

MONETÁRIS POLITIKA MAGYARORSZÁGON

2002. AUGUSZTUS

Monetáris politika Magyarországon
Második, javított kiadás

Készült az első kiadás alapján a Magyar Nemzeti Bank Pénzpolitikai Főosztályán

Szerkesztette: László Flóra

Készítették:

**Bozó Ilona, Gyomai György, Kármán András, Kondrát Zsolt,
László Flóra, Szabó József, Tanai Eszter, Tóth Henrik
E-mail: ppftit@mnbb.hu, laszlof@mnbb.hu**

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

**Kiadja: Magyar Nemzeti Bank
1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.
Felelős kiadó: Antalffy Krisztina**

ISBN 963 9383 25 2

TARTALOM

ELŐSZÓ	6
I. A JEGYBANK SZEREPE MAGYARORSZÁGON	7
A MAGYAR NEMZETI BANK RÖVID TÖRTÉNETE	9
AZ OSZTRÁK NEMZETI BANK ÉS AZ OSZTRÁK–MAGYAR BANK	9
AZ ÖNÁLLÓ MAGYAR JEGYBANK	11
Az előkészületek	11
Az MNB létrehozásától a háborúig	12
Áttérés a tervgazdaságra	13
A JEGYBANK A SZOCIALISTA TERVGAZDASÁG IDŐSZAKÁBAN	13
A MAGYAR NEMZETI BANK ÉS A BANKRENDSZER ÁTALAKÍTÁSA 1987-BEN	15
A MAGYAR NEMZETI BANK FUNKCIÓI, SZEREPE A PÉNZÜGYI RENDSZERBEN	17
AZ MNB PÉNZÜGYI STABILITÁS MEGŐRZÉSÉBEN BETÖLTÖTT SZEREPE	19
A jegybank mint a bankok bankja	20
Szabályozási funkció	21
Bankellenőrzés	22
A végső hitelezői („lender of last resort”) funkció	23
Fizetési és elszámolási rendszerekkel kapcsolatos feladatok	24
BANKJEGY- ÉS ÉRMEKIBOCSÁTÁS (EMISSZIÓ)	26
DEVIZA- ÉS ARANYTARTALÉK-KEZELÉS AZ MNB-BEN	27
KAPCSOLAT AZ ÁLLAMHÁZTARTÁSSAL	28
A JEGYBANK STATISZTIKAI TEVÉKENYSÉGE	30
SZERVEZETI FELÉPÍTÉS ÉS DÖNTÉSHOZATAL	32
A MONETÁRIS DÖNTÉSHOZATAL SZERVEI	32
Monetáris Tanács	32
Igazgatóság	33
AZ MNB VEZETŐI	33
JEGYBANKI FÜGGETLENSÉG	35
SZEMÉLYI FÜGGETLENSÉG	35
MŰKÖDÉSI FÜGGETLENSÉG	36
PÉNZÜGYI FÜGGETLENSÉG	37
A JEGYBANKI ÁTTEKINTHETŐSÉG (TRANSPARENCIA) KÖVETELMÉNYE	38

II. A MONETÁRIS POLITIKA CÉLRENDSZERE ÉS GAZDASÁGRA GYAKOROLT HATÁSA	39
A MONETÁRIS POLITIKA CÉLRENDSZERE	41
A CÉLRENDSZER HIERARCHIÁJA	41
A MONETÁRIS POLITIKA VÉGSŐ CÉLJA	41
Árstabilitás versus gazdasági növekedés	44
A magyar monetáris politika végső célja: az árstabilitás	47
KÖZBÜLSŐ CÉL	52
Hagyományos és modern közbülső célok	52
A MNB közbülső célja	54
A CÉLRENDSZER ALSÓ SZINTJE	60
Az MNB operatív célja	61
KOMMUNIKÁCIÓ ÉS TRANSPARENCIA	62
INDIKÁTOROK	64
A MONETÁRIS ÉS HITELAGGREGÁTUMOK	64
A NETTÓ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG	67
A HOZAMGÖRBE A JEGYBANKOK GYAKORLATÁBAN	68
A MONETÁRIS TRANSZMISSZIÓ	75
A MONETÁRIS TRANSZMISSZIÓ CSATORNÁI	75
Az árfolyamcsatorna	76
A kamatcsatorna	76
A két csatorna relatív jelentősége	77
A várakozások szerepe	78
A TRANSZMISSZIÓ HATÉKONYSÁGA	79
Transzmissziós késleltetések	79
Jegybanki kommunikáció	79
KAMATTRANSZMISSZIÓ	80
A kamattranszmisszió mechanizmusa	80
A kamattranszmisszió hatékonysága Magyarországon	81
Transzmisszió a hozamgörbe mentén	82
III. A MONETÁRIS POLITIKAI ESZKÖZTÁR	85
AZ ESZKÖZRENDSZER FEJLŐDÉSÉNEK TÖRTÉNETI ÁTTEKINTÉSE	87
DIREKT MONETÁRIS ESZKÖZÖK ALKALMAZÁSA (1987–1992)	87
INDIREKT MONETÁRIS ESZKÖZÖK MEGJELENÉSE (1992–1994)	89
FUNKCIÓTISZTÍTÁS ÉS STERILIZÁLT INTERVENCIÓ (1995–2000)	91
FELKÉSZÜLÉS AZ GMU-CSATLAKOZÁSRA	94

AZ ESZKÖZTÁR MŰKÖDÉSE NAPJAINKBAN	96
A JEGYBANKI ESZKÖZTÁR ELEMEI FORMAI JELLEMZŐIK SZERINT	97
Outright műveletek	98
Repó	99
Fedezett hitel	100
A jegybanki betét	100
MNB-kötvény	101
A swap-ügyletek	101
A kötelező tartalék rendszere	101
A JEGYBANKI ESZKÖZÖK FUNKCIÓI	104
Az irányadó instrumentum	104
A bankközi kamatok volatilitását csökkentő eszközök	105
A DEVIZAPIACI MŰVELETEK	109
AZ ESZKÖZTÁR MŰKÖDÉSI KERETÉNEK TOVÁBBI ELEMEI	110
Likviditástervezés az MNB-ben	110
Az MNB partnerköre	112
Fedezetértékelés	113
Az értékesítés formái	115
Az eszközök kondícióiban bekövetkező változások kommunikációja	116
 IV. MELLÉKLET	117
 FELHASZNÁLT IRODALOM	119
 RÖVIDÍTÉSEK JEGYZÉKE	122
 FOGALOMTÁR	124
 TÁRGYMUTATÓ	135

ELŐSZÓ A MÁSODIK KIADÁSHOZ

Valamivel több, mint két évvel ezelőtt jelentette meg a Magyar Nemzeti Bank a „Monetáris politika Magyarországon” című kiadványt. A téma iránt érdeklődő közönségtől kapott visszajelzések igazolták azt a feltevésünket, hogy e könyv a maga műfajában hiánypótló. Az MNB munkatársainak sikerült kellő részletezettséggel, szakmailag igényesen és mégis közérthetően bemutatni az intézmény történeti fejlődését, működésének jogi környezetét és a monetáris politika vitelének folyamatát, eszköztárát.

Már a kiadvány első kiadása idején is megfogalmazódott bennünk a kézirat időnkénti átdolgozásának, aktualizálásának szándéka. Úgy érezzük, hogy elérkezett a megvalósítás ideje.

Magyarország közelebb jutott az *európai uniós* tag-ság elnyeréséhez. A magyar kormány és a jegybank vezetése mindent meg kíván tenni annak érdekében, hogy az ország EU-taggá válását követően, a szükséges feltételek teljesítése mellett kellő időben a Gazdasági és Monetáris Uniónak is teljes jogú tagjává váljon, azaz hogy a forintot is felváltsa az euró a hivatalos fizetőeszköz szerepében.

Ennek érdekében 2001-ben egy sor fontos, az MNB-t és a monetáris politika vitelét érintő változásnak lehettünk tanúi. Az Országgyűlés elfogadta az új jegybanktörvényt, amely már szinte teljes egészében megfelel az EU jogi elvárásainak. De többről van szó, mint a formális jogi követelményeknek való megfelelésről. Az a tény, hogy az új törvény az *árstabilitás* elérését és *fenntartását* szabja a jegybank alapvető feladatának, továbbá a gazdaságpolitika monetáris eszközökkel való támogatását is az elsődleges cél veszélyeztetése nélkül rendeli megvalósítani, jelentősen növelte a monetáris politika mozgásterét, de egyben a jegybank döntéshozóinak felelősségét is.

Az új törvény több – e kiadványban részletezett – rendelkezése hozzájárul az intézmény és döntéshozó testülete függetlenségének megerősítéséhez. Nőtt a jegybank működésének *átláthatósága*. A monetáris politika céljainak elérésében, a deflációs folyamat költségeinek csökkentésében növekvő szerepe van az elért vagy még elérendő *hitelességnek*.

2001-ben sor került az árfolyamrendszer ingadozási sávjának szélesítésére, az előre bejelentett csúszó leértékelés megszüntetésére, az addig még fennállt devizaforgalmi korlátozások hatályon kívül helyezésére és az *inflációs célkövetés* rendszerének meghirdetésére. Az inflációcsökkenés, illetve -csökkentés folyamata új lendületet kapott.

Fejlődött a monetáris politika vitelét szolgáló jegybanki eszköztár is, de figyelemre méltó, hogy a jogi környezetnek és a monetáris politika keretének jelentős átalakulása nem tette szükségessé az elmúlt években kialakult eszköztár gyökeres átalakítását. A korábbiakban kialakított eszköztár az inflációs célkövetés rendszerének keretein belül is alkalmas a monetáris politika gyakorlati vitelére.

Fontos kiemelni továbbá, hogy a *kötelezőtartalék rendszerben* bekövetkezett változások hozzájárultak a Magyarországon működő bankok versenyképességének további javulásához.

Mindezen változások indokolják e most megjelenő második kiadás elkészítését, és sejtetik, hogy a „Monetáris politika Magyarországon” című, megújult kiadvány nem csak annak lehet hasznos, aki most fordul először e témához, hanem annak is, aki már az első kiadásból is ismereteket tudott nyerni.

Riecke Werner
alelnök

I. A JEGYBANK SZEREPE MAGYARORSZÁGON

A MAGYAR NEMZETI BANK RÖVID TÖRTÉNETE

Bár történelmileg az 1668-ban létrehozott svéd Sveriges Riksbank a legidősebb központi bank, az állambankári feladatokat ellátó intézmények Európa-szerte az 1694-ben felállított Bank of England példáját követve jöttek létre. A kontinensen az osztrák központi bank az első között alakult meg, és a politikai keretek miatt fennhatósága alá tartozott a korabeli Magyarország területe is.

Papírpénz-kibocsátással először az 1705-ben alakult Bécsi Városi Bank, a Wiener Stadtbank foglalkozott 1762-től, amely az ügyfelek iránti bizalomerősítés céljából mindvégig megőrizte jogi **függetlenségét**, miközben a Habsburg-ház hitelezőjévé vált. Jogutódja az 1816-ban alapított Osztrák Nemzeti Bank. De jure nem terjedt ki fennhatósága Magyarország területére, bár de facto bizonyos értelemben igen. A kiegyezés folytán a birodalmon belül megnövekedett politikai súlyt a dualista államfelépítési elveknek megfelelően a központi bank duális felépítése is kifejezte. Önálló magyar jegybankról csak a Monarchia felbomlása után beszélhetünk.

AZ OSZTRÁK NEMZETI BANK ÉS AZ OSZTRÁK–MAGYAR BANK

A Habsburgok Magyarországot a török elleni harc során fegyverrel meghódított területnek tekintették, és gazdaságpolitikájuk vitelében elsősorban az osztrák örökös tartományok érdekeit tartották szem előtt. A napóleoni háborúk Európa-szerte **inflációval**¹ és pénzromlással

jártak, ezért az osztrák kormány önálló állambankot hozott létre, hogy az állami adóssághoz és a papírpénz-kibocsátást kordában tartsa.

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

Az 1862. évi banktörvény az állam és a jegybank közötti viszonyt szándékozott szabályozni, nem utolsósorban a tetemes felhalmozódott államadósság leépítése céljából. A banktörvény szelleme szerint az Osztrák Nemzeti Bank abban az időben a Porosz Banknál és a Második Császárság alatti Banque de France-nál is függetlenebbnek volt tekinthető. A bankkormányzó és a kormánybiztos császári kinevezési joga formálisnak volt tekinthető. A törvényalkotók szándéka szerint a bank csak bi-

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

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

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

zományosként léphetett volna fel az állam tranzakciói során, és csak az állam által szabályszerűen benyújtott váltókat volt köteles leszámítani. Kizárták az állampapírok hitelfedezetként történő elfogadását (**lombardírozás**). Ez az autonómia kisebb módosításokkal 1878-ig, az Osztrák–Magyar Bank (OMB) létrehozásáig fennmaradt.

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

Az *Osztrák–Magyar Bank szervezete* a dualista államépítmény miatt összetett volt. A bankvezetés a döntéshozatali és a végrehajtó területre tagolódott, amelyek alsóbb szintjeit dualizálták. A döntéshozó szervek közül a kormányzó által vezetett főtanács, valamint a főtanács bizottságai központosítottak voltak, miközben a két székhelyen két igazgatóság működött egy-egy alkormányzóval az élén. A főtanács gyakorolt általános felügyeletet az

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

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

1878 után az európai országok egymás után tértek át az **aranystandardra**, miközben az ezüsttermelés emelkedett, az ezüst árfolyama pedig csökkent. 1878-ra eltűnt az ezüst felára a papírpénzzel szemben, sőt az ezüstforintnak diszázsiója alakult ki, vagyis az ezüstforint névértéke felülmúlta belső értékét. Komoly méreteket kezdett ölteni a magánszemélyek pénzveretése, amit később fel is függesztettek.

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

⁴ A készfizetés a nemesfém alapú pénzrendszerek esetében a központi bank kötelezettsége arra, hogy a forgalomban lévő pénzhezlyettesítőket kívánságra monetáris nemesfémre váltsa. A készfizetést 1859. április 29-én függesztették fel, és ez a helyzet a Monarchia további története során nem változott, még az aranyvaluta-rendszer (aranykorona) 1892-es bevezetésével sem.

nálása miatt ezt nem tekinthetjük tiszta aranystandardnak (ezért volt *sánta aranyvaluta*). A német Reichsbank mintájára közvetett eszközként 5%-os *bankjegyadó*t (a nemesfémfedezet feletti bankjegymennyiség adója) vezettek be. A **fedezeti rendszer** ilyen átalakításával az OMB elindult a tényleges központi bankká, a bankok bankjává válás útján.

A háború kitörése miatt 1914 augusztusának közepén felfüggesztették a bank alapokmányát, és megindult az államkölcsönök folyósítása. Az aranyvaluta fedezeti elveit fokozatosan fellazították. A hadikölcsönkötvények névértékük 75%-áig lombardírozásra kerültek az OMB-nál, ezzel a jegybank burkoltan az állam háborús kiadásait finanszírozta. A korona árfolyamának folyamatos romlása és a nemesfémkészletek csökkenése tette szükségessé a *Devizaközpont* 1916. február 1-jei felállítását, amely a hasonló német példát egy hónapos késéssel követte. A Devizaközpont kezdetben a kereslet és kínálat nyilvántartását és a külföldi fizetőeszközök szervezett, áttekinthető piacát kívánta megteremteni, ezért a csatlakozók kötelesek voltak eladásra szánt külföldi fizetőeszköz-bevételeiket a központ rendelkezésére bocsátani, illetve valuta- és devizaszükségletüket a Devizaközponttól beszerezni. Az állami célokra szükséges külföldi fizetési eszközöket a Devizaközponttól elkülönítve kezelték.⁵

Magyarországon az első világháború után a tanácskormány új pénzt próbált bevezetni, így – mivel a Monarchia bankjegyeit nem tudták mesterségesen elinflálni – egészen a tanácskormány bukásáig két pénz létezett

párhuzamosan. A pénzrendszer csak a Tanácsköztársaságot követően alakult újjá.

Az első világháborút követő forradalmi hullámban széthulló Osztrák–Magyar Monarchia utódállamai sorra hozták létre önálló valutájukat. A magyar gazdaság nehéz helyzetben volt. A beruházások szintje visszaesett, a valutatartalékok csökkentek, a külföldi tőke forrása elapadt. Mivel a háborút bankópréssel finanszírozták, és a szomszédos utódállamokhoz képest késve felülbélyegzett OMB-bankjegyek az országba áramlottak, az **infláció** magas volt.

AZ ÖNÁLLÓ MAGYAR JEGYBANK

Az előkészületek

Az első világháború után az európai bankárok a pénzügyi rendszer talpra állításában komoly akadállyal érezték az Európai Jótételi Bizottság politikai jogosítványait, ezért a politikai befolyás csökkentésére, ezen belül is különösképpen a **jegybanki függetlenség** erősítésére törekedtek. Ebben a korszakban jött létre a Magyar Nemzeti Bank is, jelentős nemzetközi – elsősorban angol – támogatással.

A húszas évek közepére a háborúban győztes nyugat-európai államok túljutottak a háborút követő gazdasági és politikai válságon, és a kontinens egészének stabilizálódása vált érdekükké. A magyarországi stabilizációhoz nyújtandó népszövetségi kölcsön egyik feltételül az önálló magyar jegybank felállítását szabták.

⁵ Az intézmény a Magyar Nemzeti Bank keretein belül 1925. november 25-ig állt fenn. A Devizaközpont vezetésével az Osztrák–Magyar Bankot bízták meg, az kötelezte magát, hogy az exportforgalomból származó pénzállományát rendelkezésre bocsátja, és ügyfelei igényét is a központtól szerzi be. A Devizaközpont már tevékenységének első hónapjaiban is deficitese volt, ilyen körülmények között az OMB saját készleteit használta fel. Később külföldi kölcsönök felvétele vált szükségessé, a központi árfolyamok elszakadtak a piactól (részletesebben lásd az MNB története 373–377. oldal). 1916. december 23-án rendelettel hatósági jogosítványhoz kötötték a külföldi fizetési eszközökkel való kereskedést, és megszüntették a Devizaközpont önállóságát. 1922. augusztus 8-án a valutaüzérkedés letörésére, a korona romlásának megállítására hívták újból életre a Devizaközpontot.

Az 1919. szeptember 10-én aláírt osztrák békeszerződésben szerepelt az Osztrák–Magyar Bank felszámolása is. A magyar békeszerződés szó szerint emelte át a vonatkozó részt. 1919. december 31-én végérvényesen lejárt a volt közös jegybank átmenetileg meghosszabbított szabadalma. 1920. január 1-jétől az osztrák és a magyar üzletvezetőség elkülönült egymástól, s Bécs, illetve Budapest központtal könyveléstechnikailag is elkülönített banktevékenységet folytattak az Osztrák–Magyar Bank nevének megtartása mellett. 1921 augusztusában állították fel a Magyar Királyi Állami Jegyintézetet, élén *dr. Popovics Sándorral*, a harmadik Wekerle-kormány egykori pénzügyminiszterével, a magyar béke delegáció pénzügyi küldöttségének vezetőjével. A Jegyintézet Hege-dűs Lóránt pénzügyminiszter elképzelése szerint a konszolidáció támogatójaként a koronáról az új pénzre való áttérést volt hivatott előkészíteni. A jegyintézet átvette a korábbi közös jegybank eszközeit, alkalmazottait és részben üzletmenetét is.

Az MNB létrehozásától a háborúig

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

én kezdte meg működését⁶, és június 30-án tette közzé nyitómérlegét.

Az alapítók között az állam szerepelt a legnagyobb, 39,5%-os részvénytulajdonnal. A budapesti pénzintézetek közösségén (TÉBE – Takarékpénztárak és Bankok Egyesülete) kívül osztrák, svájci, holland, román és csehszlovák pénzintézetek és cégek is jegyezték részvényt. A Nemzeti Bank részvényeit 1925. szeptember 21-én vezették be a budapesti tőzsdére.⁷ A Magyar Nemzeti Bank átvette az *állami számlák* vezetését, az *államadósság* kezelését. Megalakulásától (1930) részvényese és aktív tagja a Nemzetközi Fizetések Bankjának (BIZ – később BIS).

1924 nyarára az infláció jelentősen mérséklődött, az MNB stabilizálta és az angol font-hoz kötötte a korona árfolyamát. 1925 áprilisában az angol fontot újból aranyalapra helyezték, ezzel a korona ismét arany alapú valuta lett. A korona stabilizációjára alapozott új valuta bevezetéséről, a *pengőről* az 1925. novemberi törvény rendelkezett, de forgalomba csak 1926. december 27-től került.

A húszas évek stabilizációja komoly mértékben támaszkodott külföldi forrásokra, és az alapvető szerkezeti reformok híján az 1929 őszen kirobbant világgazdasági válság egy eladósodott és sok tekintetben versenyképtelen magyar gazdaságra sújtott le. A pénzügyi krízis 1931 júliusában elérte Magyarországot is: a betétesek megrohanták a bankokat. A tartalékok védelme érdekében bevezették a kötött devizagazdálkodást, amely tartósan fennmaradt.⁸

Az 1938-as győri programban meghirdetett hadigazdálkodásra való átállással növekedés-

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

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

⁸ A devizakorlátozások teljes mértékben 2001-ben szűntek meg.

nek indult a bankjegykibocsátás és az államadósság. A költségvetés finanszírozása érdekében korlátozták az MNB önállóságát, és az állam hitelezésére kötelezték. A háborúba való belépéssel az állam vált a legfontosabb fogyasztóvá, és az ipari termelés jó része az állami igényeket fedezte. A magánbankok hitelezési gyakorlatát is állami felügyelet alá vonták. A háborús kiadásokat rövid futamidejű állampapírok kibocsátásával finanszírozták, amit a jegybank leszámított. A forgalomban lévő pénz mennyiségének illetéknéppen való emelése 1941–42-től az infláció növekedését eredményezte, ami 1944-től példátlan gyorsulásba és **hiperinflációba** torkollott.

A fegyverszüneti egyezmény megkötésével az MNB feladatait politikai indokok alapján felállított koalíciós bizottságok vették át, a jegybank csupán a bankóprést működtette.

Áttérés a tervgazdaságra

A háború után beinduló gazdasági újjáépítés során az ipari termelés fokozatosan emelkedett, és a mezőgazdaság is szervezettebbé vált. A visszaszolgáltatót aranykészlettel és **rövid távú** külföldi hitelek segítségével esély látszott a *stabilizációra*. Ennek támogatására a hitelezést szoros ellenőrzés alá vonták, és a vállalatok a legfontosabb árucikkekből a gazdaságirányítás utasítására készleteket halmoztak fel. A készletfelhalmozás a forint árufedezetét szolgálta. Az új valuta, a forint 1946. augusztus 1-jei sikeres bevezetéséhez az MNB is jelentősen hozzájárult azzal, hogy limitálta az államnak nyújtott hitelek mértékét és futamidejét.⁹ A feketegazdaság visszaszorítása céljából 1 Mrd Ft mértékben bankjegyplafont állapítottak meg. Ennek szigorú tiszteletben tartása is alátámasztotta az új fizetőeszköz szilárdságát.

A JEGYBANK A SZOCIALISTA TERVGAZDASÁG IDŐSZAKÁBAN

A banktevékenység és a hitelezés korlátozásán keresztül előidézett mesterséges pénzszűke nemcsak a pénzkínálat és az infláció kordában tartására szolgált, hanem a tőzsdei és kereskedelmi banki tevékenység visszafogását is célozta, ami a bankok és a tulajdonukban lévő nagyvállalatok későbbi államosítását készítette elő (1947. XXX. tv.). 1947–48 során az MNB gyakorlatilag teljesen új szervezetté alakult, és a Pénzügyminisztérium felügyelete alá került. Az ország ipari termelésének 80%-át kitevő üzemek pénzügyi tevékenységének ellenőrzése az MNB kizárólagos joga lett. Az MNB látta el a hitelfelügyeletet és az állami tulajdonú vállalatok – amelyek az áruforgalom felét adták – vezetésének felügyeletét. A vállalatok számára kötelezővé vált, hogy pénzügyi és hiteltevékenységüket MNB-egyszámlájukon keresztül vezessék. A beruházások, amelyeket eredetileg hitelből terveztek finanszírozni, rövidesen vissztehermentessé (költségvetési forrásból finanszírozottá) váltak.

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

Az MNB újraszervezte a devizahatósági funkciókat, kezelte a háború előtti tartozásokat, valamint a háborús jóvátételi kötelezettségeket. Bár a forint stabilitásának védelmében prudens hitelbírálatra törekedett, az 1947–48-as időszakban a vállalatok hitelezése terén a hitelcélok elbírálásában a bank szakembereinek véleményével szemben egyre inkább az államigazgatási szervek politikai szempontjai érvényesültek.

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

Az első ötéves terv (1950–1954) idején az MNB monetáris politikájának a beruházásokat, a hidegháborús erőltetett katonai fejlesztéseket és a mezőgazdaság átszervezését kellett támogatnia. Ezek végrehajtásában az MNB-nek csak *adminisztratív*, mechanikus szerep jutott. Az 1949-es alkotmány szerint az MNB névlegesen megőrizte ugyan részvénytársasági formáját, de a kormány irányítása alá került.¹⁰ Kereskedelmi banki tevékenysége miatt a bank fiókhálózata jelentősen bővült: 1952-re 134 MNB-fiók működött szerte az országban (az államosításkor a számuk még csak 21 volt), az alkalmazottak száma pedig elérte a 9 ezer főt.

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

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

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

A tervgazdaság és a piac közötti összhang javítása érdekében az 1968-as „új gazdasági me-

chanizmus” kidolgozásában az MNB szakértői is részt vettek. Rendeletben erősítették meg az MNB 1948 utáni, a pénzkibocsátásra¹², a fizetési forgalom szabályozására, a számlavezetésre és a devizagazdálkodásra vonatkozó monopoljogait. Ez a rendelet világosan elválasztotta a jegybank központi banki és egyéb nemzetgazdasági funkcióit, ugyanakkor érintetlenül hagyta az **egyszintű bankrendszert** és az MNB kormányzati felügyeletének alapelvét. A jegybank jogilag továbbra is részvénytársasági formában működött, ez azonban (mint vállalati forma) teljesen névleges volt. A pénzügyi folyamatokat a természetes tervgazdaság alá rendelték, bár az elszámolás az MNB-ben folyt, a hitelkereteket a vállalatok számára a Tervhivatal osztotta le.

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

Az 1968-as történelmi események a magyar gazdasági reform számára is fordulópontot jelentettek, ami többek között *újraközpontosítási* törekvések formájában jelent meg a gazdaságban. 1972 januárjától a gazdasági tevé-

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

¹¹ Az MNB külföldi részvényeseinek kártalanítása már korábban, 1968-ban lezajlott.

¹² Az MNB-nek a fém pénzék kibocsátására – a bankjegykibocsátással ellentétben – csak 1968-tól volt monopoljoga.

kenységet folytató szervezetek álló- és forgótőke-finanszírozása az MNB kizárólagos felelősségévé lett. Az Állami Fejlesztési Bank szerepe az egyedi, nagyméretű beruházási projektek állami költségvetésből fedezett finanszírozására korlátozódott. Az olajválság miatt bekövetkező cserearányromlás beszűkítette a reform amúgy is korlátozott mozgásterét, és a nyolcvanas évek elejének adósságválsága a gazdasági feszültségekre utaló félreérthetetlen jelzés volt. Az MNB külföldi hitelfelvétellel és kötvénykibocsátással finanszírozta a külső egyensúlytalanságot, ami abban az időben nem volt általános egy kelet-közép-európai ország esetében.

A nemzetközi hitelfelvétellel párhuzamosan az MNB kiépítette nemzetközi képviselőinek hálózatát a világ nagy pénzügyi központjaiban (1967–1995 Párizs, 1970–1995 Zürich, 1973–1995 London, 1973–1998 Frankfurt, 1974–1975 Bejrút, 1977–1996 New York, 1983–2001 Tokió). Az MNB-n keresztül folyamatos kommunikáció folyt a fejlett országokkal, ennek is köszönhető, hogy Magyarország 1982-ben a Nemzetközi Valutaalap és a Nemzetközi Újjáépítési és Fejlesztési Bank tagországainak sorába lépett.

A MAGYAR NEMZETI BANK ÉS A BANKRENDSZER ÁTALAKÍTÁSA 1987-BEN

A nyolcvanas évek során az országnak egy megváltozott nemzetközi gazdasági környezethez kellett alkalmazkodnia. Ennek eredményeképpen a pénzügyi rendszer merevsége is oldódott: új intézmények jöttek létre, kötvénykibocsátások keretében megjelentek az értékpapírok, kereskedelmi törvényt léptettek életbe, kiterjesztették a hitelkereteket, és megjelent a faktorálás. A mesterséges növekedés-

élénkítés rövid távon további jelentős adósságfelhalmozáshoz vezetett. E folyamat tarthatatlanságának felismerése vezetett a bankrendszer reformjához.

A változáshoz a gazdaságpolitika szemléletváltozása adott alapot: a 80-as években, amikor tényleges lépések történtek a piaci viszonyok kifejlesztésében, nyilvánvalóbbá vált, hogy a pénzintézeti rendszer gyökeres változtatására is szükség van. A „kvázi” piaci viszonyok között az egyszintű bankrendszer rugalmatlansága, a piaci szempontú hitelezés háttérbe szorulása nyilvánvalóan hátráltatta a gazdaság piaci elemeinek fejlesztését. Az MSZMP KB 1984. decemberi határozatában kimondta, hogy az MNB-n belül külön kell választani a jegybanki és a kereskedelmi banki funkciókat, és meg kell kezdeni a **kétszintű bankrendszer** kialakításának előkészületeit.

A magyar bankrendszert 1987. január 1-jével alakították át ismét **kétszintűvé**. Az új bankrendszerben a központi bank – vagyis a jegybank – szerepét a Magyar Nemzeti Bank tölti be.¹³

Az új rendszerben az MNB, mint a bankok és az állam bankja, a Minisztertanács elnökének befolyása alá tartozott. Feladataiként határozták meg a pénzkínálat befolyásolását és a kormány támogatását gazdaságpolitikai céljainak elérésében, a monetáris és hitelpolitika hagyományos eszközei (kamatpolitika, tartalékpolitika, refinanszírozás, **nyíltpiaci műveletek**) révén.¹⁴ Az MNB továbbra is felelős volt az állami számlák vezetéséért és a költségvetésnek nyújtott hitelezésért, valamint hatáskörében maradt a devizaforgalom engedélyezése. Az MNB szabályozta és irányította a kereskedelmi bankok tevékenységét is. A bankrendszer kétszintűvé válása so-

¹³ A magyar szakirodalom már a bankrendszer kétszintűvé tétele előtt is (a más nyelvekben döntően használt „központi bank” kifejezés helyett) egyre inkább a „jegybank” kifejezést használta, ami az egyik meghatározó funkciójából, a bankjegykibocsátási monopóliumból adódik.

¹⁴ Az MNB eszközkészletéről részletesen lásd a III. fejezetet.

rán az öt létrejövő kereskedelmi bank közül három (a Magyar Hitelbank, a Magyar Kereskedelmi és Hitelbank és a Budapest Bank) az MNB Általános Hiteligazgatóságának, Pest Megyei Igazgatóságának és fiókjainak leválasztásával jött létre.

A kereskedelmi bankok nem regionális vagy ágazati jelleggel jöttek létre (még ha az újonnan létrehozott bankoknál tapasztalható is volt egy-egy ágazat túlsúlya), ami magában hordozta egy valódi bankok közötti verseny lehetőségét. Az olyan külföldi példák, ahol ágazati vagy regionális alapon szervezett bankrendszeret lehetett találni, azt mutatták, hogy ott továbbra is monopolhelyzetű bankok állnak szemben a vállalatokkal, s az ágazatok és régiók eltérő igényei akadályozzák az egységes és normatív szabályozás létrehozását. A bankok ügyfélkörüket a kezdeti központi elosztás után szabadon alakíthatták ki. Az országos hatáskörrel létrehozott bankokat részvénytársaság formájában alapították meg, ahol a többségi részvénytulajdonos az állam volt, amelyet a Pénzügyminisztérium képviselt. A részvények kisebb hányadát vállalatok és szövetkezetek birtokolták.

A kilencvenes évek második felében az intézményi reformmal a nem jegybanki funkciók leépítése során a külföldi képviseletek és érdekeltségek megszüntetésre kerültek. 1996 novemberében a 18 megyei igazgatóságot felszámolták, és 8 területi igazgatóság folytatta működését. 1999. január 1-jétől Debrecen, Győr, Kecskemét és Székesfehérvár székhellyel négyre csökkent a területi igazgatóságok száma.

Az 1990-es választások után a törvényhozás a piacgazdaságra való áttérés jegyében alkotta meg a *jegybankról szóló, 1991. évi LX. törvényt* és a pénzügyintézetekről és a pénzügyintézeti tevékenységről szóló 1991. évi LXIX. törvényt. Az 1991. évi törvény helyreállította az MNB autonómiáját, és újraszabályozta tevékenységét: a jegybank a parlamentnek tartozott beszámolási kötelezettséggel, illetve függetlenedett a kormánytól. A bank önállóan alakíthatta ki és hajthatta végre monetáris politikáját.

Az eredeti törvényt számos esetben módosították, az évek során változott többek között a vezető tisztségviselők mandátumának hossza, kinevezésük módja, az eredményelszámolás rendszere. Számos nem jegybanki feladattól megtisztult a bank, és teljes mértékben piac-konformmá vált a monetáris politika eszközszerrendszere. A működés e törvény alapján is nagyrészt megfelelt a modern jegybankokkal szembeni **függetlenségi** kritériumoknak, és kompatibilis volt az európai uniós joggal (EU-joggal) is. Ennek ellenére a módosítások, a döntéshozatal és a banki működés gyakorlati tapasztalatai, illetve a teljes EU-jogharmonizáció igénye szükségessé tette a törvény újraalkotását.

A régi szerkezet megtartása mellett megtörtént az újrakodifikáció, és megszületett a 2001. évi LVIII. törvény, amely 2001. július 13-tól hatályos. E törvény újradefiniálta a jegybank elsődleges célját, erősítette függetlenségét, az Állami Számvevőszék (ÁSZ) ellenőrzése alá helyezte a bank működését, valamint operacionalizálta a döntéshozatali rendszert, és erősítette a területi jellegét. Ezen jogi keretek között az MNB eredményesen készülhet fel a következő évek megoldandó feladataira, kiemelten az eurózónához való csatlakozásra.

A MAGYAR NEMZETI BANK FUNKCIÓI, SZEREPE

A PÉNZÜGYI RENDSZERBEN

Különböző országok központi bankjait összehasonlítva láthatjuk, hogy azok rájuk ruházott jogaikban és felépítésükben – számos hasonlóság mellett – erősen különböznek egymástól. Ennek hátterében az áll, hogy a központi bankok rögzített feladatai széles skálán mozghatnak. Az európai jegybankok feladatait tekintve további orientációt jelent a tágabb régiót is meghatározó Központi Bankok Európai Rendszere (**KBER**). Az MNB-ről szóló 2001. évi törvény készítésénél ezért a törvényalkotók a jogharmonizációt is szem előtt tartották.

Az adott jegybank *monetáris politikája* alatt azokat a jogosítványait (funkcióit) értjük, amelyeket a **végző cél** (rendszerint a fizetőeszköz vásárlóerejének védelme) érdekében felhasznál. A jegybankok hagyományosan rendelkeznek a pénzkibocsátás monopóliumával. E funkció révén minden központi bank befolyással bír a hitel- és pénzkínálatra, ezzel összefüggésben pedig a piaci kamatlábakra, valamint a fizetőeszköz árfolyamára. A jegybankok teljes egészében vagy részben felelősek lehetnek az árfolyam alakításáért is. A központi bankok vezetik a kereskedelmi bankok pénzforgalmi (elszámolási) számláit, őrzik a bankok kötelező és szabad tartalékait. Fontos szerepet játszanak a pénzforgalmi (fizetési) rendszerek fenntartásában. A legtöbb esetben felelősek a pénzügyi rendszer stabilitásáért: egyrészt a bankok és más hitelintézetek ellenőrzésének és felügyezésének ellátásával, másrészt végző hitelnyújtóként való fellépéssel (lender of last resort funkció). A központi bank általában az állam bankja is: vezeti az államháztartás központi számláit, néhány országban kezeli az állam adóssághalmozásának egy részét vagy akár egészét. A jegybank feladatainak felelősségteljes és magas

színvonalú ellátásához szükség van gazdaság-elemzői és kutatási részlegre, valamint a megfelelő információs háttér (statisztikai adatgyűjtés és -feldolgozás) biztosítására is.

Magyarországon a jegybank alapvető feladatairól legmagasabb szinten az alkotmány rendelkezik. Kimondja, hogy az MNB feladata a *törvényes fizetőeszköz kibocsátása, a nemzeti fizetőeszköz értékállóságának védelme, valamint a pénzforgalom szabályozása*.

Az alkotmány VI. fejezetének MNB-re vonatkozó rendelkezése

32/D § (1) A Magyar Nemzeti Bank feladata külön törvényben meghatározott módon törvényes fizetőeszköz kibocsátása, a nemzeti fizetőeszköz értékállóságának védelme, a pénzforgalom szabályozása.

Az alkotmány a feladatok ellátásának részletes meghatározását külön törvény (2001. évi LVIII.) hatáskörébe utalja. A jegybanktörvény – EU-konform módon – az MNB *elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg*. Tartalmilag ez azonos az alkotmányban meghatározott feladattal: a jegybanktörvény értelmezésében tehát a nemzeti fizetőeszköz értékállóságának védelme az árstabilitás fenntartásán keresztül lehetséges. A szövetszerű eltérést az okozza, hogy a törvény szövege a Maastrichti Szerződés szövegét veszi alapul. Az MNB feladatai közé tartozik, hogy az elsődleges cél veszélyeztetése nélkül a rendelkezésre álló monetáris politikai

eszközökkel támogassa a kormány gazdaságpolitikai programjának megvalósulását. Ez a kitétel biztosítja azt, hogy az MNB függetlensége az elsődleges cél elérését tekintve nem csorbul, ugyanakkor a jegybank – lehetőségeihez képest – segíti a kormány gazdaságpolitikai elképzeléseinek a megvalósítását.

Az MNB elsődleges célmeghatározása a jogharmonizációs kötelezettségből adódóan így gyakorlatilag azonos a **KBER**-ével, ahol az elsődleges cél az árstabilitás fenntartása,¹⁵ valamint az Európai Közösség gazdaságpolitikájának támogatása, az árstabilitási cél veszélyeztetése nélkül.

Több országban a törvényben rögzített árstabilitási cél mellett szerepelhetnek alá- vagy mellérendelt egyéb makrogazdasági célok (gazdasági növekedés, foglalkoztatás elősegítése) is a célrendszerben. Akkor transzparens és elszámoltatható csak egy jegybank, ha egyértelmű az egyik cél elsőbbsége. Időben is változhat, hogy a jegybankok melyik célnak adnak prioritást: napjainkban egyre inkább az árstabilitásra összpontosítanak.

A Bank of England elsődleges célja a hazai valuta értékének megőrzése, ezt a kormány által kitűzött **inflációs** cél elérésén keresztül igyekszik megvalósítani. Az árstabilitás fenntartása a feltétele az általánosabban megfogalmazott gazdasági célnak: a fenntartható növekedésnek és a foglalkoztatáspolitikának. A brit jegybank további funkciói a pénzügyi rendszerek stabilitásának fenntartása hazai és nemzetközi szinten, valamint a hatékonyság növelése az ország pénzügyi szolgáltatásainak terén.

Az Egyesült Államok Kongresszusa azért hozta létre (1913-ban) a Federal Reserve-öt (FED),

hogy az rugalmasabb pénzkínálatot és biztonságosabb monetáris és bankrendszert teremtsen. Mára ez a következőképpen módosult: a FED feladata a monetáris politika vitele, elsődleges célja az árstabilitás megteremtése mellett a gazdasági növekedés biztosítása, a bankok felügyelete és szabályozása, a pénzügyi rendszer stabilitásának biztosítása, valamint egyes pénzügyi szolgáltatások végzése (például a kormány, a közintézmények és a pénzintézetek részére).

Az MNB jogállása és elsődleges célja – Jegybanktörvény, I. fejezet

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

3. § (1) Az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. (2) Az MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül, a rendelkezésére álló monetáris politikai eszközökkel támogatja a kormány gazdaságpolitikáját.

Az MNB első, *legfontosabb feladata* makroökonómiai jellegű: a *monetáris politika* működtetése a hazai fizetőeszköz értékének megőrzése céljából. A jegybanktörvény értelmében az értékállóság az árstabilitás fenntartásán keresztül lehetséges. E kitüntetett célt a bank 2001 májusától széles árfolyamsáv mellett, az **inflációs célkövetés** (inflation targeting) rendszerében igyekszik megvalósítani (a monetáris politika cél- és eszközrendszerét a következő fejezetek mutatják be).

Az MNB a fő feladata mellett ellát számos egyéb, a monetáris politika vitelét befolyásoló „klasszikus” jegybanki funkciót is, úgy mint

¹⁵ Az MNB és az EKB elsődleges célja csak minimálisan tér el, amennyiben az EKB az árstabilitás fenntartását (Maastrichti Szerződés 105. §), míg az MNB a törvény alapján annak megteremtését és fenntartását tekinti elsődleges céljának.

- a pénzügyi rendszer stabilitásának, a **prudenciális** felügyeleti politika kialakításának támogatása,
- a fizetési forgalom zavartalanosságának biztosítása,
- **emisszió**, vagyis a bankjegy- és érme-kibocsátási monopólium,
- a deviza- és aranytartalékok kezelése,
- az állam számlavezetője, „az állam bankja”,
- statisztikai tevékenység,
- jegybanki rendelkezések kiadása, szabályozó tevékenység,
- elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül a kormány gazdaságpolitikájának támogatása.

A következő alfejezetekben áttekintést nyújtunk az MNB feladatairól a jegybankról szóló 2001. évi LVIII. törvény alapján. A monetáris politika vitelét szolgáló funkciók árnyaltabb kibontására a könyv további fejezeteiben kerül sor, melyek a monetáris politika cél- és eszközrendszerére, valamint hatásmechanizmusára koncentrálnak.

AZ MNB PÉNZÜGYI STABILITÁS MEGŐRZÉSÉBEN BETÖLTÖTT SZEREPE

A *pénzügyi stabilitás biztosításában* és a pénzügyi rendszer **prudenciális** felügyeletében az MNB-re fontos szerep hárul. Pénzügyi stabilitás alatt azt értjük, hogy a pénzügyi intézményrendszer képes ellenállni a külső és belső megrázkódtatásoknak. Magyarország gazdasága mára nagymértékben nyitottá vált, így a világ-gazdasági események nagyon rövid idő alatt jelentős hatást tudnak kifejteni a magyar pénz- és tőkepiacon is. A belföldi eredetű instabilitásra, illetve az azt kiváltó külföldi eredetű eseményekre a belföldi intézmények nem képesek direkt hatást gyakorolni, csak megelőző módon képesek fellépni. Szerepük a felkészülésben, a kockázatkezelésben és a bekövetkező külső **sokkok** belföldi hatásának minimalizálásában lehet. A pénzügyi piacok stabilitására való törekvés ma az egyik legfontosabb

makroprudenciális kérdés. A pénzügyi stabilitás, a pénzügyi közvetítés hatékonysága és a szilárd pénzügyi intézményrendszer **hosszú távon** kisimítottabb gazdasági növekedést tesz lehetővé.

A pénzügyi stabilitás megteremtéséhez az MNB-vel közösen számos magyar jogalkotó és jogalkalmazó intézmény járul hozzá. Ilyen aktív szereplők többek között az Országgyűlés; a Pénzügy- (PM), a Gazdasági és a Belügy-minisztérium; a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF); az ÁSZ és a bíróságok. A stabilitás fenntartásában szintén jelentős szerepük van az ágazati biztosítási alapoknak (betét, nyugdíj) és az önszerveződő intézményeknek is (Bankszövetség, Takarékszövetkezeti Integráció). A központi bank a jogalkotás előkészítésében leginkább a Pénzügyminisztériummal és a kormánnyal működik együtt. A pénzügyi közvetítőrendszer szabályozásában és ellenőrzésében pedig a PSZÁF a legfontosabb partner.

A pénzügyi stabilitás biztosításának monetáris politikai vetülete is van: az infláció mérséklését, az *árstabilitás fenntartását*, illetve az egyéb jegybanki célok elérését a *kiszámítható gazdasági környezet nagymértékben elősegíti*. A modern jegybankok az instabilitásokat azért igyekeznek megelőzni, mert azok csökkentik a monetáris politikai lépések hatását, rontják a pénzügyi közvetítés hatékonyságát, ezáltal pedig a gazdaság **hosszú távú** növekedési kilátásait.

A monetáris politikai eszközök jelentős része úgy fejt ki a hatását, hogy azzal egyúttal a pénzügyi stabilitás fenntartását is elősegíti (pl. a **kötelező tartalék** szabályozása vagy a **kamatfolyosó** szélén aktiválódó jegybanki eszközök – lásd a monetáris politika **eszköztáráról** szóló részben). Az MNB a pénzügyi stabilitás alakulásának külső és belső tényezőiről félévente publikál komplex áttekintő tanulmányt, *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* címmel.

Míg az egyes intézményekre lebontott monitoring és egyedi ellenőrzés a PSZÁF hatásköre, addig a *rendszerszintű kockázatok kontrollálása* elsősorban a jegybank feladata. A *szabályozói és prudenciális hatóságok közötti együttműködés* a pénzügyi piacok hatékonyságát nagyban javítja.

Az MNB pénzügyi stabilitás megőrzésében betöltött szerepe több, törvényben rögzített funkcióra épül, ezek a következők:

- a „bankok bankjaként” vezeti a bankok elszámolási számláját,
- működteti és felvigyázza a **fizetési és elszámolási rendszereket**,
- meghatározott körben jegybanki ellenőrzést végez,
- közreműködik a prudenciális szabályok kialakításában, a jogszabályalkotásban,
- **végso hitelezőként** lép fel.

Az MNB azon kívül, hogy segíti a közigazgatás szabályozó tevékenységét, nyomon követi a hazai és nemzetközi pénzügyi rendszer fejlődését is, elemzéseit publikussá teszi, és folyamatosan konzultál a pénzügyi közvetítőrendszer szakértőivel, vezetőivel.

A jegybank mint a bankok bankja

A Magyar Nemzeti Bank – és a többi központi bank – speciális helyzete abból ered, hogy a kereskedelmi bankok bizonyos mértékig függnek a **jegybankpénztől**. Egyrészt a bankoknak az ügyfelek által elhelyezett betétek és a részükre nyújtott hitelek kifizetéséhez szükségük van *készpénzre*, amit csak a jegybanktól tudnak beszerezni. Másrészt a központi bank vezeti a hitelintézetek elszámolási számláit¹⁶, amelynek egyenlege a **kötelező tartalékból** (ez a forrásállomány egy meghatározott ará-

nyában képzett tartalék, szerepéről részletebben lásd az eszköztárról szóló fejezetet), illetve az annak teljesítésén túli szabad tartalékból áll. Ezt a számlapénz-állományt tudják a hitelintézetek felhasználni készpénz nélküli fizetési forgalmuk lebonyolításához.

Az MNB feladatai: az MNB számlavezetési tevékenysége – Jegybanktörvény II. fejezet

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

(2) Az MNB vezeti az elszámolóházak pénzforgalmi számláját.

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

A fenti tényezők – a forgalomban lévő készpénzállomány, a bankok kötelező, valamint szabad tartalékai – együttesen alkotják a **monetáris bázist**, amely fölött a jegybank gyakorol befolyást. Ezen állományok mennyiségének és árának – lényegében a jegybanki **irányadó kamattal** történő – befolyásolásán keresztül a jegybank hatást gyakorolhat a pénzmennyiségre (a *pénzkinálatra*), valamint a hitel- és betéti kamatokra. (Lásd a pénzágregátumokról és a **transzmisszióról** szóló fejezeteket.)

Nem minden bank függ közvetlenül a központi bank által biztosított pénztől. A megfelelő nagyságú egyenlegekhez szükséges jegybankpénz-mennyiség nem feltétlenül csak a jegybanktól szerezhető be. Azok a bankok, melyek átmenetileg vagy akár tartósan a szükségnél több jegybankpénzzel (likviditással) rendelkeznek, a **bankközi pénzpiacon** keresz-

¹⁶ 1994-ig külön létezett kötelező tartalékszámla és pénzforgalmi számla, a zsrórendszer bevezetésével azonban a két számlát – elszámolási számlaként – összevonták.

tül kölcsönt nyújtanak az átmenetileg likviditásihiánnyal küzdő bankoknak.

Szabályozási funkció

A pénz- és tőkepiacon működő vállalkozásokra vonatkozó szabályozási javaslatok kidolgozása és véleményezése, valamint az operatív intézkedést igénylő engedélyezési ügyek egyaránt a jegybank szabályozási tevékenységéhez tartoznak, és igen szorosan kapcsolódnak a jegybank pénzügyi stabilitást biztosító funkciójához.

Vegyes rendelkezések: Jogszultságok – Jegybanktörvény, V. fejezet

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

- a) a kötelező jegybanki tartalék mértékét, kiszámítását, illetve képzésének és elhelyezésének módját,
- b) hatósági és statisztikai feladatai ellátásához szolgáltatandó információk körét, a szolgáltatás módját és határidejét,
- c) a nyilvánosságra hozni rendelt adatokat és nyilvánosságra hozataluk módját,
- d) külföldi pénznemben, továbbá a külföldiekkel forintban végzett pénzügyi szolgáltatási, befektetési szolgáltatási és elszámolóházi tevékenységet,
- e) a pénzforgalmat,
- f) az engedélyezési hatáskörébe tartozó pénzügyi szolgáltatási és kiegészítő pénzügyi szolgáltatási tevékenységek végzését, tárgyi feltételeit.

A szabályozás kétféle módon történhet: az MNB külön törvényben meghatározott körben *jegybanki rendelkezést* adhat ki, illetve a jegybanki feladatok ellátásával összefüggésben *üzletszabályzatban* állapíthatja meg a bank és ügyfelei polgári jogi kapcsolatára vonatkozó általános szerződési feltételeket (ezt a jegybank elnöke hagyja jóvá).

A pénz- és tőkepiacon végzett tevékenységeket illetően az *engedélyezési hatáskör* Magyarországon hagyományosan megoszlik az PSZÁF és az MNB között. Ezért annak ellenére, hogy az 1997-től hatályos törvényi rendelkezések alapján a pénzügyi intézmények által véggezhető pénzügyi és kiegészítő pénzügyi szolgáltatási tevékenységek túlnyomó részét már a PSZÁF engedélyezi, egyes szolgáltatások (pl. a készpénzkímélő fizetési eszközök kibocsátása és az ezekkel kapcsolatos szolgáltatások nyújtása, a pénzfeldolgozás, az elszámolásforgalmi tevékenység) esetében az engedélykérelmek elbírálása, a döntés-előkészítés az MNB feladata.

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

Az MNB-nek fontos szerepe van a *kodifikációs munkában*: a meglévő jogszabályok felülvizsgálatában, a módosítási javaslatok, illetőleg az új elképzelések előkészítésében, kidolgozásában. E tekintetben kulcsfontosságú az EU vonatkozó szabályainak elemzése, a hazai jogrendszer kapcsolódó területének harmonizálá-

sa, valamint a szakirodalomban megjelenő publikációk, a különböző nemzetközi testületek szabályozási ajánlásainak felhasználása. A jegybanktörvény 36. §-a szerint az MNB feladataival és a pénzügyi rendszer működésével kapcsolatos döntések és jogszabályok tervezeteire nézve ki kell kérni az MNB véleményét.

A forint konvertibilitását teljessé téve a devizakorlátozások megszüntetéséről, a tőke szabad áramlásának elősegítéséről a 2001. évi XCIII. törvény rendelkezik az Európai Unióhoz történő csatlakozásra való felkészülés jegyében. A teljes devizaliberalizációt követő jogszabályi változások következtében az MNB devizahatósági jogköre megszűnt. Fennmaradt azonban a bankok – és egyes területeken a vállalkozók – deviza- és külföldi forintügyletekre vonatkozó adatszolgáltatási kötelezettsége, amely adatokat az MNB statisztikai célból gyűjti, többek között a **fizetési mérleg** összeállításához.

Bankellenőrzés

A hitelintézetek jogszabályok által szabályozott működését két intézmény ellenőrzi: a PSZÁF, amely közvetlenül a kormánynak, valamint az MNB, amely az Országgyűlésnek tartozik beszámolási kötelezettséggel.

A hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról szóló (1996. évi CXII.) törvény alapján a PSZÁF ellenőrzi a pénzügyi közvetítőrendszer intézményeit, beleértve a hitelintézeteket és a befektetési társaságokat, valamint a pénztárat és a biztosítótársaságokat. (A bankok esetében ellenőrzi például a tőkemegfelelési mutató, az eszközértékelési elvek, a menedzsmentre vonatkozó követelmények, a nyereségre, likviditásra, fizetőképességre stb. vonatkozó előírások betartását.)

A hatékony monetáris szabályozáshoz szükséges, hogy az MNB meggyőződhessék arról,

hogy a vonatkozó jogszabályok és a jogszabályok felhatalmazása alapján kiadott jegybanki előírások érvényesülnek-e – és milyen módon – a hitelintézetek mindennapos gyakorlatában. Ez a *jegybanki ellenőrzés* során történik.

A jegybanki ellenőrzés elsősorban a kötelező jegybanki tartálékra, a jegybanki információs rendszer keretében szolgáltatandó információkra vonatkozó előírások, továbbá a pénzforgalommal összefüggő jogszabályok, illetve jegybanki előírások megtartásának vizsgálatát jelenti. A jegybanktörvény meghatározza a jegybanki ellenőrzés során megállapított jogszabály, illetve jegybanki előírás megsértése esetén teendő intézkedéseket, jogkövetkezményeket is.

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

A *helyszíni ellenőrzéseket* a jegybank erre a célra felállított főosztálya végzi. Ennek során részletesen vizsgálják a kötelező jegybanki tartálék alapjának helyességét, a pénzforgalmi és pénzfeldolgozási szabályok betartását, valamint ellenőrzik a különböző típusú adatszolgáltatások pontosságát, összeállításának rendszerét, illetve a pénzforgalmi és adatszolgáltatási tevékenységek szabályozottságát.

Az egységes követelmények kialakítása, valamint a párhuzamos vizsgálatok elkerülése ér-

dekében a PSZÁF és az MNB egyezteteti, összehangolja a konkrét ellenőrzési feladatokat. Az MNB igazgatósági ülésére a PSZÁF feladatokról értesítő napirendi pontok esetén a felügyelet vezetőjét is meghívják. A PSZÁF azokat az engedélyeket, amelyek szükségesek a hitelintézetek alapításához és működéséhez, az MNB előzetes véleményének kikérésével adja meg. A két szervezet között rendszeres az információcserre: egymás rendelkezésére bocsátják a hitelintézetek tevékenységéről, az értékpapír-kibocsátásról és forgalmazásról szerzett adatokat, valamint tájékoztatják egymást az ellenőrzések megállapításairól, szükség esetén egymásnál eljárást kezdeményezhetnek.

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

Ha egy hitelintézet likviditáshiánnyal küzd és a bankközi pénzpiacon a normál üzletmenetben nem jut elegendő forráshoz, a jegybanknak lehetősége van arra, hogy **végső hitelezői** (vagy utolsó mentsvár) funkciójához kapcsolódóan az adott hitelintézetet valamely nem szokásos eljárás keretében **jegybankpénzzel** lássa el.

Az MNB feladatai: Rendkívüli hitel hitelintézet szükséghelyzetében – Jegybanktörvény II. fejezet

14. § Amennyiben olyan körülmény áll fenn, amely miatt a hitelintézet működése a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyezteti, az MNB a hitelintézetnek rendkívüli hitelt nyújthat. E hitel rendelkezésre bocsátását az MNB a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (a továbbiakban: Felügyelet) intézkedésétől, valamint a Felügyelet által kezdeményezett intézkedésnek a hitelintézet részéről történő teljesítésétől is függővé teheti.

Jogos kérdés, hogy miért kell segíteni egy – esetlegesen talán üzleti hibák miatt is – rosszul működő, likviditáshiánnyal küszködő bankot. Elsősorban azért, mert előfordulhat, hogy a *válság továbbgyűrűzik*, és a bankok sorozatos megrohanásához, fizetéseképtelenségéhez vezethet, amely megbéníthatja a bankrendszer egy részét vagy egészét. Ez megrendítheti a bankrendszerbe és a fizetőeszközbe vetett bizalmat, visszavetheti a pénzügyi megtakarítások arányát, ami a gazdaság növekedését is veszélyeztetheti. A jegybank mint végső hitelező tehát védelmet jelenthet a bankcsődök által okozott pénzügyi és gazdasági válságok ellen. Ugyanakkor a jegybank mint végső hitelező nem is kíván más esetben beavatkozni egy hitelintézet megmentése érdekében, csak ha az *adott intézmény válsága feltételezhetően megingatná a bizalmat az egész pénzügyi közvetítőrendszerben*. A jegybanknak nem feladata a betétesek védelme, ennek érdekében alakult ki a **betétbiztosítás** intézménye, amely az egyedi esetek kezelésére jött létre. A betétbiztosítási alap nagy számban előforduló bankcsőd esetén nem tudná teljes egészében fedezni a veszteségeket, annak ellenére, hogy a betétek csak egy bizonyos értékhatárig biztosítottak, és a biztosított állomány a teljes betétállománynak csak kis hányadát teszik ki.

A jegybankok általában nem kívánnak automatikusan beavatkozni, mert ennek ígérete önmagában is a *biztonságosan kezelhetőnél nagyobb kockázatok* vállalásához vezethet a bank működésének különböző – főként hitelezési – területein. Ez az ún. **erkölcsi kockázat** (*moral hazard*) a nagyobb bankoknál a legerősebb, mivel úgy gondolhatják, hogy ők túl nagyok és fontosak ahhoz, hogy a jegybank ne segítsen. (Esetleges bukásuk továbbgyűrűzésének ugyanis sokkal nagyobb a valószínűsége.)

Az MNB **rendelkezésreállítás-szerűen** működtetett műveletei, amelyek állandó hitellehető-

séget biztosítanak (pl. a korlátlanul igénybe vehető fedezett hitel), vagy a piac egészének likviditására ható nyíltpiaci műveletek nem tartoznak a végső hitelezői **eszköztárba**.

A végső hitelezői funkció speciális, a *normál üzletmenettől eltérő feltételű eszköztár* segítségével a hitelintézetek likviditási válsághelyzetének speciális kezelésére szolgál. A fizetőképesség (szolvencia) kérdésének megítélése és kezelése szoros és *folyamatos együttműködést* és helyzetértékelést követel meg az MNB, a PSZÁF és a PM között.

Fizetési és elszámolási rendszerekkel kapcsolatos feladatok

A gazdaság különféle szereplőinek (lakosság, vállalatok, államháztartás) pénzforgalma túlnyomórészt bankszámlák közötti pénzmozgás útján bonyolódik le. A számlapénzforgalom az ügyfelek számláinak egyenlegváltozásán túl az érintett bankok között is tartozások és követelések kialakulásával jár. A keletkezett tartozások és követelések kiegyenlítése a hitelintézetek jegybanknál vezetett elszámolási számláin történik.

MNB feladatai: Pénzforgalmi feladatok – Jegybanktörvény, II. fejezet

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

(2) Az MNB szabályozza a pénzforgalmat.

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

Ezt azonban megelőzi az elszámolás, azaz a fizetési megbízások célba juttatása, és a kölcsönös tartozások és követelések kiszámítása, ami a *bankközi elszámolásforgalom* keretében történik.

Az elszámolási rendszer és a pénzügyi piacok hatékony működése között szoros kapcsolat van. A **fizetési rendszer** egy olyan közeg, amelyen keresztül a pénzügyileg nem stabil hitelintézetek az egész pénzügyi rendszer stabilitását veszélyeztethetik. A fizetési rendszerrel kapcsolatban tehát az MNB feladata és célja az, hogy *elősegítse a belföldi fizetési rendszer biztonságos és hatékony működését, és egy olyan országos fizetési és elszámolási rendszert alakítson ki, amely megfelel a gazdaság igényeinek*.

Ezt tükrözi az alkotmány és a jegybanktörvény is, melyek szerint az MNB feladata a fizetési és az elszámolásforgalmi rendszer kialakítása és zökkenőmentes működtetése; ezáltal annak biztosítása, hogy egyetlen intézmény fizetéseképtelensége se gyűrűzhessen tovább a **fizetési rendszerben**. Ez a rendszerkockázati megközelítés eltér a hagyományos, intézményorientált felügyeleti nézőponttól, hisz a középpontban nem egyedi szervezetek állnak, hanem a közöttük fennálló szerződéses viszonyok és az azt támogató infrastruktúra. Az elszámolóházak részvételével működő fizetési rendszerekkel kapcsolatos jegybanki adatgyűjtési, elemzési és szabályozási funkciót (az angol „oversight” szakkifejezés alapján) felvigyázásnak nevezzük, ami érzékelteti, hogy ez a tevékenység nem intézményekre, hanem viszonyrendszerekre irányul.

A pénzforgalom tekintetében az MNB elnöke rendelkezést bocsát ki, amely a magánszemélyekre is kiterjed. Jegybanki rendelkezés állapítja meg a belföldi fizetési forgalomban alkalmazható fizetési módokat és a lebonyolításuk alapvető szabályait. A jegybank

engedélyezi a hitelintézeti elszámolóházak működését, és ellenőrzi azok tevékenységét.

A fizetési és elszámolási rendszer részei az elszámolóház(ak), a pénzforgalmi közvetítő tevékenységet ellátó szervezetek, valamint a végső kiegyenlítő (általában a jegybank). Az MNB-nek kettős szerepe van az elszámolási rendszerben: egyrésztől elszámolja és könyveli a Bankközi Klíring Rendszer (BKR) éjszakai működése során keletkezett pozíciókat, másrészt mint számlavezető *napközben saját számlatulajdonosainak* (elsősorban a hitelintézeteknek) *egymással szembeni fizetéseit közvetlenül lebonyolítja és könyveli.*

Az értékpapír-piaci ügyletek forgalmának feldolgozását a PSZÁF által felügyelt *Központi Elszámolóház és Értéktár Rt. (KELER Rt.)* végzi. Tekintettel arra, hogy a fizetési rendszer és az értékpapír-elszámolási rendszer között szoros kölcsönhatás van, az MNB alapvetően érdekelt az értékpapír-elszámolási rendszer zökkenőmentes működésében is. Az MNB céljait részben mint a KELER Rt. legnagyobb tulajdonosa, részben pedig mint felhasználó érvényesítheti.

A KELER Rt.

A KELER Rt.-t 1993. október 12-én alapították, tulajdonosa a két hazai tőzsde – Budapesti Értéktőzsde (BÉT) és Budapesti Árutőzsde (BÁT), illetve az MNB. Fő feladata a magyarországi *értékpapír-piaci ügyletek biztonságos, gyors és olcsó elszámolásának és teljesítésének elősegítése.* A KELER Rt. ellátja a központi értéktári funkciókat, és ezzel kapcsolatban értékpapírszámla-vezetési és egyéb szolgáltatásokat nyújt. Elszámolóházi funk-

cióiban a BÉT és a BÁT azonnali, illetve határidős piacának nyújt szolgáltatásokat, nemcsak a **határidős ügyletek**, hanem 2002. május 13. óta a készpénzes ügyletek esetében is **központi szerződő fél.** A KELER Rt. ezen túlmenően a tőzsdén kívüli (OTC) állampapírpiacon számára is elszámolóként működik, valamint banki jellegű funkciókat is ellát (tőzdeforgalmi számlavezetés, kamatfizetés, elszámoláshoz kapcsolódó technikai hitelezés; treasury tevékenység). A hitelintézeti jelleget a tőkepiaci törvény is megerősíti, hisz a törvény hatálya alá tartozó elszámolóház csak szakosított hitelintézeti formában működhet. A fizetési és értékpapír-elszámolási rendszer működése megfelel a szállítási fizetés ellenében (**DVP**) elvnek, tehát az értékpapírok szállítása csak és kizárólag abban az esetben történhet meg, ha az ellenérték kifizetése is megtörténik.

A hazai bankközi fizetési forgalom jelentős hányada két fizetési rendszerben bonyolódik le: a **Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszerben** (VIBER) és a BKR-ben.¹⁷ A VIBER tipikusan a sürgős, illetve nagy összegű egyedi átutalások teljesítésére szolgál. A kis összegű fizetéseket általában a BKR-ben számolják el.

A Bankközi Klíring Rendszer

A BKR-t a *GIRO Elszámolásforgalmi Részvénytársaság* üzemelteti, amelyet az MNB, a hitelintézetek és a KELER Rt. alapítottak 1989-ben. A BKR a bankok közötti pénzforgalmat elektronikus alapokra helyezve 1994. november 18-án kezdte meg működését. Ez egy olyan kötegelt adatfeldolgozást végző bruttó rendszer, amelyben az átutalásokat nem azonnal, a meg-

¹⁷ Ezenkívül a bankkártyák használatához kapcsolódó fizetési forgalom elszámolására még üzemel három különböző klíringrendszer is.

bízás időpontjában teljesítik, hanem a tárgynapon késő délután és éjszaka történik meg azok feldolgozása. A bankközi klíringforgalomban csak akkor számolnak el egy megbízást, ha a megbízó hitelintézet fedezettel rendelkezik (ami lehet a jegybanknál vezetett elszámolási számla egyenlege és az MNB javára a KELER-nél zároltatott értékpapírok). Amennyiben egy átutalás fedezetlen marad, annak elszámolására fedezetbiztosítást követően a délelőtti órákban kerülhet sor. Fedezetbiztosítás elmaradása esetén a teljesítés nem történik meg.

A Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszer

Az MNB 1999. szeptember 3-án vezette be a VIBER-t. A valós idejű bruttó elszámolás (Real Time Gross Settlement – RTGS) lényege, hogy a kiegyenlítés és az elszámolás mozzanata időben nem válik el egymástól, a könyvelés tételeként, folyamatosan és azonnal (valós időben) zajlik. A VIBER-ben történő teljesítésre beküldött fizetési megbízásokat az MNB – meglévő fedezet esetén – azonnal és visszavonhatatlanul teljesíti.

A VIBER közvetlen tagjai: azon bankok és egyéb intézmények, amelyeknek az MNB pénzforgalmi számlát vezet, a KELER Rt., a Magyar Államkincstár, a Magyar Posta Rt. és az MNB, *utóbbi mint számlavezető és levelező banki szolgáltatást nyújtó, szabályozó és felügyelő szerv, illetve a rendszer üzemeltetője.*

A VIBER üzenetkövetítő hálózata a SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication), egy több országra kiterjedő, üzenetkövetítő kommunikációs rendszer. A VIBER nyitvatartási idejét az MNB a pénzügyi igényeknek megfelelően alakítja ki. A rendszer 8:00–16:30-ig tart nyitva, ügyféltételeket 14:30-ig

fogad. Az üzemidőt várhatóan legkésőbb Magyarországnak a Gazdasági és Monetáris Unióhoz (GMU) történő csatlakozásáig a TARGET¹⁸ nyitva tartásához fogják igazítani (7:00–18:00).

BANKJEGY- ÉS ÉRMEKIBOCSÁTÁS (EMISSION)

A jegybanktörvény értelmében Magyarországon kizárólag az MNB jogosult a hazai törvényes fizetőeszköz – a forintbankjegyek és -érmék – kibocsátására, címleteinek meghatározására, valamint forgalomból való bevonására. Ezt a tényt erősíti meg a 2001. évi XCIII. törvény 1. § (1) bekezdése, amelynek értelmében a törvényes fizetőeszközben teljesítendő fizetés belföldön nem utasítható vissza.

A jegybank alapvető feladata a *forgalom készpénzszükségletének maradéktalan kielégítése* megfelelő címlet-összetételű, korszerű bankjegyekkel és érmeikkel. A forgalom készpénzszükségletét elsősorban a GDP (bruttó hazai termék), az **infláció**, a készpénz forgási sebessége és a készpénzkezelő fizetési módszerek elterjedtsége befolyásolja.

Az MNB jogállása és alapvető feladata – Jegybanktörvény I. fejezet

4. § (2) Az MNB kizárólagosan jogosult bankjegy- és érme kibocsátásra. Az MNB által kibocsátott bankjegy és érme a Magyar Köztársaság törvényes fizetőeszköze.

A bankjegyhamisítások megelőzése érdekében a jegybank **emissziós** tevékenységének fontos része a bankjegyek fejlesztése új biztonsági elemek alkalmazása révén. A törvényes fizetőeszközök teljes cseréje 1993-ban kezdődött, és 1999 augusztus

¹⁸ A TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer) a GMU harmadik szakaszában bevezetett közös európai fizetési rendszer, amelyet a nemzeti fizetési rendszerek integrációja és harmonizációja érdekében hoztak létre.

tuság a régi bankjegy- és érmesorozat minden címletét bevonta az MNB. Ez az új bankjegysorozat (7 címletben: 200, 500, 1000, 2000, 5000, 10 000 és 20 000 forint), valamint az érmesorozat valószínűleg Magyarország utolsó forintérme- és bankjegykibocsátása volt az euróövezethez való csatlakozást megelőzően.

A bankjegyek és forgalmi érmék a bevonási határidőig törvényes fizetőeszközök, azt követően azonban senki sem köteles azokat fizetésül elfogadni. A jegybank a bevonás alatt álló bankjegyeket és érmekeket az elévülési hatánapig magyar törvényes fizetőeszközzé névértéken átváltja. Az elévülési határidőt követően már a központi bank sem fogadja el a bevont bankjegyeket és érmekeket. Az így forgalomban maradt, vissza nem váltott érmék, illetve bankjegyek értéke bevonási nyereségként kerül elszámolásra, és a jegybanktörvény alapján az MNB-vel szemben fennálló államadóságot csökkentésére kell fordítani.

Az új bankjegy- és érmesorozat bevezetésével a fizetőeszközök címletösszetétele hasonló az euróérmék és -bankjegyek kibocsátásánál alkalmazotthoz, és a forgalom igényeinek megfelelően a névérték növekedése irányába mozgott el. Négyszeresére nőtt a legnagyobb és kétszeresére a legkisebb bankjegycímlet névértéke a korábbi sorozathoz viszonyítva, az érmeforgalomban pedig megszűnt a fillér. Az elmúlt években összességében csökkent a forgalmi bankjegyek és érmék mennyisége, miközben az általuk képviselt érték dinamikusabban nőtt.

2001 decemberében a forgalomban lévő bankjegyek és érmék összesen 1138 milliárd forint értéket képviseltek, ezen belül a bankjegyek aránya 98%, az érmék aránya 2% volt. A forgalomban lévő készpénzállomány értékének mintegy 10%-a található a hitelintézeteknél, 90%-a pedig a bankrendszeren kívül (háztartások, kiskereskedelem, gazdálkodó szervezetek házipénztárai stb.).

DEVIZA- ÉS ARANYTARTALÉK-KEZELÉS AZ MNB-BEN

A devizatartalék a jegybank azon likvid devizaeszközeit tartalmazza, amelyeket a **monetáris hatóság** fizetési problémák esetén közvetlenül felhasználhat, illetve amelyek árfolyampolitikai célú devizapiaci **intervencióinak** fedezetét jelentik. A világ központi bankjainak fontos feladatai között szerepel az adott állam **devizatartalékának** kezelése.

A devizatartalék tartásának legfontosabb oka, hogy *támogatja a monetáris politikát árfolyampolitikai céljai megvalósításában*. Ez magában foglalhatja az árfolyam védelmét (*intervenció cél*) és az árfolyam túlzott ingadozásának csökkentését is. A devizatartalék egyben hozzájárul a pénzügyi rendszer stabilitásához. A tartalékok alkalmasak lehetnek **likviditásszabályozásra** és **vagyonfelhalmozásra** is. Végső esetben, amennyiben a gazdasági szereplők erre valamely okból (természeti katasztrófa, válság, likviditási **sokk** stb.) már nem képesek, a devizatartalékok az állam devizaigényének kielégítésére és a nem rezidensek követeléseinek kielégítésére (pl. import) is szolgálhatnak (*tranzakció cél*).

Magyarország esetében a devizatartalék tartásának több célja is van. A forint középárfolyama körüli $\pm 15\%$ -os ingadozási sáv két szélén az MNB elvileg korlátlan vételi, illetve eladási kötelezettséget vállal, amelynek teljesítéséhez megfelelő nagyságú devizatartalékkal kell rendelkeznie. Közvetlenül a tartalékból történik az MNB és az állam által felvett devizahitelek kamat- és tőketörlesztése is. A kellően magas tartalék növeli a külföldi befektetők, hitelezők hazánk iránti bizalmát, valamennyi gazdasági szereplő számára megkönnyíti, olcsóbbá teszi a külföldi forrásbevonást.

A tartalék növekedésének *forrása* a jegybanki **intervenció**. Erre akkor kerülhet sor, ha a **folyó fizetési mérleg** pozitív egyenlege vagy a **folyó**

fizetési mérleg hiányát meghaladó tőkebeáramlás miatt az árfolyam olyan mértékben erősödik, amely nem áll összhangban a monetáris politikai célokkal. A külföldiek befektetései és a belföldi magánszektor devizaforrásai a bankközi devizapiacra konvertálódnak forint-ra. Abban az esetben, ha a jegybank a piacon nem végez devizaműveleteket, akkor a magánszektor folyó fizetési mérlege és a magánszektorra érintő tőkeáramlás egyensúlyban vannak. Ilyenkor a nemzetközi tartalékok szintjét kizárólag az állam jegybankkal szembeni (elsősorban az adósságállomány menedzseléséből származó) devizatranszakciói, illetve devizaforrás-bevonási politikája határozza meg.

A *tartalékok devizaszerkezete* általában az egyes országok árfolyamrendszerét (az intervenciós devizát), a gazdasági integrációjuk irányát, a devizaadósság devizaszerkezetét is tükrözi. Általános tendencia, hogy az arany szerepe a tartalékkezelésben visszaszorul. Az MNB tartalékának devizaszerkezetében az euró játszik meghatározó szerepet, de a tartalék kisebb részben dollárban denominált portfólió-elemet is tartalmaz.

A *befektetési irányelvek* alapján a jegybankokat a világ legnagyobb, ugyanakkor legkonzervatívabb befektetői között tartják számon. Ezen intézmények a befektetői biztonság-likviditáshozam célrendszerben általában a *biztonságra* helyezik a fő hangsúlyt: az értékpapírpiacon jellemzően a legmagasabb hitelminősítésű papírokat keresik. A *likviditási* szempont azért fontos, mert a tartalékokat **intervenció** vagy egy esetleges válság esetén jelentős értékvesztés nélkül, azonnal be kell vetni. E két szempontot szem előtt tartva a tartalékok kezelői arra töreksenek, hogy a lehető *legjobb hozammal* rendelkező eszközökbe helyezték a tartalékokat. Az MNB devizatartalék-kezelési irányelvei összhangban vannak a nemzetközi gyakorlattal: az

üzletkötésre engedélyezett partnerek listáján kizárólag a legnagyobb kereskedelmi és befektetési bankok, értékpapírházak találhatók meg. A *tartalékok optimális nagyságának* megállapítására nincs minden országra érvényes, általánosan elfogadott, elméletileg is alátámasztott szabály. A leggyakrabban használt hüvelykujj-szabály szerint a devizatartaléknak *háromhavi importot kell fedeznie*. A monetáris aggregátumokhoz kapcsolódó szabály alapja az, hogy a **monetáris bázis** vagy egy tágabb pénzágregátum (pl. M2) belső fedezetét, átválthatóságát biztosítják. A *Greenspan (Guidotti)-szabály* szerint pedig akkor elegendő a devizatartalék, ha az a rezidensek (nemcsak az államháztartás) nem rezidensekkel szembeni teljes éven belüli bruttó adósságszolgálatát fedezi. A devizatartalék kívánatos nagysága azonban a fennálló árfolyamrendszertől, az ország forrásbevonási képességétől, a gazdaság fejlettségétől, nyitottságától, a folyó **fizetési mérleg** ingadozásától is függ.

Az európai uniós csatlakozási periódus különböző szakaszaiban eltérően alakul Magyarország devizatartalék-szükséglete. A maastrichti konvergencia-kritérium teljesítésének időszakában a tagországoknak valutájukat az euróval szemben meghatározott sávban kell tartaniuk. A Gazdasági és Monetáris Unióban (GMU) való jövőbeni részvételünk radikálisan csökkenteni fogja a tartalékszükségletünket, mert az árfolyampolitika és a likviditáskezelés az **EKB** (Európai Központi Bank) feladata¹⁹.

KAPCSOLAT AZ ÁLLAMHÁZTARTÁSSAL

Az MNB és az államháztartás kapcsolatának több vetülete is van. Egyrészt az MNB mint az állam bankja *vezeti a kincstár egységes számláját* és a pénzügyminiszter által kijelölt egyéb állami számlákat. Másrészt a jegybank finanszírozási kapcsolatban is lehet a költségvetéssel.

¹⁹ Az eurót bevezető tagállamok az EKB jegyzett tőkéjében képviselt hányaduk alapján transzferálnak tartalékot az EKB-ba.

Korábban korlátozott formában lehetőség volt a költségvetés jegybanki finanszírozására, azonban ez éveken keresztül csak elméleti lehetőség maradt, mivel ilyen ügyletre 1995 óta nem került sor. A 2001 elején hatályba lépett költségvetési törvény, illetve jegybanktörvény azonban már a közvetlen finanszírozás lehetőségét is kizárta.

**Az MNB feladatai:
Kapcsolat az államháztartással,
az MNB számlavezetési tevékenysége
– Jegybanktörvény, II. fejezet**

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

16. § (1) Az MNB az államnak, helyi önkormányzatnak vagy az államháztartás körébe tartozó más intézménynek vagy az állam, illetve a helyi önkormányzat befolyásoló irányítása alatt működő gazdálkodó szervezet részére hitelt nem nyújthat, ezen intézmények értékpapírjait közvetlenül a kibocsátótól nem vásárolhatja meg.

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

szerveknek, sem a központi, regionális vagy helyi kormányzatoknak vagy más központi szervezeteknek, tagállamok állami tulajdonban lévő vállalatainak; illetve *tilos hitelviszonyt megtestesítő értékpapírt közvetlenül vásárolniuk* ezen intézményektől, szervektől. A rendelkezés célja az, hogy megszüldítsa a költségvetési fegyelmet a tagországokban, és elzárja az infláció egyik fő forrását: a költségvetési hiány miatt megnövekvő **jegybankpénz** kínálatot. A központi bank által a kormányzatnak nyújtott közvetlen hitelek folyósítási lehetőségének megszüntetése *jelentős tényezője a nemzeti központi bankok és az Európai Központi Bank függetlenségének* is.

A magyarországi szabályozás *összhangban van a Maastrichti Szerződésben lefektetett elvekkel*. A közvetlen jegybanki finanszírozás tiltásának feltétele volt a fejlett hazai tőkepiac, mert ezáltal a költségvetésnek lehetősége nyílt arra, hogy a hiányt közvetlenül – a jegybank beiktatása nélkül – az értékpapírpiacról finanszírozza állampapír-kibocsátás formájában. Amennyiben az MNB értékpapírt *közvetlenül* az államtól, azaz az **elsődleges piacon** vásárol, akkor ott kizoríthat másokat, és a kialakult hozamokat a megnövekedett aukciós kereslet leszoríthatja (a piacinál olcsóbb áron finanszírozhat). Ha az MNB a **másodlagos piacon** – monetáris politikai céljait szem előtt tartva – nyílt piaci műveleteinek keretében²⁰ vásárol állampapírokat, ezzel a költségvetés által fizetendő hozamokat nem befolyásolja.

**Az államháztartás hitelezésének
változása az 1990-es évektől**

A 90-es években a MNB és a költségvetés finanszírozási kapcsolata is nagy változáson ment keresztül. Az 1990. évben

²⁰ Lásd még az MNB eszköztárának leírásánál.

a jegybank összes kihelyezéséhez (mértékfőösszeghez) képest az államháztartás részére történő kihelyezés meghaladta a 70%-ot. Az 1991. évi jegybanktörvény ugyan még tükrözte azt a gyakorlatot, hogy az MNB hitelszerződések alapján finanszírozta a központi költségvetést, de már felső határt szabott a hitelállomány növekedésének (egy átmeneti időszak után a hitelállomány növekedésének korlátja fokozatosan a központi költségvetés adott évi tervezett bevételeinek 3%-a lett).

A jegybanktörvény 1994-es módosítása a folyamatos pénzellátás érdekében lehetővé tette a költségvetési forgóalap (ma: Kincstári Egységes Számla – KESZ) néhány napos, átmeneti likviditási nehézségeinek korlátozott finanszírozását. Ez a központi költségvetés adott évi bevételi előirányzatának *legfeljebb 2 százaléka*ig nyújtható hitel minden hónapban – több alkalommal vagy egybefüggően – legfeljebb 15 napig állhatott fenn. Az elmúlt években a KESZ és az Állami Privatizációs és Vagyonkezelő Rt. (ÁPV Rt.) számlája együtt mindig pozitív volt. A központi költségvetésnek nyújtott hitelek tekintetében a jegybanki alapkamat – tehát egy piaci mértékű kamat – volt az irányadó.

A jegybanktörvény 1996-os módosítása már megtiltotta azt, hogy az MNB a központi költségvetésnek hitelt nyújtson, ami alól csak a likviditási hitel jelentett kivételt. Ezt a kivételt a 2000. CXXXIII. törvény megszüntette, a 2001 évi LVIII. jegybanktörvény pedig teljes mértékben kizárta az államháztartás közvetlen jegybanki finanszírozását.

A JEGYBANK STATISZTIKAI TEVÉKENYSÉGE

A Magyar Nemzeti Bankról szóló törvény a jegybank alapvető feladatai közé sorolja a statisztikai információk gyűjtését és közzétételét. A jegybanktörvény meghatározza azon pénzügyi szolgáltatást nyújtó intézmények körét, melyekre nézve az MNB közvetlenül adatszolgáltatást rendelhet el.

Az MNB-nek feladatai ellátásához ennél bővebb intézményi körtől is szükséges adatot gyűjtenie. Az ilyen jellegű adatgyűjtés az 1993. évi XLVI., a statisztikáról szóló törvény alapján, az Országos Statisztikai Adatgyűjtési Program (OSAP) keretében történik. Ezt a programot a Központi Statisztikai Hivatal (KSH) koordinálja, de az MNB az adatgyűjtéshez és az információs rendszer működtetéséhez kapcsolódó módszertant is a KSH-val egyeztetve alakítja ki.

Az MNB a monetáris statisztikához, a **fizetésimérleg**-statisztikához és a pénzügyi számlákhoz (a gazdaság szereplőinek pénzügyi eszközeit és kötelezettségeit, illetve azok változását kimutató számlarendszerhez) kapcsolódóan gyűjt és dolgoz fel adatokat. Ezek alapján jelennek meg havi rendszerességgel²¹ a sajtóközlemények az MNB mérlegéről, a monetáris intézmények összevont mérlegéről, a fizetési mérlegről, a monetáris aggregátumok, illetve a háztartások pénzügyi megtakarításainak alakulásáról, valamint a nem pénzügyi vállalati, a háztartási és a bankközi forintkamatok alakulásáról. Ezekon túl negyedévente sajtóközlemény készül az értékpapír-állományok tulajdonosi megoszlásáról, amelyek adatai a pénzügyi számlák összeállításához is szükségesek.

²¹ Az időpontokat egy publikációs naptár az interneten honlapon fél évre előre rögzíti.

**Az MNB feladatai:
Jegybanki információs rendszer
– Jegybanktörvény II. fejezet**

28. § (1) ...az MNB jegybanki információs rendszert működtet, amelyhez a pénzügyi intézmények és a pénzügyi intézménynek nem minősülő, kiegészítő pénzügyi szolgáltatást teljesítő jogi személyek, valamint a befektetési szolgáltatók és az elszámolóházak az MNB által előírt információkat kötelesek szolgáltatni. (...)

(2) Az MNB nyilvánosságra hozza a hitelintézeti rendszer működésére és az ország pénzügyi helyzetére vonatkozó összes fontos információt. (...)

A sajtóközlemények, valamint a monetáris statisztika, a **fizetésimérleg**-statisztika, a pénzügyi számlákhoz kapcsolódó háztartás- és értékpapír-statisztikák, ár- és árfolyam-statisztikák hosszú idősoros adatbázisai a fel-

használói igények korszerűbb kiszolgálása érdekében 2000 nyara óta az MNB hivatalos honlapján is megjelennek. A 2002 májusában megszűnt MNB Havi jelentés statisztikai táblái is elektronikus formában érhetők el.

Az MNB-ben folyó statisztikai munka nélkülözhetetlenné teszi, hogy a nemzetközi intézmények mellett szoros szakmai együttműködés folyjon a társintézményekkel, elsősorban a Központi Statisztikai Hivatallal, a Pénzügyminisztériummal és a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletével.

Az Európai Unióhoz történő csatlakozás előkészítésének egyik fontos feltétele a szervezet által ajánlott statisztikai módszerek átvétele és az adat- és információszolgáltatási kötelezettségek teljesítése. Az MNB az általa összeállított statisztikákban a nemzetközi intézmények által már harmonizált módszertani alapelvek követésére törekszik. Az MNB mind az Európai Unió statisztikai hivatala (Eurostat) felé, mind az **EKB** felé rendszeres adatszolgáltatást teljesít.

SZERVEZETI FELÉPÍTÉS ÉS DÖNTÉSHOZATAL

I.

Az MNB – törvényben megnevezett – szervei a Monetáris Tanács, az igazgatóság és a közgyűlés.

A *Monetáris Tanács* a korábbi jegybanktanács helyett került operatív döntéshozó testületként a monetáris döntéshozatali hierarchia csúcsára. Jelentősen megváltozott az *igazgatóság* összetétele és feladatköre: a korábbi tanácsadó testületből a működést illetően döntéshozóvá lépett elő. Az alapvető működési, illetve gazdálkodási feltételek tekintetében az MNB legfőbb döntéshozó szerve a *közgyűlés*. Jogköre az alapszabály meghatározása és módosítása, továbbá az alaptőke, a mérleg és eredménykimutatás megállapítása, valamint a könyvvizsgáló megválasztása, díjazásának meghatározása.

Az MNB működésének ellenőrzésével kapcsolatos feladatokat az ÁSZ végzi. Az ÁSZ ellenőrzi, hogy az MNB a törvényeknek és jogszabályoknak, illetve az alapszabálynak és a közgyűlés határozatainak megfelelően működik-e. Az ÁSZ hatásköre kiterjed az MNB működésének és gazdálkodásának egészére, kivéve az alapvető feladatainak ellátását és azok MNB eredményére gyakorolt hatását. Az MNB *könyvvizsgálójára* az ÁSZ tesz javaslatot, és visszahívását kezdeményezheti a közgyűlésnél. Az MNB könyvvizsgálója legfeljebb öt évre kaphat megbízást, a megbízás lejártát követően 5 éven belül újra nem választható.

A Magyar Nemzeti Bankban a döntések előkészítése, illetve megalapozása érdekében különböző állandó bizottságok működnek. A *bankszakmai bizottság* az MNB – hitel-

intézeti rendszer működésével kapcsolatos – döntéseinek, állásfoglalásainak kialakítását segíti. Az *eszköz- és forrásbizottság* (ALCO) a tartalék- és adósságállomány kezelését irányítja és hangolja össze, de működik beruházási és költséggazdálkodási bizottság és tulajdonosi bizottság is.

A monetáris politika vitele szempontjából a legfontosabb állandó bizottság a *monetáris bizottság* (OMB), amely az igazgatóság által delegált hatáskörben felelős a Monetáris Tanács döntéseinek végrehajtásáért. Feladata a monetáris helyzet rendszeres áttekintése és ennek alapján felhatalmazásának keretein belül az operatív pénzügyi politikai döntések előkészítése, továbbá a belföldi devizapiaci és forintpiaci tevékenység összehangolása. Az OMB hatásköre kiterjed mindazon monetáris döntések előkészítésére, amelyekre vonatkozóan a döntés jogát a Monetáris Tanács magának nem tartotta fenn. A bizottság elnöke a bank elnöke, tagjai a Monetáris Tanács további tagjai és egyéb meghívottak.

A MONETÁRIS DÖNTÉSHOZATAL SZERVEI

Monetáris Tanács

A Monetáris Tanács az MNB – jegybanktörvényben megfogalmazott – elsődleges feladataival, árfolyam-politikájával, rendkívüli hitelnyújtással kapcsolatos legfőbb döntéshozó szerve. A Monetáris Tanács szükség esetén bármikor összehívható, de havonta legalább két alkalommal ülésezik. Az ülések időpontját az MNB a honlapján fél évre előre közli, valamint az ülésen elfogadott döntésekről minden alkalommal összefoglaló közleményt

jelentet meg. A tanács álláspontját az elnök vagy az általános hatáskörrel rendelkező alelnök jogosult ismertetni. A Monetáris Tanács tagjai az MNB elnöke, alelnökei és további tagok, akiket a bank elnökének javaslatára a miniszterelnök egyetértésével a köztársasági elnök hat évre nevez ki. A tanács legalább hét, legfeljebb kilenc tagból állhat. A Monetáris Tanács tagjává az a magyar állampolgár nevezhető ki, aki monetáris, pénzügyi, illetőleg hitelintézeti tevékenységgel kapcsolatos kérdésekben kiemelkedő elméleti, illetve gyakorlati szakmai ismeretekkel rendelkezik. A Monetáris Tanács ülésén szavazati jog nélkül (tanácskozási joggal) részt vehet a kormány képviselője, valamint meghívottként a Monetáris Tanács önálló szakmai titkára.

A Monetáris Tanács kizárólagos hatáskörébe tartozik a monetáris rendszer megválasztása, az árfolyamrendszer megválasztásával kapcsolatos jegybanki álláspont kialakítása, a pénzcseréről és új címletek bevezetéséről való döntés, a deviza-, illetve aranytartalék-képzés és -kezelés alapelveinek kialakítása és bevezetése, a belföldi fizetési és elszámolási rendszer működési alapelveinek, valamint a rendkívüli kényszerhitel-nyújtás alapelveinek kialakítása és elfogadása, az MNB feladatainak ellátásához szükséges statisztikai információk körének meghatározása. Az előbbieken kívül a Monetáris Tanács megtárgyal minden olyan kérdést, illetve dönt minden olyan kérdésben, amelyet a jegybanktörvényben meghatározott feladatkörében saját hatáskörébe von.

Igazgatóság

Az igazgatóság a bank operatív vezető testülete, amely felelős a Monetáris Tanács döntéseinek végrehajtásáért és az MNB működésének irányításáért. Az igazgatóság legalább négy-, legfeljebb hattagú testület, amelynek tagjai az elnök (mint az igazgatóság elnöke) és az alelnökök. Az igazgatóság ülésein a kormányt sza-

vazati jog nélkül a pénzügyminiszter vagy az általa felhatalmazott személy képviseli, de az igazgatóság elnöke tanácskozási joggal más személyeket is meghívhat. Az igazgatóság ülései nem nyilvánosak.

Az igazgatóság irányítja az MNB alapvető feladatainak végrehajtását; javaslatot készít az MNB mérlegére, vagyon- és eredmény-kimutására, valamint az eredmény felosztására, továbbá jóváhagyja az üzletvezetésről, az MNB vagyoni helyzetéről és üzletpolitikájáról a közgyűlésnek szóló jelentés tervezetét, illetve az MNB szervezetével és belső irányításával összefüggő kérdéseket. Az igazgatóság felel az MNB működésével, feladatainak ellátásával kapcsolatos szakmai tervekért és programokért, megtárgyalja a belső ellenőrzés tapasztalatait, a kollektív szerződés lényeges módosításait. Az igazgatóság tagjai ezeken a kérdéseken túl kezdeményezhetik az elnöknél egyéb kérdések napirendre tűzését is.

AZ MNB VEZETŐI

A bank élén elnök áll, aki irányítja a bankot, és – a közgyűlés és a Monetáris Tanács hatáskörébe tartozó kérdések kivételével – dönt mindazokban az ügyekben, amelyek eldöntését az alelnökökre, más vezetőkre vagy bizottságokra át nem ruházta. Az MNB elnökét hatéves időtartamra a miniszterelnök javaslatára a köztársasági elnök nevezi ki, illetőleg menti fel. Az elnök képviseli az MNB-t a kormány és a gazdasági kabinet ülésein, valamint kiemelkedő jelentőségű ügyekben más szervek előtt is, így azoknak a nemzetközi szervezeteknek az ülésein, amelyeknek a bank tagja.

Az MNB-nek legalább három, legfeljebb öt alelnöke van, akiket a köztársasági elnök nevez ki, illetőleg menti fel. Személyükre az MNB elnöke teszi meg a javaslatot, amelyet – egyetértése esetén – a miniszterelnök ter-

I. jeszt elő a köztársasági elnöknek. A javaslatnak tartalmaznia kell a kinevezendő alelnök feladatkörét. Az MNB alelnökeinek megbízása hat évre szól. Az alelnökök részt vesznek a bank irányításában, a stratégiai döntések meghozatalában, ellenőrzik a felügyele-

tük alá rendelt szakterületeket, és gondoskodnak az ezen feladat ellátásához szükséges döntések, belső és külső rendelkezések előkészítéséről. Az alelnökök feladatkörük keretei között képviselik a bankot más szervezetek előtt.

JEGYBANKI FÜGGETLENSÉG

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

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

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

A független jegybankok kimutathatóan sikeresebbek voltak az infláció visszaszorításában. A nemzetközi szakirodalom erős fordított kapcsolatra mutat rá a jegybank függetlenségének

foka és az infláció mértéke között, és enyhe negatív korrelációra a jegybanki függetlenség és a munkanélküliségi ráta között.²² A nemzeti jövedelem alakulására azonban a függetlenségnek nem volt kimutatható hatása.

Ahhoz, hogy egy központi bankot teljesen függetlennek nevezzünk, számos feltételt meg kell vizsgálni. A jegybankok esetében megkülönböztethetjük a jogi és a tényleges függetlenséget. Számos fejlődő országban a jogilag független jegybankot nem nevezhetjük ténylegesen függetlennek. Ilyenkor előfordul, hogy a kormányváltással – vagy csak a pénzügyi tárca élén bekövetkező változással – önként vagy felkérésre a jegybank vezetése is távozik.²³ A stabil jogrendszerrel rendelkező államok esetében a jogi függetlenség és a tényleges függetlenség egybeesik.

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

SZEMÉLYI FÜGGETLENSÉG

A jegybankot akkor tartják személyileg függetlennek, ha a vezetésében részt vállaló személyek döntéseikben politikai szempontok alapján nem befolyásolhatók. Ebből a nézőpontból természete-

²² Alberto Alesina, Lawrence H. Summers, illetve Alex Cukierman, Steven Webb, Bilin Neyapi vizsgálatainak teljes hivatkozása az irodalomjegyzékben megtalálható.

²³ Például Argentínában a jegybankelnököknek 4 éves garantált mandátumuk volt, azonban 1950 és 1989 között ebből átlagosan alig egy évet töltöttek ki – ugyanis minden kormány- és pénzügyminiszteri székváltás során lemondott az elnök is.

tesen nemcsak a bank elnökének (vagy kormányzójának) szükséges függetlennek lennie, hanem a döntésekben részt vevő valamennyi személynek, illetve a testületek tagjainak is.

A személyi függetlenség szempontjából lényeges, hogy a vezető tisztségviselők megbízatása egy parlamenti periódusnál hosszabb legyen, és a testület tagjainak ne egyszerre járjon le a mandátuma (folyamatosság). Ez a két feltétel biztosítja, hogy a jegybanki döntéshozó testületek a tagok mandátumának lejárta után se válhassanak egyszerre és kollektíven azonos elkötelezettségűvé. A politikai okokból történő felmentés lehetőségét zárja ki, hogy a felmentés lehetőségei rögzítettek és korlátozottak.

A személyi függetlenségnek fontos feltétele, hogy a jegybanki döntéshozók személyében nem állhat fenn érdekonfliktus jegybanki funkciójuk és más hivataluk között. Feladataik gyakorlása során tehát nem kérhetnek és fogadhatnak el instrukciót semmilyen szervezettől vagy személytől, nem lehetnek érdekeltek politikai és egyes gazdasági intézményekben (nem lehetnek tagjai a parlamentnek, az önkormányzatoknak vagy állami hivatalnak, politikai csoportosulásnak, nem tölthetnek be bizonyos pozíciókat az üzleti életben sem tulajdonosként, sem alkalmazotként).

A döntéshozó testületekben a kormány vagy annak képviselője főszabályként nem vehet részt, de ha részt is vesz, nem lehet szavazati joga. A kormányzati szervek, a parlament, illetve a politikai fórumok a monetáris politikával kapcsolatos jegybanki döntéseket nem bírálhatják felül.

Az MNB a fenti szempontok alapján megfelel a személyi függetlenség kritériumainak. A jegybankelnök és az alelnökök mandátuma a négyéves országgyűlési időszakot két évvel meghaladja, és a Monetáris Tanács tagjainak kinevezése is hat évre szól. A jegybank elnökét a kormányfő javaslatára a köztársasági elnök nevezi ki, de az alelnökök és a Monetáris Tanács to-

vábbi tagjainak köztársasági elnök általi kinevezéséhez a jegybank elnökének javaslata és a kormányfő egyetértése szükséges. Az elnököt helyettesítő alelnököt a jegybankelnök jelöli ki. A jegybanktörvény értelmében az elnök és az alelnökök elmozdítására csak pontosan körülhatárolt esetekben kerülhet sor.

Az MNB vezető testületeiben szavazati joggal részt vevők pártban tisztséget nem viselhetnek, sem párt nevében közszereplést nem vállalhatnak. A jegybanktörvényben lefektetett összeférhetlenségi szabályok szerint az alkalmazottak nem létesíthetnek tagsági viszonyt, munkavégzéssel járó jogviszonyt, vezetői tisztségviselői jogviszonyt vagy felügyelőbizottsági tagságot hitelintézetnél, befektetési vállalkozásoknál és az Országos Betétbiztosítási Alapnál. A legmagasabb monetáris döntéshozó szerv, a Monetáris Tanács tagjai is munkaviszonyban állnak az MNB-vel. A kormány képviselője szavazati joggal nem, de tanácskozási joggal részt vehet a Monetáris Tanács ülésén.

MŰKÖDÉSI FÜGGETLENSÉG

A működési (vagy tevékenységi, funkcionális, monetáris) függetlenségről akkor beszélhetünk, ha a jegybank a monetáris politika célrendszerének kialakításakor, az eszközrendszer felépítésében és alkalmazásában minden külső intézményi és személyi tényezőtől függetlenül, önállóan dönt, annak kialakítása során kéréseket, utasításokat senkitől sem köteles elfogadni. (Célválasztási és eszközhasználati függetlenség.)

A működési függetlenség legfontosabb elemei között a következőket találjuk:

Fontos a jegybank törvényben rögzített céljainak egymáshoz, illetve a **végző célhoz** való viszonya. A független jegybankok végző célja általában az **inflációhoz** kapcsolódik. Amennyiben nem ez az egyetlen végző cél, akkor meg kell vizsgálni, hogy milyen viszonyban van a többi céllal. Amennyiben ellentétes, vagy bizonyos szituációban azzá válhat,

akkor a végső célok közötti prioritásokat kell szemügyre venni. Ha például a kormány gazdaságpolitikájának támogatása vagy a munkanélküliség leszorítása erősebb (vagy akár csak azonos szintű) célja a jegybanknak az infláció leszorításánál, akkor a független monetáris politika folytatása veszélybe kerülhet.

A működési függetlenség másik lényegi eleme, hogy milyen szerv alakítja a monetáris politikát. Amennyiben a kormánynak lehetősége van a monetáris politikai kérdésekbe beavatkozni,²⁴ akkor nem nevezhető működésileg függetlennek az adott jegybank.

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

A European Monetary Institute (EMI) által kidolgozott függetlenségi kritériumok szerint az információ kérésének és elfogadásának, a külső fél utasításadásának tilalma az *intézményi függetlenség* elemei. A jegybanki hatáskörű kérdésekben az előzetes konzultáció, információcsere természetesen megengedett. Az EMI tehát az – egyes szakirodalmakban a működési függetlenség elemeinek tekintett – szempontokat intézményi függetlenségként azonosítja.

A jegybanktörvény szerint az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása, de a jegybankról szóló törvény egyértelmű hierarchiát jelölt meg a célok között. Az MNB a rendelkezésére álló monetáris politikai eszközökkel, *elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül* támogatja a kormány gazdaságpolitikáját, ezáltal érvényesülhet a jegy-

bank működési függetlenségének fő kritériuma. A jegybanktörvénynek lényeges kitétele, hogy a kormány a jegybankot tevékenységében nem utasíthatja. A kormány így a monetáris politika alakítására közvetlenül nem képes befolyást gyakorolni, közvetve csak az egyeztetési folyamatokban vagy a jegybanki tisztségviselők kinevezésében játszott természetes szerepéből adódóan lehet befolyása. Minthogy a kormány képviselőjének lehetősége van a Monetáris Tanács ülésein tanácskozási joggal részt venni, az MNB függetlenségének csorbulása nélkül megismerheti a kormány álláspontját különböző gazdasági kérdések vonatkozásában. Továbbá az MNB is jogosult a pénzügyi rendszer működésével kapcsolatos döntéseket és jogszabályokat, valamint a kormány költségvetési javaslatát véleményezni.

PÉNZÜGYI FÜGGETLENSÉG

Egy jegybank pénzügyi szempontból akkor független, ha működése során automatikusan – és nem kormányzati hozzájárulástól, költségvetéstől függően – jut hozzá a feladata ellátásához szükséges pénzügyi forrásokhoz. A pénzügyi függetlenség tehát azt jelenti, hogy a jegybank feladatainak ellátásához mindig rendelkezik megfelelő jogosítványokkal és – saját vagyonára alapozott – anyagi eszközökkel.

A pénzügyi függetlenség elemei között említhető az is, hogy a jegybank ne legyen kötelezhető arra, hogy az államháztartást bármilyen formában finanszírozza. Az MNB-nek a jegybanktörvény alapján és az EU-követelménynek megfelelően tilos az állami szervek közvetlen finanszírozása (beleértve az elsődleges állampapír-kibocsátásokon történő vásárlást), és nem kötelezhető a **másodlagos** értékpapír-**piac**on államadósságot megtestesítő papírok vásárlására sem (részletesen lásd korábban, az MNB és az államháztartás kapcso-

²⁴ Például: a jegybank szervezettel a kormány vagy a pénzügyminisztérium alá van rendelve; a pénzügyminiszter megvétőzhatja a jegybanki döntéseket; esetleg a kormány képviselői szavazati joggal vesznek részt a monetáris hatóság döntéshozó szerveiben.

latánál). Az MNB működési feltételeit biztosítani hivatott anyagi forrásokról a jegybanktvörvény rendelkezik. A jegybank eredményét – a fejlesztésre, tartalékolásra, illetve egyéb célra visszatartott összegzen felül – osztalékként a központi költségvetésbe befizeti, a felmerült veszteséget a költségvetés megtéríti az MNB-nek. Az MNB a tárgyév után a tárgyévet megelőző második, harmadik és negyedik év tárgyévi eredménye átlagának megfelelő osztalékot köteles fizetni, amelynek összege azonban nem haladhatja meg a tárgyévi eredmény és az eredménytartalék együttes összegét. Amennyiben a tárgyévi veszteség összege az eredménytartalékot meghaladja, akkor a különbözetet a központi költségvetés az eredménytartalék javára megtéríti.

A JEGYBANKI ÁTTEKINTHETŐSÉG (TRANSPARENCIA) KÖVETELMÉNYE

A független jegybank felé fontos elvárásként fogalmazódik meg az átláthatóság, vagyis az a követelmény, hogy a jegybank feladatai, célkitűzése, ezek teljesítése és a teljesítésükhöz használt eszközök jól körülhatároltak és mindenki által megismerhetők legyenek. Ezen követelmény teljesítésének feltétele, hogy a jegybank közzétegye céljait, a célok elérése érdekében hozott döntéseit és a döntések indokait. A jegybankok ellenőrizhetőségének követelménye azt hivatott biztosítani, hogy azon intézmények, melyek a gazdaságpolitika intézményrendszerének egészéért felelősek (parlament, kormány) kellő áttekintéssel rendelkezzenek a jegybank működéséről.

A jegybanktvörvény értelmében az MNB elnöke az MNB tevékenységéről és monetáris politikájáról évente beszámol az Országgyűlésnek, amely ezen felül még eseti tájékoztatást is kérhet. A transzparens és mértéktartó gazdálkodás vonatkozásában pedig az ÁSZ gyakorolja az MNB fölötti ellenőrző szerepet.

Az elvárás, hogy a jegybank közzétegye döntéseit és ezek hátterét, nemcsak a jegybanki tevékenység ellenőrizhetősége miatt fontos, hanem segíti a **transzmissziós** mechanizmus (a jegybanki kamat és egyéb lépéseknek a piaci hozamokon és egyéb csatornákon keresztül a reálgazdaságra gyakorolt hatása) hatékonyságát is.²⁵ A célok, a döntéseket megalapozó érvek közzététele világossá teszi a jegybank politikáját, és a jegybanki döntések mozgatórugóit illetően sem hagyja bizonytalanságban a piacok szereplőit. Megismerhetik a jegybank értékelését a lezajlott piaci folyamatokról, és ami még fontosabb: a jegybank prognózisát, várakozásait a jövőben várható gazdasági folyamatokról. Ezen ismeretek meggyorsítják a piaci szereplők alkalmazkodását a megváltozott körülményekhez és a jegybanki döntésekhez, megfelelő irányba befolyásolják várakozásaikat, jelentősen növelve a monetáris politika hatékonyságát.

Az **inflációs célkövetés** rendszerében különösen felértékelődik a jegybanki kommunikáció szerepe. A legfontosabb kommunikációs csatornák egyike a jegybanki publikációk széles köre. A rendszeres kiadványok (*Jelentés az infláció alakulásáról*, *MNB Háttér tanulmányok*, *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*), a közlemények (a Monetáris Tanács üléséről) és a rendszeres tájékoztatók (a *Jelentés az infláció alakulásáról* c. kiadvány megjelenését megelőzően) segítik megérteni az MNB döntéseit, politikáját, várakozásait, illetve működését. A pénzpiacokat közvetlenül befolyásoló jegybanki kamat- és egyéb döntések közleményben való megjelentetése, a döntés hátterének megismertetése mellett lényeges, hogy a módosítások eljutnak az elektronikus adatközlési szolgáltatókhoz is, így a piaci szereplők egyszerre ismerhetik meg azokat a különböző csatornákon (Reuters, internet). Az MNB rendszeresen szervez kötetlen konzultatív fórumokat a pénzpiaci elemzőkkel, ami segíti az elemzők munkáját, és fontos visszacsatolást jelent a jegybank számára is.

²⁵ A fogalom pontos magyarázatát, a mechanizmus leírását lásd az erről szóló alfejezetben.

II. A MONETÁRIS POLITIKA CÉLRENDSZERE ÉS GAZDASÁGRA GYAKOROLT HATÁSA

A MONETÁRIS POLITIKA CÉLRENDSZERE

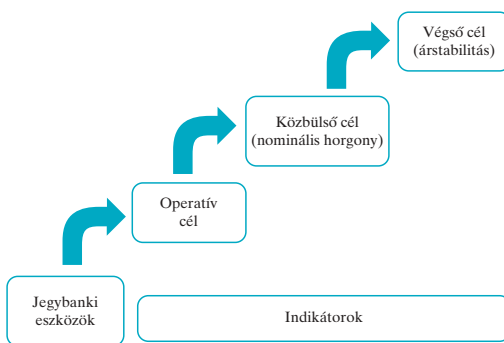
A CÉLRENDSZER HIERARCHIÁJA

Évszázadokon keresztül folytak a közgazdasági viták arról, hogy milyen lehetőségei és korlátjai vannak a **monetáris hatóságnak** (jegybank). A tapasztalatok alapján nemzetgazdasági szempontból optimális, ha a monetáris politika **végző célja** az árstabilitás megvalósítása és fenntartása. A jegybank rendelkezésére álló eszközök ugyanakkor nem képesek közvetlen és azonnali hatást gyakorolni az árszínvonalra. A végző cél és a jegybank eszközei közötti kapcsolat egyrészt meglehetősen közvetett, másrészt külső tényezőktől is függ. Mindezeket túl a jelenben meghozott monetáris politikai döntések csak némi idő – gyakran évek – elteltével fejtik ki hatásukat. Az eszközök és a végző cél közötti kapcsolat bonyolultsága miatt a monetáris döntéshozatal során érdemes olyan változókat is figyelembe venni, melyekre a monetáris politika közvetlenül hatni tud, és amelyek a **transzmissziós** mechanizmuson keresztül a végző cél elérésének irányába hatnak. Ezeket a változókat a **közbülső cél**, **operatív cél** és **indikátor** kategóriákba sorolhatjuk. (1. ábra)

Ebben a fejezetben a közgazdasági szakirodalom és a nemzetközi gyakorlat alapján bemutatjuk, hogy a jegybankok milyen célokat választhatnak a célrendszer hierarchiájának különböző szintjein. A jegybankok monetáris politikájuk végző céljaként legtöbbször az árstabilitást választják, ezért kitérünk arra is, hogy ennek milyen előnyei, illetve hátrányai vannak, továbbá hogy milyen döntéseket kell meghoznia a jegybanknak (az árindex kiválasztását, az infláció optimális szintjét és

az inflációs célsávot illetően), ha az árstabilitás megteremtése, az infláció leszorítása a végző célja.

1. ábra A monetáris politika célrendszere



Minden alfejezet után ismertetjük a magyar monetáris politika gyakorlatát. A 2001 óta működő **inflációs célkövetés** rendszerében az MNB az infláció leszorítására vállalt kötelezettséget. Ebben a rendszerben a közbülső cél szerepét a jegybank által készített inflációs előrejelzés játssza. A fejezet végén bemutatjuk az inflációs előrejelzés készítésének a folyamatát is, továbbá azokat az operatív változókat, amelyek alakulásának az MNB figyelmet szentel.

A MONETÁRIS POLITIKA VÉGŐ CÉLJA

A gazdaságpolitika elsődleges célja a fenntartható és gyors gazdasági növekedés, amely lehetővé teszi a foglalkoztatottság növelését, az életszínvonal emelését és a fejlett országokhoz történő gazdasági felzárkózást. A monetáris politikanak a gazdaságpolitika részeként kell segítenie e célok elérését. A közgazdasági

elmélet leginkább arra a kérdésre keresi a választ, hogy lehetséges-e monetáris politikai eszközökkel befolyásolni a reálgazdaság folyamatait (a gazdasági növekedést, a munkanélküliséget), vagy azok csak az árszínvonal (infláció) és egyéb **nominális változók** alakulására vannak hatással.

Az elmélet fejlődése

Az 1800-as évek végén uralkodó „klasszikus” közgazdaságtannak a monetáris politikára vonatkozó nézetei a pénz reálgazdasággal szembeni semlegességének doktrínáján nyugodtak. A klasszikus közgazdászok feltételezték az árak és bérek azonnali alkalmazkodását, tanításuk szerint a kínálat és a kereslet a gazdaság minden részpiacán szükségszerűen egyensúlyban van. A pénzmennyiség változásai azonnal lecsapódnak az árszint változásában, azaz a **nominális változók** (pénzmennyiség, árszínvonal) és a reálgazdaság között nincs kapcsolat. Ez az úgynevezett „klasszikus dichotómia” állapota, ahol a gazdaság kibocsátását kizárólag termelékenység és a termelési tényezők határozzák meg, és a monetáris politika csak az árszintre képes hatni.

Az 1929–33-as világgazdasági válság eseményeit, az elhúzódó recessziót és az ennek nyomán kialakult tartós munkanélküliséget a klasszikus makrogazdaságtan nem volt képes megmagyarázni. Az elmélettörténeti fordulópontra a *kenesi iskola* megjelenése jelentette. Keynes és követői túlléptek az önszabályozó piac klasszikus fogalmán. Feltételezésük szerint a bértárgyalások és a **hosszú távra** megkötött munkaszerződések miatt a nominális bérek **rövid távon** nem képesek alkalmazkodni a kereslet és kínálat

eltéréseihez, így a munkaerőpiacon tartós egyensúlytalanságok alakulhatnak ki. Ennek következményeképp az **aggregált kereslet** élénkítése (amely történhet mind monetáris, mind fiskális eszközökkel) az árszínvonal emelkedésén keresztül a fix nominálbérek miatt a reálbérek csökkenéséhez vezet. Az alacsonyabb reálbér mellett a vállalatok több munkaerőt hajlandók felvenni, így a termelés nő. A gazdaság végül magasabb árszínvonal, illetve magasabb kibocsátás és foglalkoztatás mellett éri el az újabb egyensúlyt. A keynesi modellben tehát a monetáris politika nemcsak az árszínvonalat, hanem a kibocsátás és a foglalkoztatás szintjét is képes befolyásolni. Az árszínvonal (illetve az **infláció**) és a foglalkoztatás közötti átváltást az ún. Phillips-görbe írja le: magasabb inflációhoz alacsonyabb munkanélküliség, illetve alacsonyabb inflációhoz magasabb munkanélküliség tartozik.

Az újabb fordulatot a hatvanas évek végén a *monetarista iskola* felbukkanása jelentette. A monetaristák megkérdőjelezték Keynes rövid távú szemléletét és a nominálbérek lassú alkalmazkodásának feltételezését. A monetarista modellben a bértárgyalások a jövőbeni reálbérekről szólnak, ellentétben a keynesi feltételezéssel, ahol a „rövidlátó” érdekképviseltek a nominálbérekről tárgyalnak. A problémát az jelenti, hogy a jövőbeni reálberek meghatározásához szükség van a jövőbeni árszint ismeretére, vagy legalábbis annak valamilyen előrejelzésére. A monetarista feltételezés szerint a gazdasági szereplők **inflációs várakozásai** adaptívan alkalmazkodnak a tényleges áralakuláshoz, azaz a múltbeli előrejelzési hibákat folyamatosan korrigálják.

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

A monetáris politika és a reálgazdaság között feltételezett kapcsolatot tovább gyengítették a hetvenes években kialakult *újklasszikus makroökönómia* tanai. Az újklasszikus közgazdaságtan visszatért az önszabályozó piac fogalmához, és emellett meghonosította az ún. racionális várakozások feltételezését. A várakozások „racionálisága” azt jelenti, hogy a gazdasági szereplők előrejelzéseik elkészítésénél az adott pillanatban rendelkezésre álló információkat a lehető leghatékonyabb módon használják fel. Az újklasszikus tanok szerint a racionális gazdasági szereplők rendelkezésére áll mindazon információ, ami alapján a monetáris politikai döntések születnek, így nagy valószínűséggel meg tudják jósolni a várható jegybanki lépéseket, és inflá-

ciós várakozásaikat ezek alapján módosítják. Az előre látható monetáris politika így rövid távon is semleges lesz a reálfolyamatokra nézve.

A különböző iskolák elméleti vitái során sok kérdésben kialakult egy olyan álláspont, amelyet a szakma túlnyomó többsége hajlandó elfogadni, így a monetáris közgazdaságtan elmélete mára meglehetősen egyértelmű konszenzusra jutott a monetáris politika **hosszú távra** vonatkozó céljaival kapcsolatban. Széles az egyetértés arról, hogy *hosszú távon a pénzpolitika nem képes hatni a reálgazdasági folyamatokra. A rövid távú* anticiklikus (a gazdasági kibocsátás időszakos ingadozásainak csökkentésére törekvő) politika hatékonysága azonban máig vita tárgya. Az aktivista elmélet hívei szerint a piaci tökéletlenségek, a bérérek és az árak merevsége miatt a monetáris politika rövid távon hatással lehet a **reálváltozókra**, és a gazdasági ciklusok csökkentése érdekében élhet is ezzel a lehetőséggel. A másik oldal képviselői szerint ugyanakkor a **monetáris transzmissziós mechanizmus** hosszú és kiszámíthatatlan késleltetései miatt nagy a veszélye annak, hogy a monetáris akciók a kívánttal ellentétes hatást érnek el. Mindezeket túl a racionális gazdasági szereplők beépítik várakozásaikba a várható jegybanki lépéseket, ezzel esetlegesen felszámolva azok várt hatásait.

Az elmúlt évtizedek elméleti vitái a jegybanki gyakorlatban is tükröződtek. Mind az elmélet fejlődése, mind pedig a gyakorlatban elszenvedett kudarcok egyre inkább abba az irányba terelték a fejlett – és egyre inkább a fejlődő – országok jegybankjait, hogy monetáris politikájuk **végző céljaként** az **árstabilitást** jelöljék

ki, és mind kisebb hangsúlyt helyezzenek a kibocsátás és a foglalkoztatás egy adott szintjének biztosítására és az **üzleti ciklusok** kisimítására. A monetáris politikai gyakorlatban is teret nyert az a nézet, hogy a jegybanki politika akkor szolgálja leginkább a gazdasági fejlődést és a növekedést, ha célkitűzései között első helyen az árstabilitás szerepel. Az árstabilitás fenntartásával a jegybank kiszámítható gazdasági környezetet biztosít a gazdaság szereplőinek, akiknek a jövőre vonatkozó döntéseik meghozatalánál nem, vagy csak kisebb mértékben kell figyelembe venniük a jövőbeni ár alakulásból fakadó bizonytalanságot.

Az **infláció** csökkentése, az árstabilitás megteremtése során azonban a jegybanknak figyelembe kell vennie az adott ország gazdasági környezetéből fakadó korlátokat, a külső és belső egyensúly fenntartásának igényét. Az infláció csökkentése általában a **reálkamatok** emelkedésével jár együtt. Nagy belső államadósság megléte esetén az emelkedő reálkamatok megnövelik a költségvetés kamatterheit, ami az államadósság további növekedését okozhatja. Az inflációellenes politika emellett rugalmas árfolyamrendszer esetén, a reálkamatok emelkedése által indukált reálfelértékelődésen keresztül átmenetileg rontja a gazdaság külfölddel szembeni versenyképességét is, ami főként a külfölddel szemben eladósodott országok számára jelent problémát. A versenyképesség csökkenése ugyanis a folyó **fizetési mérleg** romlását és a külfölddel szembeni adósságállomány további növekedését vonhatja maga után, ami egy idő után fenntarthatatlan folyamatná válhat. Harmadrészt a **dezinfláció** általában a gazdaság növekedési ütemének átmeneti csökkenésével jár együtt, ami a jövedelmek visszaeséséhez és társadalmi feszültségek kialakulásához vezethet. A fenti veszélyeket elkerülendő az inflációcsökkentést célzó programok kialakítása során figyelembe kell venni a korlátozó tényezőket, és ezeknek megfelelően kell határozni arról, hogy mi az a dezinflációs

pálya, amely az adott gazdaság és a társadalmi szereplők szempontjából optimális.

Árstabilitás versus gazdasági növekedés

Elfogadva, hogy a monetáris politikának nincs **hosszú távú** hatása a reálgazdaságra, a jegybank a fenntartható gazdasági növekedés eléréséhez a magas **infláció** és az ebből fakadó társadalmi és gazdasági költségek csökkentésével járulhat hozzá leginkább. A kereslet mesterséges élénkítése, a monetáris expanzió hosszabb távon nem járható út. Figyelemmel kell lenni azonban a **dezinfláció** reálgazdasági költségeire is, amelyek rövid távon jelentősek is lehetnek, különösen ha az anti-inflációs politika nem hiteles.

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

Az árstabilitás hosszú távú előnyei

Az **árstabilitás** elérése és fenntartása mellett az alapvető érv, hogy az infláció gazdasági és társadalmi költségekkel jár. Az infláció költségeiről szólva érdemes megkülönböztetnünk az *előre látott (várt) inflációt* a nem várt vagy *meglepetés-inflációtól*. A meglepetés-infláció alatt nemcsak a vártnál nagyobb inflációt értjük, hanem általánosan a várakozásoktól eltérő inflációt. Az infláció költségeinek jelentős része akkor is jelentkezik, ha a gazdaság szereplőinek inflációs várakozásai nagyon

pontosak, a valóságban azonban nemcsak tökéletes előrelátás nincs, de még az infláció pontos előrejelzése sem megoldott széleskörűen. A nem várt infláció legnagyobb költsége, hogy torzítja, szétzilálja az árrendszer információs szerepét, ezért rossz pénzügyi, beruházási döntésekhez vezet.

Az infláció gazdasági költségei szerteágazóak. Amikor a gazdaság szereplői előre látják (jól jelzik előre) az inflációt, a költségek alapvetően az ár- és bérszerződések, kötelezettségek merevségétől, valamint az **indexálás** fokától függnak. A pénzügyi vagy reáleszközök tulajdonosai számára veszteséget jelent, ha kénytelenek az árnövekedés egészét jövedelemként elszámolni, és így adózni utána, miközben az árnövekedés egy része – minél magasabb az infláció, annál nagyobb része – csak az adott eszköz reálértékének megőrzését jelenti. A vállalatokat érintő probléma, hogy az eszközök **értékcsökkenések** (amortizáció) nem tudják figyelembe venni az inflációt. Minél nagyobb az infláció, illetve minél jobban emelkedik az adott eszköz ára, annál kevésbé mutatja az értékcsökkenés a termelés tényleges gazdasági költségét, és annál kevésbé nyújt fedezetet az eszközpótlásra. Végül, ha az adórendszereket nem, vagy késve indexálják²⁶, az infláció gyorsulása megnöveli a tőkeköltséget, így a beruházások mértéke az optimális szint alá esik vissza. A magasabb általános adóteher nem hatékony tőkeallokációhoz vezet a különböző szektorok között.

Az infláció másik káros következménye, hogy a tőkebefektetések túlzott mértékben áramlanak a nem termelő – köztük a pénzügyi – szek-

torba²⁷, illetve a reálvagyon tárgyakba, így a *hatékony erőforrás-allokáció* sérül. Magasabb inflációs ráta mellett a pénzügyi közvetítés profitabilitása a produktív tevékenységekéhez képest megnövekszik. Ez az allokációs torzítás a becslések szerint már meglehetősen alacsony infláció mellett is számottevő: a pénzügyi szektor GDP-hez viszonyított aránya az infláció 10 százalékos növekedésével 1 százalékponttal nő.

Magasabb infláció esetén magasabb lesz az adott **reálkamat** mellett nyújtott hitel pénzáramlása (cash-flow-ja), és ezzel csökken az *adós hitelfelvő képessége*. Magyarországon ez különösen az ingatlanhiteleknel jelentett és jelenthet problémát, mivel a lakások többsége saját tulajdonú, és a tulajdonos hitelfelvő nem realizálja az ingatlan az infláció miatt megemelkedett értékét²⁸, míg a hitel nominális kamata figyelembe veszi az inflációt, és az adós nominális jövedelme is azzal összhangban növekszik. Emiatt az infláció mérséklődésével várható a fogyasztási és a lakásvásárlási hitelek állományának jelentős felfutása és az ingatlanárak emelkedése is.

A *tranzakciós költségek* inflációból fakadó növekedésének nagyságrendjét általában alacsonynak tartják. Magasabb infláció mellett gyakoribbak az átárazások, ebből fakadóan a pénztárgépek átállítása, a katalógusok újbóli kiadása stb. miatti ún. „menü-költségek” is nagyobbak. Az infláció növeli a tranzakciós pénz iránti igényt – az emberek igyekeznek előrehozni vásárlásaikat, szabadulni pénzüktől –, és a vagyonportfólió gyakoribb átrendezését teszi szükségessé, amelyek miatt tranzakciós többletköltségek merülnek fel. Ezek a „**cipőtalp-költségek**”.

²⁶ Bár előfordult, hogy az adósávokat késéssel korrigálták az inflációs mértékkel, az adórendszerek indexálása Magyarországon is alkalmazott módszer az infláció negatív hatásainak ellentételezésére.

²⁷ Bár a fix kamatú pénzügyi befektetések visszaszorulnak inflációs időkben, de a rugalmas, rövid kamatokhoz vagy inflációhoz kötött pénzügyi befektetési formák állománya megugorhat, mert megfelelő védelmet nyújtanak az infláció ellen. Ezzel szemben a magasabb infláció többnyire nagyobb bizonytalansággal és emiatt magasabb reálkammattal párosul, ami csökkenti a termelő beruházások várható nyereségességét (nettó jelenértékét).

²⁸ A jelzálogpiac csak 2000-től kezdődően indult gyors fejlődésnek, és egyelőre nincsenek olyan konstrukciók, amelyeknél az ingatlan értéknnövekedésével a jelzáloghitel összege megemelhető.

Az előre nem látott infláció az árrendszer információközvetítő szerepét csorbitja. Lényegében az árstabilitás hiányának legfőbb problémája, hogy nehezebbé és bizonytalanabbá válnak a jövőre vonatkozó gazdasági döntések. Amennyiben a termelők magasabb árakat észlelnek a piacon, nem lesz egyértelmű számukra, hogy a termékük iránt csak a nominális kereslet nőtt-e meg, vagy a tényleges reálkereslet is. Ennek eldöntése alapvető fontosságú, ugyanis a reálkereslet növekedése indokoltta teszi, hogy erőforrásokat csoportosítanak át az adott termék termelésébe, míg a csupán az inflációt kompenzáló nominális keresletbővülés nem. A magasabb infláció miatt nemcsak a várható átlagos árszint, de a gazdasági szereplőket orientáló várható *relatív árak/bérek* előrejelzése is nehezebbé válik, emiatt megnő a bérszerződések, a vállalatok termelési és beruházási döntéseinek a kockázata. Következésképpen a szerződések időtartama és a tervezési horizont lerövidül. Ennek legszembevetőbb példája a megtakarítások és hitelek futamidejének és újraárazási idejének a lerövidülése. (Magyarországon például a banki betétek és hitelek túlnyomórészt rövid lejáratúak, a legkiépítettebb, legfejlettebb pénzügyi piacon, a fix kamatozású állampapírok piacán a kifizetések **jelenértékével** súlyozott átlagos futamidő – **duration** – 3 év körül alakul.)

A rögzített kamatok mellett hitelt nyújtók (pl. fix hozamú értékpapírok tulajdonosai) az infláció váratlan megugrása esetén kénytelenek veszteséget elkönyvelni, az adott nominális hozam ugyanis a magasabb infláció mellett alacsonyabb reálhozamot jelent. Ez persze a másik oldalról, a fix kamatozású hitel felvevője szempontjából nyereség. Mivel a kormányok többnyire jelentős nettó adósok, és közvetlen

befolyásuk van az infláció alakulására, az infláció növekedése súlyos **hitelességi** problémát jelenthet a gazdaságpolitika számára. A reálkamatra vonatkozó várakozások bizonytalansága miatt a hitelfelvevőknek **felárat** kell fizetniük, ami magasabb kamatszinthez vezet.

Az infláció társadalmi költségei elsősorban a jövedelemeloszlásra gyakorolt hatásain keresztül érzékelhetők, bár ezek a hatások nehezen számszerűsíthetők. Az infláció leginkább a legrászorultabb és legkisebb érdekérvényesítő erővel rendelkező társadalmi rétegeket sújtja. A szociális háló részét képező állami transzferek és egyéb juttatások általában késve követik az inflációt, így az ezektől a szolgáltatásoktól függő társadalmi csoportoktól (nyugdíjasok, munkanélküliek stb.) az árszínvonal-emelkedés jövedelmet von el. A váratlanul megugró infláció általában érzékenyebben érinti a bérből és fizetésből élőket²⁹ a rugalmasabb alkalmazkodásra képes vállalkozókhoz képest, a hitelnyújtókat a hiteladósokhoz képest, továbbá a pénzügyi megtakarítókat a reáljavakat felhalmozókhoz képest. Az ár- és beralakulásban az **indexálás** széles körű alkalmazása esetén ezek a kockázatok csökkenthetők, de teljesen nem szüntethetők meg, ráadásul a visszatekintő inflációt alkalmazó indexálási gyakorlat jelentős gátja lehet az infláció csökkentésének.

A dezinfláció rövid távú költségei

Az empirikus vizsgálatok számos országban rámutattak, hogy az infláció csökkentésének **rövid távú** reálgazdasági költségei meghaladják az infláció emelése révén nyert rövid távú növekedési előnyöket. Ennek oka, hogy a gazdasági szereplők gyorsabban korrigálják **inflációs várakozásaikat** annak növekedésekor, mint csökkenésekor.

²⁹ Erre kiváló példa az adórendszer, amelyen keresztül az infláció jelentős hatással van a társadalmi jólétre. Progresszív adóztatás esetén például, ha a személyi jövedelemadó kulcsait nem igazítják folyamatosan az inflációhoz, a nominálisan növekvő jövedelmek még akkor is magasabb marginális adókulcs alá eshetnek, ha a rendelkezésre álló jövedelem reálértékben csökken.

Az elfogadott vélekedés szerint és a nemzetközi tapasztalatok többsége alapján az infláció csökkentése rövid távon általában a növekedési ütem csökkenéséhez vezet, de a csökkenés mértékét a jegybank hitelessége nagyban befolyásolja.

Az infláció mérséklését célul kitűző gazdaságpolitika problémája, hogy a gazdasági szereplők bizalmatlanok a monetáris politika prioritásváltását illetően. Megfigyelhető, hogy minél huzamosabb ideig jellemezte a gazdaságot magasabb infláció, általában annál tovább tart a közvélemény meggyőzése és inflációs várakozásainak mérséklése. A monetáris politikának az a feladata, hogy olyan lépésekben csökkentse az inflációt, amelyek egyrészt elégségesek ahhoz, hogy a várakozásokat a kívánatos irányba módosítsák, másrészt nem túlzottan nagyok a társadalom által várthoz képest, azaz nem vezetnek súlyos növekedési áldozathoz. Az „elégséges”, illetve „túlzott” inflációscsökkentés a várakozások alkalmazkodásának sebességétől függ.

Az inflációscsökkentés költségeinek és előnyeinek számbavétele mellett nem lehet figyelmen kívül hagyni a társadalom és a gazdaságpolitika egészének preferenciáit sem. A mérsékelt infláció azonnali megtörésére egyetlen ország sem vállalkozott. Az explicit inflációs célokat kijelölő országok (például Izrael, Új-Zéland, Nagy-Britannia, Svédország stb.) mind a fokozatosságra voksoltak. A társadalom inflációs kondicionáltsága és az infláció viszonylag magas szintje Magyarországon is szükségszerűen fokozatosságot kényszerített ki. Az 1995–1996-ban súlyos reálbérvésztést elsenvedő munkavállalók még az előretekinthető **indexálás** elfogadása esetén is a kis lépések politikájának hívei, mert ez biztonságot nyújt a nagyarányú pozícióromlással szemben.

A magyar monetáris politika végső célja: az árstabilitás

A Magyar Nemzeti Bank – a jegybanktörvénynek megfelelően – az árstabilitás mielőbbi elérését és fenntartását tekinti legfőbb céljának. Az alacsonyabb infláció az előző részben ismertetett számítások szerint jelentős előnyöket jelent a magyar gazdaság számára, és a konvergenciafolyamattól függetlenül önmagában is fontos cél. Az árstabilitás szükségesége nem, de a **dezinfláció** kívánatos sebessége már függ a Gazdasági és Monetáris Unióhoz való csatlakozás tervezett időpontjától.

A közvetlen **inflációs célkövetés** rendszere (inflation targeting) egy olyan monetáris politikai keretrendszer, amelyben a jegybank explicit módon kötelezettséget vállal az infláció ütemének egy adott célsávon belül való tartására.

A magyar gazdaságpolitika stratégiai célja, hogy a legkorábbi lehetséges időpontban az Európai Unióhoz és a Gazdasági és Monetáris Unióhoz csatlakozzon. Ez csak abban az esetben lehetséges, ha minden maastrichti kritériumnak megfelel az ország. Ahhoz, hogy Magyarország 2006-ban vagy 2007-ben a GMU tagja lehessen, az inflációra vonatkozó kritériumot 2004–2005-re kell teljesítenie. Ebből vezette le az MNB és a kormány az elkövetkező években szükséges dezinflációs pályát. E pálya alapján a jegybank 2002 végére $4,5 \pm 1$ százalékos, 2003 végére $3,5 \pm 1$ százalékos inflációs szint elérését tűzte ki, míg legkésőbb 2005-re az inflációt a maastrichti kritériumnak megfelelő értékre (várhatóan 3 százalék alá) kell leszorítani.³⁰ Ezek a célok a KSH által publikált fogyasztói árindex 12 havi változására vonatkoznak.

³⁰ A Maastrichti Szerződés inflációra vonatkozó konvergenciakritériuma szerint Magyarország éves átlagos harmonizált fogyasztói árindexe (Harmonised Index of Consumer Prices, HICP) a konvergenciajelentésben meghatározott 1 éves periódusra legfeljebb 1,5 százalékponttal múlhatja felül a 3 legalacsonyabb inflációjú tagország rátájának átlagát.

Az **inflációs célkövetés** rendszere számos országban hatékony antiinflációs eszköznek bizonyult. A magyarországi rendszer abban különbözik az inflációs célkövetést legkorábban bevezető fejlett országok (Egyesült Királyság, Kanada, Új-Zéland) rendszereitől³¹, hogy nem az árstabilitás fenntartása a célja, hanem az infláció leszorítása, az árstabilitás megteremtése. Az új monetáris rezsim bevezetésekor az MNB **hitelessége** vélhetően magasabb volt, mint azoké a jegybankoké, amelyek egy átélt árfolyamváltást követően kényszerültek az **inflációs célkövetés** rendszerének alkalmazására (Svédország, Egyesült Királyság, Csehország, Brazília). Magyarországon a hitelességet a csúszóárfolyam-rendszer sikeres alkalmazása teremtette meg, és önkéntes feladása tovább erősítette.

Infláció elméletben és gyakorlatban

Infláció alatt az árszínvonal tartós és folyamatos emelkedését értjük. Nem egyértelmű azonban, hogy mit értünk a gyakorlatban árszínvonal alatt, illetve, hogy mivel mérjük ennek az elvont és közvetlenül nem megfigyelhető mértéknek a változását. Szerte a világon bevett gyakorlat az árszínvonal változását valamilyen fogyasztói kosár árának változásával kifejezni: ez a fogyasztói árindex. Mivel minden gazdasági tevékenység (termelés, beruházás, megtakarítás) végső célja a fogyasztás, ésszerűnek tűnik az **inflációt** a fogyasztási javak árának (folyamatos) változásával azonosítani.

A megfelelő árszínvonal (árindex) összeállításához az egyedi fogyasztási termékek árait kell valamilyen módon összeadni (átlagolni). Erre bevett megol-

dás egy reprezentatív fogyasztói kosár összeállítása, amely egy átlagos fogyasztó fogyasztását reprezentálja. A mért infláció értelmezése szempontjából nagyon fontos kérdés, hogy milyen termékekből áll a fogyasztói kosár, és a termékeknek mekkora az egymáshoz viszonyított súlya.³² Az összetevők relatív árváltozásának hatása a súlyrendszertől függően másként jelenik meg az aggregált fogyasztói árindex változásában. A fogyasztói kosárnak követnie kell az „átlagos” fogyasztási szerkezetben bekövetkezett változásokat, ezért időről időre elkerülhetetlen a súlyrendszer felülvizsgálata, illetve módosítása. A súlyrendszer megváltoztatásából eredő árindex-változás elméleti szempontból nem tekinthető inflációnak. A fogyasztók a magasabb árú jószágokat általában igyekeznek alacsonyabb árúval helyettesíteni, ezért a fogyasztói kosár mindig a valóságosnál nagyobb arányban tartalmaz olyan termékeket, szolgáltatásokat, amelyek relatív ára időközben nőtt, tehát a mért infláció felfelé torzíthat.

A minőségjavulás hatása szintén felfelé torzítja a mért inflációt. Amennyiben a fogyasztó az új, magasabb minőségű, de drágább terméket vásárolja meg, a tudatos választásból fakadó áremelkedés esetén sem beszélhetünk inflációról.

A fogyasztói árindex mérésének elvi problémáin túl számos gyakorlati, illetve technikai nehézséggel kell szembenézni: az árösszeírás helyének és idejének (idő-

³¹ Ugyanakkor hasonlít a fejlődő és átmeneti gazdaságokban (pl. Lengyelország) bevezetett rendszerekhez.

³² A hivatalos inflációs mutató, a maginflációs mutató és a nyugdíjas inflációs mutató mind más fogyasztói kosáron alapszik. Az Európai Unió pedig egy egységesen súlyozott (harmonizált) fogyasztói árindex publikálását írta elő tagországainak.

tartamának) kiválasztása, az árösszeírás hibái, technikai nehézségei, a használt áruk, illetve a saját tulajdonú eszközökből eredő szolgáltatás árváltozásának (alternatív költségének) számbavétele stb.³³

A monetáris politika szempontjából a fogyasztói árindex csak egy az infláció sok lehetséges megközelítése közül, és nem feltétlenül a legmegfelelőbb. Végső célnak választani a teljes fogyasztói árindexet azonban indokolható, hiszen – mint már utaltunk rá – a gazdaság, gazdaságkodás végső célja a fogyasztás, ezért jelentősége ebből a szempontból valóban a fogyasztói árindex stabilitásának van. A gazdaságban zajló monetáris és inflációs folyamatokról a *termelői árindex* vagy a **maginflációs** mutató is jó képet adhat. Előbbi a termelők által érzékelt árszínvonal-változás átlagos mértékét hivatott megjeleníteni, míg az utóbbit úgy számítják, hogy a teljes fogyasztói árindexből kivesszük a nagyon hektikus áralakulású jószágcsoportokat (jellemzően az energiát, illetve az élelmiszert), így a maradék kör árváltozásának volatilitása jelentősen kisebb lesz.

A fogyasztói árindexet Magyarországon havi rendszerességgel a KSH becsli. A fogyasztói kosár súlyait évente változtatják a két évvel korábbi fogyasztási kiadások arányai szerint. Minden hibája ellenére szerte a világban a fogyasztói árindexeket a gazdasági statisztikai idősorok egyik legmegbízhatóbbjaként tartják számon az adatgyűjtés sűrűsége, a módszer-tan kifinomultsága és standard volta miatt.

Az infláció optimális szintje

A monetáris politika célja az árstabilitás megteremtése és fenntartása. Az árstabilitás olyan,

megfelelően alacsony **inflációs** szintet jelöl, amelyet a gazdasági szereplőknek még nem kell figyelembe venniük mindennapi döntéseik során. Az országonkénti eltérések ellenére megállapítható, hogy többnyire a 3 százalék alatti inflációs szintet tekintik olyannak, ami a definíciónak megfelel. Jelentős előnyöket hozhat a kézenfekvő választást jelentő nulla inflációs számmal szemben egy kis pozitív infláció, amely még nem vezet a jegybank **hitelességének** csökkenéséhez, illetve az **inflációs várakozások** destabilizálódásához. Költségei ellenére tehát az infláció **hosszú távú** optimális szintje nem nulla. A kis pozitív infláció előnyei egyrészt a **reálkamatlábak** és a nominális bérek tulajdonságaira, másrészt a defláció lehetőségére vezethetők vissza.

Mivel a nominális kamatláb nem negatív (a gazdasági szereplők vagyონukat mindig tarthatják készpénzben), ezért a **reálkamatláb** alsó korlátja az inflációs ráta nagyságának mínusz egysége, vagyis zero infláció esetén a reálkamatláb sem lehet negatív. A kérdés az, hogy előfordulhatnak-e olyan körülmények, amelyek mellett *szükség lehet negatív reálkamatlábra*. Amennyiben a fogyasztási és a megtakarítási döntések az életciklus-móddel szerint határozódnak meg, akkor az egyensúlyi reálkamatláb lehet negatív. Ebbe az irányba mutat a fejlett társadalmak elöregedése is, a megtakarítók számának növekedése ugyanis lefelé nyomja a reálkamatlábát. Negatív visszatekintő (ex post) reálkamatlábak a múltban is megfigyelhetők voltak. A negatív előretekintő (ex ante) reálkamatláb sokkal kevésbé jellemző, ami arra utalhat, hogy a visszatekintő reálkamatlábak negativitása téves várakozásokat tükröz, és nem a piaci egyensúlyt. A negatív reálkamatláb, tekintet nélkül annak forrására, fontos stabilizációs eszköz lehet: recesszió esetén a gazdaság alkalmazkodóképességét növeli, és nem okoz jóléti veszteséget.³⁴

³³ Erről részletesebben ír Allen (1999) és Haldane (1995), 235–238.

³⁴ Haldane (1995), 136–148.

Feltéve, hogy a munkaerőpiacon a **nominális bérek lefelé merevek**, a munkaerő-kereslet csökkenése esetén az infláció túl alacsony szintje akadályozza a reálbérek igazodását, illetve növeli az igazodás költségét. Zéró infláció mellett tehát a nominális bérek merevsége átgyűrűzik a reálbérekre is, ami megnehezíti az erőforrások hatékony allokációját a különböző szektorok között, és a munkanélküliség természetes rátájának növekedéséhez vezethet. Mivel azonban a nominális bérek merevsége empirikusan nem bizonyított, továbbá az infláció önmagában is képes az erőforrások allokációját torzítani a nominálbérek információtartalmának csökkenése által, ez az érvelés csak korlátozottan használható a hosszú távú inflációs cél kijelölésénél.

A zéró inflációs céllal szemben a legmeggyőzőbb érv az, hogy a gazdaság nagyobb valószínűséggel kerülhet **deflációs** állapotba, ami pénzügyi instabilitáshoz vezethet, illetve megnehezíti a monetáris politikai döntéshozatalt, ahogy a **rövid távú** kamatlábak nullára csökkennek. Az inflációs cél alullövésének költségei tehát sokkal jelentősebbek, mint a cél felüllövéséé. Az inflációs cél alullövéséhez vezethetnek az infláció számításával kapcsolatos elvi, statisztikai problémák, amelyek a termékek és az eladóhelyek közötti helyettesítésből, illetve minőségváltozásból és új termékek bevezetéséből adódnak (lásd az előző részt). Nulla inflációs szint esetén ezek a hibák ténylegesen deflációt jelentenének.

Pont vagy sáv?

Az egyes országok gyakorlata jelentősen különbözik abban, hogy az inflációs célt pontként vagy sávként definiálják, de abban a tekintetben is eltérések tapasztalhatók, hogy a sáv közepe mennyire hangsúlyos.

A pont cél melletti szokásos érv, hogy erősebben fókuszálja a várakozásokat, mint a

sáv. Sáv kijelölése esetén ugyanis fennáll a veszélye, hogy a piaci szereplők a sáv felső szélét tekintik az igazi célnak, és nem a középpontot. Ezzel szemben **hitelességi** problémát vethet fel, hogy pont cél mellett csak nagyon ritkán képes arra a jegybank, hogy *pontosan* teljesítse a célját, vagyis hogy az infláció tényleges értéke tizedes jegy pontossággal meg egyezzen a megadott célértékkel.

A célsáv alapvetően annak beismerése, hogy monetáris politikai eszközökkel az inflációs folyamatok csak korlátozott mértékben befolyásolhatók. A monetáris politikai lépések hosszú és változó mértékű késleltetéssel hatnak a célra, a jövőbeli infláció előrejelzésére használt módszerek pedig pontatlanok, jelentős bizonytalanságot tartalmaznak. A leggyakoribb megoldás egy 2-3 százalékos inflációs célsáv kijelölése. A célsáv azért is fontos lehet, mert nagyobb szabadságot ad a jegybanknak arra, hogy az **aggregált kereslet** alakulását figyelembe vegye döntéseinek meghozatalában, és hogy a rövid távú **sokkokra** reagáljon.

A sáv szélességének megválasztása a jegybank antiinflációs elkötelezettségétől függ. Szűkebb célsáv a jegybank nagyobb elkötelezettségét mutatja, és segít a várakozások hűtésében, viszont kevesebb diszkrecionális lehetőséget hagy a jegybank számára, így erősíti elszámoltathatóságát. Elképzelhető, hogy egy túl szűk célsávnak a jegybank időnként nem lesz képes megfelelni, és ha gyakorivá válik a megsértése, akkor az rontja a hitelességet.

Szélesebb célsáv esetén a monetáris politika rugalmassága nő, viszont nehezebbé válik a rövid távú teljesítmény megítélése, és megkérdőjelezheti a jegybank antiinflációs elkötelezettségét.³⁵

Az inflációs célsáv alsó korlátja egyértelművé teszi a gazdasági szereplők számára,

³⁵ Debelle (1997), 14–17.

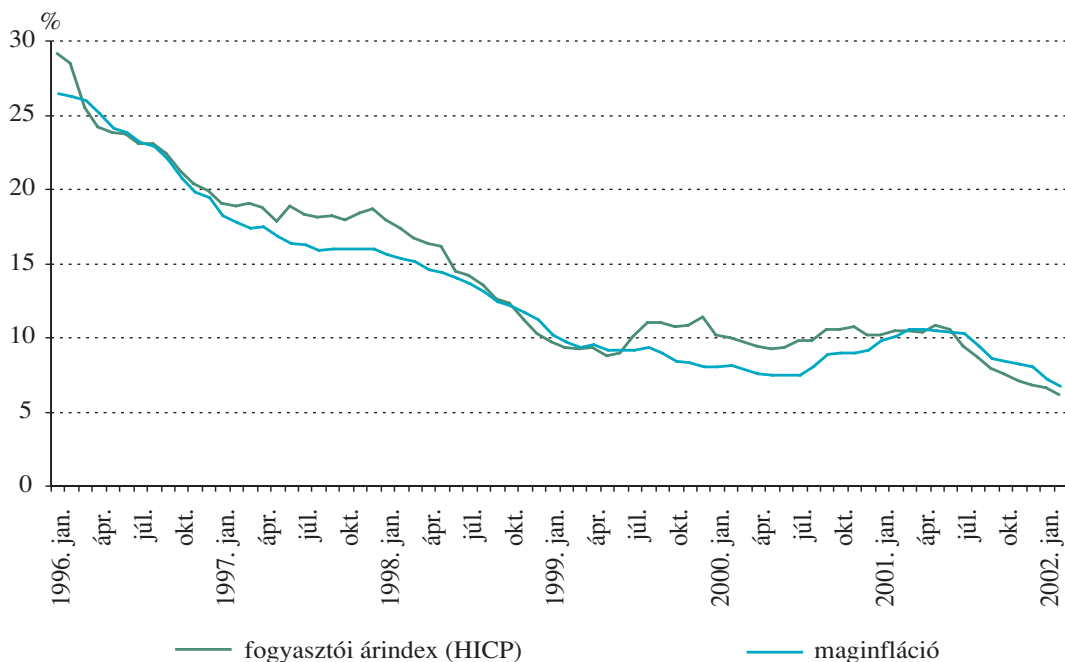
hogy az **aggregált kereslet** csökkenése esetén a jegybank kész a **monetáris kondíciók** enyhítésére. Ilyen esetekben a jegybank az inflációs cél veszélyeztetése nélkül segíti fékezni a gazdasági visszaesést. Ezt a feladatot másodlagos célként általában törvényben is megfogalmazzák. Ez különösen a már árstabilitás mellett működő gazdaságok esetében fontos, míg az alsó korlát megítélése kevésbé egyértelmű az infláció csökkentésének szakaszában. Ilyenkor elvileg nem lenne probléma, ha egy pozitív kínálati sokk hozzájárulna az infláció nagyobb mértékű mérséklődéséhez, vagyis lehetővé tenné az „opportunista **dezinfláció**” alkalmazását. Az alsó korlát azonban megnehezíti a pozitív kínálati sokk akkomodálását, illetve az elsődleges cél és a másodlagos célok viszonya kapcsán jelentősen megnehezítheti a jegybanki kommunikációt.

Miért a teljes fogyasztói árindex?

Az MNB inflációs célja a teljes fogyasztói árindexre vonatkozik. Az **inflációs célkövetést** alkalmazó országok egy része (pl. Csehország kezdetben) szűkebb körre értelmezett inflációs mutatót választott célként. A **maginfláció** (underlying, core inflation) előnye elvileg az, hogy stabilabb, a sokkok kevésbé térítik el. Maginfláció alkalmazása esetén csökken annak lehetősége, hogy a volatilis áralakulású termékek miatt – vagyis a monetáris politika hatókörén kívül eső okokból – hiúsuljon meg az inflációs cél teljesülése. Hasonló okokból fordul elő az is, hogy az árindexből kiszűrjük az árszabályozás változásának, az adók változtatásának hatását.

A maginflációs mutatók használatának egyik általános problémája, hogy ezek publicitása jó-

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



val kisebb, mint a hivatalos árindexeké. Még abban az esetben is *kisebb a rendszer átláthatósága*, ha egy jegybanktól független intézmény ismert módszertan szerint számítja, mert a maginfláció a nagyközönség számára nem intuitív. A maginfláció ugyanis sokkal kevésbé tekinthető a megélhetési költségek mércéjének, mint a teljes fogyasztói árindex. Emiatt adott esetben a kétféle index ellentétes irányú mozgása esetében a maginflációra reagáló jegybank lépései politikai interpretációra is lehetőséget adnak. (2. ábra)

Az MNB az **inflációs célkövetés** bevezetésekor megfontolta, majd elvetette a maginfláció célként való használatát. Ennek egyik oka az volt, hogy a maginflációs mutatók a gyakorlatban nem bizonyultak stabilabbnak, mint a teljes fogyasztói árindex, tehát legfőbb előnyük nem érvényesült. Másrészt az MNB komolyan ítélte a transzparenciával kapcsolatos elenőrzéseket is. Harmadrészt, a GMU-hoz való csatlakozás érdekében teljesítendő konvergenciakritériumok közül az inflációra vonatkozót harmonizált fogyasztói árindex alapján kell teljesíteni, amihez sokkal közelebb áll a fogyasztói árindex, mint a KSH – vagy az MNB korábbi – maginflációs mutatója.

KÖZBÜLSŐ CÉL

A **közbülső cél** (*intermediate target*) olyan gazdasági változó, amely szoros kapcsolatban áll a **végző céllal**, ugyanakkor viszonylag jól befolyásolható a monetáris politika eszközeivel. Közbülső célnak a múltban általában a gazdaságban meglévő pénzmennyiség növekedési ütemét vagy a devizaárfolyamot választották. A közbülső célokra vonatkozóan a jegybankok általában célértékeket (*target values*) határoznak meg a jövőre vonatkozóan. A célértékek szintje úgy kerül meghatározásra, hogy az optimális legyen a végző cél szempontjából, majd a jegybank a rendelkezésére álló eszközökkel úgy próbálja befolyásolni a közbülső célváltozót, hogy az a kijelölt

célértéknek megfeleljen. A jól megválasztott közbülső cél egyrészt jobban kontrollálható a jegybank által, mint maga a végző cél, ugyanakkor a végző célt befolyásoló külső – azaz a jegybank kontrollján kívül eső – tényezők változásait a közbülső cél már azelőtt tükrözi, mielőtt azok az árszínvonalat ténylegesen befolyásolnák. Egy jól megválasztott közbülső cél segítségével például a jegybank már az inflációs **sokk** kibontakozása előtt képes intézkedéseket hozni az árszínvonal stabilizálása érdekében.

A **közbülső cél** általában **nominális horgonyként** (*nominal anchor*) szolgál a gazdasági szereplők számára. A nominális horgony definíció szerint olyan gazdasági változó, amely képes arra, hogy stabilizálja, „lehorgonyozza” a gazdasági szereplők (a termelők, a fogyasztók, a munkaadók, a munkavállalók stb.) jövőbeni inflációra vonatkozó várakozásait. Ha a nominális horgony hiteles, azaz a gazdaság szereplői bíznak abban, hogy a **monetáris hatóság** teljesíteni tudja a kitűzött közbülső célt, akkor inflációs várakozásait a horgonynak megfelelően alakítják ki. Ez különösen akkor jelent nagy segítséget a jegybanknak, ha elhúzódó inflációs periódus után lát neki az árstabilitás megteremtéséhez. Egy hiteles nominális horgony alkalmazásával, a felfokozott inflációs várakozások letörésével a monetáris hatóság számottevően mérsékelheti az inflációscsökkenés gazdasági és társadalmi költségeit.

Hagyományos és modern közbülső célok

A lehetséges közbülső célok egyike a gazdaság egészében rendelkezésre álló *pénzmennyiség*, illetve annak növekedési üteme. A klasszikus közgazdaságtan álláspontja szerint a pénzmennyiség és az árszínvonal között egyértelmű megfeleltetés áll fenn, így a jegybank a pénztömeg befolyásolásán keresztül képes kontrollálni az árszínvonalat. A pénzmennyiség mint közbülső cél alkalmazása egészen az 1980-as évekig népszerű eszköz volt a jegybankok körében.

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

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

A nominális árfolyam – illetve árfolyampálya – közbülső célként történő szerepeltetése számos előnnyel rendelkezik. Az árfolyam(pálya) egyrészt közvetlenül befolyásolja a külkereskedelmi forgalomba kerülő áruk árát. Másrészt a leértékelési ütem és előre bejelentett csökkentése – ha az árfolyamcél hiteles – hatékony eszköz lehet az inflációs várakozások és ezen keresztül a külkereskedelmi forgalomba nem

kerülő (non **tradable**) termékek és szolgáltatások árának befolyásolására is. Amennyiben az árfolyamcél hiteles, az egyben azt is jelenti, hogy az árfolyampálya *előrelátható*, vagyis a gazdaság szereplői a meghirdetett pályával előre kalkulálhatnak (ez segíti a befektetések kiszámíthatóságát). Az árfolyampálya mint **közbülső cél** rendelkezik azzal az előnnyel is, hogy *áttekinthető*: egyrészt folyamatosan, minden gazdasági szereplő számára megfigyelhető, másrészt az árfolyam és az infláció közötti kapcsolat is széles körben ismert a szereplők számára, így alkalmas a várakozások orientálására. Mivel ebben az esetben a jegybanki célkitűzés és megvalósulása naprakészen megfigyelhető, az árfolyampálya mint közbülső cél *számon kérhető*, ami szintén növelheti a szereplők bizalmát, a jegybank, illetve a gazdaságpolitika hitelességét.

Az árfolyam közbülső célként történő definiálása és kezelése nem szükségszerűen jelenti **fix típusú árfolyamrendszer** fenntartását. Formálisan rugalmasabb árfolyamrendszer (**lebegő**, széles sávós árfolyamrendszer) mellett is számos ország követ árfolyamcélú, hogy igyekszik valamilyen implicit árfolyamsávot fenntartani, vagy menedzselt lebegéssel viszonylag szűkre szabni az árfolyam tényleges mozgását. A **fix árfolyam** vagy a szűk árfolyamsáv azonban *nagyobb elkötelezettséget* jelent az árfolyamcél megvalósítására, így a várakozásokat orientáló szerepe erőteljesebb.

Az említett előnyök ellenére egyre kevesebb ország használ árfolyamcélokat. A továbbra is árfolyamcélú követő országok pedig igyekeznek intézményesíteni, törvényi úton is megerősíteni az árfolyamcélú. Ennek legfőbb oka, hogy az árfolyamcél és a cél érdekében megvalósított árfolyampolitika (jegybanki **devizapiaci intervenció**) az árfolyamkockázat alulbecsléséhez, nem megfelelő kezeléséhez vezet a gazdaság minden területén. A magánszektor hajlamos a fix árfolyamot a hatóság által nyújtott garanciá-

nak tekinteni, de a valóságban kialakulhatnak olyan gazdasági körülmények, pl. nemzetközi válság, amely során a jegybank nem képes az árfolyamcél fenntartására. Ha az árfolyamkockázatot korábban nem fedezték, az árfolyamcél feladása a gazdaság minden szektorában hatalmas veszteségekhez, fizetéseképtelenségekhez, csődökhöz vezet, ami a gazdaság súlyos visszaesését okozza. Ez történt lényegében 1997-ben az ázsiai válság során is.

A nyolcvanas évek végétől kezdődően számos jegybank tért át a közvetlen **inflációs célkövetés rendszerére**, és vállalt ezáltal explicit módon kötelezettséget az infláció ütemének egy adott célsávon belül tartására. Ebben a rendszerben a **közbülső cél** szerepét a jegybank által készített inflációs előrejelzés játssza, amely megfelel a közbülső céltől elvárt tulajdonságoknak, hiszen egyrészt szoros kapcsolatban áll a végső céllal, másrészt a jegybank által befolyásolható.³⁶

A MNB közbülső célja

Előzmények: az árfolyamtól az inflációs előrejelzésig

Bár a nemzetközi és a történeti tapasztalatok számos potenciális közbülső célra mutatnak rá, a magyar gazdaság helyzetéből kifolyólag az átmenet folyamán leginkább a *nominális árfolyam* felelt meg a közbülső céltől elvárható jellemzőknek. Az árfolyamcél viszonylagos elterjedtsége (különösen a feltörekvő országok esetében) az alternatív monetáris irányítási rendszerek hiányzó feltételeinek is köszönhető. Magyarországon például a pénzmennyiség alapú szabályozást az átmenet időszakában a pénzkeresleti függvény stabilitásának hiánya már önmagában megakadályozta. Nem volt véletlen tehát, hogy a **kétszintű bankrendszer** megszűlése után az MNB az

árfolyamot használta monetáris politikája közbülső céljaként.

Az átmenet kezdeti éveiben, 1995-ig a jegybank a forint árfolyamát **valutakosárhoz** rögzítette, de az árliberalizáció és az adórendszer módosításai folyamatos inflációs nyomást okoztak, ami időről időre leértékeléseket kényszerített ki. A fix, de kiigazítható árfolyamrendszer a nem tervezhető sorozatos leértékelések miatt elvesztette **hitelességét** a gazdaság szereplői szemében, így már nem biztosította az árfolyampálya előreláthatóságát és kalkulálhatóságát. A rendszeresen bekövetkező hivatalos leértékelések nemcsak a pénzügyi rendszert szétziláló spekulációt eredményeztek, de az infláció csökkentését sem tették lehetővé. Olyan árfolyamrendszerre volt szükség, amely úgy segíti az infláció mérséklését, hogy közben lehetővé teszi a partnerországokénál magasabb inflációs ráta huzamosabb ideig történő fenntartását. Chile, Lengyelország és Portugália (és más országok) példája nyomán így Magyarország is csúszó leértékeléses árfolyamrendszert vezetett be.

Az 1995-ben bevezetett szűk sávú csúszó leértékelés kettős célt tűzött maga elé. Elsődleges célja az inflációs várakozások kedvezőtlen alakulásának megtörése és a monetáris politika hitelességének megteremtése volt. Az árfolyamrendszer paraméterei azonban úgy kerültek kialakításra, hogy biztosítható legyen a másik cél, a túlzott felértékelődés elkerülése is. Az ehhez szükséges rugalmasságot nem első sorban a szűk sáv biztosította, hanem a leértékelési ütem viszonylag gyakori változtatásának lehetősége. A kialakult gyakorlat szerint az előre bejelentett leértékelési ütem csak viszonylag rövid időszakra, többnyire csak a következő fél-egy évre vonatkozott, azt követően további csökkentése mellett a növelése sem volt kizárva.

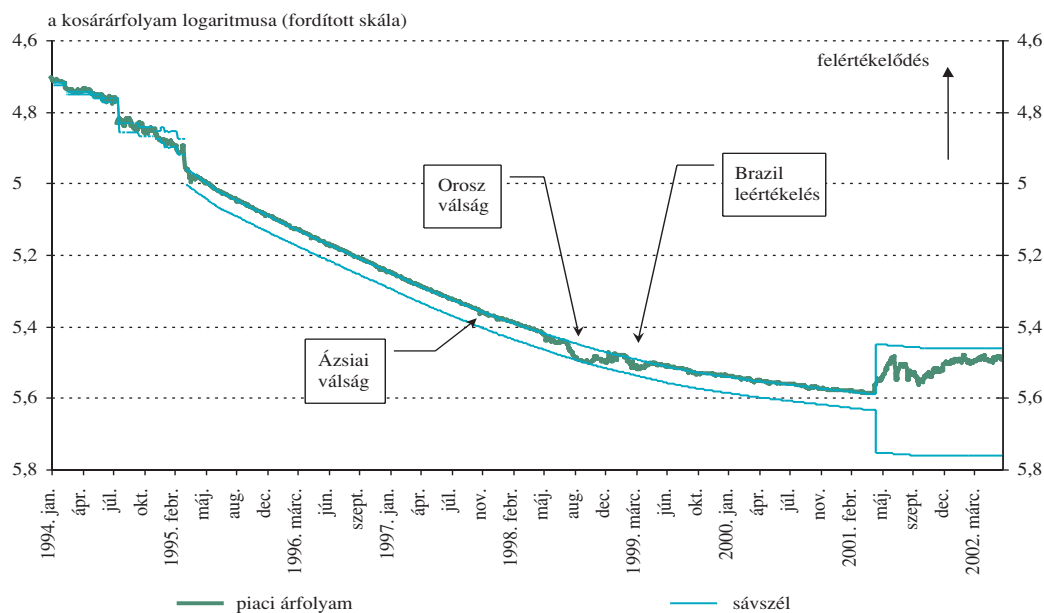
³⁶ Svensson (1997)

Az árfolyamra alapozott monetáris politika fenntarthatósága érdekében a fiskális politika szigorúságára és a tőkekorlátozások fenntartására volt szükség. A prudens fiskális politika az **aggregált kereslet** növekedésének mérséklésén keresztül biztosította a folyó **fizetési mérleg** hiányának fenntartható szinten tartását. A tőkekorlátozások az árfolyamrendszer megtámadását és a jelentős forint elleni spekulatív pozíciók kiépítését lehetővé tevő ügyleteket – elsősorban a tőkeerős külföldiek rövid futamidejű tőkemozgásait, illetve származékos ügyleteit – kívánták visszafogni. A csúszó leértékeléses árfolyamrendszer és az arra épülő monetáris politika sikeresen vészelte át az 1998-as orosz válság tovagyrúzó pénzügyi hatásait, ami a későbbiekben növelte az árfolyamrendszer és a jegybank hitelességét.

A csúszó leértékeléses árfolyamrendszerben visszatérő probléma volt a jelentős mértékű tőkebeáramlás, amely rendszeresen nagy összegű **devizapiaci intervencióra** készítette a jegybankot. A devizavásárlás likviditásbővítő hatásának semlegesítése egyrészt a magas kamatszint nyomán vonzó egy hónapos, majd két-hetes betéttel történt meg, másrészt az MNB likviditásszűkítő eszközöket (pl. az MNB-kötvény) vezetett be. A **sterilizált intervenció** meggátolta, hogy a pénzmennyiség túlzott növekedése inflációs nyomáshoz vezessen.

Az infláció lassulása 1996–97-ben a stabilizációs intézkedések által generált, illetve a szigorú fiskális és jövedelempolitika – és az ezekkel konzisztens monetáris politika – által nem akkomodált inflációs sokk levonulását jelezte. Az infláció

3. ábra A magyar forint árfolyama 1994. január – 2002. június*



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

csökkenése nyomán az inflációs várakozások is fokozatosan mérséklődtek. 1998-ban az MNB – elsősorban a leértékelési ütem korábban megszokottnál gyorsabb csökkentésével – igyekezett tartóssá tenni a csökkenő világpiaci energia- és élelmiszerárak magyarországi hatását.

Az előre bejelentett árfolyampálya kiszámíthatóságára alapozott monetáris politika eredményes volt a 30 százalékot meghaladó inflációs ráta 10 százalékra történő mérséklésében, és a gazdaság versenyképességének megerősítésében. 1999–2000-ben azonban nem csökkent tovább az árnyövekedés üteme, és fennállt a veszély, hogy az inflációs várakozások bera-
gadnak. A **dezinfláció** negatív inflációs sokkok és a magasabb importált infláció – tehát a jegybank szempontjából exogén okok – miatt torpant meg, ezért a túlzott reálfelértékelődés elkerülése érdekében a leértékelési ütem csökkentésére egyre ritkábban került sor. Ez azonban megerősítette a magasabb jövőbeli inflációra vonatkozó várakozásokat.

A gazdaságpolitika stratégiai céljának eléréséhez gyorsabb és hatékonyabb antiinflációs politikára volt szükség. Ennek érdekében a kormány a jegybankkal egyetértésben 2001. május 4-től a korábbi $\pm 2,25$ százalékról ± 15 százalékra szélesítette az árfolyam ingadozási sávját. A jegybanktörvény ezt követő – az EU elvárásainak is megfelelő – módosítása megerősítette a monetáris politika teljes eszközfüggetlenségét, és kiterjesztette a jegybank pénzügyi és személyi függetlenségét. (3. ábra)

Az inflációs előrejelzés mint közbülső cél

A jegybank az árfolyamsáv kiszélesítésekor deklarálta, hogy kezdetben, amíg az árfolyam nem találja meg új egyensúlyi helyzetét, bizonyosan nem fog **devizapiaci intervenciót** végrehajtani. Az MNB e kezdeti időszak elmúltával sem élt a

devizapiaci intervenció lehetőségével. A jegybank folyamatos devizapiaci jelenlétének kizárása következtében az árfolyamrendszer a szabad lebegtetéses árfolyamrendszerekhez áll közel. Bár a ± 15 százalékos sávon belül az árfolyam 2001 folyamán csak egy szűkebb, 10 százalékpont széles tartományban mozgott, az árfolyam volatilitása fokozatosan megközelítette más **lebegő** valuták árfolyamvolatilitásának szintjét. A jegybank nem ítélte megvalósíthatónak a monetáris aggregátumok közbülső célként való használatát, így az **inflációs célkövetés** rendszere volt az egyetlen széles körben alkalmazott, számításba jövő monetáris politikai rendszer. Az MNB célrendszerében tehát a **közbülső cél** szerepét a jegybank által készített inflációs előrejelzés játssza.

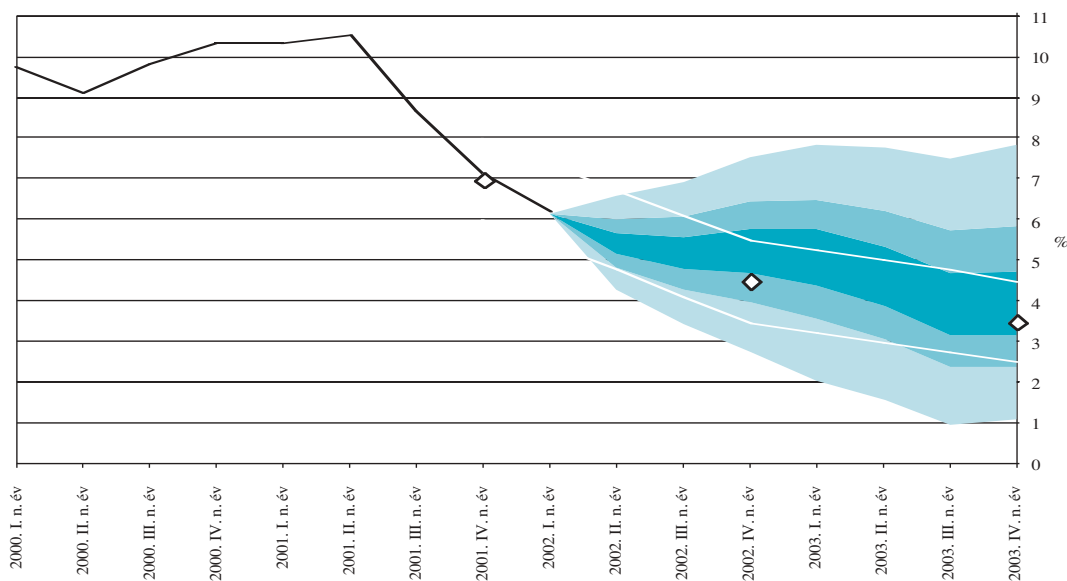
Az inflációs előrejelzések elkészítését nehezíti, hogy a matematikai-ökonometriai modellek csak korlátozottan alkalmazhatók, mert nem állnak rendelkezésre megfelelően hosszú egy-
esleges adatsorok a gazdasági folyamatokról. Ugyanakkor a monetáris politika gyakorlati megvalósításában ez nem okoz nehézséget. Nem szabad elfeledni, hogy az inflációs célkövetés úttörő országaiban sem álltak rendelkezésre egyértelműen jó adatsorok, mert a monetáris politikai rendszerváltás strukturális törésként értelmezhető, így a korábban kapott összefüggések általában nem alkalmazhatók az új körülmények között.

Az inflációs előrejelzés általános jellemzői³⁷

Az inflációs célkitűzés rendszerének meghirdetésétől a szerkesztésig (2002. június) mindössze négy teljes előrejelzési forduló zajlott le. Bár a reálgazdasági és inflációs előrejelzéseknek, illetve a kiadvány készítésének a folyamata folyamatosan alakul, az előrejelzési folyamat általános jellemzői várhatóan már nem változnak lényegesen a jövőben.

³⁷ MNB (2002a) és a „Jelentés az infláció alakulásáról” 2001. novemberi kiadása alapján.

4. ábra Az inflációs előrejelzés legyezőábrája (éves növekedési ütem)
2002. május



Az inflációs előrejelzés egyik fő funkciója, hogy segítse a Monetáris Tanács tagjait a kamatpolitikára és az árfolyampolitikára vonatkozó döntéseik meghozatalában. Ezért az előrejelzés készítésének egyik fő jellemzője a döntéshozók explicit bevonása a folyamatba, ami legmarkánsabban abban nyilvánul meg, hogy az előrejelzés az ő monetáris politikai feltételezéseik alapján készül. Az előrejelzés azzal a technikai feltételezéssel készül, hogy az árfolyam a teljes előrejelzési horizonton (az utolsó teljes naptári hónap átlagos szintjén) rögzített, és a monetáris politika változatlan (a jegybanki rekciokat nem veszi figyelembe). A kamat, illetve a kamatváltoztatás hatása tehát nem jelenik meg közvetlenül sem a reálgazdaság, sem az infláció előrejelzésében. Ennek ellenére az előrejelzés konzisztenciájának érdekében a hosszú távú nominális kamatokra egy olyan pályát feltételezünk, ami összhangban van az infláció előrejelzett pályájával. A publikált

hosszú távú kamatpálya tehát nem tekinthető a kamatokra vonatkozó előrejelzésnek, sem a jövőbeni jegybanki kamatlépések előrejelzésének.

Az előrejelzés néhány exogén változó (nemzetközi olajárak, euró-dollár árfolyam stb.) értékét is az utolsó megfigyelés alapján rögzíti, de más okokból, mint a forintárfolyam esetében. A fenti változók előrejelzése nehéz, és az MNB átláthatóbb, korrektebb megoldásnak tekintti, ha nem kísérli meg jövőbeli alakulásukat leírni. Ezáltal a döntéshozók is biztosak lehetnek benne, hogy torzítatlan szakértői előrejelzést kapnak, amelyet azután saját feltevéseik és várakozásaik alapján módosíthatnak.

Végezetül, az inflációs előrejelzés a jegybank szóhasználatában a kockázatokat megjelenítő eloszlást jelenti, és nemcsak az eloszlás középértékét (móduszát) jelző pontbecslést. Ezáltal az előrejelzés nemcsak egy alap-előrejelzést (pont-

becslés), hanem az azt övező bizonytalanság kiszámítását és értékelését is tartalmazza. (4. ábra)

Az inflációs előrejelzés időhorizontja

A jegybanki kamatok változtatása a különböző csatornákon keresztül hosszabb időszak alatt gyakorol hatást az inflációra.³⁸ Egy-két hónapos távon a jegybanki lépések szinte egyáltalán nem befolyásolják az árakat, és két-három negyedéves távon is csak részleges a hatás. A nemzetközi tapasztalatok és saját becslései alapján az MNB egy-két évre teszi azt az időtávot, amelyen kamatlépései képesek teljes hatásukat kifejteni. Ha váratlan események hatására az infláció ennél rövidebb időhorizonton előre látható módon eltér a céltól, a jegybank már csak nagy reálgazdasági alkalmazkodás árán vagy egyáltalán nem képes visszatelelni azt a korábban kijelölt pályára.

Ha az MNB ilyen esetben egészen **rövid távon** is az inflációs pálya megvalósítására törekedne, akkor az infláció ugyanakkora mérsékléséhez sokkal nagyobb – akár több százalékpontos – kamatváltoztatásokra kényszerülne, mint amire egy-másfél éves időtávon lenne szükség. Más oldalról ez azt is jelenti, hogy azelőtt hozna meg egy újabb lépést a jegybank, mielőtt még a korábbi lépések kifejtették volna teljes hatásukat. A korábbi intézkedések hatása – a már említett egy-két éves időtáv végéig – azonban továbbra is érvényesülne, és hozzáadódva az időközben meghozott lépések hatásához együttesen ellenkező irányba térítenék el az inflációt a céltól a következő időszakban. Ez a politika a kamatok és a gazdasági növekedés túlzott ingadozását eredményezheti, és veszteséget okozhat a társadalom számára.

A kitűzött inflációs cél lehető legkisebb növekedési áldozat melletti elérése érdekében a jegy-

bank csak a tartós, 1-2 éves horizonton is fennálló eltérésekre kíván reagálni. Ez a hozzáállás tükröződik abban is, hogy az inflációs előrejelzés időhorizontja 4-8 negyedév, ami a monetáris politikai követelmények és gyakorlati megfontolások alapján alakult ki. Egyrészt a monetáris politika hatékonysága érdekében biztosítani kell, hogy az előrejelzési idő hosszabb legyen, mint azok a késések, amelyekkel a reálgazdasági változók tipikusan reagálnak a monetáris politikai eszközök változására. Másrészt figyelembe kell venni, hogy a közvetlen **inflációs célkövetés** rendszerének bevezetését követően 2001 közepe óta kezdtek kialakulni a szükséges előrejelzési módszerek és kapacitások, így másfél évnél hosszabb távra egyelőre csak túlságosan nagy bizonytalansággal képes előrejelzést készíteni a jegybank.

A jegybank célja a 12 havi inflációra vonatkozik, amelyet az egyszeri jelentős áremelkedések 12 hónapon keresztül emelnek meg. A 4-8 negyedéves előrejelzési időhorizont abból a szempontból is előnyös, hogy ezek az egyszeri hatások ezen az időtávon már kikerülnek az árindexből – vagyis nincs bázishatás.

Szabály alapú vagy diszkrecionális döntések?

A közvetlen inflációs célkövetés rendszere elvben nagyon egyszerű *szabály követését jelenti*: ha az inflációs előrejelzés a célhorizonton meghaladja a célul kitűzött értéket, a jegybanknak emelnie kell a kamatot. A valóságban azonban ez nem ilyen egyszerű. Egyrészt a nemzetközi tapasztalatok alapján a legjobb inflációs előrejelzés mellett is előfordulhat, hogy utólag a tényadat – az előrejelzés időtávján belül bekövetkező, előre nem látható sokkok miatt – mégis a célsávon kívülre kerül. Bár ilyenkor elvileg nem kellene a jegybanknak reagálnia, előfordulhat, hogy a piaci szereplők szemében a reakció elmaradása a **hitelesség** csor-

³⁸ Lásd a transzmissziós mechanizmusról szóló fejezetet.

bulásához vezet. Különösen erős lehet ez a dilemma a rendszer bevezetését követő első időkben. Magyarországon 2001-ben az inflációs célkövetés rendszerének bevezetésekor nagy valószínűséggel várható volt az infláció bizonyos mértékű csökkenése. A bevezetésekor meghatározott első inflációs referenciaérték – amely az adott év végére, tehát a célhorizontnál rövidebb időszakra szólt – elérése megerősítette a monetáris politika hitelességét.

Mivel végső soron a Monetáris Tanács hozza meg a kamatváltozásokra, illetve egyéb jegybanki lépésekre vonatkozó döntéseket, ezért indokolt, hogy az inflációs előrejelzés is a testület véleményét tükrözze. Ez azt is jelenti, hogy nagyon jelentős a szubjektív elemek aránya – mind az exogén tényezőkre, mind a gazdaságot leíró modell jellemzőire vonatkozóan – a végső előrejelzésben.

A jegybank reakciói jelentős részben attól függenek, hogy miként ítéli meg a **sokkok** természetét, átmeneti vagy tartós, keresleti vagy kínálati sokkakként azonosítja azokat. Ha elsősorban *keresleti sokkok* fejtik ki hatásukat, akkor nincs kibékíthetetlen konfliktus az antiinflációs és a növekedési célok között. A pozitív keresleti sokkok a kibocsátást a potenciális vagy természetes szint fölé emelik, ami inflációs nyomást okoz. A növekedés stabilizálása (output gap zárása) érdekében meghozott kamatlépések ilyenkor az inflációs cél elérését is segítik.

Kedvezőtlen kínálati sokkok esetén viszont az inflációs és a növekedési célok konfliktusba kerülhetnek egymással. Ilyenkor döntő fontosságú lehet annak megítélése, hogy *átmeneti* vagy *tartós sokkról* van-e szó. Amennyiben átmeneti jelenségről van szó, nem indokolt a kamatok emelése, mert az infláció magától is csökken a következő időnyire. Ha például az élelmiszerárak a rossz termés miatt nőnek egy

adott évben, akkor nagy valószínűséggel várható, hogy a következő időnyben az árak csökkennek. Kicsit bonyolultabb a probléma a nemzetközi olajárak esetében, mert a magasabb olajárak hatása nemcsak egyes fogyasztási cikkek (pl. a háztartások által használt benzín) árán keresztül közvetlenül, hanem egy fontos termelési tényező (energia, szállításhoz használt üzemanyag) árán keresztül közvetve is növelheti az inflációt.³⁹

A jegybanki kamatlépések által kiváltott árfolyamváltozás nagysága előre nem látható, hiszen az árfolyamot elsősorban a pénz- és tőkepiaci szereplők várakozásai határozzák meg. Ezért a monetáris döntések meghozatala során a jegybank figyelembe veszi a nemzetközi tőkepiaci folyamatok alakulását, és arra törekszik, hogy kamatlépéseivel az árfolyam optimális mértékű erősödését, illetve gyengülését érje el. Arra azonban nincs a jegybanknak lehetősége, hogy a nominális árfolyam szintjét kis kiigazításokkal pontosan alakítsa (**finomhangolás**), a **dezinflációs** pályával összhangban lévő árfolyampálya alá- és túllövés sorozatán keresztül alakulhat ki.

Az előrejelzés készítésének folyamata

A Monetáris Tanács tagjai tehát közvetlen részesei az előrejelzés készítésének. Ez különösen azért fontos, mert a monetáris politikai döntéseket ez a szerv hozza meg, és a döntés csak az ő jövőképét tükröző előrejelzéssel konzisztens. Az előrejelzési folyamat a döntéshozók és az előrejelzéseket készítő Közgazdasági főosztály közti iteratív megbeszéléssorozat révén valósul meg.

A folyamat a Monetáris Tanács három ülését foglalja magában. Az ülések időzítését és a jelentés készítési fázisainak, illetve publikálásának időpontját az előrejelzésekhez nélkülözhetetlen statisztikai adatok közzétételének

³⁹ Haldane (1995), 90–91.

rendje határozza meg. Ezek közül az adott negyedévet záró fogyasztói árindex adat a legfontosabb (amelyet általában a KSH a tárgy hónapot követő hónap közepén publikál). A Monetáris Tanács az egyes fázisokhoz szükséges idő alapján fél évre előre kijelöli a jelentés internetes közzétételének napját.

A jelentés készítésének *első fázisa* az aktuális előrejelzés alapfeltevéseinek, illetve főbb bizonytalansági tényezőinek azonosítása. Erre a Monetáris Tanácsnak a jelentés publikálását mintegy 7 héttel megelőző ülésén kerül sor. Ezen a szakértők és a Monetáris Tanács még a konkrét, számszerű előrejelzések elkészítése előtt rögzítik a centrális pálya feltevéseit, illetve azon bizonytalansági tényezők (sokkok) körét, melyeknek előrejelzésre gyakorolt hatásáról a későbbiekben a Monetáris Tanács értékelést vár.

A számszerű inflációs előrejelzés *első verziója* az adott negyedévet záró konjunkturális és fogyasztói árindex adatok ismeretében készül el. Az előrejelzések az MNB-ben alkalmazott gazdasági modellek, illetve módszerek segítségével és a Monetáris Tanács által meghatározott feltevések, bizonytalansági tényezők alapján készülnek. Bár az első verzió figyelembe veszi az egyeztetett feltevések és bizonytalansági tényezők halmazát, mégis a szakértők alap-előrejelzését és bizonytalanságértékelését tükrözi. Ezt a szakértői jelentéstervezetet a Monetáris Tanács a végső verzió publikálása előtt három héttel tárgyalja. A Monetáris Tanács tagjainak ezen az ülésen – egy *kérdőív* kitöltése révén – alkalmuk nyílik változtatásokat javasolni mind az alapfeltevések, mind a bizonytalansági eloszlások tekintetében, hogy az előrejelzés a Monetáris Tanács szubjektív jövőképét és bizonytalanságészlelését tükrözze. Az ezek alapján véglegessé váló előrejelzés a Monetáris Tanács együttes (konszenzusos) véleményét tükrözi, és nem a tagok különböző

nézeteinek számtani átlagát. Az előrejelzés az időközben beérkezett statisztikai adatoknak és gazdaságpolitikai lépéseknek megfelelően folyamatosan frissül.

A *végső előrejelzést* a Monetáris Tanács a jelentés publikációja előtt egy héttel tekinti át. Az inflációs előrejelzés végső verziójának ismeretében a Monetáris Tanács megfontolja, vajon a **monetáris kondíciók** megfelelőek-e, és dönt a szükséges monetáris politikai lépésekről. A Monetáris Tanács nyilvánosságra hozza közleményét, amely összefoglalja az inflációs kilátásokkal kapcsolatos véleményét, és tartalmazza a végső inflációs legyezőábrát is. A közlemény megadja az előrejelzés „üzenetét” – azaz az előrejelzés monetáris politikai értékelését – is. Ez azt jelenti, hogy amennyiben a végső előrejelzés alapján a Monetáris Tanács kamatváltoztatásról – illetve a kívánatosnak tartott árfolyampálya megváltozásáról – dönt, az szintén tükröződik a közleményben, amely a későbbiekben a jelentés publikált verziójának első (számozatlan) fejezetét képezi.

Két előrejelzési forduló között is minden új adatot értékelnek a döntéshozók. Különösen fontos az új inflációs adatok és az előrejelzés viszonyának értékelése, amelyekre a Monetáris Bizottság heti ülésein kerül sor. (1. táblázat)

A CÉLRENDSZER ALSÓ SZINTJE

A **közbülső célok** mellett a jegybankok többsége **operatív célváltozókat** is használ; ezt a szerepet a legtöbb jegybankban a rövid futamidejű pénzügyi kamatok játsszák. Az operatív cél és a közbülső cél között két alapvető különbség van. Egyrészt az operatív cél általában közvetlen kapcsolatban van a jegybank rendelkezésére álló eszközökkel, így a monetáris politikai lépések azonnal tükröződnek az operatív célváltozók értékeiben, míg a közbülső

1. táblázat Az előrejelzések készítésének folyamata

Munkafázis neve	A Monetáris Tanács ülésének tárgya	Időzítése*
„Sokk-lista” készítése	Az alap-előrejelzés feltevéseinek és a bizonytalansági tényezők körének meghatározása	– 7 hét
A fogyasztói árindex negyedévet záró adatának beérkezése		– 5 hét
Előrejelzés első verziójának tárgyalása	Az előrejelzés döntéshozók általi vitája, a Monetáris Tanács szubjektív sokkérzékelésének kialakítása	– 3 hét
Előrejelzés végső tárgyalása	Az előrejelzés végső változatának elfogadása; döntés a monetáris kondíciókról	– 1 hét
	Elektronikus közzététel	0

* Az internetes közzététel időpontjához képest.

célok esetében ehhez általában időre van szükség. Másrészt az operatív cél a legtöbb esetben nem képes a **nominális horgony** szerepét betölteni, vagyis az inflációval való kapcsolata kevésbé direkt.

Az MNB operatív célja

Az MNB operatív célja a *rövid, 3 hónapos futamidejű pénzügyi (elsősorban állampapír-piaci) kamatokra vonatkozik*. Ezek alakulását az MNB 2 hetes **irányadó kamatával** hatékonyan képes befolyásolni. E rövid pénzügyi hozamok kitüntetett szerepet játszanak a monetáris politika hatásmechanizmusában, mind az árfolyamra, mind a többi hozamra jelentős hatást gyakorolnak.

Az irányadó jegybanki kamat változtatása elsősorban a devizaárfolyam elmozdulásán ke-

resztül hat az **aggregált keresletre**.⁴⁰ **Kis, nyitott gazdaságokban**, ahol a külkereskedelem súlya a nemzetgazdaságon belül igen magas – és így az árfolyamon keresztüli hatás számottevő –, a *rövid kamatok szintje önmagában nem jellemzi kellő mértékben a monetáris politika **restriktív** vagy **expanzív** jellegét*. Az MNB nagyon szoros figyelemmel kíséri a devizapiaci fejleményeket, és ha úgy ítéli meg, hogy az árfolyam alakulása veszélyezteti az **inflációs** cél teljesülését, akkor az irányadó kamat emelése (csökkentése) révén megnöveli (csökkenti) a forint-euró **kamatkülönbséget**, ami hozzájárul az árfolyam erősödéséhez (leértékelődéséhez). Az árfolyam alakulása akkor veszélyeztetheti az inflációs célt, ha tartósan és jelentősen eltér az inflációs cél eléréséhez szükséges szinttől. A kívánatosnál gyengébb (erősebb) *árfolyam* azonban – bármilyen fontos is – csak egy az inflációra ható tényezők kö-

⁴⁰ Lásd a transzmissziós mechanizmus árfolyamcsatornájáról szóló alfejezetet.

zül, amelynek hatását a többi tényező akár teljes mértékben is semlegesítheti. Ezért az MNB két inflációs jelentés között nem kizárólag az árfolyam alakulására koncentrálna, hanem mindig figyelembe veszi az összes inflációt befolyásoló tényezőt.

Az irányadó jegybanki kamat változtatása a pénzpiaci kamatokon keresztül más, banki és tőkepiaci kamatokra, hozamokra is hat. A legtöbb változó kamatozású vállalati hitel kamata a pénzpiaci kamatokhoz van kötve, így ezek befolyásolásán keresztül a jegybank közvetlenül képes módosítani a vállalatok forrásköltségét és így a beruházási javak iránti keresletet. Emellett a lakossági betétek kamatai is követik a rövid kamatok változásait. Így a központi bank a *lakosság, illetve a vállalatok számára releváns kamatok befolyásolásával a gazdaságban a beruházási és fogyasztási javak iránti aggregált keresletre, a lakosság megtakarítási és fogyasztási döntéseire hathat.*

Az **inflációs célkövetés rendszerében** a kamatpolitika mozgásterét szabadabbá vált. A szűk sávú árfolyamrendszerben ugyanis csak az árfolyam- és országkockázat, illetve az árfolyam ingadozási sávja által megengedett mértékben nyílt tere az önálló kamatpolitikának. Ha a bel- és külföldi kamatok közötti különbség lényegesen meghaladta az elvárt kockázati **prémium** és a várható leértékelődés összegét, az jelentős tőkebeáramlást és ezáltal **intervenció**s nyomást okozott. A leértékelési ütem csökkentése – illetve az erre vonatkozó várakozások – szükségyszerűen a hozamok csökkenésével jártak együtt, és a **sterilizáció** (a deviza-beáramlás okozta többletlikviditás jegybank általi semlegesítése) költségeinek ésszerű szinten tartása érdekében előbb-utóbb a jegybanki kamatok csökkentése is elkerülhetetlenné vált. A csúszó leértékelés mellett ezért a kamat- és az árfolyampolitika ellentétesen mozgott, ha az egyik

szigorított (leértékelési ütem csökkentése), akkor a másik kényszerűen lazult (kamat- és hozamcsökkenés). A széles árfolyamsáv és az inflációs célkövetés rendszere mellett azonban nem merül fel az árfolyam korlátozó szerepe. Sőt a kamatváltoztatás és az általa indukált árfolyamváltozás alapesetben ugyanolyan hatást fejt ki, a kamat- és árfolyampolitika egyszerre szigorít vagy lazít, ami növeli a monetáris politika hatékonyságát.

KOMMUNIKÁCIÓ ÉS TRANSZPARENCIA⁴¹

Az **inflációs célkövetés** rendszerében a jegybanki kommunikáció legfontosabb célja a várakozások kedvező irányú befolyásolása, ami jelentősen csökkentheti a jegybanki beavatkozások szükségességét és társadalmi költségét. A két legfőbb kommunikációs feladat az árfolyam szerepének tisztázása, illetve a jegybanki **hitellesség** megvédése (ha váratlan **sokkok** hatására az inflációs cél nem teljesül). Az előbbire már a rendszer bevezetésekor is nagy hangsúlyt fektetett az MNB, míg az utóbbira egyelőre nem volt szükség. Ugyancsak fontos az árstabilitás előnyeinek, illetve az infláció lényegének bemutatása. A fenti célok elérésére a kommunikációnak számtalan formáját használja az MNB.

Mivel az inflációra ható tényezők hatásmechanizmusa összetett, időben változó és bizonytalan, a Monetáris Tanács mindig esetről esetre dönt arról, hogy mely hatások voltak erősek, fontosak az adott periódusban. A rugalmasság azonban nem jelenti a transzparencia csökkenését. A monetáris politikai lépéseket és azok rövid indoklását a jegybank sajtóközleményben jelenti be a Monetáris Tanács ülést követően, általában hétfő délután 4 óra körül. Bővebb indoklást a negyedévente megjelenő *Jelentés az infláció alakulásáról* c. kiadvány következő száma tar-

⁴¹ Bár formáját tekintve lényegében tiszta kommunikáció, a verbális intervencióval kapcsolatos megfontolásokat mégis az eszköztárról szóló részben tárgyaljuk, mivel tartalmilag az eszközökhöz sorolható.

talmaz, amelyben az MNB az inflációs prognózis publikálásán túl a monetáris döntések mögött húzódó elemzési keretet és szakértői feltevéseket is bemutatja, valamint elemzi az inflációs célkitűzés teljesülésének esélyét, a prognózis és a cél viszonyát.

Ugyancsak a Magyar Nemzeti Bank monetáris döntéshozatalához kapcsolódó közgazdasági elemzések bemutatását, a monetáris politika átláthatóságát szolgálja az MNB *Hátértanulmányok* sorozata. E sorozat az előrejelzési tevékenység technikai részleteit ismertető tanulmányokon túlmenően közlésezi a döntés-előkészítés során felmerült közgazdasági kérdéseket tárgyaló háttéranyagokat is. A kiadvány csak elektronikus formában kerül publikálásra, és az MNB a kiadványi levelezőlistára feliratkozókat az új tanulmányok megjelenéséről mindig automatikusan értesíti.

Az MNB felső vezetése rendszeresen találkozik a sajtó képviselőivel és az elemzőkkel. Az inflációs jelentés megjelenésének napján, de még a megjelenés előtt lehetőség nyílik a sajtó és az elemzők számára, hogy megismerjék

és az MNB szakértőivel megvitassák a jelentést. A találkozó célja, hogy a monetáris politika mélyebb és alaposabb tárgyalását mozdítsa elő, és a jegybank választ adjon a technikai jellegű kérdésekre (tekintve hogy döntéshozók nincsenek jelen).

A kiadványokon és találkozókön kívül az MNB részletes és teljes körű adatszolgáltatást végez. Az MNB havonta közli a saját és a bankrendszer mérlegére vonatkozó adatokat a honlapján. A jegybanki eszközökkel kapcsolatos legfrissebb adatok a honlapon kívül a Reuters hírszolgáltatásán keresztül is elérhetők.⁴²

A monetáris politika magyarországi gyakorlatának transzparenciája a 2001. évi jegybanktörvény hatálybalépését és az inflációs célkövetés rendszerének bevezetését követően jelentősen javult, és megfelel a legmagasabb nemzetközi színvonalnak. Az IMF transzparenciával kapcsolatos normáit (*Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies*) az MNB kivétel nélkül teljesíti, amit az IMF delegációinak rendszeres vizsgálatai is megerősítenek.⁴³

⁴² Lásd az utolsó alfejezetet.

⁴³ „As far as transparency in monetary policies is concerned, compliance with requirements on clarity of roles, responsibilities and objectives of monetary policy is complete, as described in the NBH Act. /.../ The NBH meets all criteria in terms of accountability and assurances of integrity.” (Report on the Observance of Financial System Standards and Codes)

INDIKÁTOROK

A végső, illetve a közbülső célokra vonatkozó adatok néha a szükségesnél ritkábban (pl. negyedévente) állnak a döntéshozók rendelkezésére. Az **indikátorok** (leading indicators) olyan gazdasági, pénzügyi változók, amelyek *előzetes információt nyújtanak* a gazdaság állapota-ról, és segítenek előrejelezni a jövőben várható folyamatokat. Az indikátorok változása tehát megelőzi az inflációs folyamat és az azt meghatározó makrokeresleti feltételek megváltozását. Ezen indikátorok tárháza széles, kiválasztásuk és konkrét alkalmazásuk erősen függ az adott gazdasági környezettől. Indikátorok lehetnek a monetáris aggregátumok (valamilyen pénz- vagy hitelmennyiség), a pénzügyi termékek áraiból származtatott információk (**hozamgörbe**, forward-görbe változásai stb.) vagy a makrokereslet valamelyik elemének alakulását előrejelző adatok (a rendelésállomány, az ipari termelés, vagy a lakásépítési engedélyek száma a lakossági beruházás szemszögéből) is.

A MONETÁRIS ÉS HITELAGGREGÁTUMOK

A pénzkeresletet meghaladó pénzmennyiség-bővülés egy gazdaságban inflációnövelő és külső egyensúlyt rontó hatású lehet, így a monetáris politika mindenkor, még kifejezett pénzmennyiségi célkitűzés hiányában is, igyekszik megelőzni a pénzaggregátumok túlzott expanzióját. Az árfolyamrendszer típusa ugyanakkor jelentősen befolyásolja a monetáris politika hatásosságát, és a pénzmennyiségek szerepének jelentőségét a monetáris politika alakításában. Az MNB-nek pénzmennyiségre vonatkozó explicit célkitűzése nincs. Mindazonáltal a jegybank a vállalati és a háztartási szektor **nettó finanszírozási képességének** részletes vizsgálata során a különböző

pénzkategóriákba tartozó követelések elemzésének kiemelt figyelmet szentel.

A pénz különböző formáinak (bankjegy és érme, csekk, valuta, folyószámla, lekötött betét, banki kötvény stb.) közös tulajdonsága, hogy valamely banki mérleg forrásoldalán jelenik meg. A jegybanki mérleg forrásoldali tételeit felölelő pénzaggregátum a **monetáris bázis (M0)**, míg a bankrendszer összevont mérlegének passzívái alkotják az általában definiált, a gazdaságban lévő *pénzmennyiség-kategóriákat* (M1 és M3). A hazai gyakorlatban használatos egy, a banki mérlegeken is túlmutató, legszélesebb értelemben vett pénzmennyiség-kategória is (M4).

A monetáris bázis a jegybankon kívüli készpénz és a bankok jegybanki tartalékát foglalja magában. A jegybankon kívüli készpénz mennyiségét a gazdaság készpénzigénye határozza meg, míg a jegybanki tartalékot a bankoknál elhelyezett betétek után a **kötelező tartalékrátának** megfelelő mértékben képezik. A jegybank tehát az irányadó kamatszinthez hosszabb távon alkalmazkodó banki kamatokon keresztül befolyásolhatja a banki betétek (és ezzel az M3, valamint a tartalékalapon keresztül a monetáris bázis) állományát, míg a betéteket terhelő kötelező tartalékráta változtatásával a monetáris bázisra van hatással.

Bár a **sterilizációs** eszközök (a tőkebeáramlás nyomán keletkező felesleges likviditást lekötő MNB-kötvény, illetve a kéthetes jegybanki betét) és a jegybanknál elhelyezett banki devizabetétek is a jegybanki mérleg passzívái között szereplő tételek – azonban a **pénzmultiplikációban** nem vesznek részt, ezért a monetáris bázisnak nem összetevői.

A monetáris bázis számításánál figyelembe kell venni a tartalékolási rendszer sajátosságait, miszerint a kereskedelmi bankoknak előírt **kötelező tartalékot** az egy hónapos tartalékolási periódus átlagaként kell teljesíteni. Ebből kifolyólag az MNB által publikált havi monetáris bázis számításakor a forgalomban lévő készpénz hó végi állományához a hitelintézetek jegybanki tartalék- és egyéb forintszámláinak nem a hó végi állománya, hanem a tartalékolási periódusban képzett átlagállománya adódik hozzá. (2. táblázat)

A monetáris bázisnál bővebb pénzaggregátumokat a *bankrendszer összevont mérlegének* passzív oldalán találjuk. A jegybanki és a kereskedelmi banki mérlegek konszolidációja során a jegybank és a kereskedelmi bankok egymás közötti pénzműveletei kiesnek, így a bankrendszer összevont mérlegébe már nem kerül bele a kereskedelmi bankoknak nyújtott jegybanki **refinanszírozási hitel**, a bankrendszeren belüli készpénz, a bankok jegybanki tartaléka és a sterilizációs eszközök állománya. (3. táblázat)

A különböző pénzaggregátumokat a pénzeszközök **likviditási foka** szerint definiáljuk, vagyis

aszerint, hogy milyen gyorsan, milyen mértékben és milyen költségvonzattal lehet velük fizetést teljesíteni. A *szűken értelmezett pénzmennyiség (M1)* a *tökéletesen likvid fizetőeszközöket tartalmazza*, vagyis azon pénzformákat, amelyek a fizetési funkció azonnali és korlátlan betöltésére alkalmasak. Ez gyakorlatilag azt jelenti, hogy a szűkebb értelemben vett pénz kategóriájába a forgalomban lévő készpénz és a látra szóló betétek tartoznak.

Az *M2 pénzmennyiségi kategória* a szűken értelmezett pénz mellett azokat a tételeket is magában foglalja, amelyek közvetlenül betöltik a pénz funkcióját, és viszonylag kis költséggel és gyorsan pénzzé tehetők. Ezek a lekötött forint- és devizabetétek az úgynevezett *kvázipénzek*.

A Magyarországon használt *szélesebb értelemben vett pénzkategória az M3*, amely az M2 pénzmennyiségi kategórián felül tartalmazza a bankok egyéb forrásoldali tételeiként szereplő pénzeszközöket is. Ezek formájukra nézve nem bankszámlák, hanem egyéb *pénzintézeti értékpapírok* (letéti jegyek, takaréklevelek, banki kötvények), illetve *visszavásárlási megállapodások*. (4. táblázat)

2. táblázat Az MNB mérlege (2002. április 30.)

milliárd forint

E.1. Refinanszírozási hitelek	42	F.1. Készpénz	1123
		<i>F.1.1. Bankoknál lévő készpénz</i>	94
		<i>F.1.2. Bankrendszeren kívüli készpénz</i>	1029
E.2. Nettó költségvetési hitelek	827	F.2. Bankok jegybanki tartaléka	422
E.3. Nettó külföldi eszközök	1358	F.3. Bankok MNB-nél elhelyezett devizabetétei	216
E.4. Egyéb eszközök	-33	F.4. Sterilizációs eszközök	432
		<i>Monetáris bázis (M0 = F.1. + F.2.)</i>	1545

3. táblázat A kereskedelmi bankok mérlege (2002. április 30.)

milliárd forint

E.1. Hitelek	6514	F.1. Betétek	5923
E.1.1. Háztartások hitelei	972	F.1.1. Háztartások betétei	3672
E.1.2. Nem pénzügyi vállalati hitel	3597	F.1.2. Nem pénzügyi vállalati betétek	1862
E.1.3. Pénzügyi vállalati hitelek	416	F.1.3. Pénzügyi vállalati betétek	229
E.1.4. Önkormányzati hitelek	74	F.1.4. Önkormányzati betét	161
E.1.5. Nettó költségvetési hitel	1455		
E.2. Bankoknál lévő készpénz	94	F.2. Refinanszírozási hitelek	42
E.3. Bankok jegybanki tartaléka	422	F.3. Visszavásárlási megállapodások	34
E.4. Bankok MNB-nél elhelyezett devizabetétei	216	F.4. Egyéb monetáris intézmények által kibocsátott értékpapír	147
E.5. Sterilizációs eszközök	432		
E.6. Nettó külföldi eszközök	-560		
E.7. Egyéb eszközök	-973		

A hazai gyakorlatban használatos még a banki mérlegen túlmutató, *nem pénzügyi eszközt* is tartalmazó M4-es pénzmennyiség-kategória, amely kevésbé érzékeny a megtakarításokon belüli portfólió-átrendeződésre, így ez a legstabilabban alakuló pénzágregátum. Az M4-es pénzágregátumba az M3 összetevői mellett a bankrendszeren kívüli hazai gazdasági szereplők által tartott állampapír-állomány is beleszámít. (5. ábra)

A monetáris aggregátumok alakulása két szempontból is fontos információkkal bírhat. Egyrészt jól tükrözi a bankrendszeren kívüli szereplők *finanszírozási képességének változását* és a különböző megtakarítási formák közti portfólió-átrendeződést. Másrészt – mivel lényegében az M3 pénzágregátum alkotja a kereske-

delmi bankok hazai forrását – a *bankok által kihelyezhető hitel* lehetőségéről is informálhat.

Az **inflációs célkövetés** rendszerének keretei között az MNB-nek nincsen sem a pénzágregátumok alakulására, sem a hitelek állományára vonatkozó célja, ugyanakkor a hitelállomány alakulása fontos információkat közvetít a jegybank számára a monetáris politika környezetének változásáról. A hitelek állományának változását rendszerint nem önmagában vizsgálja a jegybank, hanem a hiteleknek az egyes szektorok beruházási-megtakarítási egyenlegére gyakorolt hatását elemzi. A hitelállomány alakulásának elemzése így módon a bankrendszer összevont mérlegének, illetve a főbb szektorok nettó finanszírozási képességének a vizsgálatához kapcsolódik.

A NETTÓ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG

Az egyes szektorok **nettó finanszírozási képessége** alatt az adott szektor követeléseihhez és kötelezettségeihez kapcsolódó *tranzakciók egyenlegét* értjük. A követelésekhez és a kötelezettségekhez köthető tranzakciók egyenlege a követelés-, illetve kötelezettségállomány árfolyam- és egyéb volumenváltozásoktól megtisztított növekményével egyezik meg. A *háztartási szektor* követeléseihhez kötődő tranzakciók egyenlege meghaladja a szektor hiteleihez kapcsolható tranzakciók egyenlegét, ezért a háztartási szektor esetében *nettó finanszírozási kapacitásról* beszélhetünk. A vállalati szektor esetében fordított a helyzet: a szektor beruházásait finanszírozó nettó forrásbevonás miatt a *vállalati szektor* részéről általában *finanszí-*

rozási igény merül fel. Az MNB-vel konszolidált államháztartással együtt (amelynek szintén finanszírozási igénye van) a belföldi szektorok nettó finanszírozási képességének összege a külföldi finanszírozási igényt adja ki, ami a folyó **fizetési mérleg** és a tőkemérleg egyenlegének összegével egyezik meg. Ennek megfelelően a **folyó fizetési mérleg hiányában** bekövetkezett változások felbonthatók a különböző belföldi szektorok finanszírozási képességében történt változásokra.

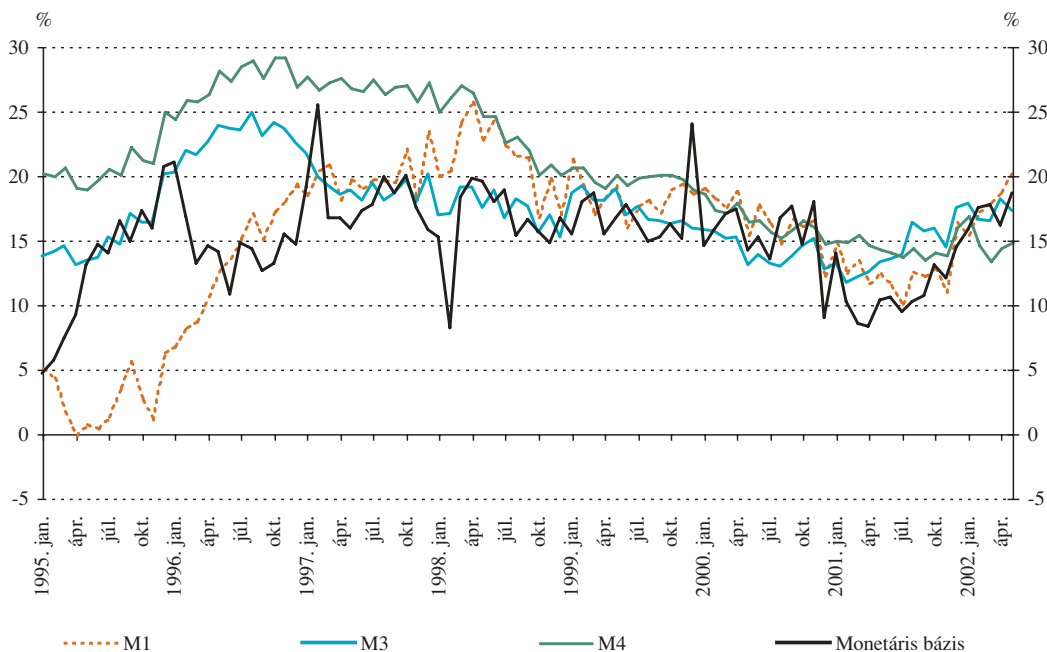
A belföldi szektorok **finanszírozási képességének**, illetve hitelállományának alakulása a szűksávós árfolyamrendszer keretei között elsősorban a folyó fizetési mérlegre gyakorolt hatása miatt foglalkoztatta a jegybankot. Kis, nyitott gazdaságban a korábbtól eltérő hitelkiáramlás

4. táblázat A bankrendszer összevont mérlege (2002. április 30.)

milliárd forint

E.1. Hitelek	7342	F.1. Bankrendszeren kívüli készpénz	1029
E.1.1. Háztartások hitelei	972	F.2. Betétek	5923
E.1.2. Nem pénzügyi vállalati hitel	3597	F.2.1. Háztartások betétei	3672
E.1.3. Pénzügyi vállalati hitelek	416	F.2.2. Nem pénzügyi vállalati betétek	1862
E.1.4. Önkormányzati hitelek	74	F.2.3. Pénzügyi vállalati betétek	229
E.1.5. Nettó költségvetési hitel	2283	F.2.4. Önkormányzati betétek	161
E.2. Nettó külföldi eszközök	798	F.3. Visszavásárlási megállapodások	34
E.3. Egyéb eszközök	-897	F.4. Egyéb monetáris intézmények által kibocsátott értékpapír	147
		F.5 A bankrendszeren kívüli MNB-kötvény	109
		Széles értelemben vett pénz (M3 = F.1. + F.2. + F.3. + F.4.)	7133

5. ábra A monetáris aggregátumok éves reálnövekedési üteme*



*Az M2 nem szerepel külön, mert a viszonylag kis állománnyal bíró pénzügyi értékpapír, és visszavásárlási megállapodás miatt az M2 növekedési üteme lényegében megegyezik az M3 növekedési ütemével.

miatt megváltozó kereslet egy tekintélyes része az infláció helyett a külső keresleten keresztül a folyó fizetési mérleg és az árfolyam alakulását befolyásolja. Az árfolyamsáv kiszélesítésével és az **inflációs célkövetés** rendszerével az árfolyam bár nem közbülső cél, de szerepe a monetáris politikában hangsúlyos maradt. A gazdasági szektorok finanszírozási képessége nemcsak a folyó fizetési mérlegen keresztül bekövetkező árfolyamhatás miatt lehet érdekes a jegybank számára. Az árfolyam alakulásának szempontjából ugyanis az is kiemelt fontossággal bír, hogy a szektorok megtakarítási és hitel-felvételi döntései milyen mértékű devizabehatással járnak.

A HOZAMGÖRBE A JEGYBANKOK GYAKORLATÁBAN

A **hozamgörbe** az azonos nemfizetési-kockázatú befektetésekhez tartozó kamatlábakat adja meg a befektetés futamidejének függvényében. A hozamgörbe számítása és elemzése jelenti a kamatok, az infláció és a monetáris politika jövőbeli alakulására vonatkozó várakozások fő elemzési eszközét mind a piaci szereplők (befektetők), mind a jegybank számára.

Magyarország esetében a piaci szereplők és a jegybank rendszerint a kockázatmentes, állampapír-piaci hozamokból nyert hozamgörbe

szerkezetét vizsgálják. Ennek oka, hogy nagy gyakoriságú, könnyen és pontosan megfigyelhető árinformációkat leginkább ez a piac tud szolgáltatni. Bár ez a gyakorlat sok országra jellemző, nem kizárólagos. A piaci szerkezettől függően egyéb befektetési formák, elsősorban bankközi piaci kamatok, swapok vagy jelzálogkötvény-hozamok is képezhetik a hozamgörbe-számítás alapját. Mindez azzal magyarázható, hogy az állampapírhozamok adózási vagy szabályozási sajátosságok miatt jelentősen torzulhatnak, és az ártorzító hatás nem korrigálható, továbbá a fenti piacok fejlettsége meghaladhatja a vonatkozó állampapírcacókat.

A **hozamgörbe** számítására nem létezik egyetlen kizárólagos, kitüntetett módszer. A szükséges számítások többféleképpen is elvégezhetők, a választott eljárást az alkalmazás célja alapján kell megválasztani. Az egyes módszerek pontossága, stabilitása és megbízhatósága között többnyire átváltás (trade-off) van, de jelentős különbség figyelhető meg a szükséges technikai apparátus, a bonyolultság tekintetében is. A különböző módszerekkel számított hozamgörbék többnyire egyértelműen megfeleltethetők egymásnak, ugyanakkor más és más nézetet adnak a kamatszerkezetről, illetve eltérő felhasználási területük van. A diszkontgörbéknek leginkább a kötvények (követelések) árazásában van jelentőségük, míg a **határidős hozam** (forward)-görbék a kamatvárákozások, illetve a jövőbeli lehetséges kamatpálya számszerűsítésére használhatók.

A *lejáratig számított hozamokat* összevető ún. IRR (Internal Rate of Return, **belső megtérülési ráta**) hozamgörbe könnyen számítható (csupán az egyes kötvények belső megtérülési rátáira van szükség), ám számos elméleti és gyakorlati hátránya miatt elemzési célokra, közgazdasági felhasználásra kevésbé alkalmas. A legfontosabb hátrányai között említhető, hogy

nem folytonos (nem értelmezhető tetszőleges futamidőre), továbbá, hogy a belső megtérülési ráta – definíciója, számítási módja miatt – nem teszi lehetővé a **határidős hozamok** számítását, így a várakozások nyomon követését sem. Egy másik – leginkább elterjedt – típusú hozamgörbe-számítási módszer a **zérókupon-hozamgörbét** adja eredményül. Ez a típusú hozamgörbe a közgazdasági elemzési szempontoknak jobban megfelel, s a közgazdasági szakirodalomban is kitüntetett szerepet játszik. Lényege, hogy a kamatszelvényes (több kifizetést is teljesítő) kötvényeket elemi (csak a futamidő végén fizető) kötvényekre bontja, és az ezekhez tartozó diszkontlábat határozza meg. Az így nyert zérókupon diszkont, illetve hozamgörbe folytonossá tehető (tetszőleges lejáratra értelmezhető), és ami igen hasznos tulajdonsága, alkalmas a határidős kamatok (kamatvárákozások) becslésére, előrejelzésére. A szélesebb körű felhasználhatóság annak tudható be, hogy a **lejáratig számított hozamokkal** ellentétben e módszerek jóval kifinomultabb (egyúttal bonyolultabb, fokozottabb odafigyelést igénylő) becslési eljárásokra épülnek, módszertani szempontból közgazdaságilag jobban megalapozottak. (6. ábra)

A Magyar Nemzeti Bank a Lars Svensson svéd közgazdász által javasolt hozamgörbe-becslési módszert alkalmazza, amely az egyik legelterjedtebb hasonló intézmények (jegybankok, közgazdasági intézetek, befektetési bankok) körében. A jegybank ugyanakkor nyomon követi és teszteli a szakirodalomban előforduló és monetáris politikai célú felhasználásra alkalmas egyéb hozamgörbe-becslési eljárásokat. A **Svensson-eljárással** becsült zérókupon hozamgörbe kellőképpen robusztus függvényformája által biztosítottan sima lefutású, és paraméterei kiválóan interpretálhatók. Ennélfogva alkalmas a kamat- és **inflációs várákozások** elemzésére, az azokban bekövetkező változások nyomon követésére, vagyis mindarra, amire a jegybanknak a gazdaság általános értékelése, a monetá-

ris politika hatásosságának és **hitelességének** mérlegelése érdekében szüksége van.

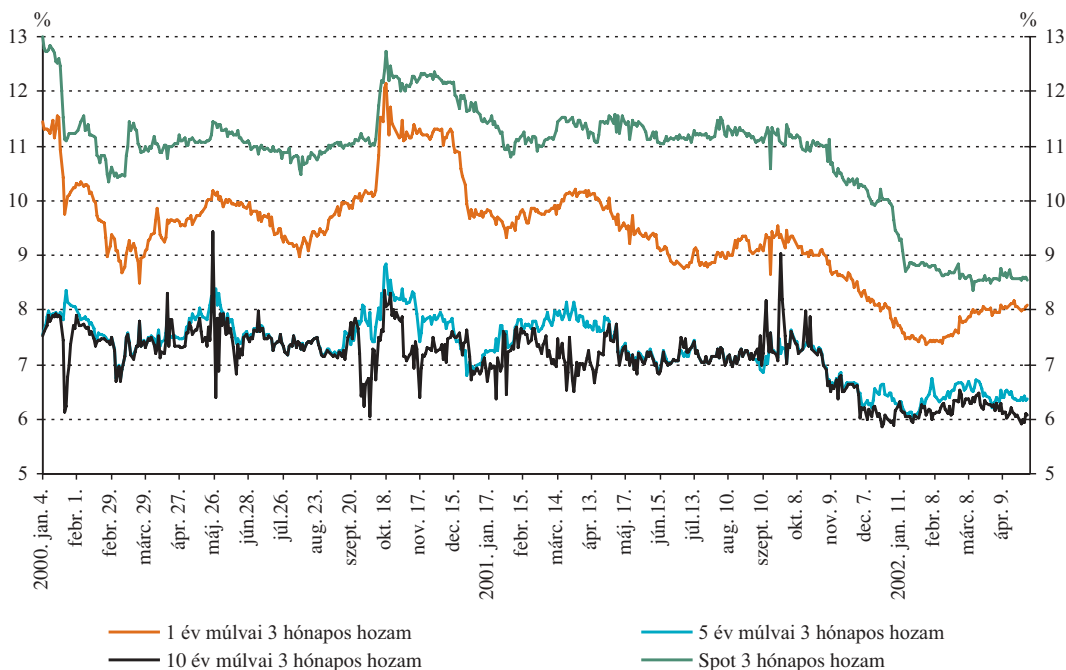
A hozamgörbe értelmezéséhez és a származtatható információk körének meghatározásához alapvető segítséget nyújtanak a *hozamgörbe-elméletek*. Az elméletek ideáltipikus és sarkos következtetései a gyakorlatba ritkán ültethetők át közvetlenül, ugyanakkor megfelelő gondolkodási keretet kínálnak. Alapfeltételezéseik és a valós gazdasági folyamatok közötti eltérés okozta torzításokat gyakran lehet becsülni és korrigálni.

Hozamgörbe-elméletek

A hozamgörbe alakjának (meredekségének) értelmezése alapvetően az elfogadott közgazdasági elmélettől függ. Az

elméletek tesztelése során kiderül, hogy még a legszélesebb körben elfogadott sem állja meg minden piacon és minden időszakban a helyét. Az alábbiakban röviden ismertetjük a három leggyakrabban alkalmazott hozamgörbe-elméletet. A *várakozási hipotézis* szerint a jelenbeli, különböző lejáratú hozamok úgy alakulnak, hogy a **határidős hozamok** a jövőbeni kamatokra vonatkozó várakozásokat fejezik ki. Technikai értelemben ez azt jelenti, hogy az azonnali hozamokból az arbitrázsmentességi kritériumok alapján számított, **származtatott határidős** (implicit forward) **hozamok** és a jövőbeni kamatokra vonatkozó várakozások egybeesnek. A hipotézis ugyanakkor nem szól a várakozásformáló fakto-

6. ábra Zérókupon-hozamok historikus alakulása



rokról, a várakozások racionalitásáról vagy adaptivitásáról. A kamatvárakozások további értelmezése az alkalmazott makrogazdasági keret és nem utolsósorban a fennálló gazdaságpolitikai rezsim (árfolyamrendszer, monetáris politika) függvénye. A nominális hozamokat a gazdasági aktivitás és az **infláció** indikátoraként (előrejelzőjeként) egyaránt szokták értelmezni. Egy inflációs-célkövető monetáris politika esetében a hangsúlyt az értelmezés során az inflációra kell helyezni, míg egy teljes foglalkoztatást és kibocsátási rést (output gap) is célzó monetáris politikai rezsimben a kamatok a gazdasági növekedés kilátásairól szolgáltathatnak információt. A magyarországi helyzet (ti. a negatív lejtésű hozamgörbe) nem feltétlenül jelenti azt, hogy a gazdaság szereplői recesszióval számolnak. A jelenség mögött az áll, hogy a meghirdetett **dezinflációs** politika hiteles, annak kamatcsökkentő hatása erősebb, mint a gazdasági növekedés hozamgörbére gyakorolt hatása.

A *likviditási preferencia* elmélete szerint a befektetők rövid távra hajlandók alacsonyabb hozamokkal is beérni, mert a rövidebb futamidejű értékpapírokat kevésbé kockázatosnak tartják. A rövidebb futamidejű befektetések két szempontból is előnyösebbek lehetnek: egyrészt nagyobb likviditást kínálnak, másrészt áruk kevésbé érzékeny a kamatingadozásokra. Ezen elmélet szerint ez a két hatás túlkompenzálja azt a hátrányt, hogy a rövidebb futamidejű papírok vásárlásával, a

befektetések gyakoribb görgetésével válni kell a megújítási kockázatot: bizonytalanságot vállalunk fel a jövőben eszközölt befektetések hozamával kapcsolatosan. A befektetők tehát csak akkor fektetnek be hosszabb távra, ha ezáltal magasabb hozamot tudnak elérni, ezért az elmélet pozitív meredekségű (emelkedő) hozamgörbét valószínűsít.

A harmadik elmélet *piac-szegmentációs elmélet* néven ismert, s azt feltételezi, hogy a különböző lejáratoknak megvan a maguk elkülönült piaca, s az egyes lejáratokhoz tartozó hozamok egymástól függetlenül létrejövő egyensúlyok eredményeképpen alakulnak ki. A megközelítést a lejáratok irracionális elszigetelt kezelése miatt erő bírálatra válaszsképpen született az alábbi elmélet. Ha elfogadjuk azt a valószínű feltételezést, hogy az egyes befektetők – kellő ellentételezés, hozamprémium ellenében – hajlandók az egyébként általuk előnyben részesített befektetési időtávtól eltérni, akkor a *preferált lejáratok elméletéhez* jutunk. Ekkor az egyes lejáratokhoz tartozó hozamok aszerint alakulnak ki, hogy a befektetők milyen lejáratokat preferálnak leginkább, s attól milyen prémium ellenében hajlandók meghatározott irányban eltérni.

Jól működő pénz- és hitelpiacokon, megfelelően kialakított monetáris politikai **eszköztár** segítségével, a monetáris politikának jelentős befolyása van a hozamgörbe rövidebb (általában egy év alatti) lejárataira mind aktív, mind passzív oldali szabályozás esetén.⁴⁴ A hosszabb lejáratok ho-

⁴⁴ Aktív oldali szabályozásról beszélünk, ha a bankrendszert globális likviditáshiány jellemzi. A fizetési forgalom lebonyolításához és (ahol létezik) a tartalékolási kötelezettségeknek való megfeleléshez jegybanki hitelre van szüksége. Ekkor a jegybank a hiteloldali eszközeivel hat a likviditásra és a rövid hozamokra. Passzív oldali szabályozás esetén a bankrendszernek globálisan jegybankpénztöbblete van, a jegybank a betételfogadási konstrukcióin keresztül vonja ki a többletlikviditást, melynek során egyúttal a rövid hozamokat is meghatározza.

zamai azonban erősebben függenek a jövőbeli kamatokra vonatkozó várakozásoktól. A fejlett pénzügyi piacokkal rendelkező országokban a jegybank, bár képes befolyásolni a hozamgörbét, nem tarthatja teljes mértékben felügyelete alatt: a hosszabb lejáratokon a jegybank nem képes tartósan a piaci várakozásoktól eltérő kamatlábat fenntartani. A hosszabb lejáratok befolyásolása már nem közvetlenül az **eszköztáron** keresztül megvalósított kontrollon, hanem a monetáris politika (jövőbeni) vitelére vonatkozó jelzéseken keresztül valósul meg. „Jelzések” alatt jellemzően az **irányadó kamat** változtatását értjük, de jelzésértékű lehet a monetáris politikai eszköztár bármely elemének a használata is. Így az **inflációs célkövetést** alkalmazó MNB esetében a **devizapiaci intervenció, verbális intervenció** vagy bármilyen, a gazdaság állapotáról szóló jegybanki közlemény, kommentár. A jelzések a monetáris politika irányultságáról szolgáltatnak információt a gazdaság szereplői számára, akik ez alapján alakítják ki várakozásaikat a jövőbeni inflációra, nominális és **reálkamatokra** vonatkozóan. A hosszabb lejáratú kamatok alakulása tehát sokkal inkább a gazdasági szereplők várakozásainak, semmint a jegybank irányadó (rövid futamidejű) kamatának függvénye.

Kis nyitott gazdaságban, a pénz- és tőkepiacok teljes mértékű liberalizációja mellett az állampapírpiacon (illetve egyéb hozamalakulást meghatározó piacokon) jelentős szerepet játszanak a külföldi befektetők. A belföldi és a külföldi befektetők eltérő gazdasági változók alapján alakíthatják ki hozamelvárásaikat és ennek megfelelően a hozamgörbe alakját.

A *belföldi befektetők* kamatelvárásaiban, a nominális kamatszintben egy inflációt kompenzá-

ló tényező, valamint a fogyasztás elhalasztásának ára, a reálkamat tükröződik.⁴⁵ Ezzel szemben *külföldi befektetők* esetében a hozamelvárások a saját devizájuknak megfelelő hozamokhoz képest határozódnak meg: a külföldi (nominális) hozamokhoz az árfolyam-bizonytalansággért és az eltérő hitelkockázatért járó **prémiumon** túl árfolyam-felértékelődési vagy -leértékelődési várakozásokból fakadó hozameltérések (diszkontok vagy prémiumok) is hozzáadódhatnak. Az előbbiek miatt a hozamgörbe értelmezésénél figyelemmel kell lennünk a hozamok alakítását domináló befektetői csoportokra, szegmensekre.

Mint jeleztük, a monetáris politika a hozamgörbe rövid végén aktív. Ennek következtében a rövidebb lejáratokon a piac várakozásaiban a várható monetáris politikai lépések is jelentős szerepet játszanak. A **transzmissziós késleltetési** perióduson belül a kamatlépések és az aktuálisan érzékelt inflációhoz tartozó nominális kamatelvárások eltérhetnek egymástól. A piaci szereplők által alakított hozamgörbe a rövid tartományban így nagymértékben tükrözi a jegybanki kamatok jövőbeni pályájára vonatkozó várakozásokat. (7. ábra)

A hozamgörbe hosszú vége ezzel szemben a monetáris politika által már nem befolyásolható közvetlenül. A hosszabb lejáratú hozamok alakulásából a gazdasági állapotváltozókra vonatkozó várakozások olvashatók ki, a fenti piacszerkezetre (külföldi-belföldi szereplők dominanciája) vonatkozó feltevések figyelembevételével. Ez segít megítélni az esetleges monetáris politikai lépések várható reálgazdasági hatásait (tekintettel arra, hogy az előre nem várt árváltozásoknak nagyobb reálgazdasági hatása van).

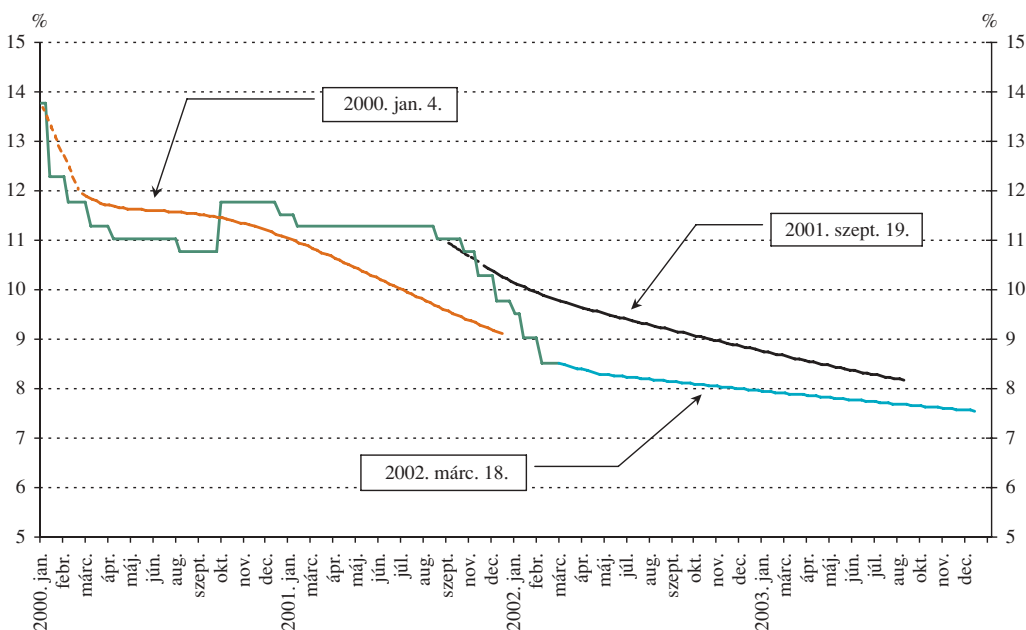
⁴⁵ A likviditáspreferencia-elméletnek megfelelően az elvárt kamat kiegészülhet egy a lejáratú és a likviditási prémiumot jelképező tényezővel. A lejáratú prémium azt jelenti, hogy a hosszabb távú befektetéseknek nagyobb az árfolyamkockázata (a kötvények áringadozása jelentősebb, mint a rövidebb lejáratúaké). A likviditási prémium pedig a hosszabb távra történő lekötés fejében kompenzálja a befektetőt (általában ugyanis az jellemző, hogy a gazdasági szereplők hosszabb távra kívánnak hitelt fölvenni, mint mások betétet elhelyezni, így a hosszú futamidőre lekötött pénzből relatív hiány alakul ki). Ugyanakkor egy tágan értelmezett reálkamat, amely magába foglalja a fenti prémiumokat, jelentősen megkönnyíti a modellezést.

A hosszabb (5–15 éves) lejáratok nominális hozamszintje és az inflációs várakozások összekapcsolása az adott piaci szegmensben meghatározó szereplőktől függetlenül indokolt lehet. A belföldi szereplők esetében ez modellszerűen igaz, de empirikusan is alátámasztható. Magyarország esetében a két tényező (inflációs és reálkamatláb-várakozás) közül a kilencvenes években a várt infláció ingadozása lényegesen nagyobb volt, mint az elvárt reálkamaté. A várt reálkamatláb és a likviditási prémium viszonylagos stabilitása miatt a hosszú hozamok változása általában az inflációs várakozások változásaként volt értelmezhető. A jövőben feltehetőleg a várt infláció stabilitása is növekszik. Ez gyengíti ugyan az inflációs várakozásokban bekövetkezett változások számszerűsítését, mindazonáltal ésszerű az inflációs veszély vagy bizonytalanság növekedését és az elvárt reálkamat alakulását szorosan együttmozognak feltételezni, így az inflá-

ciós várakozásokban bekövetkező változások iránya nagy biztonsággal azonosítható marad.

A hosszú hozamok alakításában még az egyébként a nominális hozamokban (hozamkülönbségben) érdekelt külföldi befektetők inflációs várakozásai is szerepet játszanak. Magyarországon a 2001. májusi árfolyamsáv-szélesítés és az azzal párhuzamosan bevezetett új monetárispolitikai rezsim, valamint a belátható horizonton belül várható GMU-csatlakozás feltételezhetően változásokat okozott a befektetési stratégiákban is. A nominális árfolyam hosszabb távon történő erősödésére, illetve gyengülésére vonatkozó várakozások kiegyenlítettebbek, mint a csúszó leértékeléses árfolyamkeretben, így az árfolyam-várakozásokon keresztül a hozamok csökkenésére irányuló nyomás is kisebb. Másrészt a hosszú hozamokra és az inflációra vonatkozó konvergenciakritériumok egy olyan mechanizmust te-

7. ábra Az MNB irányadó kamata és a hozamgörbéből származtatható jövőbeni pályája



remtenek, amiben a konvergencia esélyeit (realitását) latolgató külföldi befektetők által kialakított (befolyásolt) hozamok is inflációs várakozásokat tükröznek.

Ugyanakkor egy dinamikusabb (ún. komparatív statikai) nézetben a hozamgörbe *elmozdulásai* is jelentős visszacsatolásokat biztosítanak a jegybanki kamatlépések és egyéb monetáris politikai jelzések környezetében. A tökéletesen hiteles és transzparens jegybank esetében a monetáris politika minden lépése megfelel a várakozásoknak, így azok nem változtatják meg a hozamgörbét. (Igaz ugyanakkor, hogy új

információk és külső **sokkok** léte nehezíthetik a jegybanki lépések várt – előre látott – jellegének tesztelését.) Ha a jegybanki (kamat)lépés hatására jelentősen módosul a hozamgörbe rövid vége (a rövid lejáratok), akkor többnyire az feltételezhető, hogy a monetáris politika transzparenciája nem tökéletes, hiszen a monetáris politikai jelzés többletinformációt szolgáltat a piacnak. Mindazonáltal a hiteles jegybankok esetében ez nem vezethet a hozamgörbe hosszú végének megváltozásához, emelkedéséhez. Sikeres és hiteles monetáris politikához jellemzően stabil (kevésbé változékony) és alacsony hosszú kamatok tartoznak.

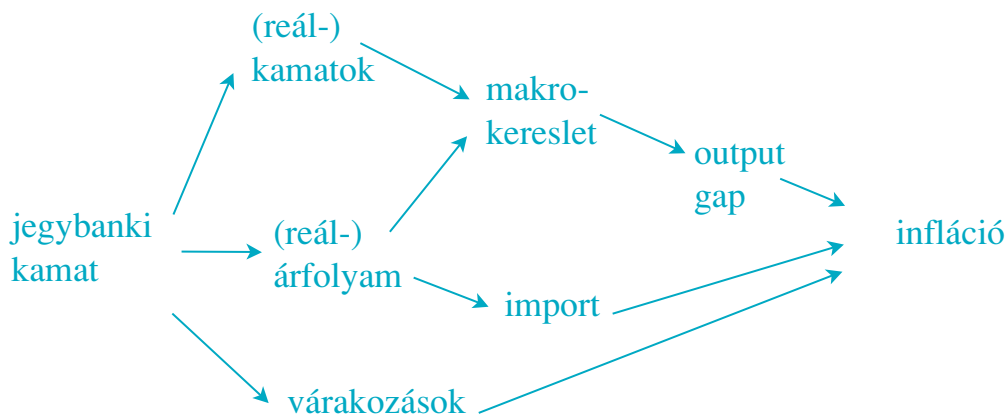
A MONETÁRIS TRANZMISSZIÓ

A MONETÁRIS TRANZMISSZIÓ CSATORNÁI

A monetáris politikai **eszköztár** működtetésének egyik kulcskérdése a **monetáris tranzmisszió**. A monetáris tranzmisszió fogalma azt a mechanizmust jelöli, amely során a monetáris politika által meghozott mennyiségi és kamatdöntések különböző áttéteken keresztül befolyásolják a gazdaságban a makrokeresletet és az inflációt. (8. ábra)

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

8. ábra A monetáris tranzmisszió hatásmechanizmusa



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

keresztül az infláció okozta hatékonyságvesztesség mérséklésével képes pozitívan befolyásolni.

A monetáris tranzmisszió három alapvető csatornáját különböztethetjük meg:

- az árfolyamcsatornát,
- a kamatcsatornát
- és a várakozásokon keresztüli közvetlen csatornát.

Az árfolyamcsatorna

A nominális árfolyam változásának az inflációra gyakorolt *közvetlen hatása* a külkereskedelmi forgalomba kerülő (**tradable**) termékek árváltozásán keresztül érvényesül. A belföldi valuta erősödése esetén olcsóbb lesz az import, ami a piaci versenyen keresztül mérsékli az importhelyettesítő termékek árait is. Az árfolyamváltozás **begyűrűző hatása** (pass-through) annál gyorsabb és teljesebb körű, minél kisebbek a meglévő készletek és minél erősebb a piaci verseny.

A közvetlen árfolyamhatás erősségét tehát gyengítheti a korlátozott árverseny. Ennek egyik tipikus megjelenési formája a piacra történő árazás (pricing to market) gyakorlata, amikor a különböző piacokon az azonos termékért fizetett ár nem a tényleges költségeket, hanem elsősorban az adott piacon megjelenő fizetőképes keresletet tükrözi. Ilyen esetben az árfolyam-elmozdulás miatt bekövetkező költségváltozás elsősorban a vállalati profitban és nem az árban jelentkezik.

Szintén korlátja lehet az árfolyam közvetlen inflációt befolyásoló képességének, ha a külkereskedelmi forgalomba kerülő termékek fogyasztói árában (**tradable** árak) magas az árfolyamtól független komponens. Ilyen komponens lehet a kereskedelmi árrés, de egyes termékeknél (pl. üzemanyag) a gazdaságpolitika különböző termékadók vagy támogatások felhasználásával tudatosan is eltérítheti a fogyasztói árat a tényleges költségektől.

Mikrogazdasági szinten az árak túl gyakori változtatása jelentős költséggel jár. Éppen ezért az árfolyam nagyobb volatilitása (azaz ha az árfolyam változása jelentős és időben nem kiszámítható) szintén csökkenti az egységnyi felértékelődés inflációt csökkentő hatását.

Az árfolyamcsatorna *közvetett hatást* is gyakorol a makrokeresletre, mégpedig az exportáló

vállalatok versenyképességén, bérköltségén keresztül. Az árfolyam felértékelődése ugyanis csökkentheti az export- és importhelyettesítő szektor forintban kifejezett árbevételét, vagy növeli a termelők külföldi valutában kifejezett bérköltségét. A vállalati szektor profitjának csökkenése közvetlenül (a vállalati beruházások visszafogásával) és közvetetten (a béreken keresztül a fogyasztói kereslet visszafogásával) is mérsékli a keresletet, és így módon alacsonyabb kereslet oldali inflációhoz vezet. Ennek megfelelően a versenyképesség mérésére használhatunk alapul (a fogyasztói vagy a termelői árindex alapú **reálárfolyam**), illetve költségalapú (fajlagos bérköltségindex) mutatókat is.

A kamatcsatorna

A lakosság és a vállalatok számára releváns kamatok számos hatásmechanizmuson keresztül befolyásolják a gazdaságban a beruházási és a fogyasztási javak iránti **aggregált keresletet** és ezen keresztül az inflációt. A kamatok tehát többféle hatás eredőjeként befolyásolják a gazdasági szereplők döntéseit:

Az állampapír-piaci és betéti kamatok emelkedése – mivel a jelenbeli fogyasztás jövőbelihez viszonyított relatív árát megemeli – megtakarításra ösztönöz a jelenben a későbbi magasabb fogyasztás érdekében, vagyis a jelenbeli fogyasztás jövőbelivel való helyettesítését indukálja (*helyettesítési hatás*).

A *jövedelmi hatás* ezzel ellentétes: a kamatemelkedés a megtakarítással rendelkező gazdasági szereplők számára a jövőben nagyobb kamatjövedelmet és ezáltal magasabb fogyasztási pályát jelent, amelynek kisimítása érdekében a jelenbeli fogyasztást is növeli. (Természetesen a kamatemelkedés az adósok kamatterheit növeli: a lakosság esetében mérsékli a fogyasztási hitelekkel megvalósuló tartós fogyasztási cikkek vásárlását és a lakásépítések volumenét, a vállalatok esetében pedig a rövid

lejáratú forgóeszköz-hitelek drágulásának következtében közvetlenül a vállalati expanziót fékezi.)

A vagyonghatás az életpálya alatti összjövedelem (vagyon) **jelenértékének** megváltoztatása nyomán kialakuló hatást jelenti. A **reálkamat** növekedése a vagyon értékének csökkentésén keresztül a jelenbeli fogyasztás csökkenését implikálja.

A beruházási hitelkamatok emelkedése csökkenti a tervezett projektek **nettó jelenértékét**, és mérsékeltebb állóeszköz-felhalmozáshoz vezet (**diszkont tényező hatás**).

Előfordul, hogy a hitelkínálat a szűk csatorna, mert a lakosság vagy a kisvállalatok hitelfelvételének elbírálását az információs aszimmetria vagy a magas költségek akadályozzák (hiteladagolás). Ezt a hatást veszi figyelembe az ún. hitelcsatorna-elmélet, amely azt hangsúlyozza, hogy a hitelkínálat nem végtelen, így nem csak a hitelkereslet határozza meg a hitel mennyiségét. A piac ekkor nincs egyensúlyban, hanem túlkereslet jellemzi. A hitelezési gyakorlat ilyen súrlódása gyengíti a kamattranzmissziót.

Magyarországon nyugat-európai mércével alacsony a háztartások hitelállománya, és kevésbé kamatérzékeny, így a helyettesítési hatás nagyon korlátozott. A jövedelmi hatás viszont egyre jelentősebbé válik a pénzügyi szektor jelentős jövőbeni fejlődése következtében.

A két csatorna relatív jelentősége

Az árfolyam- és a kamatcsatorna felsorolt hatásai igen különbözőek lehetnek a gazdaság szerkezete, nyitottsága, valamint a pénzügyi megtakarítások struktúrája és súlya szerint. A **reálárfolyam** és **reálkamat** által együttesen

meghatározott **monetáris kondíciókon** belül Magyarországon egyértelműen az árfolyam súlya a meghatározó.

Az árfolyamnak egyrészt az exportáló vállalatok versenyképességén keresztül költséghatása, a tradable termékek árváltozásán keresztül pedig keresleti hatása van, ezért minél nyitottabb egy gazdaság, annál erősebb az árfolyam közvetlen és közvetett hatása az inflációra. Magyarországon a lakossági fogyasztás 25-30 százaléka közvetlenül importált termék, de ezen túlmenően is jelentős a külkereskedelmi forgalomba kerülő termékek súlya.⁴⁶ Nemzetközi összehasonlításban az import szektor aránya a termelésben kiugróan magas (az import a GDP több mint 60%-a).

Az árfolyam monetáris kondíciók belüli súlyát tovább növeli, hogy Magyarországon a reálkamat hatásosságát korlátozza a gazdaság relatíve *alacsony monetizáltsága*. A lakosság összes pénzügyi megtakarítása a GDP 50%-a, hiteltartozásai pedig mindössze a nemzeti jövedelem 6%-a. A legtöbb fejlett országban a tranzmisszió szempontjából meghatározó jelentőségű klasszikus jelzáloghitelezés pedig csak a közelmúltban indult meg Magyarországon. A kamatpolitika megtakarításokra gyakorolt hatását mérsékli, hogy a pénzügyi megtakarításokon belül jelentős és növekvő a súly azon strukturális megtakarítási formáknak (nyugdíj- és életbiztosítási díjak, lakástakarék-pénztári befizetések), amelyek alakulását rövid távon nem befolyásolja a forinthatározamok alakulása. Mindemellett továbbra is jelentős a lakossági devizabetét állománya. Bár a vállalatok hitelállománya magasabb (a GDP közel 40%-a), mint a háztartásoké, ezeknek egy jelentős része devizában denominált (a devizahitel a teljes hitelállomány 60%-a), amelyre nem hat közvetlenül a belföldi hozamok változása.

⁴⁶ Általában minél fejlettebb egy ország, annál magasabb a klasszikusan non-tradable-nek tekinthető szolgáltatások fogyasztásának az aránya. Magyarországon a szolgáltatások aránya a fogyasztói árindexben 30%, míg az EU-ban közel 40%.

Mindezen strukturális adottságok, bár **hosszú távon** változhatnak – és változnak is, ahogy a gazdaság és a pénzügyi közvetítőrendszer fejlettsége közelít a legfejlettebb országokéhoz –, azzal a következménnyel járnak, hogy a monetáris politika hatásmechanizmusában a hangsúlyt az árfolyamcsatornára kell helyezni, mivel a monetáris kondíciók alakításában a reálkamat csak korlátozott szerepet képes betölteni.

A várakozások szerepe

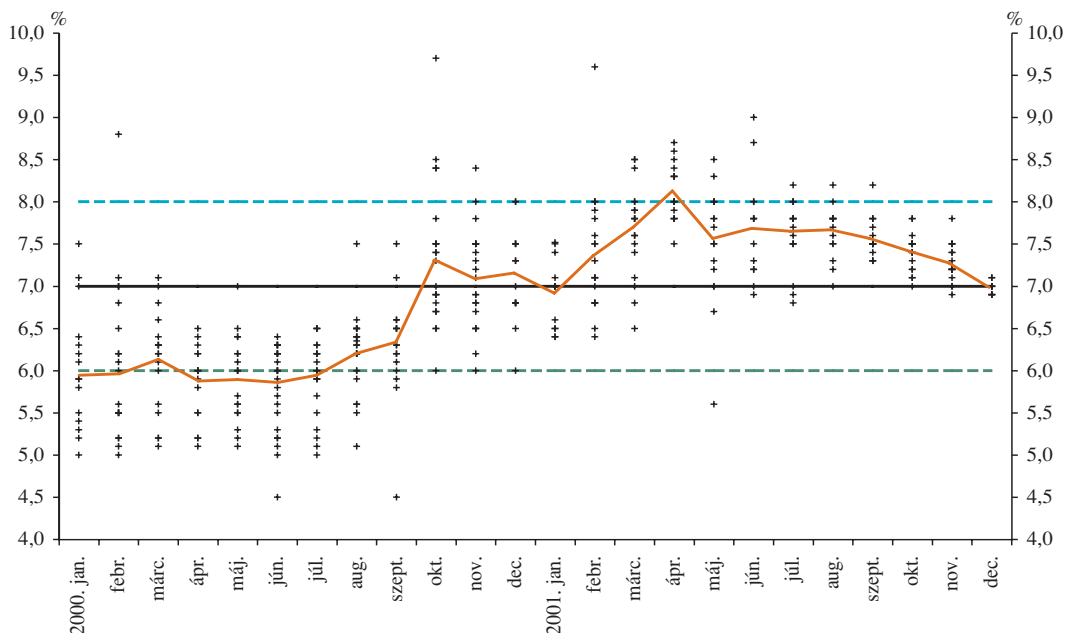
A transzmissziós mechanizmus érvényesülésében az említett közvetlen hatásokon túl rendkívül fontos és világszerte nagy szerepe van a *várakozásoknak és a gazdaságpolitika hitelességének*. Hiteles jegybank az **inflációs várakozások** alakításával közvetlenül képes hatni a gazdaságban kialakuló inflációra. Mindez két fontos előnnyel jár. Egyrészt az árfolyam- és kamatcsatornánál jelentkező késleltetéshez ké-

pest sokkal gyorsabb a várakozások befolyásolásán keresztül megvalósított **dezinfláció**, másrészt az infláció csökkentésének rövid távú reálgazdasági költsége jelentősen csökkenthető, hiszen nincs szükség a belföldi kereslet és a növekedés visszafogására. (9. ábra)

A várakozások közvetlen csatornája különösen az **inflációs célkövetés** rendszerében képes kifejteni hatását. A monetáris politika által meghirdetett cél, amennyiben hiteles, nominális horgonná válik, és hatékonyan képes befolyásolni a gazdasági szereplők árazási magatartását. Ez utóbbi elsősorban a vállalati árképzést és a munkavállalói és munkáltatói bértárgyalásokat jelenti.

A gazdasági szereplők megtakarítási és hitel-döntéseinél az általuk várt reálkamat, illetve reálárfolyam számít. Ha a gazdaságpolitika **hitelessége** alacsony, a piaci résztvevők vára-

9. ábra A piaci elemzők inflációs várakozásai



kozásaiban szereplő infláció lényegesen magasabb lehet, mint a jegybank által meghirdetett. Ekkor az inflációs céllal konzisztens nominális kamat piaci szereplők által vélt reálkamat-tartalma szükségszerűen alacsonyabb (a reál-árfolyam pedig leértékeltebb) lesz annál a mértéknél, amely a gazdaságpolitika által szándékolt megtakarítási és hitelfelvételi magatartáshoz tartozna.

A TRANZMISSZIÓ HATÉKONYSÁGA

Transzmissziós késleltetések

A **monetáris transzmisszió** hatékonyságának megítélésekor megkerülhetetlen a transzmissziós késleltetések kérdése. A jegybanki kamatlépeéseket a pénzpiaci és állampapír-piaci hozamok általában azonnal vagy kis késéssel követik, a vállalati és lakossági hitel, illetve betéti kamatok esetében azonban már több hónapot is igénybe vehet az alkalmazkodás. A megváltozott kamatpolitika – számos ország empirikus vizsgálata alapján – csak 1,5-2 év alatt fejti ki teljes hatását az inflációra és a növekedésre. A transzmissziós mechanizmus hasonlóan időigényes lehet az árfolyamcsatornán keresztül is. Bár a külkereskedelmi forgalomba kerülő termékek esetében – készletek, piaci verseny és egyéb tényezők függvényében – néhány hónap alatt átmehet az árfolyam-változás hatása, a szolgáltatások árának esetében több évig is eltarthat a teljes alkalmazkodás.

Éppen ezért a monetáris politikának működése során amennyire csak lehet előretekintőnek kell lennie. Már akkor meg kell tennie a megfelelő lépéseket, amikor a kedvezőtlen inflációs folyamat még valójában ki sem bontakozott, csupán az azt előrevetítő jelek érzékelhetők. Ebben nagy segítséget nyújtanak az előző fejezetben már tárgyalt **indikátorok** (leading indicators), amelyek változása általában megelőzi az inflációs folyamat és az azt meghatározó makrokeresleti feltételek megváltozását. Az előző feje-

zetben részletezett indikátorokon túl sajátos szerepük lehet az *egyidejű indikátoroknak* (coincident indicators), amelyek ugyan *nem előzik meg az előrejelezni kívánt folyamatot, de együtt mozognak vele, és a rájuk vonatkozó adat előbb áll rendelkezésre* (pl. áfa-bevételek vagy gépkocsi-eladási statisztikák a lakossági fogyasztás előrejelzői lehetnek).

A monetáris politika irányítói gyakran már olyankor rákényszerülnek kamat- vagy mennyiségi döntések meghozatalára, amikor még csak számottevő hibahatárok között jelezhetők előre a tényleges folyamatok. Egy – a monetáris kondícióban szándékolt – váltást ezért a központi bankok általában nem egyszerűen, hanem több, egymást követő kis lépésben hajtanak végre.

Jegybanki kommunikáció

A transzmisszió hatékonysága és az **inflációs várakozások** hatékony koordinációja alapvetően a jegybanki **hitelesség** függvénye. Ennek növelésében pedig nagy szerepe lehet a jegybanki döntéshozatal *transzparenciájának* és a hatékony *kommunikációjának*. A jegybank megjelentetett kiadványaiban és elemzéseiben egyrészt deklarálja célját és elkötelezettségét, bemutatja a makrogazdasági, pénz- és tőkepiaci folyamatokat, másrészt ismerteti azokat a monetáris politikai eszközöket, amelyekkel a folyamatokat a kívánt irányba befolyásolja. **Inflációs célkövetést** alkalmazó országokban a jegybank kivétel nélkül rendelkezik olyan kiadvánnyal is, amelyben rendszeresen közzéteszi az infláció alakulására vonatkozó számszerű prognózist és elemzését, amely lehetővé teszi az összevetést az inflációs cél és prognózis, valamint a megvalósult folyamatok között.

Az MNB rendszeres kiadványai közül kiemelkedik a negyedévente megjelenő *Jelentés az infláció alakulásáról*. A jelentés amellett, hogy képet nyújt az infláció addigi alakulásáról és az

azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról, alapvetően előretekintő jellegű. Részletelesen bemutatja a jegybank 18 hónapra előretekintő inflációs előrejelzését és a mögötte álló feltételezéseket, a prognózis mögött meghúzódó bizonytalanságok ismertetésével. Mivel a jelentés kulcsszerepet játszik a nominális pályával kapcsolatos várakozások formálásában, a jegybank előre meghirdeti a publikálási időpontokat.

A jegybankok saját preferenciáikról, reakciófüggvényükről és gyakran a gazdaság várható folyamatairól is a gazdasági szereplőknél pontosabb, belső információval rendelkeznek. Ezzel a piaci szereplők is tisztában vannak, ami elvi és gyakorlati lehetőséget nyújt a piaci hozamok és árfolyamok, valamint az erre vonatkozó várakozások jegybanki kommunikációval történő befolyásolására. **Verbális intervenciónak** nevezzük azt, amikor a jegybank a monetáris politika céljai érdekében saját helyzetértékelést tesz közzé.

Széles árfolyamsáv mellett verbális intervencióra elsősorban az árfolyam befolyásolása érdekében lehet szükség, ha az árfolyam alakulása nem konzisztens a jegybank által várt gazdasági folyamatokkal. A felértékeltebb árfolyam érdekében tett nyilatkozatokat a jegybank *inflációs céljának* elérése indokolja. Leértékeltebb árfolyam érdekében akkor lehet szükség beavatkozásra, ha a jegybank megítélése szerint a fennálló árfolyamszint az *inflációs cél alullövéséhez* vezetne. A célsáv alatti infláció ugyanis megkérdőjelezheti a monetáris rendszer hitelességét, valamint megnövelheti a **dezinfláció** reálgazdasági költségét.

A **hitelesség** miatt csak akkor érdemes alkalmazni a verbális intervenciót, ha elégtelen hatása esetén a jegybank kész kamatlépéssel vagy devizapiaci beavatkozással is támogatni azt. Ellenkező esetben a jegybank hitelessége csökkenhet, ami aláássa a későbbi verbális interven-

ciók hatásfokát is. Az intervenció leginkább akkor eredményes, ha arra viszonylag ritkán kerül sor, illetve amikor a piac várakozása az árfolyam további alakulásával kapcsolatban megosztott. Ekkor a piaci szereplők szemében hiteles jegybanki érvelés képes orientációt adni az árfolyam-várakozásoknak, és így jelentős hatással lehet az árfolyamra. Ha a jegybank úgy látja, hogy a piaci szereplők hiányos információk alapján cselekszenek, és emiatt a monetáris politika céljait nehezítő árfolyam- vagy kamatszint alakul ki, akkor erre még akkor is érdemes felhívni a figyelmet, ha önmagában a verbális intervenció várhatóan nem éri el a kívánt hatást.

KAMATTRANSZMISSZIÓ

A kamattranzmisszió mechanizmusa

A monetáris tranzmisszió során a jegybank pénzmennyiségre és kamatokra vonatkozó döntései több lépcsőn keresztül hatnak a gazdasági aktivitásra, a GDP összetevőire és végső soron az inflációra. A monetáris politika egy fejlett pénzügyi közvetítőrendszerrel bíró országban csak közvetve képes befolyásolni azokat az állampapír-, illetve banki betéti és hitelhozamokat, amelyek alakulása végső soron a gazdasági szereplők megtakarítási-hitelfelvételi döntéseit befolyásolják.

Mint olvashattuk, a jegybankok általában a 3–6 hónapos lejáratú bankközi, illetve állampapírhozamok alakítását tekintik közvetlen céljuknak. Ezek a pénzpiaci hozamok aztán több-kevesebb késleltetéssel tovagyrúznak a kereskedelmi bankok betéti és hitelkamatainak alakulásába. A monetáris tranzmisszió ezt a kiemelt szakaszt hívjuk **kamattranzmissziós mechanizmusnak**.

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

- a versenyhelyzet a pénzügyi közvetítőrendszerben,
- a banki termékek átlazódási ideje és
- a hitelkockázati **prémium** volatilitása.

Egy magas monopolizáltsági fokú, szegmentált pénzügyi közvetítőrendszer nem képes *hatékonyan* közvetíteni a jegybanki impulzusokat a végső megtakarítók és hitelfelvevők felé. A verseny kényszerítő ereje nélkül a monopolista könnyen „lenyelheti” a jegybanki kamatcsökkentést, növelve ezzel profitját. A fejlett országokban azonban nemcsak a bankok jelentenek egymás számára versenyt, hanem a bankrendszer elkerülő közvetlen pénzügyi befektetés és forrásbevonás is fokozott követő magatartást kényszerít rájuk termékeik árazásánál.

A jegybanki lépések tovagyrűzésének idejét (a transzmissziós késleltetést) alapvetően befolyásolja a banki eszközök és források átlagos lejárata, szerkezete. Minél rövidebb az eszközök és források átlazódási ideje (**duration**), minél nagyobb a változó kamatozású instrumentumok aránya és nagyobb a kamat-felülvizsgálati időpontok gyakorisága, általában annál gyorsabban jelentkezik a jegybanki kamatváltoztatás piaci hatása.

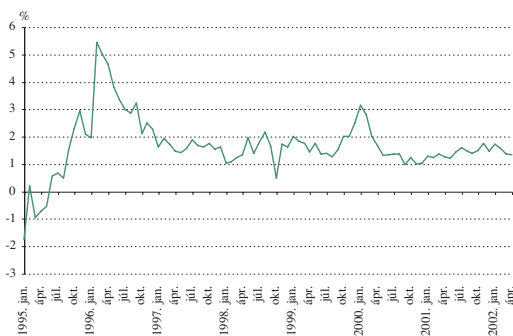
A hitel végső ára a banki forrásköltség (beleértve a közvetítés költségét és a profitot is) és a *hitelkockázati prémium* összegeként adódik. Ez utóbbi az adós kockázatától, hitel-visszafizető képességétől függ. Amennyiben a prémium az adósok nagy részénél gyakran és szélsőségesen változik, akkor a befolyásolni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

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

A kamattranszmisszió hatékonysága Magyarországon

A hitelkamatok – állampapírhozamhoz viszonyított – kockázati prémiuma 1997-ig jelentősen ingadozott. Az éven belüli vállalati hiteleknek a három hónapos **diszkontkincstár-jegyhez** képesti hozamkülönbsége 1995-ben a korábbi negatív értékről 5% fölé nőtt, majd 1997 elején 2% alá csökkent. Azóta viszonylag stabil, az 1 és 2 százalék közötti sávban ingadozik (amelyből csupán az 1998. őszi orosz válság és 1999–2000 fordulójának gyors hozamcsökkenése idején lépett ki, amikor az állampapírhozamok törésszerű változását a vállalati hitelkamatok csak késleltetve követték). (10. ábra)

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



A múltbeli magas és volatilis **infláció** természetes következménye Magyarországon, hogy mind a hitel, mind a betéti oldalon *nagy az éven belüli, illetve a változó kamatozású konstrukciók aránya*. Emiatt rövid a bankok eszköz és forrás oldalának átlazódási ideje, ami értelemszerűen csökkenti a transzmissziós mechanizmus késleltetéseit.

A transzmissziós mechanizmus hatékonysága kapcsán meg kell említeni még egy – a legtöbb fejlett gazdaságtól eltérő – sajátosságot, amely

a hazai bankszektor **likviditási helyzetében** tapasztalható. A szűk sávcsúszó árfolyamrendszer fennállása során (1995. március – 2001. május) jelentős sávszéli jegybanki **intervencióra** (devizavásárlásra) került sor. Ennek hatására a magyar bankrendszer még jelenleg, 2002-ben is *főlős likviditással rendelkezik*, amelyet a jegybank passzív oldali instrumentumai révén (betét, kötvény) von ki a bankrendszerből. (Lásd a **sterilizáció** eszközei alfejezetet.) Ennek következtében a *kereskedelmi bankok nettó hitelezői* a központi banknak, szemben a nemzetközileg általánosan mondható nettó hitelfelvevői pozícióval. Ez elvileg nem kell, hogy különbséget okozzon a transzmisszió hatékonyságában, hiszen a profitjuk növelésében érdekelt bankoknak ugyanúgy kell reagálniuk a jegybanki kamatlépésekre, amikor a jegybank a még szükséges likviditás árának alakításával finanszírozási költségeikre hat, mint amikor a főlős likviditás kihelezésének hozamával alternatív befektetési lehetőséget kínál számukra. Mégis az a tapasztalat, hogy a bankok mindennapi működésük során érzékenyebben reagálnak a finanszírozás tényleges költségeinek megváltozására, mint a potenciálistól elmaradó nyereségük alakulására.

Transzmisszió a hozamgörbe mentén

Általános gyakorlat napjaink központi bankjai esetében, hogy a jegybank csak a **hozamgörbe** egészen rövid, maximálisan egy hónapig terjedő végén avatkozik be saját kamatjegyzése révén. Ennek oka kettős: egyrészt itt a „legerősebb” a központi bank a piaci szereplőkkel szemben (tudniillik a rövidebb futamidő kisebb spekulációs nyereséget jelent a piaci szereplők számára a jegybanki kamatlépések „eltalálása”kor”, és így nem kell spekuláció okán kezelhetlen hitelkiáramlásra vagy betételhelyezésre számítani), másrészt így lehetséges, hogy a hozamgörbe 1 évnél hosszabb része már tisztán a piac szereplőinek inflációs várakozásait tükrözze, ami rendkívül fontos információs forrás bármely központi bank számára. (5. táblázat)

5. táblázat Az egyes központi bankok által alkalmazott irányadó kamat futamideje

Országok	Futamidő (nap)
GMU	14
Németország*	14
Franciaország*	7
Olaszország*	<30
Egyesült Királyság	14
USA	1
Japán	1
Kanada	1

*1999. január 1. előtt

Az MNB az elmúlt évek során részben hasonló megfontolásokból csökkentette **irányadó instrumentumának** futamidejét, amely 1999 márciusától – az Európai Központi Bankéhoz hasonlóan – kéthetes lett. Ezen a futamidőn jegyzett kamatával a jegybank kiegyensúlyozott piaci körülmények között hatékonyan képes befolyásolni a 3 hónapos bankközi és **másodlagos állampapír-piaci hozamokat**, amely Magyarországon a kamattranzmisszió szempontjából kiemelt jelentőségű futamidő.

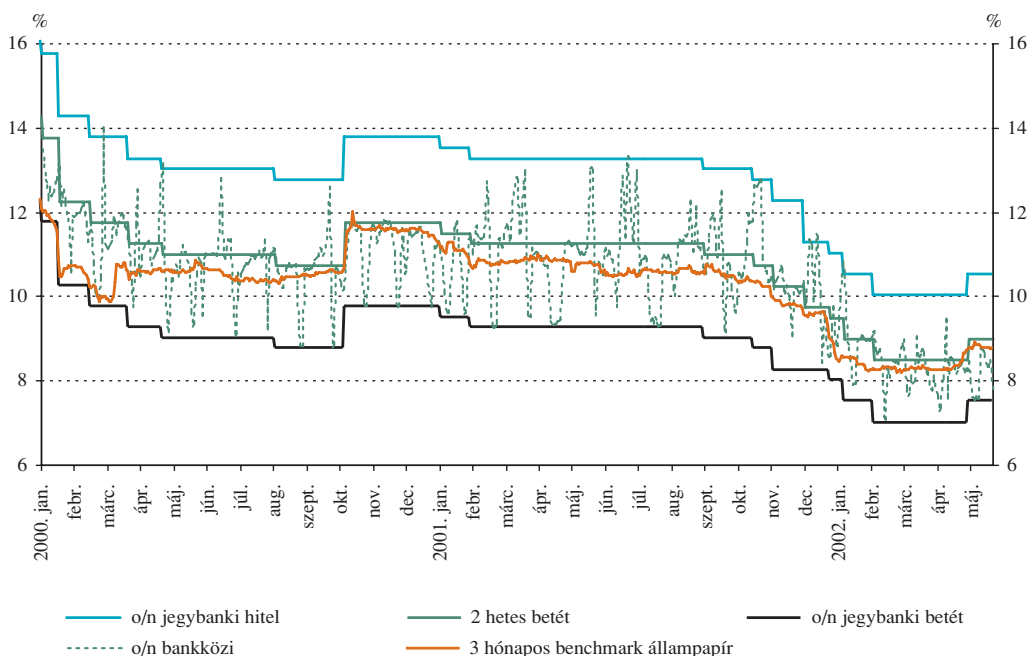
A banki hitelek árazásánál kitüntetett szerepe van a 3 hónapos futamidőnek (benchmark, illetve Bubor), mind az éven belüli forgóeszköz-hitelek, mind az éven túli fejlesztési hitelek esetében, mivel ezek döntően változó kamatozásúak. A lakossági betéteknél is az éven belüli árazási gya-

korlat jellemző, bár az állomány több mint fele fél évnél hosszabb futamidejű (többségében 6 és 12 hónap közötti lekötésű). A hitelekhez képest azonban itt kisebb az irányadó kamatok szerepe, mivel a hazai bankok nagy része stratégiai célokat (piacszerzés, monopolár érvényesítése) is követ a lakossági forrásgyűjtés során. A **diszkont-kincstárjegyek** lakossági megtakarításban játszott jelentős szerepe miatt azonban feltételezhető, hogy az éven belüli állampapírok hozamalakulása még a viszonylag kisebb versenynek kitett lakossági betétgyűjtés számára is irányadó.

A pénzpiac legrövidebb futamidejű és éppen ezért legérzékenyebb kamata az *egynapos (overnight, O/N) bankközi piacon* kialakuló hozam. Azok a jegybankok, amelyek irányadó kamata egynapos futamidejű, értelemszerűen a lehető legkisebb volatilitást kívánják csak tolerál-

ni az O/N bankközi piacon. Az olyan központi bankok számára – mint amilyen az MNB is – amelynek irányadó eszköze ennél hosszabb (kéthetes) futamidejű, az O/N bankközi hozam a transzmissziós mechanizmus szempontjából annyiban fontos, amennyiben képes eltéríteni valamilyen irányba a hosszabb, éven belüli futamidejű piaci hozamokat. Épp ezért az MNB a kéthetes *irányadó hozamra szimmetrikus kamatfolyosót* tart fenn O/N lejáraton, fedezett hitel- és betéti konstrukciói révén. Ez azt hivatott biztosítani, hogy az egynapos bankközi kamatok a kéthetes betéti kamat körül meghatározott, relatíve szűk sávon belül maradjanak. Az O/N hozamok azonban elvileg még ekkor is okozhatnak nem kívánt – a hosszabb futamidőre tovagűrűző – hatást, mégpedig akkor, ha a tartalékeperiódus alatt tartósan a sáv egyik felére tapadnak, és ezért az egynapos hitelek vagy betétek gör-

11. ábra A jegybank irányadó kamata, az O/N bank-közi kamat és a 3 hónapos állampapír-piaci benchmark hozam a jegybanki kamatfolyosón belül



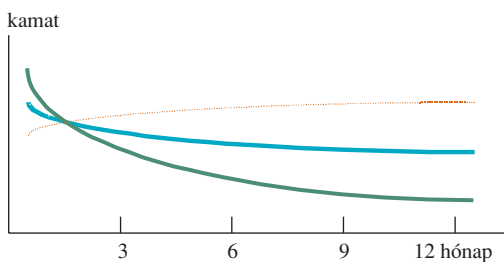
getett hozama eltér a jegybank effektív kamatától. Ezen kivételes helyzetek kezelésére az MNB rövid, de változtatható futamidejű gyorstenderrel rendelkezik, amely képes a bankok által vártól lényegesen eltérő **likviditási helyzeteket** kezelni a tartalékolási perióduson belül (lásd részletesebben az eszközrendszerről szóló fejezetben). (11. ábra)

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

Ha a piac nagy valószínűséggel kamatcsökkentésre számít, a jegybank irányadó kamata körül a hozamgörbe elfordul (**pivoting**). A jelenség magyarázata az, hogy a piaci szereplők a kamatcsökkenés miatt várható átárazódásokból a lehető legnagyobb profitot szeretnék kihozni. Ha a hozamgörbe a kamatcsökkentés hatására várhatóan párhuzamosan lefelé tolódik majd el, akkor a magas **duration**-nel rendelkező pénzügyi eszközök ára jelentősen megnő. Ennek ismeretében a piaci szereplők kamatcsökkentési várakozások idején igyekeznek minél hosszabb lejáratú fix kamatozású értékpapírokat venni, ami ezen papírok árfolyamát (hozamát) már a kamatcsökkentés előtt felhajtja (lenyomja). Ennek a spekulációs stratégiának a hatékonysága tovább fokozható, ha a befektető a hosszabb papírok vásárlásához rövid lejáratú – például bankközi – hiteleket is

felhasznál, annak tudatában, hogy a kamatcsökkentés után a rövid lejáratokon is csökken majd a hozamszint, így a későbbiekben a hosszabb lejáratú befektetést olcsóbb rövid forrásokkal tudja majd finanszírozni. A rövid források iránt megnövekvő kereslet kamatcsökkentési várakozások esetén az egészen rövid hozamok emelkedését váltja ki. (12. ábra)

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



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

A pivoting okozta volatilitás nem szükségszerűen káros, hiszen információt hordoz a jegybank számára a kamatszintre vonatkozó várakozásokkal kapcsolatban. Ha ilyen esetben a jegybank az overnight hozamok elmozdulását „hagyományos” eszközökkel – szűk **kamatfolyósóval** vagy pótlólagos likviditás juttatásával – kívánja tompítani, akkor azzal csak a pénzpiaci szereplők spekulációs lehetőségeit növeli, akik olcsóbban juthatnak rövid lejáratú forrásokhoz.

III. A MONETÁRIS POLITIKAI ESZKÖZTÁR

AZ ESZKÖZRENDSZER FEJLŐDÉSÉNEK TÖRTÉNETI ÁTTEKINTÉSE⁴⁷

A monetáris politika eszközrendszere a **kétszintű bankrendszer** megteremtésétől, a piacgazdaság kiépítésétől napjainkig nagy fejlődésen ment keresztül. A monetáris politikának nemcsak a céljai, hanem az azok eléréséhez alkalmazható eszközei is jelentős mértékben függnek a makrogazdasági és intézményi feltételektől: a bankrendszer, illetve a pénzpiacok fejlettségétől, az árfolyamrendszertől, a liberalizáció mértékétől, továbbá a bankrendszer likviditási pozíciójától.

A bankreform előrehaladása, a dereguláció, a decentralizáció és a piacok fejlődése (illetve fejlesztése) után kerülhetett csak előtérbe az MNB mérlegének tisztítása, a hatékonyság növelése és az EU-harmonizáció. Így juthatott el az MNB a keretleosztástól a **nyílt-piaci műveletek** alkalmazásáig, a 80-as évek direkt eszközeitől napjaink EU-konform **eszköztáráig**.

DIREKT MONETÁRIS ESZKÖZÖK ALKALMAZÁSA (1987–1992)

Magyarországon az **egyszintű bankrendszer** története során a monetáris politika fő eszközét a *hitelkontingens-rendszer* alkotta: a gazdaságtervezés során hitelkereteket határoztak meg az állami beruházások finanszírozására, a magán-lakásépítésekre vagy az exportfejlesztésre stb. A preferált célokat kamatszubszidiával vagy utólagos költségvetési kamatvisszatérítéssel támogatták. A *pénzpiac* bizonyos formái már a 80-as évek elején megjelen-

tek a vállalatközi hitelezés engedélyezésével (a vállalatközi hitelezés kamata és egyéb feltételei azonban a monetáris politika számára nagyrészt rejtve maradtak), és kialakult a váltó intézménye is.

A **kétszintű bankrendszer** megteremtésének kezdeti időszakában (1987–1992) a direkt eszközök alkalmazása volt jellemző, amelynek lényege, hogy a jegybank közvetlenül hatott a szabályozni kívánt gazdasági változók alakulására, **monetáris hatóságként** a kereskedelmi bankok számára kötelező erejű szabályokat adott ki. A leggyakrabban használt direkt eszköz a közvetlen kamatszabályozás (a kamatplafonok, esetleg kamatminimumok, kamatmarzsok) megállapítása és a hitelplafonok (hitelkontingensek) alkalmazása volt.

A *nagyobb fokú kontroll*, a *direkt eszközök használata* kezdetben elkerülhetetlen volt, mivel az adott pénzügyi rendszerben a piacok fejletlensége miatt nem volt mód indirekt eszközök használatára.⁴⁸ Ahhoz ugyanis, hogy a jegybank hatást gyakorolhasson a gazdaságra, közvetlenül és erőteljesen kellett beavatkoznia. Később azonban több tényező a direkt eszközök háttérbe szorulásához vezetett: a direkt limitek például a hitelezési korlát elérésével érdektelenné tették a bankokat a betétgyűjtésben; csökkentették a bankok közötti versenyt; a bankok a helyi körülményekre és korlátozásokra szabott innovációkat fejlesztettek ki, amivel megkerülhették a szabályozást;

⁴⁷ A fejezetben említett monetáris politikai eszközök pontos leírása a következő, az eszköztár fogalmi kibontását és mai működését leíró fejezetben található.

⁴⁸ De a fejlett pénzügyi rendszerrel rendelkező országok is gyakran alkalmazták, például erőteljes hitelexpanzió esetén.

ösztönözték a bankokon kívüli pénzügyi közvetítőrendszer létrejöttét.

Bár a bankrendszer szervezeti szétválása 1987. január 1-jén megtörtént, a bankok közötti tényleges verseny csak fokozatosan alakult ki. A kereskedelmi bankok működésük első két évében lakossági banktevékenységet nem végeztek, csak a vállalatoktól gyűjthettek betéteket, és nekik hitelezhettek. 1989 tavaszáig devizaműveletek bonyolítására és devizaforrások gyűjtésére sem volt jogosítványuk a kereskedelmi bankoknak. Magyarország jelentős *nettó külföldi devizaadósság-állománnyal* rendelkezett, s ez az állomány a bankrendszer kétszintűvé válásának idején az MNB mérlegében jelent meg. A kereskedelmi bankok leválásával az MNB vállalati hitelei átkerültek a bankokhoz, azonban a vállalati hitelek jelentős részének finanszírozási forrását képviselő nettó külföldi adósságállomány az MNB mérlegében maradt.

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

A bankrendszer említett erősen *versenykorlátozott* feltételei és a makrogazdasági helyzet (a **folyó fizetési mérleg** jelentős hiánya, az **infláció**

tartósan két számjegyűvé válása, az árfolyam gyakori és nagymértékű leértékelései) mellett a kereskedelmi bankok forrásaik biztosításában a jegybankra voltak utalva, és 1991-ig ez a *refinanszírozási csatorna* volt a jegybanki szabályozás alapvető eszköze.

A keresleti oldalról nézve szinte korlátlan igény jelentkezett a jegybanki refinanszírozásra, mivel még fennmaradt a vállalati gazdálkodás „puha költségvetési korlátja”. Hiányoztak viszont az adósmínősítési, céltartalékolási és egyéb **prudenciális szabályok**, amelyek mellett a hitelezési kockázatok, a finanszírozó bank eredményei „valóshűek” lettek volna. A makrogazdasági környezet (korlátlan hitelkereslet, a bankrendszer hitelnyújtási készsége) miatt a jegybanknak **korlátoznia** kellett a **likviditás iránti keresletet**. A hitelkereslet kamatrugalmatlansága miatt azonban ennek nem a kamatpolitika volt a megfelelő eszköze. Mivel a bankrendszer még erősen a jegybanki forrásoktól függött, így adott volt a likviditás direkt eszközökkel való szabályozásának lehetősége: a *bankok normatív rövid lejáratú refinanszírozási kéréteinek csökkentése*.

A bizalomhiány, a likviditásmenedzselés problémái, a visszafizetési kockázat nehezítették a pénzpiac fejlődését, így a Magyar Nemzeti Bank központi szerepénél fogva kezdte el szervezni a központosított **bankközi pénzpiacot** és a **kincstárjegyek** aukciós piacát.

A *központosított bankközi piacon* a piaci szereplők nem egymással, hanem a jegybankkal álltak szerződéses és üzleti kapcsolatban, tehát az MNB törlesztett, amennyiben egy hitelfelvétel bank nem tudott határidőre fizetni (ugyanakkor a jegybank a nem teljesítő bankokat kizárhatta erről a piacról). A jegybank ezt a tevékenységet „mérlegen kívül” mint ügynök végezte, kizárólag piacépítési szempontok által vezérelve.

A Magyar Nemzeti Bank a **diszkontkincstárjegyek** aukciós piacát 1988 decemberétől működtette. Mivel az aukción kialakult hozamok nem szakadhattak el a (vállalati) betéti kamatoktól, így az aukción kialakult hozamok hatást gyakoroltak az általános kamatszintre. Az aukción elfogadható hozammaximumot (minimális árat) a Pénzügyminisztérium határozta meg, és ebben a döntésében az általános finanszírozási igény alakulása volt a fő szempont. Ezt azért fontos hangsúlyozni, mivel abban az időszakban, amikor bő likviditás jellemezte a piacot, és a jegybank nem rendelkezett más eszközökkel a fölös likviditás lekötésére (1992), a **diszkontkincstárjegyek elsődleges piacon** való értékesítése **sterilizációs szerepet töltött be**. Azt a benyomást, hogy a diszkontkincstárjegy-aukciók a jegybanki **eszköztárba** tartoznak, erősítette az is, hogy a monetáris politikának a hitelkamatok általános csökkentését célzó törekvése egybeesett a költségvetés természetes igényével a finanszírozási költségek (állampapír-kamatok) csökkentésére, továbbá, hogy az aukciókat a jegybank szervezte és bonyolította. A kibocsátás azonban nem monetáris szempontok, hanem a költségvetés finanszírozási igénye szabta meg, ami a monetáris politika igényeivel nem szükségszerűen esett egybe.

INDIREKT MONETÁRIS ESZKÖZÖK MEJLEENÉSE (1992–1994)

A pénzpiacok hiánya és a bankok közötti korlátozott verseny az 1990-es évek elejéig gátolta az MNB-t monetáris politikai eszközrendszerének szabad kialakításában. A működőtőke-beáramlás növekedése, az erősödő megtakarítási hajlam, valamint az intézményi feltételek változása (új banktörvény, csődtörvény és számviteli törvény) nyomán a gazdaság nyitottabbá vált, a direkt módon szabályozott bankrendszerben is erősödtek a versenyviszonyok. A jegybanknak ezáltal lehetősége nyílt monetáris politikai eszköztárának fejlesztésére.

Az 1992-t követő években a *jegybanki politika* a piacépítést és a hatékonyságot szolgálta.

Az *indirekt eszközök* alkalmazása már a jegybanknak azon a lehetőségén alapul, hogy képes befolyásolni a pénzpiaci feltételeket. Az indirekt eszközök közé tartoznak a **nyíltpiaci műveletek**, aukciók/tenderek és a **kötelező tartalék**. Nyíltpiaci művelet esetében a jegybank egy létező **másodlagos piacon** avatkozik be, von ki vagy juttat likviditást, értékpapírokat forgalmaz. Tipikusan ilyen művelet például az azonnali állampapír-értékesítés vagy -vásárlás (outright) és a repó. A jegybank azonban – például kevésbé fejlett pénzpiacokkal rendelkező országokban – az **elsődleges piacon** is végezhet hasonló műveleteket. A nyíltpiaci művelet kifejezést gyakran kizárólagosan a másodpiacon végzett műveletekre használják, az elsődleges piaci beavatkozást ilyenkor „piaci típusú” műveletként különböztetik meg. A nemzetközi irodalomban azonban sokszor a jegybanki papírok kibocsátását, a fedezett hitelügyleteket, az aukciókat és a tendereket is a nyíltpiaci műveletek közé szokták sorolni – bár ezen eszközök mögött a valóságban nincsen másodlagos piac.

A kezdeti években, mivel a jegybank a pénzpiacok viszonylagos fejletlensége miatt a piaci típusú indirekt eszközöket csak korlátozottan tudta használni, nagy szerepet kapott a **kötelező tartalékráta** eszköze. A jegybank a ráta változtatásával – a **pénzmultiplikációra** gyakorolt hatásán keresztül – a **likviditást szabályozta**. A multiplikáció gyorsulásának ellensúlyozása és a likviditás szűkítése érdekében a jegybank többször is emelte a rátát. A jegybank 1990 szeptemberétől fizetett kamatot a kötelezően elhelyezett tartalékállományra, amely részben kompenzálta a nemzetközi viszonylatban magas ráta által okozott jövedelemvesztéseket.

A nyíltpiaci műveletek alkalmazásának az a nagyobb volumenű értékpapír-állomány volt a

feltétele, amely a **kincstárjegyek** évek óta tartó nagyarányú kibocsátása, a kereskedelmi váltók, a 90-es évek elején megjelenő kereskedelmi kötvények, a bankkonszolidáció céljára kibocsátott jelentős mennyiségű államkötvény révén jött létre. Másrészt ezen értékpapírok kibocsátásának megszervezése és forgalmazása megteremtette mind a jegybankban, mind a kereskedelmi bankokban a megfelelő technikai és szakmai hátteret hasonló pénzügyi eszközök alkalmazására. 1993-tól az MNB bevezette az *állampapírokkal végzett visszavásárlási (aktív repó)*, majd a *fordított visszavásárlási (passzív repó)* megállapodásokra vonatkozó jegybanki rendelkezésre állást. Ezek az indirekt eszközök a pénzintézetek rövid lejáratú likviditási igényét (vagy a többlet lekötését) elégitették ki, illeszkedtek a pénzügyi liberalizáció és dereguláció folyamatába és a refinanszírozási keretekenél finomabb szabályozási eszközöként jelentettek. A jegybank azonban a feltételeket úgy alakította ki, hogy a bankoknak likviditáshiány esetén érdemesebb legyen a bankközi piachoz fordulni.

A devizabanki tevékenység decentralizálása több évig tartó folyamat volt, a devizaműveletekkel kapcsolatos korlátozások folyamatosan enyhültek. 1991–1992-ig az engedélyezett kihelyezési célú és limitált felhasználáson felüli devizát az MNB-nek kellett értékesíteni, ekkortól azonban lényegében korlátlanra vált a devizakihelyezés és forrásbevonás, a bankok már egymás között is szabadon adhattak-vehettek devizát. 1992 júliusától kezdett működni a – még korlátozott – **bankközi devizapiac**, ahol már a kereslet-kínálati viszonyok alakították a forint árfolyamát. A monetáris politika **devizapiaci intervención** keresztül befolyásolhatta az árfolyamot, a banki devizapozíciókból adódó kockázatot pedig már nem közvetlenül, hanem a bankok **nyitott devizapozícióin** keresztül limitálta a szabályozás.⁴⁹

A kereskedelmi bankok forintlikviditásuk bővítése érdekében felhasználhatták a náluk elhelyezett devizabetéteket is. A jegybank a *devizával fedezett ügyletek* körének bővítésével a bankrendszer likviditásmenedzselését segítette. Ez egyben a kereskedelmi bankok külföldi forrásszerzését is ösztönözte. A **devizabetétcserre konstrukció** célja a hosszú lejáratú külföldi hitelek és a rövid lejáratú devizaforrások hosszú lejáratú forinthitelekkel alakítása volt. A konstrukció lényege, hogy a jegybanknál elhelyezett devizabetétek ellenében az MNB az elhelyezéskori árfolyamnak megfelelő összegű közép- vagy hosszú lejáratú forintrefinanszírozást nyújtott, abban az időszakban, amikor belföldön még nem képződtek hosszú lejáratú források. A konstrukció a kereskedelmi bankok számára a külföldi, illetve belföldi devizaforrások forintban történő továbbhitelezésekor felmerülő – az adott gazdaságpolitikai feltételek mellett, és az annak kezelésére alkalmas *instrumentumok hiánya miatt* jelentős arányú – **árfolyamkockázatot** is megszüntette.

A **bankközi** devizapiac fejlődése, a deviza külföldre való kihelyezési lehetőségeinek bővülése lehetővé tette, hogy a jegybank előbb rövidebb lejáratokon (1993-ban), majd közép lejáraton is (1995-ben) lezárja ezt a finanszírozási csatornát. Az árfolyamkockázat fedezésére szolgáló – lejárat szempontjából – korlátozott határidős piacok és a hosszú lejáratú források szűkössége indokolta, hogy 1998-ig még élt egy *kizárólag projektfinanszírozásra felhasználható* devizabetétcserre konstrukció, ez azonban nem volt a monetáris politikai eszközrendszer részének tekinthető.

Az **eszköztár** részét képezték viszont rövid lejáratú *devizaswapok*. A devizaswapok 1993-tól 2001-ig a *repó ügyletekkel* azonos szerepet töltötték be a monetáris politikában, feltételei is egymáshoz igazodtak.

⁴⁹ A hitelintézetek teljes nyitott pozíciója nem haladhatja meg a hitelintézet szavatoló tőkéjének 30 százalékát.

A **refinanszírozási hitelek** állománya továbbra is jelentős arányt képviselt a jegybanki eszközök állományában. Mivel a kereskedelmi bankok közvetlenül nem tudtak volna külföldi hiteleket felvenni, az MNB állt kapcsolatban a külföldi hitelezőkkel, és átcsatornáztatta a devizaforrásokat a kereskedelmi bankok felé. Ezek a refinanszírozási (forint) hitelek ezért nem a monetáris eszközrendszer részét képezték, a jegybank csak közvetítő szerepet vállalt, mivel a bizalom, a kapcsolatrendszer kiépítése – főként egy átmeneti gazdaságban – hosszabb időt vesz igénybe. A refinanszírozási hitelek tartalmaztak 1987 előtti és a **kétszintű bankrendszer** kezdeti időszakához kapcsolható beruházási és rövidebb lejáratú hiteleket, de nagy részük projektfinanszírozást, illetve valamilyen szelektív célt (exportösztönzés, reorganizáció, újrakezdés, korszerű tulajdonformák kialakítása stb.) szolgált.

A monetáris politika eszközrendszere 1992–94 között gyors fejlődésen ment keresztül, az eszközrendszer fejlesztésének igénye gyakran megelőzte az intézményrendszer fejlődését. A piaci típusú beavatkozásnak voltak intézményi, szabályozási vagy piaci korlátai: a tőkebeáramlás okozta likviditásnövekmény, vagy a költségvetés helyzete, illetve a költségvetés finanszírozásának módja gyakran meghatározó módon befolyásolta a jegybanki eszköztárt. A jegybank a mennyiségi szabályozást feladva fokozatosan tért át a *kamatokon keresztül történő monetáris irányításra*.⁵⁰

FUNKCIÓTISZTÍTÁS ÉS STERILIZÁLT INTERVENCIÓ (1995–2000)

1994-ig az MNB-nek erős katalizátorszerepe volt a magyar gazdaságpolitikában. A bankrendszer megerősödése és a pénzpiacok további fejlődése azonban 1995-től lehetővé tette az *eszköztár még egyszerűbbé és piackon-*

formábbá tételét. Gyakorlatilag 1995 után alakultak ki az eszköztár jelenlegi legfontosabb funkciói. A monetáris politika mozgásterét leginkább a szűk sávós árfolyamrendszer, az emiatt korlátozott kamatpolitikai szabadság, valamint a jegybanki sterilizációs eszközökben lecsapódó többletlikviditás határozta meg. A jegybanki rendelkezésre állás, az irányadó instrumentum értékesítési módja, a gyorsan bevezetése és a tartalékrendszer fokozatos átalakítása nagyobb mozgásteret kínált a bankoknak a likviditásmenedzselésre, növelte a bankrendszer hatékonyságát és a bankközi piac fejlődésével javította a transzmissziót. Az MNB operatív célját az irányadó instrumentum kamatán keresztül befolyásolta, és 1998-tól már csak egyetlen futamidőn határozott meg kamatcél. Az MNB törekedett arra, hogy *mérlegéből leépítse a jegybanki funkciókkal össze nem egyeztethető tevékenységeket*, a refinanszírozási hitelek, illetve a külföldi kormány- és bankhitelek átcsatornázását, a devizabetétek hosszú lejáratú forinthitelekkel való átalakítását más államháztartási szektorra vagy a piacra, azaz a kereskedelmi bankokra bízta.

Magyarországon több év alatt *kialakultak a nyíltpiaci műveletek végzésének a feltételei*. A refinanszírozási hitelek állománya 1994 óta folyamatosan csökkent (akkor volt a legmagasabb, 357 milliárd forintos az állomány). Az MNB a mérlegtisztítás jegyében az Magyar Fejlesztési Banknak adja át a leépülő állományt.

Bár fokozatosan létrejöttek azok az eszközök, melyek segítségével a jegybank differenciáltabban tudta a bankok pénzkeresletét szabályozni, a pénzpiacok relatív fejletlensége miatt a jegybank időről időre a **kötelező tartalék** eszközhöz nyúlt a bankrendszer likviditásának szabályozása érdekében. A ráta változtatásának hatása azonnali és „nagy erejű”, így a jegybank a tőkebeáramlás kezdeti időszaká-

⁵⁰ A kétszintű bankrendszer kezdeti éveinek monetáris politikai eszközeiről bővebben ír Tarafás (1995).

ban alkalmazta a ráta emelésének lehetőségét is. Magyarországon a fejlett országokhoz viszonyítva magas volt a kötelező tartalék, ezért hosszabb távon a cél a tartalékráta szignifikáns csökkentése volt. Ez mérsékli a tartalékolásból adódó jövedelemelvonást, és ezáltal növeli a hazai bankok versenyképességét.

Az 1995-ben bevezetett árfolyamrendszerben a forint árfolyama egy valutához (**valutakorsárhoz**) volt kötve, és az előre bejelentett leértékelési ütem mellett az árfolyam egy $\pm 2,25\%$ -os szűk sávban ingadozott. A sáv szélein a jegybank automatikus **intervencióval** (devizavételi- illetve eladási ajánlattal) élt. Az MNB antiinflációs céljával összhangban levő kamatszint jelentős külföldi tőkebeáramlással járt. A deviza-beáramlás okozta *többletlikviditást* a jegybank *semlegesítette* (**sterilizáció**). 1995 és 2001 között, a szűk sávós árfolyamrendszer idején a szinte folyamatos devizavásárlás megnövelte a jegybank mérlegében eszköz olda-

lon a **devizatartalékok**, forrás oldalon pedig a sterilizációs eszközök állományát. A kereskedelmi bankok a tőkebeáramlás nyomán keletkező felesleges likviditást **passzív repóban**, jegybanki betétben vagy MNB-kötvényben helyezték el.

Az MNB hosszabb időszakon keresztül aktívan használta az *azonnali (outright) értékpapír műveleteit*, de ezek nem váltak meghatározóvá a monetáris politikájában. Ennek oka egyrészt az volt, hogy idővel a repó hatékonyabb eszköznek bizonyult a pénzmennyiség szabályozására. Másrészt erősítette az azonnali értékpapír-műveletek korlátait az is, hogy az erőteljes tőkebeáramlás és a szükséges jegybanki sterilizáció lecsökkentette a jegybank állampapír-állományát, ezáltal nehezítette az outright (és a *passzív repó*) eszköz használatát. Technikailag korlátozta az üzletek lebonyolítását, hogy egy-egy nagyobb volumenű üzletkötés mögé már nem tudtak homogén (azonos

6. táblázat Az 1993-tól Magyarországon használt irányadó kamatot meghatározó eszközök

Eszköz	Működtetés iránya	Piaci megjelenési forma	Futamidő	Alkalmazási időszak
Aktív repó	Aktív oldali	Folyamatos rendelkezésre állás	1 hét, illetve 28 nap	1994–1995 közepe*
Passzív repó	Passzív oldali	Folyamatos rendelkezésre állás	28 nap	1995 közepétől 1997. októberig
28 napos betét (1 hónapos)	Passzív oldali	Folyamatos, majd szakaszos rendelkezésre állás	28 nap	1997. októbertől 1999. március 1-jéig
14 napos betét (2 hetes)	Passzív oldali	Szakaszos rendelkezésre állás	14 nap	1999. március 1-jétől

* Ebben az időszakban az irányadó eszköz dominanciája az MNB ügyletei között nem egyértelműen magának a szerepkörnek volt tulajdonítható, hanem az állampapírok vásárlása során elérhető biztos jövedelemnek és a meggyengült likviditású bankok finanszírozási kényszerének.

típusú) állampapír-fedezetet állítani. A passzív repó előnyeit sem használta ki a jegybank partnerköre (pl. nem repózták tovább az értékpapírt), nem épült ki fejlett bankközi repópiac.

Az MNB ezért 1997 őszén bevezette a *jegybanki betétet*. A 28 napos futamidejű MNB betét a jegybank **irányadó eszköze** is lett, amelynek szerepe a kamatbefolyásolás és a sterilizáció erősítése is volt. 1999 márciusától pedig a 14 napos futamidejű betétre tért át a jegybank, amely jobban illeszkedett a tartalékerősségéhez, így jelentősen megkönnyítette a bankok likviditásmenedzselését. (6. táblázat)

A kelet-közép európai régió országaiban az átmenet időszakában különösen jellemző volt az intenzív tőkebeáramlás, amelynek pénzmennyiségi hatásait különböző *sterilizációs eszközökkel* semlegesítette a jegybank. Ennek oka egyfelől az, hogy ezekben a **kis, nyitott gazdaságokban** az árfolyam kiemelt szerepet töltött be az árszínvonal stabilizálásában, ezért ezek az országok az árfolyamot **nominális horgonyként** alkalmazták, és így hosszú időn

keresztül jelentős mennyiségű devizapiaci intervencióra kényszerültek. A likviditásbőség másik forrása pedig az, hogy a térség jegybankjai – igazodva a nemzetközi tendenciákhoz – fokozatosan csökkentették a kötelező tartalékrátát.

A *hosszabb lejáratokon történő sterilizáció* érdekében először 1997 júniusában bocsátották ki az 1 éves futamidejű MNB-kötvényt. Az MNB-kötvény bevezetésének célja az volt, hogy egy esetleges külső **sokk** és ellentétes irányú intervenció (jegybanki devizaeladás) esetén gátolja a devizatartalékok gyors leépülését. A likvid MNB-kötvény átvette a megszüntetett, hosszabb futamidejű betéti konstrukció szerepét is. A jegybank a kötvényt eleinte rögzített kamattal értékesítette, majd áttért az aukciós értékesítési formára. Az orosz válságot követően a gyenge-sávszéli intervenció következtében a sterilizációs eszközök állománya számottevő mértékben lecsökkent, így az 1 éves kötvény aukciói 1998. októbertől megszűntek.

2000 márciusában újra bevezette a jegybank az MNB-kötvényt, ezúttal három hónapos fu-

7. táblázat Az MNB sterilizációs eszközei a múltban

Eszköz	Piaci megjelenési forma	Futamidő	Alkalmazási időszak
Passzív repó	Folyamatos rendelkezésre állás	28 nap	1995. márciustól 1997. szeptemberig
Betét (egyben irányadó instrumentum)	Folyamatos, majd szakaszos rendelkezésre állás	28 nap 14 nap	1997. szeptembertől 1999-ig 1999. márc. 1-jétől
6 és 12 hónapos betét	Folyamatos rendelkezésre állás	6 és 12 hónap	1997. januártól júniusig
MNB-kötvény	Rendelkezésre állás, majd aukció Szabad tender, majd mennyiségi aukció	12 hónap 3 hónap	1997. júliustól 1998. októberig 2000. márciustól 2002. július

tamidővel. Mivel az MNB kéthetes betétéhez kizárólag a kereskedelmi bankok fértek hozzá, a bankrendszeren kívüli szereplők likviditásának bevonása nehézségekkel és pótlólagos költségekkel járt. Az ismételt bevezetés oka a *forgatható pénzügyi eszközök körének szélesítése* volt: biztosította, hogy a három hónapos állampapír-piaci hozam és a jegybanki irányadó kamatszint tartósan ne szakadhasson el egymástól. Az aukciókon (amelyek 2002 áprilisáig tartottak) a jegybank árelfogadó magatartást tanúsított, és a kialakuló hozammal nem adott kamatteljesítést. (7. táblázat)

A szűk sávós árfolyamrendszerben a jegybank passzív oldali (likviditás-kivonó) műveletei több lejáraton, így egynapos, 1 hetes, 2 hetes, illetve 1 hónapos lejáraton is működtek. Az aktív oldali (azaz hitel-) instrumentumok közül az **aktív repó** viszont csak 1 hetes és egynapos lejárattal működött.

Magyarországon az egynapos kamatok által meghatározott O/N *kamatfolyosó nemzetközi viszonylatban sokáig rendkívül széles volt* (a múltban előfordult 8–12 százalékpontos szélesség). Ennek egyik oka az volt, hogy a kamatok aktív oldalon az 1995-öt követő években – relatív magas szintjük miatt – nem voltak igazán effektívek, tehát a kamatplafon szerepét gyakorlatilag egyik eszköz sem töltötte be. Az egynapos aktív oldali kamatok hosszú időn át így csak a fő (irányadó) instrumentum, illetve a passzív oldali egynapos eszköz gyakori átárazását követték egy-egy kiigazító lépésben.

A magyarországi **kamatfolyosó** felső széle 2001 áprilisáig mennyiségi korláttal is társult. Ez azt jelentette, hogy az árfolyam-spekuláció megdrágítása céljából a hitelintézetek egynapos hitelfelvételét (aktív repó- és swap-ügyleteit) egy – a mérlegfőösszegük alapján meghatározott – aktív repó- és swap-keret korlátozta. Amennyiben ez nem volt elegendő,

a bank a keretén túl, a szabad rendelkezésű állampapír-állománya erejéig további repót vehetett igénybe (keretkiegészítő repó), de ezt már a korábbinál lényegesen magasabb kamatszint mellett tehetette csak. A swapot, mint a kamatfolyosó elemét, a *keretkiegészítő repót*, valamint a repó- és swap-keretet 2001 áprilisában szüntette meg a jegybank. A swap megszüntetésének oka részben az alacsony kihasználtság volt, részben pedig a bankrendszer tulajdonában lévő állampapír-állomány nem tette szükségessé, hogy az MNB fedezetként az állampapíron kívül devizát is elfogadjon.

FELKÉSZÜLÉS AZ GMU-CSATLAKOZÁSRA

Várható EU-csatlakozásunk, majd ezt követően az euró tervezett átvétele szükségessé teszi az MNB monetáris politikájának harmonizációját az EKB előírásaival. Az MNB által alkalmazott eszköztár kialakításakor az átláthatóság és a költséghatékonyság mellett ezért egyre nagyobb szerepet kap a *kompatibilitás, vagyis az Európai Központi Bank eszköztárához való illeszkedés*.

2001-ben folytatódott az MNB funkciótisztítása, továbbá a forint árfolyamsávjának 2001. május 4-i kiszélesítése is számos változást hozott a jegybank monetáris politikai **eszköztárában**. Az ambiciózusabb dezinflációs politika aktívabb monetáris politikát is jelent. Az árfolyam ingadozási sávjának kiszélesítésével a kamatpolitika korábbi alárendeltsége mérséklődött.

2001 közepétől – a korábban csak elszámolástechnikai jelentőségű – jegybanki alapkamat vált a monetáris politika irányadó kamatává. A bankközi kamatok túlzott ingadozásának csökkentése érdekében a **kamatfolyosó** szélessége csökkent, 2002 szeptemberétől 200 bázispont-ra. Továbbfejlesztésre került az MNB normatív *fedezetértékelési rendszere*, csökkent az alulfedettség kockázat, mind az elszámolási rend-

szer (VIBER), mind pedig a jegybanki rendelkezésre állás nyitva tartása meghosszabbodott.

Az Európai Unió hitelintézeteivel ellentétben a hazai bankok számára a tartalékkötelezettség *jövedelemelvonást* is jelent, mivel a tartalékok után fizetett kamatkompenzáció alacsonyabb a jegybanki irányadó kamatnál. Ezzel az EU-csatlakozást követően a magyar bankok versenyhátrányba kerülnének, ezért az MNB 2001. júniusban meghirdetett középtávú stratégiájának megfelelően legkésőbb a csatlakozás időpontjáig megszűnik a tartalékokra fizetett kamat és az irányadó kamat közötti differencia. A tartalékmentesség új kritériuma (2 évnél hosszabb futamidő) az EKB elveihez igazodik.

Az árfolyam nagyobb mozgástere miatt a gyenge sávszéli **devizapiaci intervenció** valószínűsége *jelentősen lecsökkent*. A rugalmasabb árfolyamrendszerrel együtt járó fokozottabb árfolyam- és kamatvolatilitás, a megnövekedett pénz- és tőkepiaci kockázatok kezelésének igénye új koncepció kialakítását követelte meg a devizaliberalizáció ütemezésének kérdésében is. A devizakorlátok egy lépésben történő feloldásával a forint a devizabelföldiek és a devizakülföldiek számára egyaránt teljesen konvertibilissé vált. A devizaliberalizáció lehetővé tette a pénzügyi piacok egyes szegmensei közötti átjárhatóságot, a származékos piacok mélyítését.

AZ ESZKÖZTÁR MŰKÖDÉSE NAPJAINKBAN

A jegybank azért végzi a pénzpiaci műveleteit, hogy a jegybanki kamatlépések hatékony **transzmisszióját** megvalósítsa, segítse a bankok likviditásmenedzselését és hozzájáruljon a bankrendszer stabilitásához. A pénzügyi közvetítés hatékonyságára, a pénzpiaci verseny előmozdítására való törekvés hozzájárul a jegybanki célok teljesüléséhez – a nemzeti fizetőeszköz értékállóságának védelméhez.

A monetáris politika eszközei erősen jegybank-és célspecifikusak: az azonos forma sokszor eltérő funkciót takar. A *potenciális* (lehetséges) **jegybanki eszköztár** azon monetáris politikai eszközök összességét jelenti, amelyek használatára a jegybanktörvény lehetőséget biztosít.

A monetáris politika eszközei – Jegybanktörvény, II. fejezet

7. § Monetáris politikáját az MNB az alábbi eszközökkel valósítja meg:

- a) számlavezetési körében betétet fogad el és megfelelő biztosíték ellenében hitelt nyújt a 16. §-ban foglalt korlátozással,
- b) nyíltpiaci műveletek és visszavásárlási megállapodások keretében értékpapírokat vásárol, elad és közvetít az azonnali és származtatott piacokon,
- c) saját értékpapírokat bocsát ki,
- d) árfolyamokat és kamatokat befolyásol és meghatároz,
- e) értékpapírokat számítol le (visszszámítol),
- f) szabályozza a kötelező tartalékot,
- g) egyéb jegybanki eszközöket alkalmaz.

Ennél szűkebb fogalom az *üzleti eszköztár*, amely mindazon instrumentumok összességét jelenti, amelyre az MNB-nek létezik kidolgozott és hatályos üzleti feltételrendszere (Üzleti feltételek) vagy érvényes jegybanki rendelkezése (pl. kötelező tartalékról szóló MNB-rendelet) függetlenül attól, hogy az adott eszközt alkalmazza-e a jegybank. Ezen eszközök vagy működnek, vagy használatukról a monetáris döntéshozó testület bármikor dönthet, hiszen a keretfeltételeik folyamatosan élnek. Az eszköztár fogalma alatt leggyakrabban az üzleti eszköztárat értjük. (13. ábra)

Az *alkalmazott eszköztár* az üzleti eszköztárnak egy része: azokat az instrumentumokat tartalmazza, amelyek esetében folyamatosan vagy rendszeresen történnek tranzakciók az MNB és ügyfelei között. Ebbe a körbe nemcsak a folyamatos **rendelkezésre állás** mellett nyújtott eszközök tartoznak bele, hanem azok is, amelyek értékesítését rendszeres időközönként meg kell hirdetni.

Az eszközrendszer elemeit számos szempont alapján csoportosíthatjuk: az instrumentumok *technikai formája* szerint, *célja* szerint, *lejárat* szerint vagy az *ügylétkör* szerint. Osztályozhatjuk az instrumentumokat az *értékesítési forma* vagy a *gyakoriság* szerint is. A kezdeményező fél alapján megkülönböztethetjük a diszkrecionális eszközöket (ilyenkor a jegybank maga dönti el, hogy alkalmazza-e, illetve milyen mennyiségű likviditást teremt/von ki a segítségével) és a rendelkezésre állás (standing facility) eszközeit (amelyek a piaci szereplők igényének megfelelően aktiválódnak).

13. ábra Az MNB forinteszköztárának felépítése 2002 tavaszán



Az eszközrendszert szokás a *hatásmechanizmusuk* alapján direkt és indirekt eszközökre is bontani. A direkt eszközök között szerepel a kereskedelmi bankok közvetlen szabályozása az alkalmazható legmagasabb hitelkamat vagy legalacsonyabb/legmagasabb betéti kamaton keresztül, valamint a hitel- és betéti keretek alkalmazása. Az indirekt eszközök a **nyílt-piaci műveletek** (pl. a **végleges értékpapír értékesítés** vagy vásárlás, a repó), a betéti tenderek és a kötvényaukción, továbbá a kötelező tartalékráta szabályozása is.⁵¹

Ugyanazon jegybanksi cél a monetáris eszköztár több elemével is elérhető, de az MNB legfontosabb szempontja, hogy az adott operatív monetáris cél eléréséhez az arra leginkább hatni képes eszközt alkalmazza. A jegybank az „egy operatív cél – egy eszköz” elvén túl törekszik a világos, áttekinthető eszközfelépítésre, a költséghatékonyságra (feleslegesen az MNB nem indukál többletköltséget), a piacépítés szolgálatára a pénzügyi közvetítő rendszerben és arra, hogy a simább GMU-csatlakozás

érdekében alkalmazkodjon a **KBER**-ben alkalmazott eszközökhöz.

Az MNB fenti – leghatékonyabb eszköz használatára való – törekvéséből következően az eszköztár megértésében a legfontosabb szempont a célszerűség. Ezért a továbbiakban az MNB gyakorlatából kiindulva, főként a *funkcionális jellemzők szerinti csoportosítást* alkalmazva mutatjuk be a jegybanksi eszközöket. A fogalomhasználat tisztázása érdekében azonban a funkciók felsorolása előtt röviden áttekintjük technikai formájuk szerinti bontásban azokat az alapinstrumentumokat, amelyekből az eszköztár felépül. (8. táblázat)

A JEGYBANKI ESZKÖZTÁR ELEMEI FORMAI JELLEMZŐIK SZERINT

Formai jellemzőik alapján a következő alapinstrumentumokat különböztetjük meg az MNB **eszköztárán** belül: a végleges értékpapír (outright) műveleteket, a repót, a fedezett hitelt, a jegybanksi betétet, a kötelezettséget

⁵¹ A direkt-indirekt eszközökről Az eszközrendszer fejlődésének történeti áttekintése c. fejezetben is lehet olvasni.

8. táblázat A jelenlegi eszköztár fő jellemzői

Cél	Funkcionális név	Technikai forma	Futamidő	Értékesítési mód	Működés
Monetáris politika kialakítása	irányadó kamat	betét	2 hét	szakaszos rendelkezésre állás	operatív célváltozó befolyásolása, signalling
Bankközi kamatok ingadozásának simítása	kamatfolyosó	betét	O/N	rendelkezésre állás	szélsőséges kamatmozgások korlátozása
		fedezett hitel	O/N		
	gyorstender	fedezett hitel vagy betét	változó	tender	váratlan likviditási sokkok kezelése, finomhangolás
	kötelező tartalék	átlagolási mechanizmus	-	-	a kamatok volatilitá- sát csökkenti (maga- sabb ráta nagyobb tartalékállományt jelent, és növeli az átlagolás potenciális hatásosságát)

megtestesítő értékpapírok kibocsátását és a swapot. Ezek közül a végleges értékpapír-műveletek, a repók és a swapok likviditást nyújtó és kivonó eszközök is lehetnek, míg a többi kizárólag aktív vagy passzív oldali művelet a bankrendszer nettó likviditási pozíciójának megfelelően.

Az elmúlt évtizedekben a **nyíltpiaci művele-
tek** egyre növekvő szerepet kaptak a jegy-
bank monetáris eszköztárában. Ennek ma-
gyarázata, hogy számos előnyük van az
egyéb (refinanszírozási, **kötelező tartalék**)
eszközökkel szemben: rugalmasan alkalmaz-
hatók akár napi szintű monetáris irányítási
feladatok megvalósítására, a jegybanké a kez-
deményező szerep, egy nap folyamán több-
ször is meghirdethetők, továbbá nincs úgyne-
vezett „bejelentési” hatásuk (mint például a
kamatdöntéseknek).

Outright műveletek

A klasszikus nyíltpiaci műveletnek számító **végleges állampapír eladás-vétel** (outright műveletek) keretében a központi bank értékpapírokkal, elsősorban állampapírokkal kereskedik a **másodlagos piacon** azzal a céllal, hogy a likviditás kínálatát szabályozza.

Az outright műveleteket a jegybankok kezde-
ményezik (diszkrecionális), viszont nem je-
lentenek kényszert a piac számára, tehát a ban-
kok saját elhatározásból, a piaci feltételek függ-
vényében döntenek arról, hogy elfogadják-e a
jegybank ajánlatát. Ennek az eszköznek azon-
ban a feltétele, hogy megfelelő mennyiségű ér-
tékpapír-állomány legyen elérhető a piacon,
vagyis fejlett, likvid elsődleges és másodlagos
értékpapírpiac létezzen az adott országban.
Ezen feltételek hiányában a klasszikus outright

műveletek viszonylag kevés helyen váltak az adott ország monetáris politikájának meghatározó eszközévé (USA, Nagy-Britannia).

Az értékpapírpiacon fejlődésével létrejöttek olyan innovációk, ügyletek, melyek nem igényeltek olyan nagy értékpapír-állományt, mint az outright műveletek, mégis eredményesnek mutatkoztak a bankrendszer likviditásának szabályozásában. Ilyen eszköz például az értékpapír-visszavásárlás (vagyis repóügylet).

Repó

A repó elnevezés a „sale and repurchase agreement” kifejezés rövidítése, amit magyarul visszavásárlási megállapodásnak lehet fordítani, de a pénzügyi szaknyelvben a repó kifejezés terjedt el. A repóügylet két tranzakció eredője, amelynél a felek a tranzakciókat egy csomagként kezelik. Az ügylet első lépése egy adott értékpapír (legtöbbször állampapír) **prompt** eladása vagy vétele, majd ezt követően a prompt tranzakció fordítottjának megfelelő **határidős ügylet** (egy előre meghatározott időpontban a papír visszavétele vagy -adása). A felek már az ügylet kezdetén megállapítják az eladási és a határidős visszavásárlási árakat. Az ügylet tartalmilag egy fedezet mellett nyújtott hitel, a két ár különbözete pedig (fogalmilag) megegyezik egy fedezettel biztosított kölcsön kamatával, ezt nevezzük repókamatnak.

A fedezetként használt értékpapír feletti tulajdonjog szempontjából beszélhetünk *szállítási*, illetve *óvadéki* repóról. Szállítási repó esetén a tulajdonjog az ügylet idejére az eladóról átszáll a vevőre⁵², aki ezalatt szabadon rendelkezhet az értékpapír felett (eladhatja, tovább repózhhatja, kölcsönözheti, illetve fe-

dezetbe adhatja). A határidős visszavásárlás időpontjában a vevőnek vissza kell szolgáltatnia az eredeti, vagy – megállapodástól függően – azzal megegyező kondíciójú papírokat az eladó részére. Óvadéki repó esetén a tulajdonjog az eladónál marad, de az értékpapírokat a vevő részére elkülönített letéti számlára helyezi (zárolja). Amennyiben az eladó a visszavásárlás időpontjában nem tud eleget tenni fizetési kötelezettségének, az értékpapírok a vevő tulajdonába kerülnek.⁵³

A jegybanki repóval kapcsolatos fogalomhasználatban megkülönböztetünk **aktív repót** (angolul: repo) és **passzív repót** (reverse repo). Az aktív repóügylet keretében a jegybank hitelt nyújt az adott ügyfélnek (az ügyfél az aktív fél) állampapír-fedezet mellett. A passzív repó az előző művelet „fordítottja”, amelynek során a jegybank állampapír-fedezetet „ad” a megadott időre nála lekötött likviditás ellenében.

A repóügyletek a jegybankok monetáris politikai **eszköztárának** fontos részét képezik. Előnyük, hogy használatukat nem korlátozza a rendelkezésre álló állampapírok lejárata; egyenletes, állandó rövid futamidőn képesek hatékonyan befolyásolni a jegybank operatív kamatcélját. A repóval lehet direkt módon meghirdetett kamatszinten rendelkezésre állni vagy kamattendert kiírni. Alkalmazásuk gyorsan elterjedt az üzleti szférában is, itt gyakoribb a szállítási forma, amely lehetőséget nyújt az ügyletek többirányú kihasználására (mert a fedezetként szolgáló papír a repó futamideje alatt a pénzpiaci szereplők birtokába kerül).

Magyarországon a repók alkalmazása a pénzpiacokon meglehetősen szűk körű. Az MNB eszköztárában 2001 decemberéig foglalt el

⁵² A klasszikus repóügyletben az „eladó” és „vevő” elnevezések a kötvénypiaci terminológiát követik. Az eladó (vagy kölcsönadó) tehát az, aki a kezdeti időpontban eladja értékpapírját, majd egy későbbi időpontban visszavásárolja azt, a vevő (kölcsönvevő vagy befektető) pedig az, aki gyakorlatilag pénzkölcsönt nyújt értékpapír-fedezet mellett.

⁵³ Az MNB az óvadéki típusú repót használta, mivel jegybanki szempontból nincs jelentősége annak, hogy a jegybank a fedezetként kapott állampapírt a futamidő alatt forgathatja-e.

központi helyet a repó: az **O/N** (egynapos) **aktív repó** a **kamatfolyosó** tetejét jelentette.

Fedezett hitel

A jegybanki hitelnyújtás két leggyakoribb technikai formája: az aktív repó, illetve a fedezett hitel. Közöttük a választás a nemzeti bankok lehetősége, általában a múltbeli gyakorlat és jogi szempontok döntenek. A GMU sok országában a jegybank mindkét eszközt alkalmazza.

Az MNB az O/N fedezett hitelt 2001 végéig csak a nap végén, mint likviditási hitelt alkalmazta. Ennek a konstrukciónak korábban a bankközi fizetési forgalom zökkenőmentes lebonyolítása volt az elsődleges célja. Tekintettel arra, hogy az O/N fedezett hitel önmagában is képes betölteni a kamatfolyosó plafonjának (a korábbi O/N aktív repónak) a szerepét, az MNB úgy döntött, hogy 2002-től az O/N fedezett hitel az egyetlen MNB-instrumentum a kamatfolyosó felső szélén. Így az O/N fedezett hitelnek kettős funkciója lett: a monetáris politika eszközévé vált, és továbbra is segíti a napközbeni pénzforgalmat.

Az O/N fedezett hitelnek a korlátlan rendelkezésre állás, a kamat, az ügyfélkör, a fedezetként elfogadható papírok és a befogadás módja tekintetében ugyanazok a feltételei, mint korábban az aktív repónak. A jelenlegi technikai és intézményi feltételek mellett az O/N fedezett hitel azonban előnyösebb, mert átláthatóbb rendszerhez vezet, hosszabb jegybanki nyitva tartást tesz lehetővé, továbbá mögöttes fedezetként értékpapírok összessége áll (**pooling** rendszerű fedezetkezelés). Az O/N aktív repó esetében viszont a poolingnak jogi és technikai akadályai voltak, ezért minden egyes tranzakció mögé egyedi értékpapírt kellett állítani. Miközben az óvadéki típusú repó és a fe-

dezett hitel közötti különbség technikai, a szállítási aktív repó a tulajdonjog tekintetében fontos különbséget jelentene, ezt az eszközt azonban az MNB nem használta.

A bankok a VIBER-hez beadott limitjük (zárolt értékpapírjaik) erejéig 8:30 és 17:00 között bármikor kérhetik a hitel biztosítását. Az O/N lejáraton kötött üzleteknek az elszámolása aznapi (T napos).

A jegybanki betét

A jegybanki betét alatt azt értjük, hogy a központi bank valamely ügyfele – az értékesítés módjától függően – meghatározott vagy tenderen kialakuló kondíciók (futamidő, kamat) mellett elhelyez bizonyos összeget a jegybanknál. A jegybanki betét futamideje alatt nem felmondható.

A jegybanki betét hasonlít a jegybanki passzív repóra, de passzív repó esetében a jegybank fedezetet nyújt az elhelyezett összeg biztosítékául. A passzív repót 1997-ben teljes egészében ki lehetett váltani a hasonló kondíciók mellett megjelenő betéti konstrukcióval. A jegybanki betét egyszerűbb, mint a passzív repó, mert nincs szükség nagy, homogén értékpapír-állományra fedezetként. Az MNB-nek (biztos fizető adósként) amúgy sem indokolt fedezetet nyújtania a nála elhelyezett összegekre.⁵⁴

A jegybanki betét kéthetes lejáratú 1999 márciusa óta az MNB **irányadó instrumentuma**, részt vesz a strukturális likviditásfelesleg lekötésében. Egynapos lejáratú pedig a kamatfolyosó alját képezi, ahol a jegybank folyamatosan rendelkezésre áll betételfogadással. Az O/N betéti üzletkötések ideje minden üzleti napon 8:30-tól 16:30-ig tart, a 2 hetes betét pedig hetente egyszer (szakaszos **rendelkezésre állás**) 10–12 óra között.

⁵⁴ A piacépítés indokolhatná a jegybanki passzív repó használatát, de ehhez a jegybanknak nincsen már nagy összegben fedezetként felhasználható állampapírja.

MNB-kötvény

Az MNB-kötvény a jegybank által kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő értékpapír, amelyet a tulajdonos fedezetként felhasználhat jegybanki hitelműveleteihez is. Az MNB papírja ugyanolyan kockázatmentes, mint az állampapírok.

Az MNB-kötvény 1997 és 2002 között kétféle futamidővel és többféle értékesítési technikával is szerepelt a jegybank **eszköztárában**. Eleinte az irányadó kamat futamidejénél hosszabb lejáratokon biztosította a **sterilizációt**, a későbbi kibocsátás célja a forgatható pénzpiaci eszközök körének szélesítése volt. Az MNB-kötvény aukciói 2002 áprilisában szűntek meg, az utolsó sorozat állománya 2002 júliusában fut ki.

A swap-ügyletek

Deviza-forint swap-ügyletnek nevezzük azt a tranzakciót, amely során az egymással üzletelő felek egyike „elcseréli” a másikkal a forintban denominált eszközeit a jelenben valamely devizában denomináltra, majd határidőre visszacseréli. A jegybankkal szembeni ügyletben általában forint indíttatású műveletről van szó: leggyakrabban a forintot kölcsönvevő fél a devizát fedezetként használja, és az így megtestesülő forinthaltra kamatot fizet. Az MNB csak 2001. áprilisig működtette az egynapos swap eszközét az O/N **aktív repóval** azonos kondíciók mellett, rendelkezésre állás formájában.

A kötelező tartalék rendszere

A **kötelező tartalék** lényege, hogy a hitelintézeteknek forrásaik meghatározott hányadát

kötelezően a jegybanknál vezetett számlán kell elhelyezniük. A szabályozás feladata többértű, és a nemzetközi példák is jelentősen különböznek aszerint, hogy a jegybank melyik funkcióra teszi a hangsúlyt.

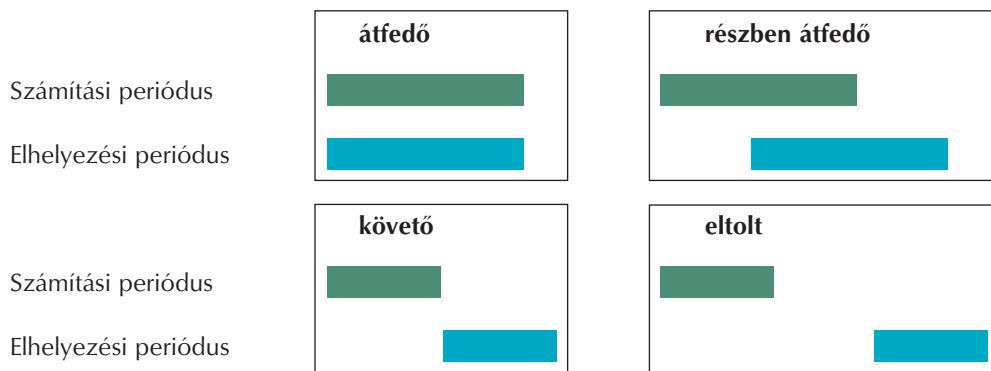
A kötelező tartalék szabályozása révén *stabil jegybankpénz* iránti kereslet teremthető, amely segíthet a jegybanki **likviditásszabályozásban**. A kötelező tartalék állománya közvetlenül csökkenti a bankrendszer **likviditását**. A tartalékelhelyezési kötelezettség, amennyiben likviditáshiányt hoz létre a bankrendszerben, növeli a jegybankpénz iránti keresletet – ezáltal a **transzmissziós mechanizmus hatékonyságát** segíti. Amennyiben egy ország bankrendszere egy adott időszakban tartósan likviditási többlettel rendelkezik (pl. nagy tökebeáramlás esetén) a kötelező tartalék hozzájárul a fölös likviditás lekötéséhez. Továbbá a kötelező tartalékolás segít az O/N kamatok simításában.⁵⁵

A **kötelező tartalék rendszerének legfontosabb elemei** a tartalékelhelyezés alapja és tárgyi formája, a tartalékráta, a szabályozás alanyai, a tartalékra fizetett kamat, a számítási és elhelyezési periódus egymáshoz való viszonya, továbbá az átlagolási mechanizmus.

A **tartalék alapja** általában az idegen források összege, vagy annak egy meghatározott része (pl. a 2 évnél hosszabb futamidejű források mentesülhetnek a tartalékolás alól). A **tartalékráta** ennek egy jegybank által meghatározott részét fejezi ki százalékos formában. A tartalékráta és a tartalékalap szorzata határozza meg tehát az adott intézmény által elhelyezendő tartalék összegét, amely a likviditáskivonás szempontjából fontos. A legtöbb országban a tartalék összegét az elszámolási betétszámlára kell utalni, de létezhet egy – a tartalék elhelye-

⁵⁵ Egyre kisebb a jelentősége azonban a kötelező tartalék – eredeti – funkciójának, amely prudenciális tényezőkre vezethető vissza: a tartalék biztosítékul szolgált a betétvisszahívásokkal, a forrásállomány csökkenésével szemben. Sőt piacnál alacsonyabb kamat fizetése vagy kamat nem fizetése esetén a kötelező tartalék indirekt adó szerepét is betöltheti.

14. ábra A számítási és az elhelyezési periódusok egymáshoz való viszonya

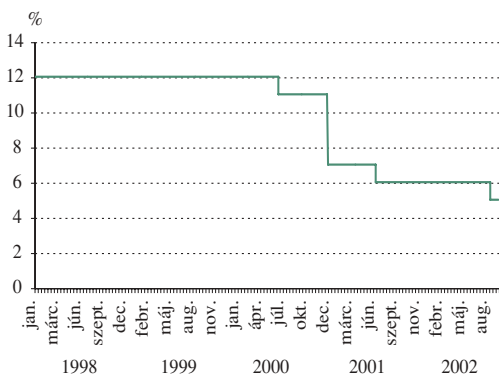


zésére szolgáló – külön számla is.⁵⁶ Az elhelyezés *alanyai* a pénzügyi rendszernek a szabályozás által meghatározott tagjai (pl. bankok), amelyek a tartalék elhelyezésére kötelezettek.

A tartalék számításának alapjául leggyakrabban egy adott időszak (*számítási periódus*) tartalék-köteles forrásállományának napi átlaga szolgál. Az így kiszámított tartalékot pedig egy adott idő-

szakra kell jegybankpénzben elhelyezni (*elhelyezési periódus*). A számítási és elhelyezési periódusok leggyakrabban egyenlő hosszúságúak, de a periódusok egymáshoz való viszonyuk szerint lehetnek átfedők, részben átfedők, követők vagy eltoltak. Ezek abban különböznek egymástól, hogy az elhelyezési periódus kezdetekor a hitelintézetek eltérő pontosságú információval rendelkeznek az aktuális idegenforrás-állományukról – amelynek megfelelően a tartalékot kell elhelyezniük –, és ezért eltérő mértékű rugalmasságot biztosítanak. (14. ábra)

15. ábra A kötelező tartalékráta alakulása Magyarországon



Az MNB kötelező jegybanki tartalékról szóló rendelkezése (1/1996. /PK. 1./) a *hitelintézetekre* terjed ki – ideértve a külföldi székhellyel rendelkező hitelintézetek magyarországi fióktelepeit is.⁵⁷ A jegybank a jövedelemelvonás mérséklése érdekében fokozatosan csökkentette a tartalékrátát: szintje 2001 júliusától 6% (15. ábra). A tartalék alapja Magyarországon már kizárólag a forrás típusától és futamidejétől függ (a forrás **denominációjától** nem). A tartalék teljesítése a jegybanknál vezetett *el-számolási betétszámlán* történik.

⁵⁶ Az elhelyezésbe bizonyos országokban beleszámíthatják a pénzügyi intézet pénztárállományát is.

⁵⁷ A jegybanktörvény elvileg lehetőséget ad a hitelintézeteken kívül a befektetési vállalkozások tartalékolási kötelezettség alá vonására is.

9. táblázat Az MNB és az EKB kötelezőtartalék-szabályozása

	MNB-szabályozás	EKB-szabályozás
Tartalékráta	6%*	2%
Tartalékalap	Összes idegen forint- és devizaforrás.	1) Betétek, 2) hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok, 3) pénzüpi papírok.
Tartalékmentes források	1) a jegybanktól, valamint a belföldi hitelintézetektől származó források és időbeli elhatárolásuk* 2) külföldről származó 2 évnél hosszabb lejáratú források 3) 2 évnél hosszabb, hitelviszonyt megtestesítő értékpapír-kibocsátás és jelzáloglevél útján gyűjtött források 4) lakás-takarékpénztárnál elhelyezett betétek	1) bankközi, valamint az EKB-tól és KBER-tag központi bankoktól származó források 2) 2 éven túli lejáratú betétek 3) 2 éven túli lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok útján gyűjtött források 4) repók
Tartalékelhelyezés formája	Elszámolási betétszámlán, havi átlagban	Elszámolási betétszámlán, havi átlagban
Szabályozás alanyai	1) működési engedéllyel rendelkező hitelintézetek 2) külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepei	1) működési engedéllyel rendelkező hitelintézetek 2) külföldi hitelintézetek eurózónában bejegyzett fióktelepei
Tartalékokra fizetett kamat	4,25%* (A kötelező tartalékon felül elhelyezett állományra 0%)	mindenkori irányadó kamat (A kötelező tartalékon felül elhelyezett állományra 0%)
Tartalékolási periódus	Minden hónap 1. napjától, annak utolsó napjáig tart. Az átlagszámításhoz a naptári napokat veszik figyelembe.	Minden hónap 24. napjától a következő hónap 23. napjáig tart, a naptári napok figyelembevételével.

* 2002. szeptember 1-jétől 5%-ra csökkenti az MNB a tartalékrátát és egyúttal 4,75%-ra emeli a kötelező tartalékokra fizetett kamatot, továbbá tartalékmentes lesz a repó.

A számítási periódus egy naptári hónap (ez megfelel az adó- és járulékfizetések rendszerességének), és az elhelyezési periódus a számítási periódust követi. A tartalék számításának alapja a hónap átlagos napi forrásállománya. A bankok a tartalékkövetelménynek a periódus átlagában felelnek meg, de az elszámolási számlájuk egyenlege soha sem lehet negatív⁵⁸. Ez a szabályozás rugalmas likviditásmenedzselési lehetőséget biztosít a bankok számára. Szintén a banki treasury-k likviditáskezelését segíti, hogy az MNB megjeleníti a Reuters monitoron a bankrendszer tartalékelhelyezési kötelezettségének, illetve az adott napig elhelyezett állománynak az idősorát.

A 2002. szeptemberi teljesítési periódustól a tartalékráta 5%-ra csökken és 4,75%-os lesz a tartalékokra fizetett kamat. A tartalékalap és a ráta csökkenésével, továbbá a kamatkompenzáció növekedésével jelentősen mérséklődik a pénzintézeteket a tartalékrendszeren keresztül terhelő jövedelemelvonás, ami az Európai Unió hitelintézeteivel szembeni versenyképességüket növeli. Másrészt a tartalékkötelezettség csökkenése a bankok **likviditásmenedzmentjének** fejlődését is előmozdíthatja, mivel szűkebb tartalékszámle-egyenleg mellett kell hatékonyan működniük. A tartalékszabályozás módosulásai az **EKB** szabályozásával való harmonizációt is szolgálják. A harmonizáció a tartalékszabályozás szinte valamennyi elemét érinti. (9. táblázat)

A JEGYBANKI ESZKÖZÖK FUNKCIÓI

Az MNB által alkalmazott **eszköztáron** belül funkciójuk szerint megkülönböztetjük:

- az irányadó instrumentumként szolgáló eszköz,

- a bankközi kamatok volatilitását csökkentő eszközöket és
- az árfolyam direkt befolyásolását szolgáló eszközöket.

Az irányadó instrumentum

Irányadónak azt az **instrumentumot** nevezzük, amely arra szolgál, hogy a jegybank által közvetíteni kívánt, optimálisnak ítélt kamatszintet a transzmisszió szempontjából leginkább meghatározó futamidőn – figyelembe véve és nem csökkentve a jegybanki beavatkozás hatásosságát – a piacon igyekezzen érvényesíteni. Ez leggyakrabban diktált kamat formájában történik, amikor is a jegybank diszkrecionálisan megállapítja az adott eszköz kamatát. Amikor a pénzpiacra nem alakul ki rendkívüli **likviditási helyzet**, a jegybank és partnerei között az irányadó kamatszinten jön létre az ügyletek meghatározó része. Ezáltal a **monetáris hatóság** az **irányadó** jegybanki **kamattal** közvetlenül és igen hatékonyan képes befolyásolni az **operatív célváltozókat** (ezek általában rövid futamidejű pénzpiaci kamatok, amelyek kitüntetett szerepet játszanak a monetáris politika hatásmechanizmusában).

Hasonlóan lényeges az **irányadó instrumentum kamatának változtatása által adott jelzés** (signalling) szerepe. Az **irányadó kamatszint** változtatására vonatkozó várakozások gyakran már önmagukban is hatnak a hozamokra. Amennyiben a jegybank politikája azonos a piac várakozásaival, az szintén jelzés értékű és azt mutatja, hogy a piac és a jegybank megítélése a pénzügyi, gazdasági folyamatokról hasonló. Látványosabb azonban, amikor a jegybank a piac várakozásaitól eltérő kamatléptést hoz (avagy nem hozza meg a piac által várt döntést). Ilyenkor a piaci szereplők azon felül, hogy várakozásaikhoz képest eltérő kon-

⁵⁸ Kanadában a tartalékráta mértéke nulla, de ennek a perióduson belül átlagban kell megfelelni, tehát a pénzintézetek jegybanknál lévő számlájának negatív egyenlege is lehet (zero averaging).

díciókkal jutnak a jegybanki instrumentumokhoz, azt is tapasztalják, hogy a jegybank eltérően értékeli a makrogazdasági folyamatokat, és ez saját kamatvárakozásaik ártértékelésére ösztönzi őket. Így a központi bank a kamatváltoztatás közvetlen piaci hatásán jelentősen túlmútató változást képes generálni a pénz- és tőkepiacon.

Az irányadó instrumentum futamidejének meghatározásánál alapvető jelentősége van a **transzmissziós mechanizmus** során kiemelt futamidőnek. Az irányadó kamatszint változása a lakossági és vállalati kamatokon keresztül a beruházási és fogyasztási keresletre hat. A reálgazdaságra tehát azzal a jegybanki futamidővel lehet a legdirektebben hatni, amely legközelebb van a transzmisszióban irányadó futamidőhöz (amelyen a bankok átárazzák a változó kamatozású hosszú hiteleiket).

A hitelek átárazásában használt futamidőn túl azonban azt is figyelembe kell venni, hogy ha viszonylag hosszú futamidőt választ a jegybank irányadónak, akkor az megkönnyíti a *spekulációt*. A piac jegybanki kamatlépésre vonatkozó fokozott várakozása (pl. túlzott vagy túl alacsony betételhelyezés) kikényszerítheti a piaci várakozásnak megfelelő lépést, azaz a jegybank kénytelen a várakozásoknak megfelelő irányba elmozdulni.

Az irányadó instrumentum futamidejének megfelelő mértékben kell segítenie és serkenenie a bankok likviditásmenedzselését is. Azt az egyensúlyi futamidőt kell megtalálni, amelyen a jegybanki üzletkötések költséghatékonyak és kellő hatásfokkal befolyásolható a piaci hozamalakulás.

Az MNB a jegybanktörvénynek megfelelően **irányadó kamatként** jegybanki alapkamatot alapít meg. Magyarországon az irányadó eszköz a *kéthetes futamidejű jegybanki betét*, amelynek kamata az alapkamat.⁵⁹

Az irányadó eszköz 2 hetes futamideje optimális a **transzmisszió** szempontjából: hatékonyan képes befolyásolni az MNB operatív céljául szolgáló rövid, 3 hónapos futamidejű pénzüpi kamatok alakulását és a hitelek, betétek kamatátárazódási folyamatát. Bár Magyarországon az **egynapos (overnight, O/N)** piacon van a jegybank monopolhelyzetben, és egyúttal ezen a lejáraton a legmélyebb a bankközi piac, az O/N működés többszöri „beavatkozást” igényelne, és jelentősen növelné a jegybank költségeit. A kéthetes futamidő megfelel a spekuláció elleni elvnek és az **EKB** gyakorlatának is. Az MNB ugyanakkor azért is választotta a kéthetes instrumentumot irányadó eszközüül, mivel az 1 hónapos tartalékolási periódus mellett ez célszerű a likviditás biztonságos lekötéséhez.⁶⁰

A bankközi kamatok volatilitását csökkentő eszközök

A jegybank szempontjából fontos kérdés, hogy a bankközi piac likviditási helyzetének hektikus alakulása és ennek nyomán a bankközi O/N, illetve rövid futamidejű hozamok ingadozása befolyásolja-e a monetáris politika transzmissziós mechanizmusának hatékonyságát, azaz tovagűrűzik-e a **hozamgörbe** hosszabb lejárataira is. Ez azért káros, mert ilyenkor a bankközi piac pillanatnyi likviditási helyzete befolyásolja a jegybanki operatív célként megjelölt kamatok alakulását, és ennek

⁵⁹ 2001-et megelőzően az alapkamathoz effektív jegybanki üzletkötés nem kapcsolódott, jogszabályok hivatkozási alapjául szolgált, valamint a korábbi refinanszírozási hitelkonstrukciók egyes elemeit árazták hozzá.

⁶⁰ 1998 őszéig elvált egymástól az irányadó instrumentum és a tartalékperióduson belüli likviditásmenedzselésre használt eszköz. Addig a tartalékolási periódus kéthetes volt (pontosabban havonta két periódus volt), ezeken belül pedig az egyhetes betéttel (illetve aktív repóval) is át lehetett hidalni a likviditási problémákat. Az irányadó instrumentum a 28 napos betét volt.

során zajt visz a **monetáris transzmisszió** mechanizmusába.

A bankrendszer szabad likviditásának szintje szoros, fordított irányú kapcsolatban áll a bankközi kamatokkal. Amikor a bankok bőséges szabad tartalékokkal bírnak, akkor jegybanki betétekben kötik le felesleges pénzüket, és annak hozama lesz mérvadó a bankközi kamatokat illetően. Ha azonban a bankok nagyobb része nem elégedett saját tartalékpozíciójával, akkor tartalékok iránti felerősödött keresletük a bankközi kamatokat a jegybank betéti kamatának szintje fölé emeli.⁶¹

Kamatfolyosó

A jegybanki **kamatfolyosó** az O/N bankközi kamatok szélsőséges ingadozását akadályozza meg, és ezáltal elősegíti a transzmisszió hatékonyságát. A bankközi kamatok stabilizálását, simítását szolgálja, ha a kamatfolyosó tetején és alján elhelyezkedő instrumentum kamatszintje közel van egymáshoz.

A *kamatfolyosó teteje* (kamatplafon) azt jelenti, hogy a jegybank meghatározza azt a hitelkamatot, amelyen egynapos futamidővel – értékpapír-fedezet mellett – hitelt nyújt. Amennyiben a bankoknak rendkívüli szükségük van rövid likviditásra, de valamilyen ok miatt nincs lehetőségük azt a bankrendszeren belül – a bankközi pénzpiacon – megszerezni, a kamatok akkor sem emelkedhetnek szélsőségesen magasra, mivel a jegybank egy viszonylag magas kamatszinten minden igényt kielégít. A bankközi egynapos kamatszint tehát tartósan nem lehet magasabb a kamatplafonnál.

Ehhez hasonló módon a **kamatfolyosó aljának** (kamatpadló) nevezzük azt a jegybank által

megjelölt kamatot, amelyen az ügyfélkör jogosult arra, hogy egynapos betéti vagy betéti jellegű műveleteket végezzen a központi bankkal. Az egynapos bankközi piacon a kamatszint esetenként lecsökken, amikor likviditásbőség van a piacon. A kamatpadló arra szolgál, hogy a kamatszint csökkenését egy viszonylag alacsony ponton megállítsa. Ezen a kamaton a hitelintézetek korlátozás nélkül elhelyezhetik a jegybanknál a fölös pénzeszközöket egynapos lejáratra, így a kamatfolyosó aljánál kisebb kamaton a bankoknak nem áll érdekében egynapos bankközi ügyletet kötni.

Így a kamatfolyosó által keretek közé szorítható a szélsőséges bankközi kamatvolatilitás. Instrumentumai többnyire egynapos műveletekre vonatkoznak: a kamatfolyosó aktív szélén a nemzetközi gyakorlatban általában az egynapos aktív repó, a fedezett (lombard) hitel, az automatikus számlahitel (overdraft) vagy a swap a leggyakoribb.⁶² A passzív oldali eszközök között leginkább az egynapos passzív repó vagy a betét jellemző. Mindegyik esetben egy előre meghatározott kamaton és az ügyfél (általában hitelintézet) kezdeményezésére történik az ügylet.

Magyarországon az egynapos bankközi kamatok alsó határát a *jegybanki egynapos betét* kamata jelenti, az aktív oldali **rendelkezésre állás** formája pedig az *O/N fedezett hitel*. A kamatfolyosó határai folyamatosan biztosítottak, az MNB aktív oldali rendelkezésre állásának egyetlen „természetes” korlátja a bank portfóliójában lévő állampapír-állomány (korlátlan rendelkezésre állás).

Az MNB 1998 második felétől fokozatosan csökkentette a *kamatfolyosó szélességét*. A kamatfolyosó szűkítésének célja – a fejlettebb

⁶¹ Gereben (1999)

⁶² Előfordulhat, hogy a kamatfolyosó az egynaposnál hosszabb futamidőkön is értelmezhető. (Ez történt a kilencvenes évek közepétől 1998 szeptemberéig Magyarországon, amikor egyhetes aktív és passzív repót is alkalmaztak.)

országokhoz hasonlóan – az, hogy a magyar pénzügyi egynapos kamatvolatilitása csökkenjen. A jegybank törekszik arra, hogy a *kamatfolyosó szélessége* ne csak az optimális szintre csökkenjen, hanem az **irányadó instrumentum** kamatszintjére nézve szimmetrikus legyen. Az MNB által fenntartott kamatfolyosó 1999–2001 között az irányadó kamat körül $\pm 2\%$, ezt követően $\pm 1,5\%$ volt, 2002. szeptember 1-jétől pedig ± 1 százalékpont szélességű. (A kamatfolyosó alakulásáról lásd a 11. ábrát!)

Tartalékrendszer átlagolási mechanizmusa

Az O/N kamatok ingadozását a **kötelező tartalékolás** átlagolási mechanizmusa is simítja. A kötelező tartalék rendszerében található nagyobb puffer megkönnyíti a bankrendszer

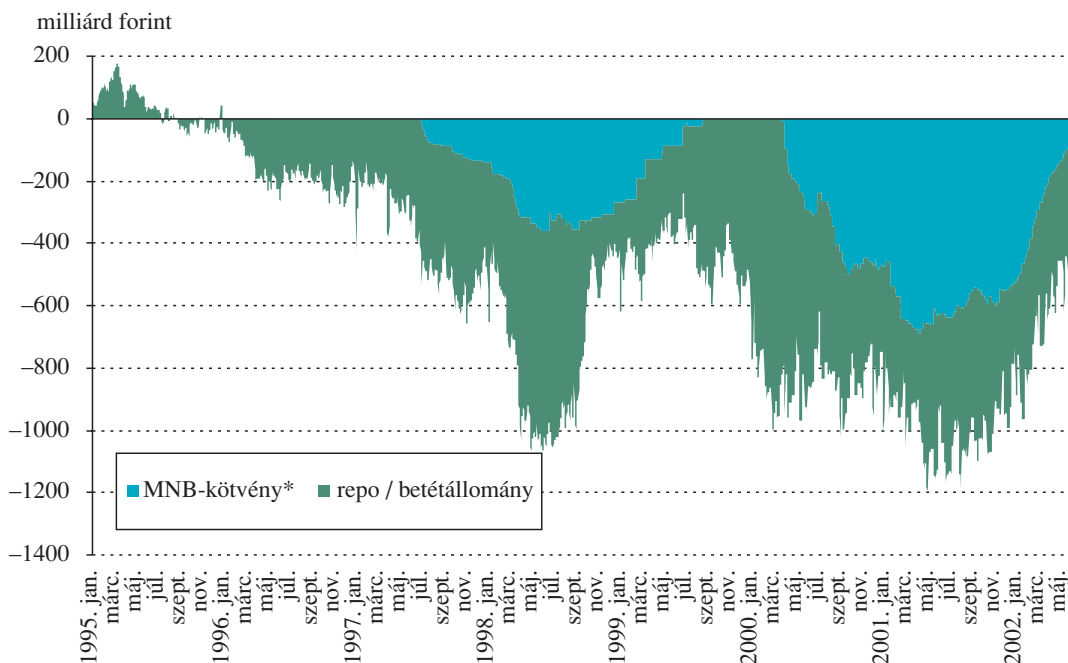
alkalmazkodását az olyan szituációkhoz, amikor a bankközi likviditás hirtelen, előre nem látható mértékben megváltozik (likviditási **sokkok**) és egyben a bankrendszer strukturális likviditásfeleslegének lekötését is szolgálja (szolgálta).

Az átlagolási mechanizmusnak köszönhetően a tartalékállomány ingadozhat, és a kötelező tartalék mint puffer *csökkenti az O/N bankközi kamatok volatilitását*. Így csökken annak a kockázata, hogy a rövid kamatok ingadozása továbbgyűrűzik a hosszabb hozamokba, ezáltal rontva a **kamattranszmisszió** hatásfokát.

Gyorstender

Míg az egynapos fedezett hitel, valamint betét a **kamatfolyosó** fenntartására szolgál, addig a

16. ábra A sterilizációs állomány alakulása Magyarországon



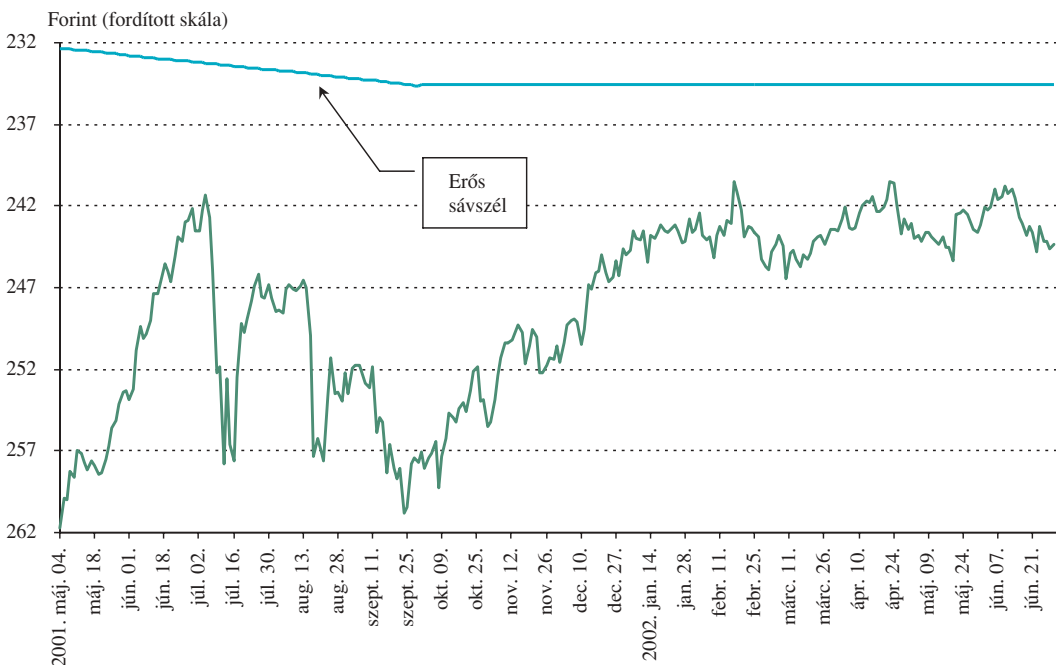
*A kategória tartalmaz minden MNB által kibocsátott kötvényt.

gyorstender segítségével az MNB az O/N kamatszint kamatfolyosón belüli alakulását direkt módon befolyásolhatja. A gyorstenderek használatával egyrészt a váratlan nemzetközi események okozta *jelentősebb pénzmozgások magyarországi hatásai csökkenthetők*, másrészt esetlegesen *segítheti a likviditásmenedzselést*, különösen a tartalékolási periódus előre nehezen tervezhető utolsó napjain. A bankrendszer átmeneti likviditászavara esetén az MNB megfontolhatja, hogy a bankközi kamatokat hagyja-e a kamatfolyosó határain belül jelentősen elmozdulni, vagy gyorstenderrel meggátolja a zavaró hatású (esetleg indokolatlan) kamatvolatilitást. A gyorstender az MNB diszkrecionális eszköze, futamidejét a jegybank tetszőlegesen meghatározhatja, és lehet aktív vagy passzív oldali is. Alkalmazására ritkán került sor.⁶³

A likviditás **finomhangolása** tehát elsősorban a tartalékperióduson belüli likviditásingadozás menedzselését jelenti, amelyhez a bankrendszer likviditásának folyamatos figyelése és előrejelzése szükséges. A „durva szabályozás” célja a hosszabb távú vagy eseti likviditásingadozás (pl. a jegybank devizapiaci **intervenciójának**) semlegesítése. Azokban az országokban, amelyekben a tőkebeáramlás strukturális likviditásbőséghez vezet, az autonóm forrásokból származó, feleslegesnek ítélt likviditás lekötése is a **likviditásmenedzselés** része.

Szűk árfolyamsáv mellett, a tartós jegybanki **intervenció** esetén az MNB többféle eszközzel (betéttel, kötvénnyel), illetve a **sterilizációs** állomány struktúrájának futamidő szerinti átrendeződésével is igyekezett megelőzni a **devizatar-**

17. ábra Az árfolyam alakulása a sávnyitás után (2001. május – 2002. június)



⁶³ Az MNB likviditászabályozásáról részletesebben ír Antal Judit – Barabás Gyula – Czeti Tamás – Major Klára (2001).

talékok gyors leépülését, meghosszabbítani a lekött állomány átlagos futamidejét. (16. ábra)

A DEVIZAPIACI MŰVELETEK

A jegybank szerepe a devizapiacra eltér a hazai pénzpiacra betöltött szerepétől. Egyes – főleg a fejlődő – országokban a devizapiaci műveletek az **eszköztár** fontos részét képezik. Amennyiben a devizapiaci műveletekkel a jegybankok a pénzpiac likviditását kívánják befolyásolni, úgy főleg swapokat vagy devizarepókat használnak, amelyek az árfolyam szintjét nem befolyásolják. Másrészt a devizapiaci műveletek az adott árfolyam(rendszer) fenntartását is szolgálhatják: ilyenkor a jegybank, az árfolyam-felértékelődés elkerülésére, a devizapiacra devizát vásárol (interveniál), ezáltal megnöveli a forgalomban lévő hazai deviza mennyiségét. Ezzel ellentétben devizát ad el, ha a devizapiacra leértékelődik a belföldi fizetőeszköz.

2001. május 3-án a forint euróval szembeni árfolyamingadozási sávja $\pm 15\%$ -ra szélesedett. Az **inflációs célkövetés** rendszere mellett is lehetőség van a jegybank **devizapiaci intervenciójára**. Az árfolyamnak kitüntetett szerepe van a **dezinflációs** mechanizmusban és ezért a monetáris politikai döntéshozatalban is.

Az MNB 9:00-tól 15:00-óráig⁶⁴ áll a devizapiaci partnerek rendelkezésére az árfolyamsáv szélein: az erős szélén automatikusan devizavételi ajánlattal él, míg a gyenge szélén devizaeladásra tesz felső mennyiségi limit nélküli ajánlatot. Az ügyletek elszámolása az üzletkötéstől számított második munkanapon történik meg. Minthogy a legalacsonyabb kötési összeg 4 millió euró, amelyet egytized milliós lépésekkel lehet emelni, elképzelhető, hogy a lényegesen alacsonyabb összegeket érintő

ügyletek egy része esetén a kötési árfolyam az árfolyamsávon kívülre esik.

A szűk sávós rendszerben gyakran előfordult, hogy a jegybank kereskedett (interveniált) a sávszéleken, jellemzően az erős sávszélén. 2001. május 4-e, a sávszélesítés óta azonban sávszéli kereskedésre nem volt példa. (17. ábra)

Széles árfolyamsáv mellett a *volatilitás* csökkentését és az *árfolyam alakítását* célzó **intervenció** is folytatható a jegybank szándékai szerint. Az MNB-nek megmaradt a lehetősége arra, hogy a forint árfolyamának befolyásolása érdekében a sávon belül is kereskedjen, ha az egyéb eszközök mellett erre is szükség van egy esetlegesen kialakuló rendkívüli helyzetben a piac és a várakozások stabilizálásához. A sávszélesítés óta azonban sem jegybanki devizavásárlásra, sem devizaeladásra nem került sor a sávon belül.

Hiteles árfolyamsáv esetén a sávszélek effektív beavatkozás nélkül is hatással vannak az árfolyamra (target zone). Például az árfolyamsáv erős széléhez közeledve egyre kisebb a valószínűsége a további erősödésnek. Ezért a piaci szereplők az árfolyam gyengülésére számítva forintot adnak el, illetve hosszú devizapozíciót nyitnak, amely az árfolyam gyengüléséhez vezet. Nem hiteles sáv esetén viszont a sávszélhez közeledve egyre nagyobb az esélye egy felértékelődésnek, így extraprofit elérésének, és ez gyorsítja az árfolyamrendszer elleni spekulációt.

A **dezinflációs** pályához tartozó árfolyamszintek kommunikálására a **verbális intervenció** is alkalmas. A jegybanki kommunikációnak ez az egyedi eszköze orientálhatja a piaci árfolyamvárakozásokat, ha az MNB a piacon kialakult

⁶⁴ Az MNB üzleti idő-táblázata a mellékletben található.

árfolyamszintet vagy várt árfolyampályát az inflációs cél szempontjából nemkívánatosnak, vagy **hosszú távon** fenntarthatatlannak ítéli, de a kamatok szintjén nem kíván változtatni. A verbális intervenció akkor hiteles, ha kudarca esetén a jegybank egyéb eszközöket (kamatlépés, devizapiaci intervenció) is hajlandó bevetni céljai eléréséhez. Ellenkező esetben csökken a jegybank hitelessége.

AZ ESZKÖZTÁR MŰKÖDÉSI KERETÉNEK TOVÁBBI ELEMEI

Likviditástervezés az MNB-ben

A bankközi piacon kialakuló hozamok befolyásolása, a **likviditásszabályozás** a monetáris politika legalsó szintjének tekinthető, ami nélkülözhetetlen feltétele a végső célkitűzések megvalósításának. A likviditásszabályozás folyamata során a jegybank meghatározza a kereslet-kínálat viszonyait a tartalékok piacán. A **jegybankpénz** (számlapénz) piaca sajátos: a *kínálati oldalon* a központi bank monopolhelyzet-

ben van. A kereskedelmi bankok jegybankpénz iránti *keresletének* két forrása van. Egyrészt szükségük van készpénzre váltható követelésekre ügyfeleik készpénzigényének kielégítéséhez, illetve a napi tranzakciók lebonyolításához működési tartaléokra, másrészt meg kell felelniük a jegybanki tartalék-előírásoknak (**kötelező tartalék**). A tartalékkötelezettségnek való megfelelés céljából tartott jegybankpénzt a bankok működési tartalékként használhatják.

Mivel a jegybankpénz iránti kereslet jellemzői adottak, a jegybank feladata a kínálat oly módon történő szabályozása, hogy elérje kamat- vagy mennyiségi céljait. Ez két részből áll: egyrészt a jegybanknak folyamatosan biztosítania kell a keresletnek megfelelő likviditást, ezt nevezzük **likviditásmenedzselésnek**, másrészt a kamat- vagy mennyiségi célok változtatása esetén a jegybankpénz kínálatának feltételeit is változtatni kell. Rögzített jegybanki kamatok mellett is szükség lehet a likviditás szabályozására piaci problémák esetén,

10. táblázat Az MNB egyszerűsített mérlege

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

* Az ÁPV Rt. betétével együtt.

vagy a jegybanki információs előny kihasználása érdekében.

A likviditásszabályozás kétféle lehet: a *diszkrecionális szabályozás* lényege, hogy a jegybank dönti el, mekkora mennyiségben fogad el a bankrendszerből betéteket (vagy ad el állampapírokat), illetve ajánl fel számukra hiteleket (vagy vásárol állampapírokat). Ez tehát aktív jegybanki likviditásmenedzsmentet jelent. *Alkalmazkodó szabályozás* esetén a központi bank nem a mennyiségeken keresztül befolyásolja a kamatokat, hanem közvetlenül hat rájuk. Ilyenkor a likviditásszabályozás a bankrendszer kezében van: a jegybank a bankok „rendelkezésére áll” a műveleteivel, tehát előre meghatározott kamaton kínál forrásokat, illetve fogad el betéteket, és ezeket a bankok saját belátásuk szerinti volumenben veszik igénybe. A diszkrecionális szabályozás esetén *jegybanki likviditástervezésről*, míg az alkalmazkodó esetben inkább *likviditásfigyelésről* beszélhetünk (a kereskedelmi bankok önszabályozó magatartásának vizsgálatáról).⁶⁵

A bankrendszer likviditásának folyamatos nyomon követése értékes információkkal szolgál a piac várakozásairól, illetve arról, hogy szükséges-e az eszközrendszer, a bankközi piac keretfeltételeit módosítani. Az MNB ezért napi szinten követi a banki fizetések, likviditáslekötések alakulását, illetve folyamatosan frissíti a közeli jövőre vonatkozó likviditási előrejelzését. A pontos likviditás-előrejelzés nélkülözhetetlen feltétele a jegybank és a költségvetés közötti jó információáramlás.

A likviditástervezés a **jegybankpénz** keresletére és kínálatára ható tényezők, azaz a jegybankmérleg eszköz-, illetve forrásoldali tételei várható alakulásának előrejelzése. A 10. táblá-

zat azt a sematikus jegybankmérleget mutatja be, amit az MNB a likviditás előrejelzéséhez felhasznál.

A likviditástervezés szempontjából a banki tartalékteljesítés alakulása érdekes, mert ez határozza meg a bankrendszer egészének számlapénz iránti keresletét. A jegybank a **likviditási helyzet** figyelése során minden tényezőt abból a szempontból vizsgál, hogy a *jegybankmérleg adott tételének változása miként hat a bankok tartalékállományára*. A mérlegtételek egy részének változása nem érinti a kereskedelmi bankok számlaállományát: pl. a költségvetés és a jegybank közötti műveletek (nettó kamatfizetések, a Kincstár MNB felé irányuló hiteltörlesztése, a jegybank és a költségvetés devizaadóssággal kapcsolatos műveletei).

A kereskedelmi bankok számlapénz-állományának előrejelzéséhez a fenti változók mindegyikére *prognózist* kell készíteni. Az előrejelzés birtokában kiszámolható, hogy jegybanki betételhelyezés és hitelfelvétel hiányában mekkora a tartalékszámok havi várható átlagos állománya, majd ez az állomány egybevetethető a bankrendszernek a hónap hátralévő részében teljesítendő kötelező tartalékával. A két szám különbsége a bankrendszer *szabad likviditása* (likviditásfeleslege vagy -hiánya) az a pénzösszeg, amit a jegybanknál a tartalékperiódus végéig el kell helyeznie, vagy amelyet az MNB-től hitelként fel kell vennie. Ez azonban nem határozható meg pontosan, mert a likviditást a tartalékolási periódus végéig számos váratlan tényező eltérítheti pillanatnyi várható értékétől.

A bankrendszer számára a gondot az jelenti, ha hónap végi szabad tartaléka negatív, azaz drága jegybanki hitelre szorul a kötelező tartal-

⁶⁵ Az MNB-nél folytatott likviditásszabályozás inkább alkalmazkodó jellegű, de tartalmaz diszkrecionális elemeket is (MNB-kötvény, gyorsítvány).

lékszint eléréséhez. Ezt elkerülendő a bankok igyekeznek szabad tartalékaikat mindvégig pozitív szinten tartani, azaz olyan biztonsági állományt építenek fel, amely képes a tartalékszámát érő negatív hatásokat elnyelni. Ugyanakkor a bankoknak az a célja, hogy a lehető legmagasabb kamatjövedelem mellett váljanak meg felesleges likviditásuktól. A hónap legutolsó napjára szabad likviditásukat minimális szintre kell csökkenteniük, mivel az MNB a kötelező tartalékon felüli átlagos számlaállományra nem fizet kamatot. A tartalékperiódus előrehaladtával a hó végi tartalékpozíciót övező bizonytalanság mérséklődik, így a szabad likviditás kisebb állománya is elegendő biztonságot nyújt.

A bankközi piac kiegyenlítő mechanizmusai biztosítják, hogy az egyedi bankok összesített pozícióját a bankrendszer globális likviditásfeleslege jól közelítse. Az erre vonatkozó prognózis alapján az MNB képes a bankközi kamatok mozgását is előre jelezni. Az MNB által a Reutersen közzétett bankrendszeri tartalékállományt egyedi ügyfélkörből származó likvidi-

tási információkkal kiegészítve a bankok is követhetnek tudnak a bankrendszer likviditási helyzetére, ezáltal az O/N kamatok várható mozgására.

Az MNB partnerköre

A jegybankok általában arra töreksenek, hogy elsősorban azon piaci szereplőkkel végezzék műveleteiket, amelyeken keresztül monetáris célkitűzéseiket a leghatékonyabban érvényesíteni tudják, vagyis akiken keresztül a **transzmisszió** a leggyorsabb. A nemzetközi gyakorlat alapján a partnerkör megválasztásában döntő szerepe van a pénzpiaci hagyományoknak, a pénzügyi közvetítőrendszer, illetve a bankközi piac tulajdonságainak. Az **EKB** a Bundesbanktól örökölt széles, míg a Bank of England meglehetősen szűk ügyfélkörrel áll kapcsolatban. A monetáris célú műveleteken túli jegybanki szolgáltatások (pl. a központi banki számlavezetés, illetve a monetáris célokhoz szorosan kötődő, a fizetési forgalom zökkenőmentességét is biztosító fedezett hitel) ügyfélköre egyéb szempontok által is meghatározott.

11. táblázat Az MNB-partnerkör egyes csoportjainak üzleti tevékenységre való jogosultsága

	Tartalék-követelmény	O/N betét és 2 hetes betét	O/N fedezett hitel	MNB-kötvény, azonnali érték-papír-ügylet	Gyorstender
Bank	X	X	X	X	X*
Szakosított hitelintézet	X	X	X		
Integrált takarékszövetkezet	X				
Nem integrált takarékszövetkezet, hitelszövetkezet	X		X		
Elsődleges forgalmazó				X	

*Az MNB az Üzleti feltételekben további korlátozással él.

A jegybankok kétféleképpen szabályozhatják, hogy az adott típusú műveletben mely ügyfelek vehetnek részt. Egyrészt meghatározhatják *direkt módon*, korlátozóan vagy felsorolva (pl. hitelintézetek típusa szerint). Másrészt olyan *technikai* (pl. VIBER-tagság vagy KELER-nél vezetett értékpapírszámla), *illetve egyéb feltételek* (pl. minimális ajánlati összeg) *megjelölésével élhetnek*, amelyek egyes – az ügylet végzésére egyébként jogosult – intézmények számára nem teszik lehetővé, vagy nagyon megnehezítik a jegybankkal történő üzletkötést. Ezek a feltételek elsősorban a hatékonyságot szolgálják. A monetáris **eszköztár** bizonyos elemei a normál üzletmenethez kapcsolódnak (O/N fedezett hitel és a kéthetes **irányadó eszköz**), így ezeknek egy szélesebb ügyfélkör és kevesebb indirekt előírás is megfelel. Szükséges piaci szituációban azonban, amikor az MNB esetleg gyorsrendert alkalmaz, a legfontosabb szempont a gyorsaság, ezért a jegybank csak a nagy, jelentős ügyfelekkel köt üzletet.

Az MNB partnerköre általánosságban azokat a jogi személyeket tartalmazza, amelyekkel a jegybank – funkciói ellátásakor – valamilyen üzleti kapcsolatba kerül vagy kerülhet. Ebbe a rendkívül tág értelmezésbe beleférnek azon partnerek, amelyekkel a jegybank monetáris politikai céljainak megvalósítása során kerül kapcsolatba, és azon intézmények is, amelyeknek az MNB vezeti a pénzforgalmi számláját. Így az MNB a táblázatban felsorolt intézményeken (bankokon, szakosított és egyes szövetkezeti hitelintézeteken, kivéve az elsődleges forgalmazókat) kívül a KELER-nek, a Befektetővédelmi Alapnak (BEVA), az Országos Betétbiztosítási Alapnak (OBA), a GIRO Elszámolásforgalmi Rt.-nek, a Magyar Export hitel Biztosító Rt.-nek (MEHIB), az ÁPV Rt.-nek, az Államadósság Kezelő Központnak (ÁKK Rt.) és a Magyar Államkincstárnak is vezet pénzforgalmi számlát. (11. táblázat)

Az MNB minden monetáris politikai eszközéhez külön-külön meghatározza az ügyfélkört,

de a jegybankkal kötendő ügyletek végzésében az ügyfeleket korlátozhatják az adott konstrukció egyéb kondíciói (például minimális kötési összeg vagy a kötési összeg mértékének növelése, azaz a lépésköz) is. A legtöbb ügyfél az O/N fedezett hitelhez juthat hozzá, ami elsősorban ezen eszköz kettős – a **fizetési rendszerekhez** és a monetáris politikához is kötődő – szerepének köszönhető. A monetáris politika szempontjából kiemelt kéthetes irányadó instrumentum partnerköre már szűkebb. Szembetűnően szigorú követelmények a gyorsrenderek esetében kerültek megállapításra: a banknak nemcsak képesnek kell lennie arra, hogy az MNB tenderkiírását követő 30 percen belül döntést hozzon arról, hogy részt vesz-e az aukción, és milyen kondíciókkal, hanem rendelkeznie kell a megfelelően gyors adatátviteli csatornával, és a legkisebb ajánlattételi mennyiség sem lehet kevesebb 500 millió forintnál.

Fedezetértékelés

Az eszköztárral kapcsolatos alapelvek, hogy a jegybank hiteloldali műveletet csak megfelelő fedezet ellenében végez üzleti partnereivel, és ezt a KBER-ben is kötelezően előírják. Az MNB-nek kockázata származhat abból, hogy a fedezett hitelügyletek esetében a fedezetként szolgáltatott értékpapírok árfolyama a hitelek futamideje alatt változhat. A kockázat kezelése alapvetően kétféleképpen történhet.

Normatív fedezetértékelés esetén a hitelügylet megkötésekor a fedezet befogadási értékét úgy határozzák meg, hogy ezen érték alá a fedezet piaci értéke csak elfogadhatóan kis valószínűséggel csökkenjen. Ebből következik, hogy a piaci érték és a befogadási érték különbsége annál nagyobb, minél hosszabb az ügylet futamideje, illetve minél nagyobb a fedezetül szolgáló értékpapír árfolyamának volatilitása.

Napi fedezetértékelés esetén naponta ellenőrzik, hogy a fedezet értéke elegendő biztosíté-

kot nyújt-e abban az esetben, ha a hitelt nem törlesztenék. Abban az esetben, ha a fedezettség nem áll fenn, a hitel felvevője megnöveli a fedezetül szolgáló értékpapírok állományát, vagy törleszti a hitel fedezetlenné vált részét. A felek általában úgy állapodnak meg, hogy a fedezettség helyreállítására csak akkor kerül sor, ha a fedezet értéke egy előre meghatározott értéknél nagyobb mértékben csökken.

A napi fedezetértékelés előnye abban rejlik, hogy a hitelügylet futamidejéből származó kockázat marginálissá válik, így a hitel felvevője ugyanazért az értékpapírért nagyobb pénzösszeghez jut, mint amennyit normatív fedezetértékelés esetén érhetne el. A napi fedezetértékelés azonban fejlettebb **fizetési és elszámolási rendszert** feltételez.

Az MNB a **fizetési rendszer** fejlesztésével párhuzamosan átalakította a fedezetértékelés folyamatát is. 1999 februárjától lépett életbe az ún. normatív fedezetértékelési rendszer, amelynek keretében az MNB aktív oldali hitelügyleteinél a fedezetként elfogadott értékpapírokat egységes metódus alapján értékeli. 2001 végén az MNB kiterjesztette a fedezetértékelési rendszerét a napközi és napvégi hitelekre is (korábban napközi és napvégi hitelügyleteknél a jegybank névértéken fogadta be a fedezetet). Az eljárás publikussá és így a partnerbankok számára előre kiszámíthatóvá vált.

A jegybank a fedezet piaci értékét árjegyzett papírok esetén az üzletkötést megelőző napon elérhető árfolyamadatokról származtatja, míg a nem árjegyzett papírok árfolyamát a **hozamgörbe** alapján határozza meg. A fedezet befogadási értéke a bruttó piaci árfolyam és a befogadási mérték szorzata. A befogadási mértékek kialakításánál a hátralévő futamidő, kamatozás és árjegyzés szerint az értékpapírokat csoportokba sorolták, melyeken belül a befogadási mértékek azonosak. Alapvetően került megfo-

galmazásra, hogy az MNB ne kerülhessen az esetek 1%-ánál többször alulfedezett állapotba.

A jegybank által – fedezet mellett – nyújtott *hitelügyletek* a következők: napközi hitel, O/N fedezett hitel és **aktív repó** gyorstender. A napközi és az O/N hitelek fedezetül a partnerbankok állampapírok MNB részére történő zárolásával limitet állítanak be. Ebben a rendszerben a bankoknak lehetőségük van arra, hogy zökkenőmentesen bonyolítsák le a fizetési forgalmukat. Ahhoz, hogy a fedezetértékelés beiktatása ne okozzon jelentősebb időbeni fennakadást a VIBER működésében, annak napon belül bármikor automatikusnak kell lennie (megfelelő fedezet hiányában a VIBER nem teljesít átutalást). Az automatizmus biztosítása érdekében a fedezetértékelést az MNB-től előzetesen kapott adatok alapján a KELER végzi. Aktív repó gyorstender esetén nem áll fenn ilyen automatizmus. Az ügylet megkötésekor az ügyfelek megnevezik a fedezetül felajánlott értékpapírjaikat, amelyek a hitel törlesztéséig az MNB részére zárolva maradnak.

A normatív fedezetértékelést várhatóan 2002 végén, 2003 elején felváltja a fedezetek napi újraértékelése. Mindezt elsősorban az aktív oldali szabályozásra történő átállás jövőbeni lehetősége és ezzel párhuzamosan egy hosszabb futamidejű aktív oldali eszköz bevezetése indokolja. A fedezetértékelés ma működő normatív rendszerében ugyanis egynaposnál hosszabb futamidejű hitel oldali ügyletek esetén, a hosszabb futamidő okozta nagyobb kockázat miatt az O/N hitelügyleteknél alkalmazottnál alacsonyabb befogadási mértékére lenne szükség. Ez a bankok számára megnehezítené a jegybanki hitelhez jutást. A napi újraértékelés bevezetésével a hitelügylet futamidejéből fakadó kockázat marginálissá válik, így a fedezetként elfogadható értékpapírok befogadási mértékei nem fognak különbözni számottevő mértékben az O/N futamidőn alkalmazottaktól. A módosítások következtében a

fedezetértékelés rendszere lényegében meg fog felelni az **EKB** irányelveinek.

A fedezetek körét illetően az MNB-nek fel kell készülnie arra, hogy a **KBER**-hez történő csatlakozás időpontjában a jelenlegi fedezetek körén kívül (forintban denominált magyar állampapírok) képes legyen befogadni valamennyi KBER-ben elfogadott fedezetet.

Az értékesítés formái

Az MNB outright műveleteit, kötvényének értékesítését, a hitelnyújtást, illetve a betétek fogadását a pénzügyi műveleteinek üzleti feltételei szerint végzi.

Az értékesítési típusok között megtaláljuk a:

- folyamatos **rendelkezésre állást** (O/N betét, O/N fedezett hitel)
- a szakaszos rendelkezésre állást (2 hetes betét), továbbá
- az aukciót/tendert, illetve a gyorstendert.

A *folyamatos rendelkezésre állás* keretében értékesített instrumentumok a jegybank partnereinek a kezdeményezésére aktiválódnak. Az ügyfél ilyenkor aznap esti értéknappal az MNB üzleti idejében (illetve azon belül az ajánlatok benyújtásának idejében) szabadon helyezhet el O/N betétet, vagy vehet fel O/N fedezett hitelt.

A *szakaszos rendelkezésre állás* azt jelenti, hogy csak előre meghatározott nap(ok)on áll rendelkezésre a jegybank, de az adott napon belül a folyamatos rendelkezésre álláshoz hasonlóan. A szakaszos rendelkezésre állás előnye az, hogy a kamatok direkt meghatározása mérsé-

keltebbé válik a ritkább üzletkötési lehetőség miatt, illetve a bankokat aktívabb likviditásszabályozásra, vagyis **likviditási helyzetük** előzetes felmérésére, a várakozásaik pontos kialakítására ösztönzi, ami a **transzmissziós** mechanizmus hatékonyságát javítja. A fennmaradó négy munkanapon – rendkívüli eseteket kivéve – a hitelintézeteknek a jegybank csak a **kamatfolyosó** szélén ad segítséget a likviditási pozíciójuk egyensúlyozásához.

Az MNB-kötvényt *szabad vagy változó kamatú aukción* értékesítette a jegybank, ez utóbbi esetében az MNB meghatározta az értékesítésre felkínált mennyiséget.

Az MNB Üzleti feltételek alapján a tendernek és a gyorstendernek is több típusa létezik. Ebben szerepel a fix kamatú tender, a változó kamatú tender és a szabad tender. Ezeket a tenderformákat a jegybank – **sterilizáció**, kamatszint-kiigazítás vagy finomszabályozási célból – belátása szerint alkalmazhatja mind a betéti, mind pedig a hitel oldalon. A jegybank a rövidebb futamidejű **irányadó**, illetve sterilizációs **eszközök** esetében nem alkalmazza a tendereket, de a bevezetésükre bármikor lehetősége van.

A *fix kamatú (gyors)tender* alatt azt értjük, amikor a kiíró előre megállapítja a kamatot, és az ajánlattétel időpontjában ezen fogad el ajánlatokat a mennyiségre⁶⁶. Közgazdasági tartalmát illetően ez nem tér el jelentősen a szakaszos rendelkezésre állástól, de néhány technikai különbség tapasztalható: a tender esetében eredményhirdetést tartanak, ebből az következik, hogy eredménytelenné is lehet azt nyilvánítani, illetve az, hogy az összes elfogadott mennyiség nyilvánosságra kerül. A tendereket külön-külön kell meghirdetni (tehát diszkrét időpontokban),

⁶⁶ Ennek egy esete lehet a *mennyiségi limités fix kamatú tender*, amelynél a korábbi feltételeken túl a kiíró előre megmondja az elfogadni szándékolt mennyiséget is. Amennyiben a benyújtott ajánlatok összege nagyobb a megjelölt összegnél, akkor az értékesített mennyiség a beadott ajánlatokkal arányosan lesz elosztva.

míg a szakaszos rendelkezésre állás automatikusan meghatározott napokon történik. A tendereken a futamidők akár minden alkalommal változhatnak, míg a szakaszos rendelkezésre állásnál ez inkább csak elméleti lehetőség. A folyamatos és szakaszos rendelkezésre állás, illetve a fix kamatú tender lehetőséget ad a kamat rögzítésére (ármeghatározásra).

A *változó kamatú (gyors)tender* lényege az, hogy a kiíró az értékesítésre szánt mennyiséget meghirdeti, és az ajánlatoknak a mennyiség mellett a felajánlott (illetve elvart) hozamot is tartalmazniuk kell. Az értékelés során az ajánlatokat a kiíró számára kedvezőbbtől a kedvezőtlenebb felé rendezik sorba. Az ajánlatok elfogadása ebben a sorrendben történik, de a kiírásban szereplő mennyiség felső limitet jelent. A tárgynapon lebonyolított tendert az MNB a megelőző napon hirdeti meg, míg a teljesítés a következő napon történik meg. Ezt az eszközt a jegybank ajánlati áras (holland típusú) tenderként kezeli, tehát az ügyfelek a tenderen elnyert összegre az ajánlatukhoz kapcsolódó kamatot kapják/fizetik. A jegybanknak minden esetben joga van eltérni a meghirdetett mennyiségtől.

A *szabad (gyors)tender* meghirdetése esetében a kiíró sem limitösszeget, sem kamatot nem hirdet meg, így a mennyiségi tendernél leírt allokációs eljárással azonos módon sorba rendezett ajánlatok közül a kiíró kamat- vagy mennyiségi preferenciáinak érvényesítésével (esetleg ezeket variálva) dönt az elfogadott ajánlatokról. A szabad tender ajánlati áras formában kerül lebonyolításra. A változó kamatozású és a szabad tenderen a jegybank árelfogadó.

Az eszközök kondícióiban bekövetkező változások kommunikációja

Az MNB a döntéseiről különböző csatornákon – levélben, telefaxon, napilapokban és a Reuter-sen keresztül – értesíti az ügyfélkört. Az alapelv

az, hogy mindig a lehető leggyorsabban jusson el a legilletékesebb helyre az új információ.

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

Az MNB törekszik arra, hogy a kamatdöntéseit az adott napon belül ne üzleti időben hozza, és a döntés hatálybalépése a következő üzleti nap legyen, de rendkívüli esetben nem lehet kizárni az azonnali kamatváltoztatás lehetőségét sem. Amennyiben a *kamatkondíciókban történik változtatás*, arról az érintett bankok, illetve pénzügyesetek (banki treasury-k és vezérigazgatók) elektronikus levélben kapnak értesítést.

A *kamatváltoztatások, a tenderkiírások, az állampapír-eladás vagy vételre szóló felhívások, illetve a tenderek, aukciók eredménye* a jegybank Reuters-oldalain (NBHJ, NBHK), a honlapon, illetve a napilapokban jelenik meg. Így biztosított, hogy az információ a leggyorsabban és azonos időpontban jusson el az érintettekhez.

A jegybank monetáris politikai lépésein (kamtdöntések, árfolyam-**intervenció**) túl számos más kommunikációs csatornát is felhasználhat a piaci szereplők véleményének alakítására, pl. a jegybanki sajtóközleményeket, kiadványokat, a jegybank vezetőinek nyilatkozatait, (sajtó- vagy hírügynökségi) interjúkat és egyéb internetes fórumot. A hatékony kommunikáció segít megértetni a piaci szereplőkkel, hogy mely makroökonómiai változókhoz alkalmazkodik a jegybanki monetáris politika reakciófüggvénye, és ezáltal transzparenssé teszi a monetáris politika vitelét.

IV. MELLÉKLET

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Alberto Alesina, Lawrence H. Summers (1993):** Central bank independence and macroeconomic performance – Some comparative evidence, *Journal of Money Credit and Banking* May 1993. p. 151–152.
- Allen, William A. (1999):** Inflation Targeting: The British Experience, *Handbooks in Central Banking Lecture Series No. 1*, Bank of England
- Anderson, N – Sleath, J. (2001):** New estimates of the UK real and nominal yield curves, *Bank of England Working Paper Series 126*, March 2001.
- Antal Judit – Barabás Gyula – Czeti Tamás – Major Klára (2001):** Likviditásszabályozás az MNB cél- és eszközrendszerében, *MNB Műhelytanulmány 2001/22*.
- Árvai Zsófia (1998):** A piaci és a kereskedelmi banki kamatok közötti transzmisszió 1992 és 1998 között, *MNB Füzetek 1998/10*.
- Bácskai Tamás (szerk.) (1993):** A Magyar Nemzeti Bank története I., KJK, Budapest, 1993.
- Banaian, King, Leory O’Laney, Thomas D. Willett (1983):** Central bank independence, an international comparison – *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review* – March 1983. p. 1–13.
- Bank of England (1999):** The transmission mechanism of monetary policy, A paper by the Monetary Policy Committee
- Borio, Claudio E.V. (1997):** The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey, *BIS Economic Papers No. 47*.
- Burda, M. – C. Wyplosz (2001):** Macroeconomics: A European Text, Oxford, Oxford University Press, 3rd edition.
- Crockett, Andrew (1994):** Rules versus Discretion in Monetary Policy, in J. Onno de Beaufort Wijnholds, S. C. W. Eijffinger and L. H. Hoogdu in: „A Framework for Monetary Stability”, Dordrecht and Boston, Kluwer Academic Publishers, 1994.
- Cukierman, Alex – Webb, Steven B – Neyapti, Bilin (1992):** The measurement of central bank independence and its effects on policy outcomes, *The World Bank Review* 6. 1992. p. 353–398.
- Csajbók Attila (1998):** Zérókupon-hozamgörbe becslés jegybanki szémszögből, *MNB Füzetek, 1998/2*.
- Dale, Spencer (1993):** The effect of official interest rate changes on market rates since 1987, *Bank of England Working Paper 1993/10*.
- David W. Pearce (szerk.) (1993):** A modern közgazdaságtan ismerettára, *McMillan Dictionary of Modern Economics*, KJK, Budapest, 1993.
- Debelle, Guy (1997):** Inflation Targeting in Practice, *IMF Working Paper 97/35*.
- Dornbusch, Rudiger – Fischer, Stanley (1993):** Moderate inflation, *The World Bank Economic Review Vol. 7, No.1, 1–44*.
- ECB (2002):** The single monetary policy in the euro-area, *ECB April 2002*.
- ECB (2001):** The Monetary Policy of the ECB, *European Central Bank*.
- Estrella, Arturo – Mishkin, Frederic (1997):** The Predictive Power of the Term Structure of Interest Rates in Europe and the United States: Implications for the European Central Bank, *European Economic Review*, vol. 41., 1375–1404.
- Fischer, Stanley (1994):** Modern Central Banking – Prepared for the Trecentenary

of the Bank of England Central Banking Symposium, 1994.

Freedman, Charles (1994): The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada, in: Balino and Cottarelli (szerk.): „Frameworks for Monetary Stability”: Policy Issues and Country Experiences, International Monetary Fund, Washington D. C., 1994.

Gereben Áron (1999): A bankközi forintpiac Magyarországon, MNB Műhelytanulmányok 1999/20.

Gerlach, Stefan (1997): The Information Content of the Term Structure: Evidence for Germany, *Empirical Economics*, vol 22(2), 161–179.

Haldane, Andrew G (ed) (1995): Targeting inflation. A conference of central banks on the use of inflation targets organised by the Bank of England, 9–10 March 1995, Bank of England.

MNB (2002a): Inflation forecasting at the National Bank of Hungary, kézirat

MNB (2002b): A Magyar Nemzeti Bank ügyrendje, 2002. május 2.

MNB (1998): Magyar Nemzeti Bank Általános Tájékoztató, Budapest, 1998. december

MNB (1994): A Magyar Nemzeti Bank 70. éves évfordulós kiadványa, Budapest, 1994.

McCallum, Bennett T. (1989): *Monetary Economics: Theory and Policy*, New York, Macmillan Publishing Company, 1989.

Mishkin, Frederic S. (2001): *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Sixth Edition, Addison-Wesley.

Obstfeld, Maurice – Rogoff, Kenneth (1997): *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press

Robert, L. Hetzel (1990): Central banks' independence in historical perspective. A review essay, *Journal of Monetary economics* 25, 166–176.

Romhányi Józsefné (1999): A Magyar Nemzeti Bank történetének kronológiája, MNB, Budapest, 1999. június

Svensson, Lars E.O. (1994): Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992–1994, International Monetary Fund Working Paper No. 114, September.

Svensson, Lars E.O. (1997): Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets, *European Economic Review* 41, 1111–1146.

Szalkai István (1995): A monetáris irányítás (Bevezetés a monetáris közgazdaságtanba) Második, átdolgozott, bővített kiadás.

Tarafás Imre (1995): Monetáris Politika – eszközök és feltételek, *Közgazdasági Szemle*, 11. szám, 1024–1043.

The Federal Reserve System (1994): *Purposes and Functions*, Washington D.C. <http://www.federalreserve.gov/pf/pf.htm>

RÖVIDÍTÉSEK JEGYZÉKE

ÁKK Rt.	Államadósság Kezelő Központ Rt.	GMU	Gazdasági és Monetáris Unió
ALCO	Eszköz-forrás bizottság	HICP	Harmonised Index of Consumer Prices (az Európai Unió egységesen súlyozott – harmonizált – fogyasztói árindexe)
ÁPV Rt.	Állami Privatizációs és Vagyonkezelő Rt.	IRR	Internal Rate of Return (belső megtérülési ráta)
ÁSZ	Állami Számvevőszék	KBER	Központi Bankok Európai Rendszere
BÁT	Budapesti Árutőzsde	KELER Rt.	Központi Elszámolóház és Értéktár Rt.
BÉT	Budapesti Értéktőzsde	KESZ	Kincstári Egységes Számla
BEVA	Befektető-védelmi Alap	KGST	Kölcsönös Gazdasági Segítség Tanácsa
BIS	Bank for International Settlements (Nemzetközi Fizetések Bankja)	KSH	Központi Statisztikai Hivatal
BKR	Bankközi Klíring Rendszer	M0, ... , M4	pénzaggregátumok
DVP	Delivery versus Payment (szállítás fizetés ellenében)	MEHIB Rt.	Magyar Exporthitel Biztosító Rt.
EKB	Európai Központi Bank	MNB	Magyar Nemzeti Bank
EMI	European Monetary Institute (Európai Monetáris Intézet)	O/N kamat	overnight (egynapos) kamat
EU	Európai Unió	OBA	Országos Betétbiztosítási Alap
Eurostat	az Európai Unió statisztikai hivatala	OMB	Monetáris bizottság
FED	Federal Reserve System (az USA központi bankja)	OMB	Osztárk–Magyar Bank
GDP	Gross Domestic Product (bruttó hazai termék)	ONB	Osztárk Nemzeti Bank

OSAP	Országos Statisztikai Adatgyűjtési Program	SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
OTC piac	over-the-counter (tőzsdén kívüli) piac	TARGET	Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer
PM	Pénzügyminisztérium	TÉBE	Takarékpénztárak és Bankok Egyesülete
PSZÁF	Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete	VIBER	Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszer
RTGS	Real Time Gross Settlement (valós idejű bruttó elszámolás)		

FOGALOMTÁR

aggregált kereslet

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

aggregált kínálat

A termelők által eladni kívánt áruk és szolgáltatások összessége.

aktív repó

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

aranystandard (gold standard), aranypénzrendszer

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

árfolyamkockázat

A devizában denominált pénzügyi eszközök tulajdonosainak abból fakadó kockázata, hogy az árfolyam elmozdulásával az általuk tartott eszköz hazai fizetőeszközben kifejezett értéke megváltozik.

árstabilitás

Az árszint változatlanságával vagy nagyon alacsony (0-2 százalék) inflációval jellemzett gazdasági környezet, ahol a gazdasági szereplők fogyasztási és beruházási döntéseinek meghozatalában az infláció nem döntési tényező.

átlagos hátralévő futamidő (duration)

Egy pénzáramlásnak (például a kötvényből származó kamat- és törlesztési kifizetéseknek) a kifizetések jelenértékével súlyozott átlagos futamideje. Nagysága jól tükrözi az adott pénzügyi eszköz árfolyamának érzékenységet a piaci hozamok megváltozására. Minél nagyobb egy pénzügyi eszköz átlagos hátralévő futamideje, értéke annál érzékenyebb a hozamszintben bekövetkező elmozdulásokra.

azonnali ügylet

Olyan deviza- vagy értékpapírügylet, mely során a szerződés megkötésekor a teljesítés is megtörténik (vö. „határidős ügylet”).

bankjegyadó

Törvényi előírás a pénzmennyiség szabályozására. A pénzkibocsátásra jogosult pénzintézetnek (jegybanknak) a pénzmennyiség arányában meghatározott adót kellett fizetnie az államnak, amennyiben a forgalomban lévő pénzmennyiség meghaladta a fedezetben előírtat plusz egy bizonyos adómentes mennyiséget.

bankközi pénzpiac, bankközi piac

A pénzpiac egyik részpiaca, a jegybanki források piaca, ahol a résztvevők a bankok. A bankközi piacon kötött ügyletek jellem-

zően nagyon rövid lejáratúak, az üzletek többsége néhány napos futamidejű.

begyűrűző hatás (exchange rate pass-through)

Az árfolyam-begyűrűzés a monetáris politika legfontosabb transzmissziós csatornája. Az árfolyam-begyűrűzés paramétere azt méri, hogy egy adott nominális árfolyam-változás milyen mértékben és milyen időtávon módosítja a belföldi árakat.

belső megtérülési ráta (IRR)

Azon kamatláb, amely mellett egy befektetés jelenértéke megegyezik annak piaci árával.

betétbiztosítás

A betétesek biztonságát garantálja a hitelintézet fizetéseképtelensége esetén. A hitelintézet által gyűjtött névre szóló betétekre a betétbiztosítási alapok által nyújtott biztosítás mértékéig (a jelenlegi hazai szabályozás szerint ez egymillió forint) fizethető kártalanítás.

denomináció

A pénzügyi követelések, tartozások devizaneme. Esedékességgkor a denomináció szerinti devizában kell teljesíteni.

devizabetét-csere

A kereskedelmi bankok számára devizabetét-elhelyezés fejében hosszú lejáratú forintforrást biztosító jegybanki eszköz. Az MNB 1998 márciusában megszüntette gyakorlati alkalmazását.

devizapiaci intervenció

lásd →intervenció

devizatartalék

A devizatartalék a jegybank azon likvid devizaeszközeit tartalmazza, amelyeket a monetáris hatóság fizetési problémák esetén közvetlenül felhasználhat, illetve árfo-

lyampolitikai célú devizapiaci intervencióinak fedezetét jelentik.

dezinfláció

Az infláció csökkentése, illetve csökkenése.

diszkont-kincstárjegy

Adósságot megtestesítő értékpapír. Az állampapírok olyan speciális, általában egy évnél rövidebb futamidejű fajtája, amely kamatot nem fizet, névérték alatti áron vásárolható meg, s a futamidő végén a névértéket törleszti. A kincstár bocsátja ki, 3, 6, 12 hónapos futamidővel.

diszkontráta

A diszkonttényező számítása során használt kamatláb.

diszkonttényező

Azon átváltási arány, amelyen a különböző időszaki pénzek gazdát cserélnek.

duration

lásd →átlagos hátralévő futamidő

DVP (Delivery Versus Payment – szállítás fizetés ellenében)

Egy fizetési és elszámolási rendszer megfelel a DVP elvnek, amennyiben az értékpapírok szállítása csak és kizárólag abban az esetben történhet meg, ha az ellenérték kifizetése is megtörténik. A DVP mechanizmussal tehát a fizetési forgalomban felmerülő kockázat lényegesen mérsékelhető.

egyszintű bankrendszer

A monetáris politikáért felelős jegybank közvetlen hitelkapcsolatban van a vállalatok és a lakosság széles körével.

EKB (ECB)

Európai Központi Bank

elsődleges piac

Értékpapírok első forgalomba kerülésének (kibocsátásának) a színtere.

emisszió

Pénz (bankjegy és érme)-kibocsátás.

erkölcsi kockázat (moral hazard)

Akkor merül fel, ha a gazdaság egyes szereplői tevékenységük nyereségét teljes mértékben megtarthatják, ugyanakkor a potenciális veszteséget, vagy annak egy részét átháríthatják másokra. Az ilyen helyzetek kialakulása általában túlzott kockázatvállaláshoz vezet. A bankrendszerrel kapcsolatban akkor merül fel, ha a bankok biztosak benne, hogy az állam vagy a jegybank egy esetleges válsághelyzet esetében segítséget nyújt nekik, és így a lehetséges nagy nyereség miatt a prudens szintnél magasabb kockázatú hitelezési gyakorlatot folytatnak.

eszköztár, jegybanki eszköztár, monetáris eszköztár

Mindazon eszközök összessége, amelyek a jegybank rendelkezésére állnak céljai eléréséhez. Az eszköztár elemeivel a bankközi kamatok szintjét, illetve a bankközi piacon forgó jegybankpénz mennyiségét lehet közvetlenül befolyásolni. Az eszköztár legfontosabb elemei a nyíltpiaci (forint és deviza) műveletek és a kötelező tartalék.

expanzív monetáris politika

Az aggregált kereslet bővülését (a pénzmennyiség gyorsabb növekedését, alacsonyabb reálkamatoakat vagy leértékeltébb reálárfolyamot) eredményező monetáris politika.

fedezeti rendszer, bankjegyfedezet, currency –banking vita

A nemesfémre átváltható pénzek időszakában a bankjegy- és érmekibocsátás mennyiségét a jegybank birtokában lévő ne-

mesfémek mennyisége alapján korlátozták. Teljes fedezetet (általában) nem valószínűsíthattak meg, de a forgalomban lévő bankjegyek és érmék egy meghatározott arányának megfelelő nemesfémfedezettel kellett rendelkeznie a jegybanknak, illetve csak ennek birtokában bocsáthatott ki fizetőeszközt. A pénzforgalomban részt vevő további készpénz fedezetét „bankszerű fedezet”, általában jó minőségű kereskedelmi váltók leszámítása képezte.

fix, illetve lebegő árfolyamrendszer

Fix árfolyamrendszerben a jegybank kötelezettséget vállal arra, hogy a hazai fizetőeszköz egy adott valutához vagy valutakosárhoz képesti árfolyamát egy előre kijelölt pályán tartja devizapiaci intervenciók segítségével. Lebegő árfolyamrendszer esetében a jegybank nem rendelkezik célkitűzéssel az árfolyam szintjére vonatkozóan, így az a mindenkori piaci kereslet és kínálat szerint szabadon alakulhat. Az árfolyamrendszer jellege alapvetően meghatározza a monetáris politika lehetőségeit.

fizetési és elszámolási rendszer

Azon eszközök, megállapodások, pénzforgalmi közvetítést és kiegyenlítést végző szervezetek és intézmények összessége, amely lehetővé teszi a fizetési forgalom lebonyolítását, illetve a pénzügyi piacok különböző értékeinek a cseréjét (az értékpír- és devizaügyleteket).

fizetési mérleg

Az ország külfölddel folytatott reál- és pénzügyi tranzakcióinak összessége. Legfőbb részei → folyó fizetési mérleg, tőkemérleg, pénzügyi mérleg.

folyó fizetési mérleg, hiány

Az áruk és szolgáltatások külkereskedelmének (export mínusz import), a folyó transz-

fereknek és a külfölddel szembeni jövedelemátutalásoknak az egyenlege.

folyó fizetési műveletek

A folyó fizetési mérleget érintő tranzakciók (külkereskedelmi átutalások, külfölddel szembeni jövedelemátutalások, transzferek).

függetlenség

lásd → jegybanki függetlenség

határidős (forward) kamat

Jövőbeni időpontban induló befektetések, hitelek kamatlába. Például az 1 év múlva kezdődő 6 hónapos határidős kamat az egy év múlva kezdődő, 6 hónapos befektetés várt kamatlába. Az azonnali és a határidős hozamok között a határidős (forward) kamatparitás teremti meg a kapcsolatot.

határidős (forward) kamatparitás

Az azonnali és határidős kamatok közötti kapcsolatot leíró összefüggés: azt fejezi ki, hogy az egymást követő rövid futamidejű határidős (jövőben induló) befektetések összesített hozamának meg kell egyeznie a megfelelő futamidejű, hosszú lejáratú, azonnali befektetés hozamával.

határidős ügylet

Olyan adásvételi ügylet, amelynek során az adásvétel tárgya egy rögzített jövőbeli időpontban, előre megállapított áron cserél gazdát (vö. „azonnali ügylet”).

hiperinfláció

Szélsőségesen magas infláció. Rendszerint a havi 50 százalékot meghaladó árszínvonal-emelkedés jellemzésére használják. A pénz nem, vagy csak részben tölti be hagyományos funkcióit (fizetési eszköz, megtakarítási forma).

hitelesség

Annak mértéke, hogy a piaci szereplők mennyire bíznak abban, hogy a gazdaságpolitikai döntéshozók meghirdetett elveik szerint reagálnak a különböző gazdasági eseményekre. Például az árstabilitást célul kitűző jegybank akkor hiteles, ha az infláció növekedésének jeleire a várakozások szerint restriktívabb monetáris politikával válaszol.

hosszú táv

lásd → rövid táv

hozamgörbe

Különböző lejáratú kamatok ábrázolása a futamidő függvényében. Leggyakrabban az állampapírok hozamait ábrázoló állampapír-piaci hozamgörbe kerül említésre.

idő-inkonzisztencia

A gazdaságpolitika egészének, illetve egyes részeinek leírására használatos kifejezés. Idő-inkonzisztenciáról beszélünk, ha a jelenben optimális gazdaságpolitika a jövőben várhatóan nem lesz optimális, és ezáltal a kormány ösztönzést érez a meghirdetett politikától való eltérésre. Legjellemzőbb példája, ha az infláció mérséklését megcélzó gazdaságpolitika a bértárgyalásokat követően a várakozásoknál magasabb inflációt gerjeszt, magasabb növekedési ütem vagy jobb külső egyensúly érdekében.

indexálás

Pénzkövetelések, árak, bérek valamely belöldi árindexhez vagy devizaárfolyamhoz történő kötése, annak változásával történő folyamatos korrekciója.

indikátorok

Gazdasági, pénzügyi változók, amelyek előzetes információt nyújtanak a gazdaság állapotáról, és segítenek előre jelezni a jövőben várható folyamatokat.

infláció

Az árak és szolgáltatások általános árszintjének folyamatos és tartós emelkedése.

inflációs célkövetés (inflation targeting)

Olyan monetáris politikai keretrendszer, melyben a jegybank explicit módon deklarálja a jövőbeni infláció alakulására vonatkozó célkitűzéseit, és kötelezettséget vállal a célok teljesítésére.

inflációs várakozás

Valamely jövőbeli időpontra vagy időszakra várt, tervezett infláció.

intervenció

Jegybanki beavatkozás a devizapiacon. A központi bank a devizapiacon devizavásárlással vagy -eladással befolyásolja a hazai fizetőeszköz árfolyamát. Az intervenció következtében megváltozik (devizaeladáskor csökken, devizavásárláskor növekszik) a gazdaságban levő jegybankpénz mennyisége, mely hatás sterilizációval ellensúlyozható.

irányadó instrumentum, irányadó eszköz

A jegybank legfontosabb →nyíltpiaci művelete, rendszerint rövid lejáratú eszköz (betét vagy hitel). A jegybank az általa optimálisnak ítélt kamatszint érvényesítésére alkalmazza, ezáltal gyakorolva közvetlen és hatékony befolyást a pénzpiacra kialakuló hozamokra.

irányadó kamat

Azon kamatláb, mely leginkább tükrözi a monetáris politika irányultságát, illetve annak megváltozását. Az →irányadó instrumentum kamata.

jegybanki eszköztár

lásd →eszköztár

jegybanki függetlenség, függetlenség

A jegybanknak, mint a monetáris politi-

káért felelős szervnek megfelelő szabadsággal és önállósággal kell rendelkeznie a monetáris politikai döntések meghozatalához mind személyi, mind pénzügyi, mind szakmai szempontból. A jogi értelemben vett függetlenséget a legtöbb fejlett országban törvény deklarálja.

jegybankpénz

lásd →monetáris bázis

jelenérték

A jövőbeli pénz(áramlás) jelenbeni pénzben kifejezett értéke.

kamatfolyosó

A jegybank o/n (overnight, azaz egy napos) hitel és betéti kamatai által kijelölt folyosó, amelynek legfőbb funkciója a bankközi pénzpiaci kamatingadozás mérséklése. Segítségével megakadályozható, hogy az 1 napos bankközi kamatok ingadozása továbbgyűrűzzön a hosszabb hozamokra.

kamatkülönbözet

A kamatprémium a forint hozamának és a külföldi hozamnak a különbsége. A kamatkülönbözetnek megfelelő többletet annak fejében várják el a befektetők, hogy pénzüket a (dollárba vagy euróba történő befektetésekhez viszonyítva) kockázatosabbnak tartott forintba fektessék.

kamattranszmisszió

lásd →monetáris transzmissziós mechanizmus

KBER (ESCB)

Központi Bankok Európai Rendszere. Az Európai Unió jegybankjaiból álló rendszer, melynek tagjai (nemcsak az EMU-tagok jegybankjai) részt vehetnek az →EKB Általános Tanácsában (General Council).

kétszintű bankrendszer

A monetáris politikáért felelős jegybank (ellentétben az →egyszintű bankrendszer gyakorlatával) nincs közvetlen hitelkapcsolatban a vállalatok és a lakosság széles körével.

kis, nyitott gazdaság

A közgazdasági elmélet szempontjából kis országnak számít az, amelyik export- és importpiacain árelfogadó. A nyitottság fokmérője az ország külfölddel való gazdasági kapcsolatainak, külkereskedelmének kiterjedtsége, jellemzően az export és import összegének a GDP-hez viszonyított aránya.

kötelező tartalék(ráta)

A kereskedelmi bankok az általuk gyűjtött betétek és egyéb források után – a tartalékráta által meghatározott százalékban – tartalékot kötelesek képezni a jegybanknál. A tartalékráta emelése szűkíti, csökkentése növeli a gazdaságban lévő pénzmennyiséget.

közbülső cél

A monetáris politika →végső célját befolyásoló változó, amelyre a jegybank az általa közvetlenül befolyásolható operatív céllal hat. Közbülső cél lehet a jegybank inflációs prognózisa, a nominális árfolyam vagy akár valamelyik monetáris aggregátum (pénz- vagy hitelmennyiség) is.

központi szerződő fél

A →határidős ügyletek esetében a KELER Rt. a nemzetközi gyakorlathoz hasonlóan központi szerződő félként (central counterparty) lép be a vevő és az eladó közé, és így garantálja az ügyletek teljesítését.

leading indicator

lásd →indikátorok

lebegő árfolyamrendszer

lásd →fix árfolyamrendszer

lejáratig számított hozam

lásd →belső megtérülési ráta

likvid eszköz

Olyan eszköz, amelyet gyorsan és alacsony költséggel (beleértve az árfolyamvesztéseket is) pénzre lehet váltani.

likviditási helyzet

A banki tartalékok tényleges és kívánatosnak tartott szintjének viszonya. Likviditáshiányról akkor beszélünk, amikor a kívánatos szint magasabb a ténylegesnél, és a bankok jegybanki hitelek felvételére szorulnak.

likviditási korlát

Egy gazdasági szereplő által felhasználható saját és idegen pénzforrások maximális nagysága. Például likviditáskorlátos háztartásról akkor beszélünk, ha annak fogyasztási, illetve beruházási döntéseit, hitelfelvételi lehetőség hiányában, pillanatnyi jövedelmi pozíciója határozza meg, nem pedig egy hosszabb időhorizonra várt jövedelemáramlása.

likviditásmenedzsment

Tágabb értelemben a pénzügyi és nem pénzügyi vállalatoknak az a tevékenysége, amelynek során az üzletmenetükhöz szükséges likvid eszközöket a lehető legkisebb költség mellett biztosítják. Szűkebb értelemben a kereskedelmi bankok azon tevékenysége, amelynek során az ügyfelek tranzakcióihoz és a jegybanki tartalék-előíráshoz szükséges likvid eszközállományt a legkisebb költség mellett biztosítják.

likviditásszabályozás

A jegybank azon pénzügyi tevékenysége, melynek során eszközrendszerének működtetésével úgy alakítja a jegybankpénz keresletét, illetve kínálatát, hogy

azok összhangba kerüljenek operatív céljával, legyen az mennyiségi vagy kamatcél.

lombardírozás, lombardhitel

Értékpapír fedezete mellett adott, kamatozó, (kézi)záloghitel, amelyben az értékpapírok a hitelező őrzésében hitelbiztosítékként szolgálnak.

maginfláció

Speciális inflációs mutató, megtisztítja az infláció alakulását a legváltozékonyabb és a monetáris politikától leginkább független tényezők (idény jellegű élelmiszer-, üzemanyag-, gyógyszerárak) hatásától.

másodlagos piac

A már kibocsátott értékpapírok befektetők közötti adásvételének színtere.

monetáris bázis (M0)

A legszűkebb pénzágregátum, amely a készpénzt, valamint a kereskedelmi bankok jegybanknál vezetett forintszámláinak egyenlegét tartalmazza. A jegybank a monetáris bázis nagyságára közvetlen befolyással bír. A monetáris bázist időnként jegybankpénznek, bázispénznek, illetve nagyerejű pénznek (high-powered money) is hívják.

monetáris hatóság

A pénz (bankjegy és érme) kibocsátásának monopóliumával rendelkező intézmény, jellemzően a jegybank.

monetáris kondíciók

A monetáris politika jellegét (expanzív, restriktív) leíró változók, rendszerint a reálkamat és a reálárfolyam.

monetáris transzmissziós mechanizmus

Az a hatásláncolat, amely során a jegybanki kamatok megváltozása a piaci hozamo-

kon és az árfolyamon keresztül a magán-szektor fogyasztási és beruházási döntéseire, ezáltal végső soron az \rightarrow infláció alakulására hat.

nettó finanszírozási képesség (igény vagy kapacitás)

Az adott szektor követeléseire és tartozásaihoz kapcsolódó, adott időszaki tranzakciók végső egyenlege, amely ha pozitív, akkor kapacitásról, ha negatív, akkor igényről beszélünk. Például a háztartás nettó finanszírozási kapacitása jövedelmének azon része, amelyet nem költ el fogyasztásra és beruházásra, így más szektorok finanszírozására rendelkezésre áll.

nettó jelenérték

A jelenérték és az aktuális piaci ár különbsége. Egy befektetést akkor érdemes megvalósítani, ha a nettó jelenértéke pozitív, azaz ha a jelenértékénél alacsonyabb piaci áron lehet megvásárolni vagy megvalósítani.

non tradable termékek

lásd \rightarrow tradable termékek

nominális horgony

A stabilizációs gazdaságpolitika által közvetlenül megcélzott nominális makroökonomiai változók (pl. árfolyam, bérek, pénzmenyiség), amelyek tervezett alakulása más nominális árak kialakításakor iránymutatásként, referenciaként szolgál, ezáltal segít az infláció és az inflációs várakozások „lehorgonyzásában”. A nominális horgony általában megegyezik a monetáris politika közbülső célváltozójával.

nominális változók

Az árváltozás (infláció) és a volumenváltozás hatását egyaránt tükröző változók.

nyíltpiaci műveletek

A jegybank azon tevékenysége, melynek során valamely pénzügyi eszköz (elsősorban államkötvény) likvid másodpiacán kereskedik, a jegybankpénz-mennyiség, illetve a kamatszint befolyásolása céljából.

nyitott devizapozíció

Nyitott devizapozíciónak tekintendő, ha a hitelintézet devizaeszközeinek és határidős devizaköveteléseinek összege valamely devizában nem egyezik meg a devizaforrásainak és határidős devizatartozásainak összegével. A hitelintézet teljes nyitott pozíciója az egyes külföldi pénznemekben fennálló és forintban kifejezett, előjel nélküli (hosszú és rövid) pozíciók összege. A mérleg szerinti nyitott pozíció a hitelintézet mérlegében szereplő devizaeszközök és források alapján számított előjeles (nettósított) nyitott pozíciók összege.

operatív cél

Olyan változó, amelyre a jegybank közvetlenül és azonnal képes hatni, és amelynek változása befolyásolja a monetáris politika →közbülső célját. Leggyakrabban valamilyen rövid futamidejű pénzpiaci hozam.

overnight (o/n) kamat, egynapos kamat

Az 1 napos futamidejű, ma induló és holnap lejáró (jellemzően bankközi) kihelyezések, illetve hitelek kamata.

pass through

lásd →begyűrűzési hatás

passzív repó

Olyan értékpapír-visszavásárlási megállapodás, amely során a jegybank értékpapírt (rendszerint állampapírt) ad el, s azt az ügylet megkötésekor rögzített időpontban és ár mellett egy jövőbeli időpontban visszavásárolja. A passzív repó felfogható egy betétfogadásnak is, mely során a jegybank likviditást von ki a bankrendszerből (lásd még: →repó).

pénzillúzió

Az a jelenség, amikor a gazdaság szereplői nem képesek elkülöníteni a nominális változásokat a reálváltozásoktól. A pénzillúzió miatt a pénzmennyiség növelése átmenetileg képes növelni az aggregált keresletet, hosszabb távon azonban a pénzillúzió megszűnik, és a pénzmennyiség növekedése inflációban csapódik le.

pénzmultiplikátor, pénzmultiplikáció

A pénzmultiplikátor valamely monetáris aggregátum (M1 vagy M3) és a →monetáris bázis (jegybankpénz) hányadosa. A pénzmultiplikáció az a folyamat, amely során a kereskedelmi bankok hitelezési és pénzteremtési tevékenysége folytán a monetáris bázis egységnyi bővülése sokszorosával – pontosan a pénzmultiplikátor értékével – növeli a bővebb monetáris aggregátumot.

pooling rendszer

A jegybankok olyan fedezetkezelő rendszere, amelyben ügyletek összességének fedezetül az ügyfelek egy eszközportfoliót ajánlanak fel. A portfólióban szereplő értékpapírokat számon tartják, de fedezetként együttesen veszik számításba őket, ellentétben a másik rendszerrel (earmarking system), ahol minden egyes ügylet mögé meghatározott papírt állítanak.

prémium (hitelkockázati, likviditási stb)

Egy adott eszköznek a kockázatmentes eszköz hozamához viszonyított többlethozama, amit a befektetők az adott eszköz különböző (politikai, partner, likviditási stb.) kockázata miatt ellentételezéseként várnak el. Az elvart (ex ante) és a ténylegesen realizált (ex post) hozam eltérhet egymástól.

prompt ügylet

lásd → azonnali ügylet

prudenciális szabályozás, prudenciális szabályok

Felügyeleti szabályozás, amely a hitelintézetek túlzott kockázatvállalását korlátozza (például tőke megfelelésre és a nagyhitelek-re vonatkozó korlát). A prudenciális szabályok betartásával a hitelintézet köteles fenntartani azonnali és mindenkorai hitelképességét (azaz likviditását és szolvenciáját).

reálárfolyam

Az árfolyam, valamint a belföldi és a külföldi árszint arányának hányadosa. A gazdasági versenyképesség mutatója, amely a külföldi javak hazai javakban kifejezett értékét adja meg. A reálárfolyam felértékelődése a monetáris kondíciók szigorodását, a versenyképesség romlását, az aggregált kereslet és az infláció csökkenését vonja maga után, míg a leértékelődés a monetáris kondíciók lazítását jelenti, általában versenyképesség-javító, de árszínvonal-emelő hatású. A monetáris politika csak rövid távon képes hatni a reálárfolyam alakulására.

reálkamat (ex ante)

A nominális kamatoknak az inflációs várokozást meghaladó része. A reálkamat nagysága hatással van a fogyasztási, megtakarítási és beruházási döntésekre, és ezeken keresztül az aggregált keresletre és az inflációra. A monetáris politika többek között a reálkamat szintjének meghatározásán keresztül képes hatni célkitűzései (közbülső célja) alakulására.

reálváltozók

Az árak változásától megtisztított, volumenhatást tükröző változók.

refinanszírozási hitel

A kereskedelmi bankok számára a jegy-

bank által nyújtott forinthalal abból a célból, hogy azt (meghatározott programok keretében) továbbhitelezzék a gazdasági vállalkozások számára.

rendelkezésre állás (standing facility)

Olyan jegybanki eszközök, amelyek a pénzügyi szereplők (legtöbbször bankok) kezdeményezésére lépnek működésbe. Nem → irányadó kamatként szolgálnak, hanem inkább „biztonsági” szerepük van. Az MNB-ben rendelkezésre állás-szerűen működik pl. a → kamatfolyosó két szélén az egynapos fedezett hitel és az egynapos jegybanki betét.

repó

Értékpapír-visszavásárlási megállapodás. Két ellentétes irányú adásvételi ügylet együttese, mely során az eszköz (legtöbbször állampapír) a jelenben gazdát cserél, s egyúttal egy jövőbeli, ellentétes ügylet is megkötésre kerül, meghatározott időpont-ra és ár mellett. Célja rövid futamidejű hitelnövelés, illetve betételhelyezés.

restriktív monetáris politika

Az aggregált kereslet csökkenését (a pénzügyi mennyiség lassabb növekedését, magasabb reálkamatozatokat vagy felértékeltebb árfolyamot) eredményező monetáris politika.

rövid, illetve hosszú táv

Viszonylagos fogalmak. A pénzügyi szóhasználatban a rövid táv az 1 évnél rövidebb, a hosszú táv az 1 évnél hosszabb futamidőt jelenti. A közgazdaságtanban a rövid táv olyan időintervallumot jelöl, amelyen belül a keresleti hatásokra a gazdaság kínálati oldala csak részlegesen képes válaszolni, mert a termelési tényezők egy része adott, míg hosszú távon minden termelési tényező változhat.

sokk

A gazdaságot érő külső behatás, amely ki-

mozdítja a makrogazdasági változókat azok egyensúlyi pályáiról.

spot ügylet

lásd → azonnali ügylet

sterilizáció

Mindazon jegybanki műveletek, amelyek célja a devizapiaci intervenció belföldi pénzkínálatra gyakorolt hatásának ellensúlyozása (például a jegybanki betét vagy kötvény állományának a devizapiaci intervencióval megegyező mértékű növelése).

sterilizált intervenció

Összehangolt jegybanki művelet, amelynek során az árfolyamcél fenntartása érdekében a jegybank interveniál a devizapiacra, és ezzel egy időben az intervenciók likviditási hatását nyíltpiaci vagy más műveleteivel ellensúlyozza.

swap (csereügylet)

Olyan adásvételi megállapodás, amelynek értelmében a szerződő felek jövőbeli pénzáramlásokat cserélnek el előre megállapított feltételek mellett. Devizaswap-ügylet során a szerződő felek különböző devizákban megállapított pénzáramlás cseréjére szerződnek. A swap-ügyletek a (a határidős és opciós ügyletek mellett) a kockázatkezelés alapvető eszközei.

származtatott határidős hozam

Az azonnali (spot) hozamgörbéből a határidős kamatparitás segítségével kiszámolt (implicit) → határidős hozam.

tőkeműveletek

A fizetési mérleg pénzügyi mérlegét érintő tranzakciók (közvetlen működőtőke-befektetések, portfólió és egyéb tőkeáramlás).

tradable termékek, tradable javak

A külkereskedelmi forgalomban ténylege-

sen vagy potenciálisan részt vevő áruk és szolgáltatások.

transzmisszió

lásd → monetáris transzmissziós mechanizmus

transzmissziós késleltetés

Az az időtáv, amely egy monetáris politikai lépés szükségességének felmerülése, és a lépés teljes hatásának végleges lecsengése között eltelik.

transzparencia

A jegybanki működés átláthatósága a gazdaság szereplői számára. A transzparens működés hozzásegít a monetáris politika hitelességének megteremtéséhez és fenntartásához.

üzleti ciklus

A gazdasági fellendülés és visszaesés (vagy a növekedés lassulása) egymást követő időszakai, amelyek során a növekedési ütem a hosszú távú trendje körül ingadozik.

valós idejű bruttó elszámolási rendszer

Olyan bruttó elvű (az elszámolásokat és a kiegyenlítéseket egy időben végrehajtó) fizetési rendszer, amelyben a fizetési megbízások feldolgozása és végleges kiegyenlítése folyamatosan zajlik az érintett résztvevők azonnali értesítése mellett, szemben a nettó rendszerekkel (ahol az elszámolás és a kiegyenlítés mozzanata időben elválik) vagy a késleltetett kiegyenlítésű bruttó rendszerekkel (ilyen például a bankközi klíringrendszer, korábbi nevén a zsró).

végleges adásvételi (outright) művelet

Olyan adásvételi ügylet, ahol az adásvétel tárgyát képező eszköz (értékpapír, deviza) véglegesen gazdát cserél (vö. repó).

valutakosár

Fix árfolyamrendszerek esetében a rögzítés gyakran nem egyetlen valutához képest történik. Ilyenkor a hazai fizetőeszköz több különböző valutához viszonyított árfolyamának súlyozott átlagát tartja kijelölt szinten a jegybank. Ezen valuták és a hozzájuk tartozó súlyok összessége a valutakosár.

végső cél; jegybanki végső cél

A gazdaságpolitika általános céljai (pl. infláció leszorítása és/vagy magas foglalkoztatottság fenntartása) közül a jegybank működése szempontjából legfontosabb, általában törvény által meghatározott cél.

végső hitelező

Amennyiben egy hitelintézet likviditáshiánya állandósul, vagy hirtelen nagymértékűvé válik, akkor a jegybank mint végső hitelező a likviditási válsághelyzetbe került bankot jegybankpénzzel látja el, elkerülendő a bank összeomlását. A jegybank a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzése érdekében vállalja ezt az implicit elkötelezettséget.

verbális intervenció

A jegybanki kommunikáció egyik egyedi eszköze, a várakozások orientálására alkalmas. A verbális intervenciót akkor alkalmazzák, amikor egy – a végső cél szempontjából fontos – változó (pl. árfolyam) szintjét vagy várt pályáját a jegybank az infláció szempontjából nemkívánatosnak, vagy →hosszú távon fenntarthatatlannak ítéli, de egyéb úton (pl. nyílt-piaci műveletekkel) a kamatok szintjén nem kíván, vagy közvetlenül nem tud változtatni.

VIBER

A magyar valós idejű bruttó elszámolási rendszer neve.

zérókupon-hozam, zérókupon-hozamgörbe

A kamatfizetés nélküli, névértékét a futamidő végén, egy összegben törlesztő (ún. „zérókupon”, vagy „elemi”) kötvény hozama. A zérókupon-hozamgörbe nem más, mint a különböző futamidejű zérókupon-hozamok összessége. Számítása kötvényárfolyamokból (például állampapír-piaci adatokból) történik, különböző becslési eljárásokkal. Felhasználási területe a kamat-, illetve inflációs várakozások számszerűsítése, elemzése.

TÁRGYMUTATÓ

A, Á

adatgyűjtés és -szolgáltatás 17, 22, 24, 30, 31, 63
 adósságválság 15
 aktív repó 90, 92, 94, 99, 100, 106, 114
 alapkamat 30, 94, 105
 alelnök 33, 34, 36,
 alkalmazkodó szabályozás 111
 állam bankja 15, 17, 19, 28
 aranystandard 10, 11
 árfolyamcél 53, 54
 árfolyamkockázat 53, 54, 90
 árfolyampálya 53, 54, 56, 59, 60
 árstabilitás 17, 18, 19, 37, 41, 43–48, 49, 51, 52
 átlagolási mechanizmus 98, 101, 107
 aukció 29, 88, 89, 93, 94, 97, 101, 113, 115, 116

B

bankcsőd 23
 bankellenőrzés 17, 20, 22, 23
 banki likviditásszabályozás 27, 101, 108, 110, 111
 bankjegykibocsátás lásd →emisszió
 bankközi elszámolásforgalom 24
 Bankközi Klíringrendszer – BKR (zsíró) 15, 20, 21, 25
 bankközi piac 20, 23, 106, 83, 88, 90, 91, 105, 110, 111, 112
 bankrendszer összevont mérlege 64–67
 bankszakmai bizottság 32
 BÁT (Budapesti Árutőzsde) 25
 belső megtérülési ráta 69
 BÉT (Budapesti Értéktőzsde) 25
 betétbiztosítási alap 20, 23, 36, 113

C, Cs

célérték 50, 52
 csúszó árfolyamrendszer 48, 54, 55, 73, 82

D

devizaadósság 28, 88, 111
 devizaárfolyam 52, 53, 61
 devizabetét-csere konstrukció 90
 devizakorlátozás 12, 22
 Devizaközpont 11
 devizaswap 90
 devizatartalék 27, 28, 92, 93, 108, 110
 dezinfláció 44, 46, 47, 51, 56, 59, 71, 78, 80, 94, 109
 dezinfláció rövid távú költségei 46
 direkt eszközök 87, 88, 97
 diszkontkincstárjegy-aukciók 89
 diszkrecionális szabályozás 111
 duration 46, 81, 84
 DVP (Delivery Versus Payment) 25

E, É

egyidejű előrejelzők lásd →előrejelzők
 egyszintű bankrendszer 13, 14, 15, 87
 EKB 18, 28–31, 94–95, 103–105, 112, 115
 elhelyezési periódus 101–102, 104
 elnök 12, 14–15, 21, 24, 32, 33, 34, 35, 36, 38
 előrejelzők (indikátorok, leading indicators) 64, 79
 elszámolási számla 20, 26
 elvart kamatprémium 62
 emisszió, bankjegy- és érmekibocsátás 9, 10, 14, 19, 26

engedélyezés 14–15, 21, 87
 érmekibocsátás lásd →emisszió
 eszköztár 19–20, 24, 29, 62, 71–72, 75, 85,
 87, 89–91, 94, 96–99, 101, 104,
 109–110, 113

F

fedezetértékelés 94, 113–115
 fedezett hitel 24, 83, 89, 97–100, 106, 107,
 112–115
 fenntartható növekedés 18
 finomhangolás 59, 98, 108
 fix típusú (rögzített) árfolyamrendszer 53
 fogyasztói árindex 47–49, 51–52, 60–61, 77
 folyamatos rendelkezésre állás 93, 96, 115
 folyó fizetési mérleg 27–28, 44, 55, 67–68,
 88
 forward kamatparitás 84
 fölös likviditás 82, 89, 101
 függetlenség lásd →jegybanki függetlenség

G, Gy

gazdaságpolitika hitelessége lásd →hitelesség
 Giro Elszámolásforgalmi Részvénytársaság
 25, 113
 gyorstender 84, 91, 98, 107–109, 112, 113,
 114, 115,

H

hiperinfláció 13
 hitelesség 46–50, 53–55, 58–59, 62, 70,
 78–80, 110
 hitelkockázati prémium 81
 hitelkontingens 87
 hozamgörbe 64, 68–72, 74, 82, 84, 105,
 114
 hozamgörbe-elméletek 70

I

igazgatóság 10, 23, 32–33
 IMF 63,
 indikátorok lásd →előrejelzők
 indirekt eszközök 87, 89, 90, 97
 infláció gazdasági költségei 45
 inflációs cél 18, 41, 47, 50, 51, 58, 59, 61,
 62, 63, 79, 80, 92, 110
 inflációs célkövetés rendszere (inflation tar-
 geting) 6, 18, 38, 41, 47, 48, 51, 52, 54,
 56, 58, 59, 62, 63, 66, 68, 72, 78, 79, 109
 inflációs előrejelzés 41, 54–60, 80
 inflációs várakozás(ok) 42, 44, 46, 47, 49,
 52, 53, 54, 56, 69, 73, 74, 78, 79, 82
 intervenció 27, 28, 53, 55, 56, 62, 72, 80,
 82, 90–95, 108–110, 116
 irányadó instrumentum 82, 91, 93, 100, 104,
 105, 107, 113
 irányadó kamat 20, 61, 64, 72–73, 83–84,
 92, 94–95, 98, 101, 103, 104, 105, 107
 IRR lásd →belső megtérülési ráta

J

jegybanki ellenőrzés 20, 22
 jegybanki eszköztár lásd →eszköztár
 jegybanki függetlenség 11, 16, 18, 29, 35,
 36
 jegybanki kommunikáció 38, 51, 62, 79, 80,
 109, 116
 jegybanki likviditástervezés 110, 111
 jegybankpénz 20, 23, 29, 71, 101, 102, 110,
 111
 Jegybanktanács 32
 jegybanktörvény 17–38, 47, 56, 63, 96, 102,
 105
 Jelentés az infláció alakulásáról 38, 56, 62, 79,
 Jelentés a pénzügyi stabilitásról 19, 38
 jogharmonizáció 16–18,
 jogi függetlenség 9, 35
 jogszabályalkotás 20

K

kamatfolyosó 19, 83, 84, 94, 98, 100, 106, 107, 108, 115,
 kamatpadló 106
 kamatplafon 87, 88, 94, 106
 kamattender 99
 kamattranzmisszió 38, 72, 77, 80–84, 91, 96, 104–107, 115
 kamatváltozás 59
 KBER 17, 18, 97, 103, 113, 115
 KELER Rt. 25, 26, 113
 késleltetés 43, 50, 72, 78–81
 KESZ lásd →Kincstári Egységes Számla
 kétszintű bankrendszer 15, 54, 87, 91
 keynesi iskola 42
 kincstár 26, 28, 29, 30, 110, 111, 113
 Kincstári Egységes Számla – KESZ 28, 29, 30, 110
 kincstárjegy 81, 83, 88, 89, 90
 kis, nyitott gazdaság 53, 61, 67, 72, 93
 kommunikáció lásd →jegybanki kommunikáció
 költségvetés finanszírozása 11, 13, 15, 28–30, 37
 kötelező tartalék 19, 20, 64, 65, 89–93, 96–103, 107, 110–112
 kötött devizagazdálkodás lásd →devizakorlátozás
 közbülső cél 41, 52–54, 56, 60, 64, 68
 közgyűlés 10, 12, 32, 33
 Központi Elszámolóház és Értéktár Rt. (KELER Rt.) 25, 26, 113, 114
 Központi Statisztikai Hivatal 30, 31, 47, 49, 52, 60
 külső egyensúly 15, 44, 64

L

leértékelési ütem 53, 54, 56, 62, 92
 leszámítolás 9
 likviditáshiány 71, 90, 101, 111
 likviditásmenedzselés 88, 90, 91, 93, 96, 104, 105, 108, 110
 lombardhitel 9, 106

M

maginfláció 48, 49, 51, 52,
 Magyar Királyi Állami Jegyintézet 12
 másodlagos értékpapírpiac 29, 37, 82, 89, 98
 MNB-kötvény 55, 64, 67, 83, 92, 93, 101, 107, 110, 111, 112, 115
 monetáris bázis 20, 28, 64, 65
 Monetáris Bizottság 32, 60
 Monetáris Tanács 32, 33, 36, 37, 38, 57, 59, 60, 61, 62
 monetáris tranzmisszió 38, 41, 43, 58, 61, 75–84, 91, 96, 101, 104–107, 112, 115
 monetarista iskola 42
 moral hazard 23
 működési függetlenség 35–37

N, Ny

napi fedezetértékelés 113, 114
 nemfizetési kockázat (default risk) 68, 88
 Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS) 12
 nettó finanszírozási kapacitás, illetve igény 64, 67
 nominális horgony 52
 non-tradable szektor 77
 nyíltpiaci műveletek 15, 24, 87, 89, 91, 96, 97, 98
 nyitott devizapozíció 90

O, Ó

operatív cél 41, 60, 61, 91, 97, 98, 104, 105
 Osztrák–Magyar Bank 9, 10, 12
 outright műveletek 89, 92, 98, 99
 óvadéki repó 99, 100, 112, 116
 overdraft 106

P

partnerkör 96, 100, 106, 112–113, 116

passzív repó 90, 92, 93, 99, 100, 106
 pénzaggregátumok 20, 64, 65, 66
 pénzforgalmi számla 20, 113
 pénzkibocsátás monopóliuma 17
 pénzkinálat 11, 15, 17, 18, 20, 29
 pénzmennyiség 20, 42, 43, 52–55, 64–66, 80, 92, 93
 pénzmultiplikáció 64, 89
 Phillips-görbe 42
 pivoting 84
 prognózis 38, 63, 79, 80, 111, 112
 puha költségvetési korlát 88
 PSZÁF 19, 20, 22, 23, 24, 25

R

racionális várakozások 43
 reálárfolyam-hatás 76, 77, 79
 refinanszírozás 15, 65, 66, 67, 88, 90, 91, 98, 105, 110
 rendelkezésre állás 23, 92, 93, 95, 96, 97, 98, 99, 100, 101, 106, 115, 116,
 repó lásd →aktív repó v. →passzív repó
 repókeret 94
 rögzített árfolyamrendszer 53
 rugalmas árfolyamrendszer 44

S, Sz

sánta aranyvaluta 11
 sávszélesítés 108, 109
 signalling 98, 104
 spekuláció 54, 82, 84, 94, 105, 109
 sterilizáció 62, 64–66, 82, 89, 91–93, 101, 107, 108, 115
 sterilizációs eszközök 64, 65, 66, 91, 92, 93, 115
 sterilizált intervenció 91–94
 Svensson-eljárással becsült zérókupon-
 hozamgörbe 70
 swap 69, 90, 94, 98, 101, 106, 109
 SWIFT – society for Worldwide Interbank
 Financial Telecommunication 26
 szabad likviditás 106, 111, 112

szakaszos rendelkezésre állás 100, 115, 116
 szállítási repó 99
 származtatott határidős hozamok 70
 széles árfolyamsáv 18, 62, 80, 109
 szélesebb értelemben vett pénzkategória
 (M3) 65
 személyi függetlenség 35, 36, 56
 szűken értelmezett pénzmennyiség 65

T

TARGET 26
 tartalék alapja 101, 102
 tartalékmentesség 95
 tartalékok devizaszerkezete 28
 tartalékperiódus 83, 93, 105, 108, 111, 112
 tartalékráta 64, 89, 92, 97, 101–104,
 tender 89, 93, 97, 98, 99, 100, 111, 113,
 114, 115, 116, lásd még →gyorstender
 tőzsdén kívüli állampapírpia (OTC) 25
 tradable árák 53, 76
 transzmissziós mechanizmus lásd →mone-
 táris transzmisszió
 transzparencia 38–39, 62

U, Ú

új gazdasági mechanizmus 14
 újklasszikus makroökonómia 43

Ü

ügyfélkör lásd →partnerkör
 üzleti feltételek 96, 115, 116

V

valós idejű bruttó elszámolási rendszer
 (VIBER) 25, 26, 95, 100, 113, 114
 valutakosár 54, 92
 végső cél 17, 36, 37, 41–48, 49, 52, 54, 110

végző hitelező 20, 23, 24

verbális intervenció 62, 72, 80, 109, 110

versenyképesség 6, 44, 56, 76, 77, 92, 104

volatilitás 49, 56, 76, 81, 83, 84, 95, 98, 104,
105, 106, 107, 108, 109, 113

Z, Zs

zero averaging 104

zérókupon-hozamgörbe 70

zsíró lásd →Bankközi Klíringrendszer

[illegible]

Jegyzetek

IV.

[illegible]

Jegyzetek

IV.

Monetáris politika Magyarországon
Második, javított kiadás

Nyomdai előkészítés: Iconos Reklámügynökség
1022 Budapest, Bogár u. 29.
Nyomdai munkák: Printorg Office