bevont források költsége is alacsonynak tekinthető. Mivel a jelzáloglevelek futamideje általában hosszú, hozzájárulhatnak a banki mérlegek lejáratú eltéréseinek mérsékléséhez is. Az alacsony forrásköltség hozzájárulhat a hitelköltségek mérsékléséhez is, így a hitelfelvevők is részesülhetnek a kibocsátásukból járó előnyökből⁷⁸.

Bár a 2000-es évek elején a jelzáloglevéllel finanszírozott lakáshitelekre igénybevehető állami kamattámogatás bevezetése miatt jelentős mértékű jelzáloglevél állomány épült fel, azonban a konstrukció kivezetését követően a kibocsátott volumen érdemben csökkent⁷⁹. Ezt követően 2017-től kezdődően azonban az MNB érdemben támogatta a piac fejlődését, így a jelzáloglevelek állománya ismét növekedésnek indult. Az első piacösztönző lépést az MNB szabályozói oldalról tette meg, a jelzáloghitel-finanszírozás megfelelési mutató (JMM) bevezetésével. Az előírás szerint az 1 éven túli lejáratú lakossági jelzáloghiteleket meghatározott arányban a hitelek fedezete mellett kibocsátott forrásokkal kell finanszíroznia a hitelintézeteknek. Az előírt arány kezdetben 15 százalék volt, ami az elmúlt években fokozatosan 25 százalékra emelkedett. Az intézkedés bevezetésének évében, 2017-ben a szabályozáshoz köthetően mintegy 360 milliárd forint jelzáloglevél került kibocsátásra (MNB, 2018). A piaci transzparencia növelése érdekében, a kibocsátások megemelkedő mértékére reagálva a Budapesti Értéktőzsde az MNB-vel együttműködve 3 új jelzáloglevél-indexet vezetett be 2017 decemberétől.

Az MNB 2018-ban a hosszú hozamokra ható monetáris nemkonvencionális politikai eszköztár részeként Jelzáloglevél-vásárlási programot indított. A program mellett, hogy támogatta a laza monetáris kondíciók hosszú futamidőkre való kiterjesztését, érdemben hozzájárult a jelzáloglevél-piac fejlesztéséhez és a banki kamatkockázatok csökkentéséhez. Az eszközvásárlási program első szakaszát az MNB még 2018-ban lezárta, amelynek keretében összesen 381 milliárd forint névértékben vásárolt fix kamatozású jelzálogleveleket⁸⁰. A jelzáloglevél-vásárlási programot az MNB 2020-ban a koronavírus-járvány gazdasági hatásaira adott válaszlépéseinek keretében indította újra. A program második szakaszában a jegybank további 307 milliárd forint névértékben vásárolt értékpapírokat. Ezt követően az MNB 2021-től szűkítette a jelzáloglevél vásárlások fókuszát és kizárólag egy új piaci szegmensre, a zöld jelzáloglevelek körére korlátozta azokat a Zöld jelzáloglevél-vásárlási program elindításával, amellyel katalizálta a hazai zöld jelzáloglevél piac létrejöttét. A szigorú monetáris politikai irányultsággal összhangban az MNB 2022-ben függesztette fel a vásárlásait.

A jegybanki intézkedések eredményeképp a hazai jelzáloglevelek állománya a 2016 végén látott 700 milliárd forint alatti névértékről 2023. végére megközelítette a 2100 milliárd forintot.

⁷⁷ MNB (2023)

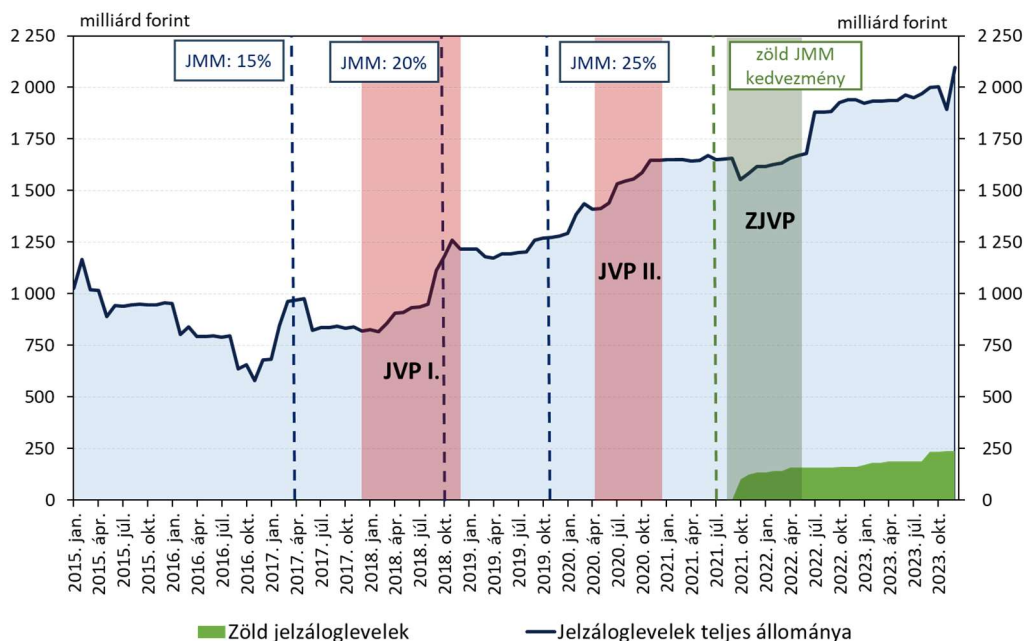
⁷⁸ A jelzáloglevelek előnyös tulajdonságairól bővebben lásd Papp (2005).

⁷⁹ Borkó és Herbert (2023)

⁸⁰ MNB (2019a)

8.ábra: A hazai kibocsátású jelzáloglevelek állományának alakulása és az MNB kapcsolódó intézkedései

Figure 8: Development of the portfolio of domestically issued mortgage bonds and related measures of the MNB



Forrás: saját szerkesztés

Növekedési Kötvényprogram (NKP)

A Növekedési Kötvényprogramot az MNB Monetáris Tanácsa egy stratégiai, piacfejlesztési döntés eredményeként indította el 2019-ben, azzal a céllal, hogy a vállalatikötvény-piac likviditásának növelésén keresztül segítse a hazai társaságok forrásbevonásának diverzifikálását és a jegybanki kamatdöntések hatékonyabb érvényesülését. Az NKP kidolgozása során az MNB hangsúlyosan épített az EKB kötvényvásárlási programjainak tapasztalataira.

Míg a jegybanki hitelprogramoknak köszönhetően a 2008-as pénzügyi összeomlást követő évtizedben a magyar vállalati hitelezés lassan helyreállt, a finanszírozás szinte kizárólag bankhitelekre támaszkodott. A nem-pénzügyi vállalatok GDP-arányosan 1 százalékos körüli kötvényállománya nemcsak a banki hitelek 17 százalékos méretéhez képest törpült el, hanem a visegrádi országok kötvénypiacaihoz képest is alulmaradt⁸¹. Az MNB ezért úgy döntött, hogy az NKP segítségével elősegíti az egészséges kötvénypiac működéséhez szükséges piaci mechanizmusok kialakulását, illetve a kötvények forgalomba hozatalához nélkülözhetetlen, készségintű ismeretek elmélyítését.⁸²

Az NKP-nak köszönhetően a vállalati kötvényállomány a GDP 5 százaléka fölé emelkedett. A programban, annak 2022. április végi lezárásáig 89 kibocsátó összesen 114 kötvénysorozat hozott forgalomba, 2859 milliárd forint forrásbevonás és névértéken 1550 milliárd forint volumenű jegybanki vásárlás mellett. Ennek köszönhetően hazánk a visegrádi országok között az NKP elindítását megelőző sereghajtói pozíciójából a térség piacvezetőjévé vált. Továbbá a piac a legtöbb szerkezeti paraméter alapján is jelentős fejlődésen ment keresztül, a

⁸¹ A vállalati kötvénypiac előnyeiről lásd ICMA (2013)

⁸² A program részleteiről lásd MNB (2019c).

kötvényállomány kibocsátói és iparági koncentrációja csökkent. Míg az NKP elindítása előtti időszak végén az 5 legnagyobb piaci részarányal rendelkező kibocsátó a hazai piac 89 százalékát adta, addig 2022 első negyedévének végén ez az érték már csak 49 százalék volt. A kibocsátók száma több mint kétszeresére, a forgalomban lévő értékpapírok száma pedig közel háromszorosára emelkedett. A kötvényeken keresztüli forrásbevonást a viszonylag kisebb vállalatok is jobban elérték, mint a térségbeli referenciapiacokon. A forint denominációjú – azaz árfolyamkockázattól mentes – értékpapírok piaci részaránya 7 százalékról 72 százalékra, míg a fix kamatozású kötvények súlya 87 százalékról 95 százalékra nőtt. Bár az NKP elindításakor a jegybank nem határozott meg explicit zöld célt, a program által stimulált kötvénypiaci aktivitás lehetőséget teremtett a zöld értékpapírok hazai megjelenésére is. A monetáris politika irányultságával összhangban az MNB Monetáris Tanácsa 2021 decemberében döntött az NKP lezárásáról.

Környezet fenntarthatósághoz kapcsolódó célzott programok

A célzott monetáris politikáról beszélve nem kerülhető meg a jegybankok zöld aktivitásának kérdése. Bár konszenzus még nem alakult ki, de egyre több jegybank ismeri el feladatának a klímaváltozás elleni küzdelemben való aktív részvételt⁸³. Nem csak a mandátumokkal való összhang, hanem az esetlegesen alkalmazott eszközök tekintetében sincs egyelőre összhang a jegybanki világban, de a zöld intézkedések jellegükből adódóan célzottak - hiszen a jegybankoknak „ki kell emelnie” a zöld finanszírozást a többi közül, hogy ebbe az irányba lehessen terelni a forrásokat.

Az Országgyűlés 2021. május 28-ai döntése értelmében az MNB mandátuma kiegészült a kormány környezeti fenntarthatósággal kapcsolatos politikájának támogatásával. Az MNB küldetésének tekinti, hogy nemzetközi szinten is élen járva és példát mutatva legyen aktív részese az alacsony karbonkibocsátású gazdaságba való átmenetnek⁸⁴. A monetáris politika tekintetében a fenntarthatósági lépések a 2021-ben meghirdetett Zöld jegybanki eszköztár-stratégia⁸⁵ mentén kerültek integrálásra. Eszerint az MNB az elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül, a mandátumában rögzített célokkal összhangban hosszú távú környezeti fenntarthatósági megfontolások mentén alakítja ki a monetáris politikáját és törekszik arra, hogy eszköztára támogassa a fenntartható fejlődést és felzárkózást.

A környezeti fenntarthatósági szempontok monetáris politikai eszköztárba való beépítése érdekében az MNB bevezette a zöld hitelezést ösztönző Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Programot (ZJVP) és az NHP Zöld Otthon Programot (ZOP), továbbá integrálta a zöld szempontokat fedezetkezelési keretrendszerébe. Az aktív eszközök célkeresztjében a hazai lakáspiac állt, amelynek műszaki és hőtechnikai szempont szerinti elavultsága okán jelentős fejlesztésekre volt lehetőség, illetve szükség emellett, hogy a korszerűsítés számottevő pozitív környezeti hatást vált ki az energiafelhasználás és ÜHG kibocsátás elkerülésén keresztül.

Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Program

A ZJVP keretében az MNB kizárólag olyan jelzálogleveleket vásárolt, amelyek a kibocsátó által közzétett keretrendszer alapján megfeleltek a piacon használt nemzetközi irányelvek (Climate Bonds Initiative által kidolgozott Climate Bonds Standard vagy az International Capital Market Association által kidolgozott Green Bond Principles⁸⁶) valamelyikének, azzal, hogy a megfelelés igazolásához független külső minősítő bevonására volt szükség. Emellett a program nyilvános, évenkénti riportálási kötelezettséget írt elő a kibocsátók számára ezzel meghonosítva a legjobb nemzetközi gyakorlatot a hazai zöld jelzáloglevél-piacon. A program sikerességét jól szemlélteti, hogy a hazai zöld jelzáloglevél-piac nem csak létrejött, hanem a program 2022

⁸³ Kolozsi et al (2022)

⁸⁴ Matolcsy (2022)

⁸⁵ MNB (2021)

⁸⁶ Az irányelvekről lásd bővebben: Lóránt–Szabadkai (2022)

tavaszaán történt felfüggesztése óta is bővült, ezzel tendenciaszerűen növelve a zöld jelzáloglevelek piaci részarányát a hazai jelzáloglevél-piacon.

NHP Zöld Otthon Program

A 2021 őszaén elindított Zöld Otthon Program (ZOP) szintén az NHP részeként került meghirdetésre, ezúttal azonban nem a kkv-szektor hitelezésének ösztönzése céljából, hanem lakossági ügyfelek részére. Szintén újdonságot jelentett, hogy az MNB új, fenntarthatósági mandátumával, valamint zöld monetáris politikai eszköztár-stratégiájával összhangban dedikáltan zöld, fenntarthatósági kritériumok kerültek meghatározásra a programban. A ZOP a zöld lakáshitelepiacl létrejöttét és a környezeti fenntarthatósági szempontok hazai lakáspiacon történő érvényesülését segítette elő – az NHP korábbi szakaszaihoz hasonlóan – kedvező kamatozású jegybanki forrással. A 2022. szeptember végén zárult 300 milliárd forint keretösszegű program mintegy 8600 háztartás számára tette lehetővé, hogy magas energiahatékonysággal rendelkező új ingatlant építsen vagy vásároljon.

Zöld fedezetkezelés

A fedezetkezelési gyakorlat szempontjából a fenntarthatósági gondolat adaptálására 2021 szeptemberében került sor, amikor az MNB – az nemzetközi szinten is élenjárva a jegybankok között – bevezette az ún. preferenciális zöld haircut-ot, amely zöld értékpapírok fedezetbe adása esetén 20 százalékos kedvezményt biztosít 5 százalékpontos maximális érték mellett⁸⁷. Ezzel a lépéssel az MNB növelte, illetve folyamatosan fenntartja a zöld értékpapírok iránti keresletet, ezen keresztül ösztönözve a további kibocsátásokat. Az MNB 2022 szeptemberétől további riportálási kötelezettségek teljesítéséhez kötötte a preferenciális zöld haircut alkalmazását, ezzel még inkább elősegítve a transzparencia növelését mind a zöld, mind a nem-zöld értékpapír piacokon.

Záró gondolatok

A jegybankok működése jelentős átalakuláson ment a 2008-as pénzügyi válság óta eltelt másfél évtizedben, aminek kiemelt eleme volt a célzott monetáris politikai programok megjelenése és elterjedése. Jelen tanulmányban bemutatásra került, hogy a jegybankok milyen történeti fejlődésen mentek keresztül addig, hogy a célzott instrumentumok az eszköztárunk részét képezzék, milyen elméleti megalapozó munkák születtek a célzott monetáris politikával kapcsolatban, illetve, hogy miképp illeszthetők ezek a programok a monetáris politikai implementáció keretei közé. Áttekintetem a célzott eszközök rendszertani pilléreit, jelesen a hozzáadott érték, a célmeghatározás, a legitimáció és intézményi keretek, illetve az operatív megvalósíthatóság kérdéskörét.

A célzott eszközök elméleti megalapozottsága és rendszertani integráltságuk még nem teljes, de a gazdaságpolitikai döntéshozók ezzel együtt az alkalmazásuk mellett döntöttek több esetben is. A nemzetközi példák bemutatása után részletesen ismertetésre kerültem az MNB célzott programjai, amelyek 2013 óta a jegybanki eszköztár hangsúlyos elemei. Eltérő technikai megoldásokat alkalmazva, de az NHP és a PHP is a célzott hitelösztönzést tűzték ki célul, az önfinanszírozási program és a devizahitelek forintosítási programja pedig a külső sérülékenységsökkentés jegyében kerültek bevezetésre. A jelzáloglevélvásárlásokkal és az NKP-val az MNB célzott piacépítést hajtott végre a jelzáloglevél-piacon és a vállalati kötvények piacán, diverzifikálva ezzel a gazdaság forráshoz-jutási lehetőségeit. A célzott zöld programoknak az MNB-törvény 2021-es módosítása adott alapot, a monetáris politikai irányultság szigorodása előtt elindult a megközelítésében újszerű Zöld Otthon Program, a zöld jelzáloglevél-vásárlási program és a fedezetkezelés zöld átalakítása is.

Előretekintve arra számíthatunk, hogy a mindennapjainkat már ma is jellemző megatrendek érdemi hatással lesznek a gazdaságirányításra, és ezen belül a monetáris politikára. A gazdasági növekedés ökológiai következményei, a demográfiai robbanás, a technológia rohamtempóban

⁸⁷ Kolozsi–Manasses–Straubinger (2021)

történő fejlődésének hatása, geopolitikai kihívások és a digitális átalakulás mind-mind olyan tektonikus mozgások, amelyek befolyásolni fogják a jegybankok működését és eszközeit.

A jövő jegybankjának kontúrjai még nem egyértelműek, de azt nehéz lenne kétségbe vonni, hogy a körülöttünk zajló változások, a megatrendek abba az irányba mutatnak, hogy a célzott eszközök a következő években és évtizedekben is velünk maradnak. Egyrészt az adatforradalom, a big data, a gépi tanulás és mesterséges intelligencia térnyerése, valamint a digitalizáció, és kiemelten a digitális jegybankpénzek (CBDC) esetleges megjelenése mind elősegítheti a jegybanki célzás hatékonyságának növelését, másrészt pedig az előttünk álló kihívások, különösen a nemlineáris összefüggésekkel, és a fordulópontok miatt az idő kiemelkedő fontosságával⁸⁸ jellemezhető zöld és digitális átmenet szükségessé is teheti azt. Ezért is kiemelten fontos, hogy az MNB utóbbi években jelentős tapasztalatokat szerzett a célzott eszközök terén – ez ugyanis nem csak a már elért és ebben a tanulmányban röviden ismertetett eredmények miatt bír hozzáadott értékkel, hanem kitörési pontot jelent abból a szempontból is, hogy a megszerzett tapasztalatok előretételeként is hozzájárulhatnak a monetáris politika eredményességének növeléséhez és ezáltal a jegybanki működés társadalmi hasznosságának emeléséhez. Georgieva (2024) szerint három olyan kulcsterületet lehet azonosítani, ami alapjaiban határozza majd meg, hogy milyen irányba megy tovább a globális gazdaság fejlődése, ami akár a jegybanki programok céljait is jelentheti majd: a klímagazdaság, a digitális forradalomra és a mesterséges intelligenciára építő ipar, illetve a humántőke megerősítése az oktatás, az egészségügy, a szociális védőháló és az inkluzivitás fejlesztésével. Jelen tudásunk szerint a jövő kihívásainak kezelése nemigen képzelhető el célzott programok nélkül. Az eddigi tapasztalatok alapján a generális megközelítésű jegybankolási gyakorlat nem képes ezeket a jól lehatárolható kihívásokat érdemi többletköltség nélkül kezelni, így a gazdaságpolitikai célok elérése a célzott jegybanki eszközök térnyerését hozhatja. Ehhez ugyanakkor egy feladatot még mindenképp el kell végeznie a jegybanki közösségnek, mégpedig az eddigi programok hatásának pontos és őszinte visszamérését, enélkül ugyanis nem alakíthatók ki azok az eszközök, amelyekkel hatékonyan alakíthatjuk a kritikus gazdasági és társadalmi folyamatokat. Az azonnali hatások elemzése jellemzően megtörtént, a jövőbeli kutatásoknak ugyanakkor arra kell majd fókuszálnia, hogy a célzott programok milyen strukturális változásokat okoztak a gazdaságban, milyen mértékben voltak adiciónálisak a hatások a piac normál működéséhez képest, milyen társadalmi következmények azonosíthatók (egyenlőtlenség), az elért eredmények vajon elegendőek-e a közpolitikai cél teljesítéséhez, mennyire volt optimális a programok mérete és időzítése, ideértve a programok elindítását és befejezését is, valamint hogy mindez miképp hatott a monetáris politika általános vitelére, a jegybankok mérlegére, és ezáltal jövőbeli mozgásterére.

Irodalomjegyzék

2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról

[Ambrus, L. \(2016\): Alexander Gerschenkron és a gazdasági felzárkózás stratégiai. Összkep, 2024. <https://osszkep.hu/2016/06/alexander-gerschenkron-es-a-gazdasagi-felzarkozas-strategiai/>](https://osszkep.hu/2016/06/alexander-gerschenkron-es-a-gazdasagi-felzarkozas-strategiai-2024)

Balog, Ádám; Matolcsy, György; Nagy, Márton; Vonnák, Balázs (2014): Credit crunch Magyarországon 2009 és 2013 között: egy hiteltelen korszak vége? Hitelintézeti Szemle, Vol. 13, No. 4, pp. 11-34.

[Bank for International Settlements \(2009\): Issues in the Governance of Central Banks. A report from the Central Bank Governance Group. 2009.](#)

Bauer, Péter; Oláh, Zsolt (2016): Milyen veszélyeket rejt a hitelezési piac és a hitelközvetítés befagyása? Növekedési Hitelprogram a Magyar Nemzeti Bank hitelösztönző eszközének tapasztalatai 2013-2015, pp. 9-21.

⁸⁸ Az idő fejlődésben betöltött kritikus szerepéről lásd Paul Virilio munkásságát, kiemelten: Virilio (1991)

- Bernanke, Ben S. (2009): The Crisis and the Policy Response. Speech delivered at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, January 13; and Ben S. Bernanke (2009), "Federal Reserve Policies to Ease Credit and Their Implications for the Fed's Balance Sheet," speech delivered at the National Press Club Luncheon, National Press Club, Washington, D.C., February 18. Link: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>
- Bindseil, U. (2014): Monetary Policy Operations and the Financial System. Oxford University Press. 2014. ISBN: 9780198716907
- Blanchard, Olivier (2012): Monetary Policy In The Wake of The Crisis. In: Blanchard et al. (szerk.): In the wake of the crisis. Leading Economists Reassess Economic Policy. The MIT Press. International Monetary Fund. 2012.
- Bodnár, István; Hegedűs, Sándor; Plajner, Ádám; Pulai, György (2017): Célzott hitelösztönzés: NHP-tól az NTP-ig. In: Lehmann, Kristóf; Palotai, Dániel; Virág, Barnabás szerk. (2017): A magyar út – célzott jegybanki politika. MNB, 2017.
- Borkó, Tamás; Herbert, Evelyn (2023): Jelzaloglevelek, pillér a stabil bankrendszerhez. Szakmai cikk, Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/borko-tamas-herbert-evelyn-jelzaloglevelek-piller-a-stabil-bankrendszerhez.pdf>
- Curdia, Vasco; Woodford, Michael (2010): the Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy. NBER Working Papers, no. 16208. Link: <https://www.frbsf.org/economic-research/wp-content/uploads/sites/4/CW2011-NBER-WP.pdf>
- Dancsik, Bálint; Fábián, Gergely; Fellner, Zita; Horváth, Gábor; Lang, Péter; Nagy, Gábor; Oláh, Zsolt; Winkler, Sándor (2015): Comprehensive analysis of the nonperforming household mortgage portfolio using micro-level data. MNB Occasional Papers Special Issue. 2015.
- Draghi, Mario (2012): Speech at the Global Investment Conference in London 26 July 2012. Link: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- Gabor, Daniela, 2023. "The (European) Derisking State," SocArXiv hpbj2, Center for Open Science.
- Georgieva, K. (2024): The Economic Possibilities For My Grandchildren. IMF Managing Director's Keynote Speech at King's College, Cambridge, followed by a conversation with provost Gillian Tett featuring Kristalina Georgieva. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2024/03/08/sp031424-kings-college-cambridge-kristalina-georgieva>
- Gertler, Mark; Karádi, Péter (2011): A model of unconventional monetary policy. Journal of Monetary Economics, no. 58, pp. 17–34.
- Guo, Sebastian (2022): For PBoC's new green lending tool, transparency and verification are key. Green Central Banking. January 6, 2022. Link: <https://greencentralbanking.com/2022/01/06/china-new-green-lending-tool-cerf/>
- Hoffmann, Mihály; Kolozsi, Pál Péter (2017). A monetáris politikai eszköztár kialakításának szempontjai. In Vonnák B. (szerk.), Modern jegybanki gyakorlat (pp. 151-158). MNB. Link: <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-modern-jegybanki-gyakorlat.pdf>
- Hoskisson, Robert E.; Eden, Lorraine; Lau, Chung Ming; Wright, Mike (2000): Strategy in Emerging Economies. The Academy of Management Journal, Vol. 43, No. 3 (Jun., 2000), pp. 249-267
- ICMA (2013): Economic Importance of the Corporate Bond Markets. ICMA. 2023. Link: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Media/Brochures/2013/Corporate%20Bond%20Markets%20March%202013.pdf>
- Kocziszkó György (szerk.) (2024): Fenntarthatóg jövője, a jövő fenntarthatósága. Metropolitan Egyetem, Budapest.

- Kolozsi Pál Péter – Lentner Csaba – Parragh Bianka, 2017: Közpénzügyi megújulás és állami modellváltás Magyarországon. *Polgári Szemle*, 13. évf., 4–6. szám, 2017, 28–51., DOI: 10.24307/psz.2017.1204
- Kolozsi Pál Péter (2011): *Libéralisation commerciale et politique de change: possibilités et contraintes dans une petite économie ouverte: le cas de la Hongrie*. PHD Thesis. 2011. <https://theses.fr/2011IEPP0011>
- Kolozsi, P.P., Horváth, G., Lentner Cs. (2022): Interbank liquidity and short-term yields in an emerging market economy – the experience of Hungary in 2016–2020. *Banks and Bank Systems*, Volume 17, Issue 4, 2022
- Kolozsi, Pál Péter & Horváth, Gábor, 2020. "Mennyit ér a likviditás?.A magyar bankrendszer likviditáskeresleti függvényének becslése [How much are reserves worth? Estimating interbank liquidity demand in Hungary]," *Közgazdasági Szemle (Economic Review - monthly of the Hungarian Academy of Sciences)*, *Közgazdasági Szemle Alapítvány (Economic Review Foundation)*, vol. 0(2), pages 113-139.
- Kolozsi, Pál Péter (2017) Konstruktív összhang a gazdaságpolitikában - jegybanki programok és a jól irányított állam. ÚJ MAGYAR KÖZIGAZGATÁS pp. 19-28. https://kozszov.org.hu/dokumentumok/UMK_2017/kulonszam/03_Konstruktiv_osszhang.pdf
- Kolozsi, Pál Péter (2018): A lakossági devizahitelezés egyes kérdései nemzetközi bírósági döntések tükrében. ÚJ MAGYAR KÖZIGAZGATÁS 11: 4) Közpénzügyi Különszám pp. 19-26. , 8 p. (2018)
- Kolozsi, Pál Péter; Banai, Ádám; Vonnák, Balázs (2015): A lakossági deviza-jelzáloghitelek kivezetése: időzítés és keretrendszer. *HITELINTÉZETI SZEMLE* 14: 3 pp. 60-87.
- Kolozsi, Pál Péter; Horváth, Balázs István; Csutiné Baranyai, Judit; Tengely, Veronika (2022): Monetáris politika és zöld átmenet. *HITELINTÉZETI SZEMLE* 21: 4 pp. 7-28., 22 p. (2022). Link: <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/hsz-21-4-jel-kolozsi-horvath-csutine-baranyai-tengely.pdf>
- Kolozsi, Pál Péter; Manasses, Gergely; Straubinger, András (2021): Zöld fedezetkezeléssel is segíti a fenntarthatósági fordulatot az MNB. Szakmai cikk, 2021. november 25. Link: <https://www.mnb.hu/letoltes/kolozsi-pal-manasses-gergely-straubinger-andras-zold-fedezetkezelessel-is-segiti-a-fenntarthatosagi-fordulatot-az-mnb.pdf>
- Kolozsi, Pál Péter; Parragh, Bianka; Pulai, György (2017): Jegybanki hitelösztönző programok rendszerezése – célzottság és intenzitás. *PÉNZÜGYI SZEMLE/PUBLIC FINANCE QUARTERLY* (1963-) 62 : 4 pp. 498-519. , 22 p. (2017) Link: https://unipub.lib.uni-corvinus.hu/9426/1/kolozsipp-2017-4-mpdf_20180110165103_95.pdf
- Krekó, Judit; Balogh, Csaba; Lehmann, Kristóf; Mátrai, Róbert; Pulai, György; Vonnák, Balázs (2012): Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei. *MNB-Tanulmányok* 100. 2012. Link: <https://www.mnb.hu/letoltes/mt100.pdf>
- Kuroda, Haruhiko (2013): Quantitative and Qualitative Monetary Easing. Speech at a Meeting Held by the Yomiuri International. Economic Society in Tokyo. Link: https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2013/data/ko130412a1.pdf
- Kuroda, Haruhiko (2016): Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE) with Yield Curve Control": New Monetary Policy Framework for Overcoming Low Inflation. Speech at the Brookings Institution in Washington, D.C.. October 8, 2016 Link: https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2016/ko161009a.htm
- Leeper, Eric (1991): Equilibria Under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies. *Journal of Monetary Economics*. 27:129–147.
- Lehmann, Kristóf; Palotai, Dániel; Virág, Barnabás szerk. (2017): A magyar út – célzott jegybanki politika. MNB

- Lentner, Csaba (2015): A túlhitelezés globalizálódása a világban és Magyarországon. In: Lentner Csaba (szerk.): A Devizahitelezés nagy kézikönyve. 613 p. Budapest: Nemzeti Közzolgálati és Tankönyv Kiadó Zrt., 2015. pp. 23-62. (ISBN:978-615-5344-62-6)
- Lentner, Csaba (2015): The Structural Outline of the Development and Consolidation of Retail Foreign Currency Lending PÉNZÜGYI SZEMLE/PUBLIC FINANCE QUARTERLY 60:(3) pp. 297-311. (2015)
- Lentner, Csaba (2016): A gazdasági válság hatása a globális, uniós és hazai szabályozási környezetre. In: Auer Ádám, Papp Tekla (szerk.) A gazdasági világválság hatása egyes jogintézményekre Magyarországon és az Európai Unióban: Interdiszciplináris és jogösszehasonlító elemzés. 272 p. Budapest: Nemzeti Közzolgálati Egyetem, 2016. pp. 45-84. (ISBN:978-615-5527-93-7)
- Li, W. (2018) Does Targeted Monetary Policy Matter? A Perspective from China. *Economic Affairs*, 38: 106–124. doi: [10.1111/ecaf.12273](https://doi.org/10.1111/ecaf.12273)
- Lóránt, Balázs; Szabadkai, Dániel (2022): A zöldkötvény standardok, mint a fenntartható finanszírozás alapjai. In: Kiss-Mihály Norbert - Kolozsi Pál Péter (szerk.): Monetáris politika a fenntarthatóság jegyében. A Magyar Nemzeti Bank tanulmánykötete a zöld monetáris politikai eszköztár első évről. Magyar Nemzeti Bank.: 28-65. <https://www.mnb.hu/letoltes/monetaris-politika-a-fenntarthatosag-jegyeben-a-magyar-nemzeti-bank-tanulmanykotete-a-zold-monetaris-politikai-eszkozatar-első-everol.pdf>
- Macron, E. (2024) Bâtir un nouveau paradigme. Emmanuel Macron à la Sorbonne. Groupe d'Etudes Geopolitiques. 2024. <https://geopolitique.eu/2024/04/26/batir-un-nouveau-paradigme-emmanuel-macron-a-la-sorbonne/>
- Matolcsy György – Palotai Dániel (2016): A fiskális és a monetáris politika kölcsönhatása Magyarországon az elmúlt másfél évtizedben. *Hitelintézet Szemle*, 15. évf., 2. sz., 5–32.
- Mishkin, F., Savastano, M. Monetary Policy Strategies For Emerging Market Countries: Lessons From Latin America. *Comp Econ Stud* 44, 45–82 (2002). <https://doi.org/10.1057/ces.2002.9>
- MNB (2014): Növekedési Hitelprogram - az első 18 hónap. Tanulmánykötet. MNB. 2014. Link: <https://www.mnb.hu/letoltes/novekedesihitelprogramazelso18honap.pdf>
- MNB (2015): A Magyar Nemzeti Bank önfinanszírozási programja, 2014. április – 2015. március.
- MNB (2016a): A PIACI HITELPROGRAM (PHP) ALAPÖSSZEFÜGGÉSEI ÉS ESZKÖZEI. MNB. 2016. Link: <https://www.mnb.hu/letoltes/a-piaci-hitelprogram-php-alaposszefuggesei-es-eszkozei.pdf>
- MNB (2016b): Az Önfinanszírozási program első két éve, Tanulmánykötet. [mnb-az-onfinanszirozasi-program-elso-ket-eve-tanulmanykotet.pdf](https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-az-onfinanszirozasi-program-elso-ket-eve-tanulmanykotet.pdf)
- MNB (2018): Éves Jelentés - A Magyar Nemzeti Bank 2017. évről szóló üzleti jelentése és beszámolója. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-eves-jelentes-2017-hun-digitalis-vegleges.pdf>
- MNB (2019a): Éves Jelentés - A Magyar Nemzeti Bank 2018. évről szóló üzleti jelentése és beszámolója. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/eves-jelentes-2018-hun-digitalis.pdf>
- MNB (2019b): Az MNB Zöld Programja. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/az-mnb-zold-programja.pdf>
- MNB (2019c): Tájékoztató a Növekedési Kötvényprogram feltételeiről. MNB. Link: <https://www.mnb.hu/letoltes/nkp-termektajekoztato.pdf>
- MNB (2021): Fenntarthatóság és jegybanki politika – Zöld szempontok az MNB monetáris politikai eszköztárában. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/zold-eszkozatar-strategia-publikacio-2021-hun-0706-2.pdf>
- MNB (2022): Közlemény a Monetáris Tanács 2022. október 14. 8:45 órától kezdődő hatályú döntéséről. Link: <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris->

- [tanacs/kozlemenyek/2022/kozlemeny-a-monetaris-tanacs-2022-oktober-14-8-45-oratol-kezdodo-hatalyu-dontesero1](#)
- MNB (2023): Közlemény a Monetáris Tanács 2023. március 28-i üléséről. Link: <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kozlemenyek/2023/kozlemeny-a-monetaris-tanacs-2023-marcius-28-i-ulesero1>
- Monnet, E. (2018). Controlling credit: central banking and the planned economy in postwar France, 1948–1973. Cambridge University Press
- Monnet, E. (2023) "The Democratic Challenge of Central Bank Credit Policies" Accounting, Economics, and Law: A Convivium, 2023. <https://doi.org/10.1515/acl-2022-011>
- Monoki, Péter; Nagy, Viktória (2013): A Bank of England Funding for Lending programjának elemzése. Polgári Szemle. 2013. OKTÓBER - 9. ÉVFOLYAM, 3-6. SZÁM. Link: <https://polgariszemle.hu/archivum/80-2013-oktober-9-efolyam-3-6-szam/unortodox-alapokon/544-a-bank-of-england-funding-for-lending-programjanak-elemzese>
- Papp, Mónika (2005): A jelzáloglevél alapú finanszírozás helyzete Magyarországon pénzügyi stabilitási szempontból. MNB műhelytanulmányok 36. Magyar Nemzeti Bank. ISSN: 1585-5651 Matolcsy György (2022): A gazdasági, a társadalmi, a pénzügyi és a környezeti fenntarthatósági szempontok megjelenése a Magyar Nemzeti Bank gyakorlatában. Pénzügyi Szemle, 2022(3): 319–337. https://doi.org/10.35551/PSZ_2022_3_1
- PBOC (2021): The People's Bank of China Launches the Carbon Emission Reduction Facility. Press release. PBOC. NOV. 09, 2021. Link: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/4157443/4385345/index.html>
- Positive Money (2024): POSITIVE MONEY'S GREEN CENTRAL BANKING ANALYSIS OF THE CENTRAL BANK OF HUNGARY. Link: <https://positivemoney.org/2024/01/positive-moneys-green-central-banking-analysis-of-the-central-bank-of-hungary/>
- Virilio, P (1991): Dromologie: logique de la course. Première publication en avril 1991. Mise en ligne le lundi 14 juin 2004 par Paul Virilio. <https://notavparis.files.wordpress.com/2012/08/dromologie.pdf>