

Vázlat a magyar gazdaságpolitika nem konvencionális eszközrendszeréről és eredményeiről

– Magyar Nemzeti Bank centrikusan

Bevezetés

A Magyarországon 2010-től bevezetett új fiskális politika, majd a 2013-tól előtérbe kerülő, ugyancsak nem konvencionális eszközökre épülő monetáris politika létjogosultságát és eredményességét még ma is sokan vitatják. A dolgozat vázlatát adja a kormányzati pénzügyi és jegybanki térben bekövetkezett változásoknak és azok hatásainak. Kevesen ismerik fel, hogy a rendszerváltozás utáni magyar gazdaságpolitika egy szakaszhatárhoz érkezett. Közpénzügyi rendszerváltás történt. Az 1980-as évek végétől alkalmazott nemzeti vagyonértékesítés, állami szabályozó és ellenőrző szerep háttérbe szorítása, továbbá a nemzetközi vállalatokra épített „GDP-országteljesítmények” nem adóztatása helyébe az állam közteherviselés irányába elmozduló adópolitikájának, ellenőrző és szabályozó tevékenysége megerősítésének, sőt a nemzeti tulajdon újraépítésének korszaka lépett. Egyidejűleg az 1970-es évektől halmozódó államadósság leépítése megkezdődött. Ezen átfogó eredmények a nemzetgazdaság vérkeringésébe visszahozott Magyar Nemzeti Bank tevékeny közreműködésével születtek. A tanulmányban az új jegybanki monetáris politika hangsúlyosan jelenik meg.

A változások okairól

Magyarországon az 1980-as évek végétől az államszocialista rendszer kezdetben gazdasági,¹ majd politikai, jogi, vele együtt járóan hatalomtechnikai módon

LENTNER CSABA prof. dr., közgazdász, egyetemi tanár, a Nemzeti Közszerológati Egyetem Közpénzügyi és Államháztartási Intézetének vezetője.

1 A fiatalabb olvasók kedvéért: a privatizáció legvisszatetszőbb módja, a spontán privatizáció már a Kádár-rendszer utolsó éveiben elkezdődött. Az ellenőrzöttsége, törvényi szabályozottsága minimális volt. A visszaélések rendszerszintűvé váltak.

is leépítettett. A gazdaságot a neoliberális elvárásoknak megfelelően „államtalanították”, noha az állami szerepvállalás fenntartásának és az önálló, nemzeti fundamentumokra épülő gazdaságpolitika óhajának érvényesítése már korábban „gellert kapott”. Az Új Gazdasági Mechanizmus idején² (1968) elkezdődött a bigott, normatív szovjet rendszerű tervgazdaság piaci elemekkel³ történő „átítatása”, ám az 1970-es évek politikai restaurációja, a Szovjetunió roszszállása ezt a szervesnek ígérkező kurzust derékba törte. Egyidejűleg a politikai visszarendeződéssel, az MSZMP hatalmának fenntartása érdekében megkezdődött az ország külső eladósítása,⁴ melynek során az IMF, a Világbank, mint hitelező, neoliberális szemléletű igényei érvényesültek a magyar gazdaságpolitikában.⁵ A hitelezői igények teljesítése nem a szerves gazdaságfejlődést hozta, sőt az 1980-as évek végétől megnyilvánuló „nyers” gazdasági rendszerváltás Magyarországon az adottságokhoz, történelmi gyökerekhez nem illeszkedő termelésimód-változatot hozott létre. Vagyis „a piaci elemekkel átítatott szocialista tervgazdaság után nem a neoliberális, észak-amerikai mintájú piacgazdaságnak, hanem egy Konrad Adenauer-i, Ludwig Erhard-i, De Gaulle-módozatú szociális piacgazdaságnak, etatista állammodellnek kellett volna következnie, organikus változásdinamika esetén”.⁶ Drága árat fizettünk a kádári rendszer mesterséges fenntartásáért, általa az „ingyenes” állami közszolgáltatásokért, vagyis az 1970-es, 80-as évek viszonylagos jólétéért. Ez az MSZMP hatalomhosszabbító, külföldi kölcsönöket felvevő technikai megoldása tolta Magyarországot a privatizáció és a dereguláció kényszerébe, amelyet nyugati hitelezőink az 1980-as évek végétől már egyre hangosabban követeltek, végső soron a nyers neoliberális elvekre alapozódó gazdasági rendszerváltozást kikényszerítették.

Végbement egy túlzott, gyors és nemzeti stratégia nélküli állami vagyonerőtesítés, amelynek következtében a Magyar Állam kiüresedett, az állam vagyona minimális szintre csökkent, a közszektor működtetéséhez szükséges források

- 2 Sőt már az 1950-es évek közepén is megfigyelhetők efféle „külön utas” törekvések. Például az erőszakos kollektivizálás fékezése, a tervkötöttség oldása.
- 3 Háztáji gazdaság kooperációban a mezőgazdasági nagyüzemmel. Állami szolgáltató-kereskedelmi egységek gebinbe adása. Állami vállalatokon belül gazdasági munkaközösségek, hatékony anyagi érdekeltég, önelszámolás érvényesítése.
- 4 Elsődleges célja az életszínvonal, a teljes foglalkoztatás és az ingyenes oktatási és egészségügyi rendszer fenntartása volt, noha beruházási-fejlesztési tervekbe csomagolták a hiteligényeket.
- 5 Paradox módon a felvett hitelek ugyan (magyar oldalról) a teljes foglalkoztatás és a korabeli jólét mesterséges fenntartását szolgálták, és egyre több külföldi hitel került Magyarországra, ám egy idő után az újabb és újabb hitelek – a rossz, „szétfolyatós” felhasználás következtében – célt nem értek, sőt a hitelezők a szociális juttatások leépítését egyre erősebben követelték. Majd később „cserébe” a privatizáció megindítását, deregulációt, állami paternalizmus visszafogását kérték, majd a munkaerő-, tőke- és pénzpiacok liberalizálását.
- 6 Szubjektív látófelületem, Lentner Csaba: Szociális piacgazdaságról és gazdasági függetlenségről – Nekrológ Csengey Dénesért. *Hitel*, 2015/2, 101-109. http://www.hitelfolyoirat.hu/sites/default/files/pdf/08-lentner_0.pdf

biztosítása pedig folyamatos problémát okozott. Állandósult a költségvetési hiány, növekedett az államadósság. Nem fordítottak kellő figyelmet a közszektor eredményességét és átláthatóságát szolgáló mechanizmusok kiépítésére. A Magyar Nemzeti Bankot kivonták a reálszektor refinanszírozó képességéből, melynek révén a támogatásra szoruló, a magyar piacra betörő külföldi versenytársaikkal szemben a túlélésükért küzdő hazai kis és középvállalkozások, mezőgazdasági termelők kedvezményes kamatozású, hosszabb futamidejű hitelek nélkül maradtak. Az ezredfordulóra a jegybank beszüntette a költségvetési hiány és az államadósság refinanszírozását is, melynek következtében a kamatkötelezettségek, a piaci árazásuk következtében, jelentősen megemelkedtek. Megdrágult az államadósság-finanszírozás, az államműködés. Miközben a rendszerváltozás 20 milliárd dolláros államadóssága 2010-re 140 milliárd dollárra emelkedett.

Már a rendszerváltás válságának betetőzése idejére⁷ nyilvánvalóvá vált, hogy csak az erős, a jól szervezett, a gazdasági és társadalmi folyamatokba aktívan beavatkozó állam képes a nemzetgazdaság, a piaci szereplők és családok érdekeit hatékonyan érvényesíteni. 2010-től elkezdődött a közteherviseléshez hozzájárulók körének kiszélesítése, illetve a nagy ellátórendszerek ésszerűsítése.⁸ Ezzel egyidejűleg csökkent a lakossági jövedelemadó tömege és a hazai vállalkozások társasági nyereségadó terhelése. A lakosság közüzemi szolgáltatásai hatósági árszabályozás alá kerültek, 2013-tól pedig a Nemzeti Bank működése visszakerült a reálgazdasági refinanszírozó körbe, az államadósság könnyebb kezelésére önfinszírozási programot indított.⁹ 83 százalékos mértékkel¹⁰ csökkent a jegybanki alapkamat, miáltal a piaci hitel és az állampapírok után fizetendő kamatok is jelentősen mérséklődtek. Az állam vagyoneledő pozíciója vagyongyarapítóra változott. Nemzetgazdasági szempontból fontos stratégiai ágazatok (bankszektor, közszolgáltatások, energiaszektor, mezőgazdaság) területén az állam közvetlen tulajdonosi befolyásának erősítésére törekszik, illetve e kiemelt ágazatok támogatását biztosítani kívánja.¹¹

7 2008 őszére tehető, amikor a neoliberais elvek alapján szervezett magyar piacgazdaság és az angolszász piacokról „begyűrűző” válság „együttesen” legyűrte a magyar nemzetgazdaságot. Noha a neoliberais piacgazdasági átmenet 2006 nyár végére, Gyurcsány kényszerkonvergencia-pálya kiigazító csomagjának idejére, már a fenntarthatatlanság jeleit mutatta. Bővebben az akkori válságról, megszorítások természetéről, hatásairól: Lentner Csaba: A demokrácia pénzügyi csapdája. *Polgári Szemle*, 2007, 3. évfolyam, 2. szám, http://www.polgariszemle.hu/?view=v_article&ID=167

8 Oktatás, egészségügy, társadalombiztosítás, önkormányzatok.

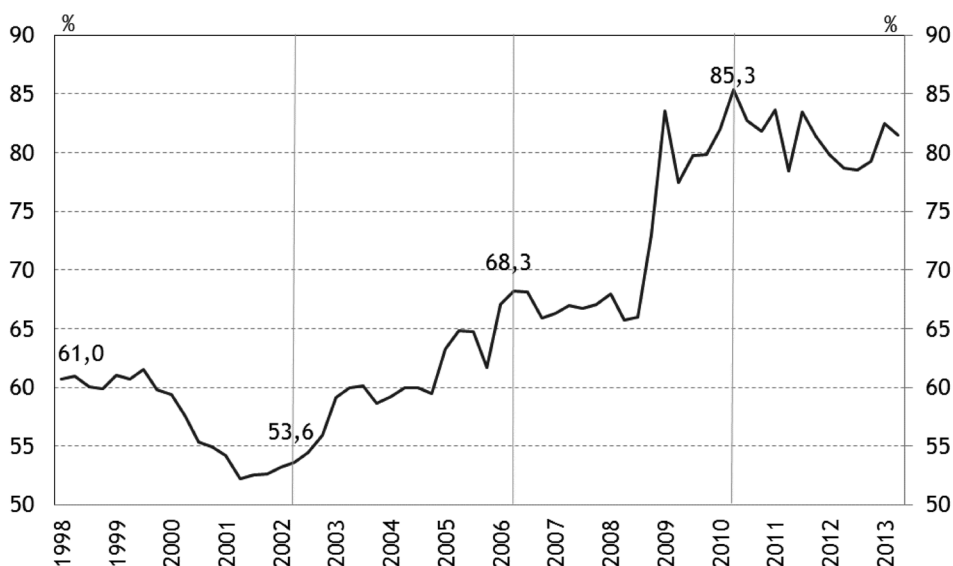
9 Részletesen Kolozi Pál Péter – Hoffmann Mihály: A külső sérülékenység csökkentése monetáris politikai eszközökkel – A Magyar Nemzeti Bank jegybanki eszköztárának megújítása, 2014–2016. In *Pénzügyi Szemle*, 2016. LXI. évfolyam, 1. szám https://www.asz.hu/storage/files/penzugyiszemle/2016/kolozi_2016_1.pdf?download=true

10 Matolcsy György 2013. március 4-e hivatalba lépése és 2016. május 25-e között a korábbi 5%-ról 0,9 százalékra csökkent az irányadó kamat.

11 Adókedvezmények, állami gazdaságbefolyásolás, piacszervezés, Növekedési Hitelprogram kiterjesztése.

Miért e nagyleptékű és gyors gazdaságpolitikai intézkedéssorozat mind a kormányzati, mind a jegybanki körben? Magyarország gazdasága 2006-ra, de a 2008-as nemzetközi válság idejére már véglegesen összeomlott.¹² Az államháztartás adóssága 20 év alatt (1990–2010) a hétszeresére emelkedett, amely tendencia 2002 után gyorsult fel igazán (lásd 1. számú ábra) ráadásul a lakosság is eladósodott.¹³ A lakosság kormányzatba vetett bizalma drasztikusan megrendült. A kormányváltás előtt, 2009-ben, Magyarországon volt a legkisebb a kormányzásba vetett bizalom az OECD-országok körében (lásd 2. számú ábra). Nem volt vesztegetni való idő. A kétharmados társadalmi felhatalmazást adó választások után a kabinetnek azonnal lépnie kellett, máskülönben Magyarország Görögország sorsára jutott volna,¹⁴ gazdasága és társadalma szétzilálódott volna.

1. ábra. Az államadósság változása 2002 és 2013 között a GDP százalékában



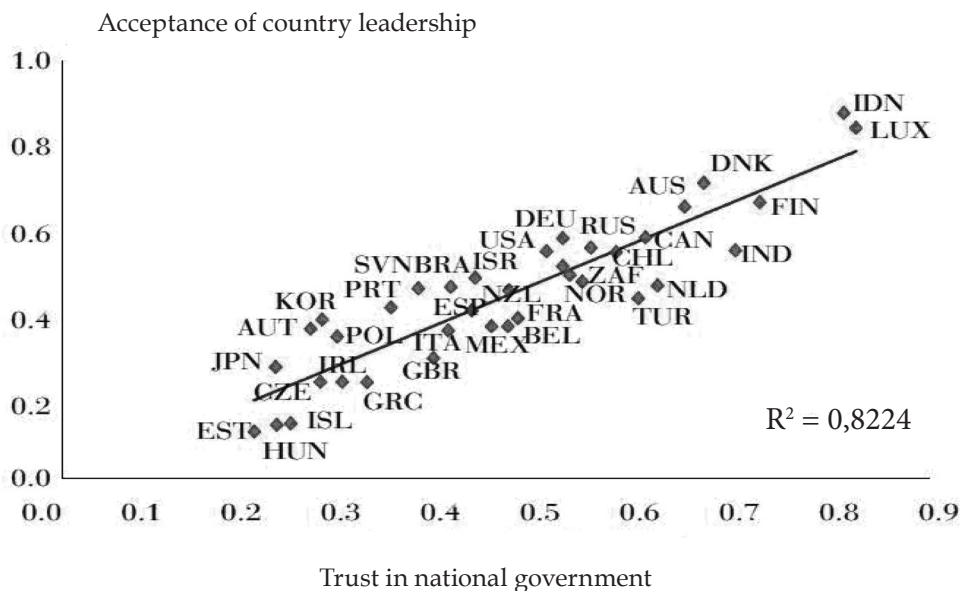
Forrás: Matolcsy György Egyensúly és növekedés című könyve alapján. Bp., 2015, Kairosz Kiadó

12 25 milliárd dolláros IMF-, WB-, ECB-hitellel történt meg Magyarország kimentése.

13 40 milliárd dollár értékű adósság halmozódott fel, több mint tízezer milliárd forint, 2010-re.

14 Görögország és Magyarország 2008-ra egy szintre süllyedt. Ám Görögországra az IMF és az Európai Unió rá tudta, tudja erőltetni a megszorításokra épülő gazdaságpolitikai csomagjait, míg Magyarország egy IMF tanácsoktól és hitelektől független válságkezelésbe kezdett. Sikeresen. 2013-ra hazánk már kikerült az EU túlzottdeficit-eljárásából, azóta pedig a pénzügyi stabilitás és a gazdasági növekedés egyidejűleg jellemzi. 2016 nyarán a görög munkanélküliségi ráta 23,3%, míg a magyar mindössze 5,1%.

2. ábra. A kormányzatba vetett bizalom indexe az OECD-országok körében



Forrás: OECD, 2010

A 2010 utáni magyar gazdaságpolitika: unortodoxiák és hiperaktivitás

A kormányváltást követően a fiskális politika területén azonnal megkezdődött a konszolidáció. A nemzetközi vállalatok és bankok adóerő-képességükhöz igazodó közteherviselése került kialakításra, az állam gazdaságbefolyásoló tevékenysége mind a külföldi piacépítés, mind a belső piac területén megkezdődött. A kormány meghirdette a keleti nyitás, majd a déli nyitás gazdaságpolitikáját, kompenzálva az Európai Unió folyamatos gyengeségeiből adódó piaci felvevőképesség mérséklődését. A jobbra külföldi tulajdonban álló közüzemi szolgáltatók díjszabásainak hatósági árszabályozásával (és az állami tulajdon szorgalmazásával) a lakosság több száz milliárdos fizetéskönnyítésben részesült-részesül. Kevesebb mint a felére csökkent a személyi jövedelemadó mértéke, feleződött a kisebb méretű vállalkozások nyereségadó terhelése.¹⁵ Fizetési könnyítést biztosított a kormány a devizahiteles családoknak.¹⁶ 2010 és 2016 között több mint 600 ezer új munkahely létesült, számottevően nőtt a lakosság elkölthető jövedelme. A munkaerő-piaci integráció elősegítése, a családi adó-

15 A személyi jövedelemadó 36%-ról 16, majd 15%-ra csökkent, 500 millió Ft nettó árbevétel alatti vállalkozások nyereségadója pedig 50%-kal mérséklődött.

16 Árfolyamgát, előtörlesztés, nemzeti eszközkezelő, majd az MNB közreműködésével a teljes forintosítás.

kedvezmények kiszélesítése, az államháztartási kontroll gyakorlat megújítása¹⁷ és a következetes fiskális metódus Magyarországot 2013-ra „kiemelte” az EU túlzott deficit eljárásából. Az aktív állammodellre jellemző intézményi gondolkodás,¹⁸ a szabályok, normák alkotása és követése hatja át a rendszert. A fiskális konszolidáció jó alapot teremtett a monetáris politikai rendszerváltás megindításához.

A Magyar Nemzeti Bank 1995-re a reálszektor refinanszírozó eszkörendszerét, majd az ezredfordulóra az államadósság refinanszírozó műveleteit¹⁹ fokozatosan leépítette. A magyar jegybank a monetáris politikai céljának kizárólag az inflációellenes küzdelmet²⁰ tekintette, igazodva a kontinentális európai jegybanki, EKB gyakorlathoz. Ám az eurózóna központi bankjának a 2008-as válságot követő, szélesebb vetületű, „szárnybontogató” kezdeményezéseivel, illetve a hatékony válságkezelő üzemmódba léptetett más vezető külföldi jegybankok (amerikai, angol központi bankok) eszköztárához²¹ a magyar jegybank 2013-ig nem közelített. Ehhez vezető- és szemléletváltásra volt szükség, melynek révén a jegybank a tevékenységét makrogazdasági síkra és társadalmi kontextusba helyezte, áttérve a többes mandátum – nemzetközi térben már alkalmazott – eszkörendszerére.

A Magyar Nemzeti Bank új típusú monetáris politikája alapvetően négy részből tevődik össze. A jegybank 2013. február 27. és 2016. május 25. között 5,25%-ról 0,9 százalékra mérsékelte az alapkamatot.²² 2013 áprilisában a jegybank

17 Véget ért a következmények nélküli állami ellenőrzések korszaka. Bővebben erről Domokos László és tsai: Az Állami Számvevőszék szerepe a költségvetési stabilitás megteremtésében, In *Pénzügyi Szemle*, 2015/4; Domokos László: Megújított közpénzügyek, megújított Állami Számvevőszék. *Polgári Szemle*, X. évf., 2014/1–2; Domokos László: Átláthatóság, elszámoltathatóság, integritás – az etikus közpénzügyi menedzsment három alapelve. *Polgári Szemle*, XI. évf., 2015/4–6.

18 Coase, Ronald: *The Nature of the Firm*. *Economica*, New Series, Vol. 4, 1937/16, Coase, Ronald: *The Institutional Structure of Production*. Lecture to the Memory of Alfred Nobel. Dec. 9, 1991, North, Douglas C.: *The New Institutional Economics and Development*. St. Louis, 1993, Washington University; Rodrik, Dani – Subramarian, Arvind: *The Primacy of Institutions*, 2003. *Finance and Development*, Vol. 40, No. 30., June 2003.

19 Részletesen ezen ésszerűtlen jegybanki lépésekről: Lentner Csaba: *Rendszerváltás és pénzügy-politika*. Bp., 2005, Akadémiai Kiadó. Kolozsi Pál – Lentner Csaba: Magyar monetáris politika és jegybanki szabályozás az európai integrációs folyamatok tükrében in *Pénzpiacok szabályozása Magyarországon*. Szerk. Lentner Cs. Bp., 2006, Akadémiai Kiadó, II. fejezet.

20 A magyar infláció történelmi mélypontra (0 százalékos szintre) süllyedése alapvetően azonban nem a korábbi jegybanki vezetés munkájának, hanem a polgári kormány hatósági árszabályozásának és a költségvetési hiány mérséklésének köszönhető (ti. inflatorikus hatást gerjesztő a hiány).

21 Lásd a következő fejezetben.

22 A 2008. őszi válság kirobbanásakor a magyar jegybank, más meghatározó jegybankokkal összevetve, nem levítte a kamatot, hanem fel. 8,5%-ról 11,5 százalékra emelte. Így az ország finanszírozásáért magasabb felárat kellett fizetni. A kamatcsökkentést segítő más pénzügyi eszközök alkalmazásával sem a kormány, sem a jegybank nem élt. Az alacsonyabb kamatpálya megteremtéséhez szükség volt a fiskális konszolidációra (2010–2013) és egy alacsonyabb kamatpályában bízó, új összetételű jegybanktanácsra (akik már a 2013-as jegybanki kormány-

elindította a Növekedési Hitelprogramot (NHP), 2014 áprilisában az önfinanszírozási programot, illetve ezzel párhuzamosan széles körű társadalmi felelősségvállalási programot érvényesít.

A Növekedési Hitelprogram önmaga is három pillérből áll, amelyben az első két pillér célja a kis- és középvállalkozások forintalapú hitelhez jutásának elősegítése, ez által a pénzügyi stabilitás megerősítése volt. A pénzügyi és gazdasági válság kitörése óta a Magyarországon működő vállalatok hitelhez jutási lehetőségei ugyanis számottevően romlottak, különösen a kis- és középvállalkozásoké, melyek ráadásul nehezebben találnak alternatív finanszírozási forrást. A program három szakaszában 2013 júniusa óta együttvéve 33 676 vállalkozás jutott finanszírozáshoz kb. 2281 milliárd forint összegben. Az NHP-ban dominálnak a kapacitásbővítésre felvett hitelek, amelyek a beruházás-élénkülés, azon keresztül pedig a GDP-növekedés biztos alapjai. Az NHP hatására alacsonyabb fogyasztói kockázat, élénkülő vállalati hitelezés, toxikus eszközöktől (deviza jelzálog, projektfinanszírozás) megtisztult banki portfólió és alacsonyabb banki kamatkörnyezet alakult ki, egyidejűleg a bankrendszer stabilizálását is segítheti a jegybanki refinanszírozó program. Az NHP jelentősen csökkentette a programban részt vevő vállalkozások kamatterheit mind az új hitelek, mind a devizahitelkiváltások esetében, ami javította a vállalkozások jövedelmi helyzetét.

A makrogazdasági politikát permanensen támogatva a Magyar Nemzeti Bank az NHP+ elnevezésű programot indította 2015 tavaszától a kkv-hitelezés erősítésére. A központi bank ezzel a lépésével azokra a kkv-kra terjesztette ki a programját, amelyek eddig túl kockázatos ügyfelek voltak a bankok számára ahhoz, hogy a programban előírt legfeljebb 2,5%-os banki kamatrés mellett érdemes legyen őket hitelezni. Az NHP+ keretében megkötött hitelszerződéseknél az MNB a hitelezési veszteségek 50 százalékát átvállalja a hitelintézetektől, de legfeljebb 5 évig és évente legfeljebb az egyes hitelintézetek által e konstrukció keretében fennálló hitelportfólió 2,5 százalékának erejéig. Ezzel a jegybank arra nyújt ösztönző erőt a bankoknak, hogy a csökkenő hitelkockázati költségek hatására ne csak a jó, hanem a kkv-hitelpiac legnagyobb részét kitevő közepes hitelképességű ügyfeleknek is fix kamatú, hosszú futamidejű finanszírozást nyújtsanak. A jegybank várakozása szerint ezzel a hitelképes kkv-k jelentős hányada számára eltűnnek a hitelhez jutási korlátok, amelyek akadályozták őket tevékenységük bővítésében.

Az NHP-időszakot követő megfelelő szintű kereskedelmi hitelállomány fenntartása azonban már piaci, biztosítását tekintve egyre inkább nemzetgazdasági minisztériumi szabályozási kategória. De e jövőbeni folyamatokra történő további „odafigyelés” jele, hogy a jegybank 2015 novemberében meghirdette, majd 2016 év elején elindította a Növekedéstámogató Programját (NTP), pró-

zóváltás előtt többségbe kerültek a Monetáris Tanácsban). Az alacsonyabb kamatpálya esetén kevesebb pénz kell, hogy fordítódjon az államadósság kezelésre, és a banki hitelek is olcsóbbá váltak.

bálja a gazdaságot fenntartható fejlődési pályán tartani. Célja az NTP-nek, hogy a Növekedési Hitelprogram fokozatos kivezetése mellett a kereskedelmi bankok egyre inkább piaci alapon elégítsék ki a reálgazdasági szereplők hiteligényét. Az NHP harmadik szakasza mellett ennek az NTP részét képezi a Piaci Hitelprogram (PHP), amely többféle kockázat- és likviditáskezelést segítő eszközzel ösztönzi a kereskedelmi bankok piaci hitelezési aktivitását. Az NTP révén a nettó vállalati, illetve kiemelten a kis- és középvállalkozói hitelállomány tovább emelkedhet.

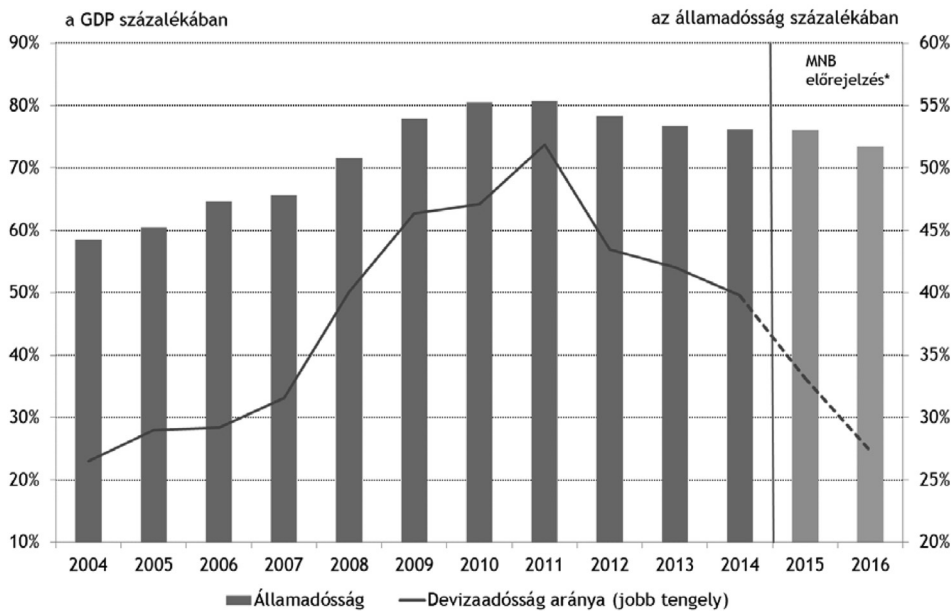
A Monetáris Tanács 2014. április 23-án döntött az önfinanszírozási program elindításáról, amelynek célja, hogy erősödjön az államadósság belső forrásokból történő finanszírozása, valamint csökkenjen a külső forrásokra való ráutaltság. A csökkenő külső adósság, illetve az állami finanszírozás hazai megtakarításokra való erőteljesebb támaszkodása a hazai pénzügyek és pénzügyi rendszer stabilitása irányába hat. Az önfinanszírozási koncepció sikerének kulcsa kínálati oldalon a lejáró devizahitelek forintból történő megújítása, keresleti oldalon pedig a hazai befektetők aktívabbá válása. Végző soron csak akkor csökkenhet az ország külföldi kiszolgáltatottsága, ha a magyar háztartások és bankok, illetve egyéb intézményi befektetők megveszik azokat az állampapírokat, amelyekkel a lejáró külföldi tartozásokat kifizeti a magyar állam. Az MNB eszköztárának megújítása mindenekelőtt azt célozza, hogy megkönnyítse a hazai bankok alkalmazkodását az új finanszírozási helyzethez. Az önfinanszírozási program két érdemi döntést jelentett: (1) a jegybank irányadó instrumentuma megváltozott, a kéthetes MNB-kötvény kéthetes lejáratú betété alakul át, valamint (2) bevezetésre került egy forint kamatcsereeszköz (IRS), amelyben az MNB változó kamatot fizet fix kamat ellenében a bankoknak. Az eszköztár megújítása során az MNB olyan eszközök potenciális bevezetéséről is döntött, amelyek piaci turbulencia esetén állhatnak a bankok rendelkezésére, de egyelőre sem a hosszú lejáratú fedezett forinthitel, sem az értékpapírcsere-eszközök aktiválására nem volt szükség.

A kéthetes MNB-betét a kéthetes kötvénynél kedvezőtlenebb likviditási tulajdonságú, illetve nem számít elfogadható jegybanki fedezetnek, így az irányadó eszköz átalakítása a likviditás egy részének a kéthetes jegybanki eszközből való kiáramlását segítette elő. Kiemelten fontos, hogy a külföldi pénzintézetek és hazai befektetők nem használhatják az MNB betéteit, így 2014 őszére ezek a szereplők kiszorultak ebből az eszközből. A meghirdetett jegybanki konstrukció biztosítja, hogy a bankok kezelni tudják kamatkockázatukat, és hosszabb távon legyen érdekelték az állampapírok tartásában, és ezzel is a hazai pénzügyi rendszer stabilitását segítsék elő. A 2014 augusztusában megtörtént betétesítés tehát lehetővé tette a MNB-ben lekötött banki források egy részének felszabadulását, továbbá megkönnyítette a felszabadult források állampapírokba áramlását.

Az önfinanszírozási program sikerét bizonyítja, hogy az Államadósság Kezelő Központ 2014-ben már forintból tudta refinanszírozni a lejáró devizaadós-

ságot, ami együtt járt a jegybank mérlegének szűkülésével, ami a nemzetgazdaság egésze számára megtakarítást jelentett. Ugyancsak egyértelmű eredmény, hogy a program révén nőtt mind a hazai bankok állampapír-állománya, mind pedig a hazai bankszektor államadósság-finanszírozáson belüli részesedése. A teljes banki állampapír-portfólión belül a program meghirdetése óta a bankok mintegy 2000 milliárd forint alapú állampapírt és egyéb fedezeti értékpapírt vásároltak, minek következtében az állampapír-piacon már nem a külföldiek, hanem a hazai bankok a legnagyobb finanszírozók (kb. 40 százalék). A külföldiek arányaiban a háztartások is beérték (20–20 százalék).²³ Az ÁKK így forintból refinanszírozza a lejáró devizaadósságot, ezzel csökkent a devizaadósság és a külső adósság is. Az államadósság devizaaránya 30 százalék alá esett. 2011-ben még 50 százalék volt, és 2014 elején is kb. 40 százalék (lásd 3. számú ábra). A GDP-arányos bruttó külső adósság pedig az államháztartás esetében 10 százalékpontot csökkent 2015 végéig. A program lejjebb vitte a hosszú lejáratú állampapírhozamokat is.²⁴

3. táblázat. Az államadósság és (azon belül) a deviza denominált rész alakulása a GDP %-ában, 2004–2016



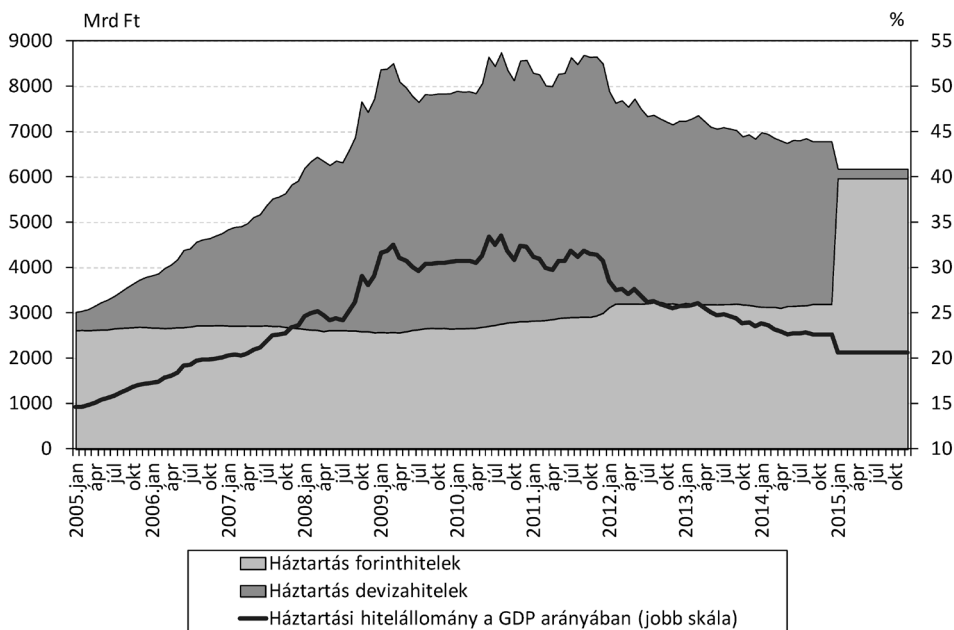
Forrás: Matolcsy György alapján, 2015

23 Befektetési alapok, biztosítók, nyugdíjpénztárok, nonprofit társaságok a fennmaradó 20%.

24 Az 5 éves hozam 2014 tavaszán kb. 5 százalék volt, 2016-ban 2% alatt – ebben persze másnak is szerepe volt, pl. a kamatcsökkentési ciklusoknak, de az Önfinszírozási Programnak is.

A magyar kormány 2010 után végrehajtott intézkedéseivel az államháztartás teljes körét konszolidálta.²⁵ Az MNB a vállalatok devizahitel-kitettségét csökkentette. Ezekkel a folyamatokkal párhuzamosan, végeredményét tekintve 2015 év elejére a Magyar Nemzeti Bank devizatartalékaira támaszkodva, a lakossági deviza és devizaalapú jelzáloghitelek kivezetése is megtörtént, amellyel érdemben megszűnt a családok árfolyamkitettsége, másrészt pedig kitisztultak a banki mérlegek. E komplex vetületű konszolidációs közbeavatkozás (is) a jegybank makrogazdasági síkba és társadalmi kontextusba helyezett szerepvállalásának a bizonyítéka.

4. táblázat. A devizahitel-állomány alakulása
(a devizahitelek kimentésének kronológiája), 2005–2015



Forrás: MNB, 2016

A Magyar Nemzeti Bank szűken vett feladatain túl a tágabb környezetéért, a társadalomért, a hosszú távú fenntartható fejlődésért is felelősséget vállal. A hagyományos környezetvédelemmel összekapcsolható cselekvéseken túl kiemelt szerepe van a pénzügyi kultúra fejlesztéséért tett lépéseknek, amelyek keretében több, a fogyasztóvédelemmel, a pénzügyi piaccal kapcsolatban levő szervezettel

25 Lásd bővebben az átfogó konszolidációt, Lentner Csaba: *Közpénzügyek és államháztartástan*. Bp., 2013, Nemzeti Közszerkesztési és Tankönyvkiadó, 12. fejezet; Lentner Csaba: *Devizahitelezés nagy kézikönyve*. Bp., 2015, NKTK, I. fejezet.

összefogva széles körű ismeretterjesztő tevékenységbe kezdett a lakosság pénzügyekben való jártasságának művelésére. Az MNB társadalmi felelősségvállalási aktivitása az oktatás, a tudományos tevékenység, a pénzügyi ismeretterjesztés, a fogyasztóvédelem, a kultúra és a karitatív célú adományozás keretében megvalósuló értékmegőrzés és értékteremtés széles palettáját öleli fel, hasonlóan más vezető külföldi jegybankokhoz.²⁶

A Magyar Nemzeti Bank küldetése, hogy az árstabilitás elérésével és fenntartásával, illetve elsődleges célját nem veszélyeztetve, a pénzügyi közvetítőrendszer biztonságos működésének fenntartásával, valamint a jegybankkal szemben megnyilvánuló közbizalom erősítésével hozzájáruljon a társadalmi jóléthez, és kiszámítható környezetet biztosítva támogassa a gazdaság fenntartható növekedését. A jegybank elkötelezett abban, hogy a gazdálkodásában is megnyilvánuló függetlensége alapján eredménye terhére a közjót szolgálja, és társadalmi felelősségvállalási programjának keretei között támogatásokat nyújtson. A jegybanktörvény alapján az MNB felügyeleti tevékenysége körében kiszabott bírságokból származó bevételei a jogszabályban nevesített célokra, azaz: közgazdasági, pénzügyi szakemberképzés támogatására; közgazdasági, pénzügyi, valamint interdiszciplináris kutatások elősegítésére; a pénzügyi kultúra erősítésére, a pénzügyi tudatosság fejlesztésére, valamint alapítványi támogatásra és karitatív célokra használhatók fel. Az MNB társadalmi felelősségvállalási törekvéseit alátámasztja a központi bankok nemzetközi gyakorlata: számos európai jegybank több évtizedes múltra visszatekintve ugyancsak támogat ösztársadalmi, közösségi és karitatív célokat.²⁷

Alapokmánya és társadalmi felelősségvállalási programja értelmében a jegybank kiemelt célja, hogy fejlessze a hazai pénzügyi kultúrát, a rendelkezésére álló eszközökkel segítse a magyarországi közgazdasági oktatást, a pénzügyi műveltség szélesítését. Az MNB Pallas Athéné Közgondolkodási Programja fókuszában a művelődés, az oktatás, a tudomány támogatása és fejlesztése áll. A jegybank e program szervezeti kereteként hozta létre Pallas Athéné alapítványait. A célok megvalósításához alapítói vagyont,²⁸ a működéshez adományt, támogatást és infrastruktúrát biztosított. A Pallas Athéné alapítványok²⁹ kutatási képzéseket, ösztöndíjakat, tanulmányutakat, vendégkutatókat, konferenciákat, előadásokat, szakmai versenyeket, cikk, tanulmány

26 Fed, BoE, német központi bank.

27 A jegybanki CSR-ról bővebben Lentner Csaba – Tatay Tibor – Szegedi Krisztina: A központi bankok társadalmi felelőssége. *Vezetéstudomány*, 2015, 46. évfolyam, 9–10. szám.

28 Az MNB által átadott 267 milliárd forintos vagyonnak (amely befektetésre került az alapítványok által) azonban csak a kamatai használhatók fel alapítványi célokra.

29 Az ezredforduló idején érzékeltem hasonló pezsgést a tudomány fejlesztése érdekében. Az akkori kormány bőségesen áldozott Pallas Athéné és Minerva követői számára (lásd Lentner Csaba: *Pénzügyi szilánkok*, 2001 c. tanulmánykötet I. fejezetében írt összefoglaló gondolataimat). Egy új típusú, társadalmi kontextusba helyezett jegybanki működésben is helyet kap a tudományos élet támogatása.

és könyv megjelentetését, doktori iskolákat, egyetemeket, diákszervezeteket támogatnak.

A jegybank CSR³⁰ programjához kapcsolódóan kiemelt szerep jut a pénzügyi fogyasztóvédelem erősítésének. A pénzügyi felügyeleti tevékenység jegybanki integrációja óta az MNB határozottan lép fel a fogyasztói jogok érvényesítésért, erősödött a piacfelügyeleti aktivitás. A jegybanki fogyasztóvédelemben a jogszabályok betartásán túl az MNB a „fair” pénzügyi szolgáltatói magatartást is kikényszeríti, súlyt helyezve a kiszolgáltatott fogyasztói csoportok fokozott védelmére. A pénzügyi tudatosság fejlesztése, a tájékoztató tevékenység megerősítése mellett az MNB a fogyasztói panasztételi lehetőséget ügyfélszolgálatán túl a megyeszékhelyek kormányablakaira is kiterjesztette. A fogyasztói tudatosság erősítését segíti a Pénzügyi Tanácsadó Irodahálózat, illetve a jelenleg kiépülő, a jegybank által pályázati rendszerben támogatott Civil Háló is.

Az MNB lehetőségeihez mérten szerepet vállal az értékteremtésben, a nemzeti értékek, a szellemi és kulturális örökség megőrzésében (így például stratégiai együttműködés az Operaházzal, az Erkel Színházzal és a Művészetek Palotájával), valamint a szakemberképzés, tudományos tevékenység támogatásában (így például stratégiai együttműködés a Magyar Közgazdasági Társasággal). Karitatív célú adományozásaival a jegybank hozzájárul a hátrányos helyzetű csoportok életminőségének, esélyegyenlőségének javításához, valamint a rendkívüli élethelyzetek okozta nehézségek enyhítéséhez (így például Csodalámpa Alapítvány, Nagycsaládosok Országos Egyesülete, Nemzetközi Gyermekmentő Szolgálat támogatása), továbbá a nemzeti kultúra támogatására, értékteremtésre, rendezvények szervezésére, szakemberképzésre, tudományos tevékenységre, tudományos és szakmai szervezetek segítésére, pénzügyi ismeretterjesztésre, karitatív és jóléti támogatásokra.

A magyar monetáris politika létjogosultságának nemzetközi alátámasztása

A 2007-es válság óta a jegybankok válságkezelő szerepe felértékelődött a nemzetközi térben.³¹ Olyan új jegybanki eszközök jelentek meg, amelyek a válság negatív jelenségeit közvetlenül oldják.³² Költségvetési politikára, nemzetgazdasági folyamatokra direkt, javító hatást fejtenek ki. A programok jellemzően az

30 Corporate Social Responsibility, társadalmi felelősségvállalás.

31 A válság elleni küzdelemben (lásd USA Fed) a jegybankok nagyobb teret vesznek át (kényszerből) a kormányzati fiskális politikától. Értelemszerűen, a válság után fordított helyzet áll elő (lásd ugyancsak Fed), így Magyarországon is fel kell, hogy értékelődjön a Nemzetgazdasági Minisztérium gazdaságbefolyásoló és szabályozó tevékenysége, ami különösen a növekedés fenntartásában kell, hogy megjelenjen.

32 A jegybanki szerepváltozásokról Tatay Tibor: A központi bankok változó szerepe. In *Polgári Szemle*, 2015, XI. évfolyam, 1-3. szám.

alábbi elemekből állnak: az irányadó kamat 0 és 1 százalék³³ közötti szintjéből (mely a zéró alsó korlátot jelenti), az irányadó kamat szinten tartása melletti elköteleződésből, a konkrét eszközvásárlási programból, a hitelösztönzési programokból, illetve esetenként a külső sérülékenységet csökkentő programokból.

Az Egyesült Államok központi bankjának mennyiségi lazítási politikája³⁴ a válság kirobbanása óta három fordulóban segítette a hazai, de áttételesen a nemzetközi gazdaságot is. Az amerikai jegybank a rossz eszközportfólióval rendelkező kereskedelmi bankokba friss pénzt juttatott, behajthatatlan követeléseiket megvásárolta, lehetővé téve a hitelezési aktivitásukat, továbbá állampapír-felvásárlásokba kezdett, könnyítve az amerikai költségvetés helyzetén.³⁵ Az eszközvásárlási program következtében a Fed mérlegfőösszege 922,2 milliárd dollárról (2008. január 2-ai adat) a program befejezéséig (2014. október 29.) 4486,2 milliárd dollárra emelkedett. Az amerikai központi bank tehát nem restrikción, hanem a likviditásbővítéssel kezelte a krízist. Különösen annak fényében jelentős a QE politika, hogy a hagyományos monetáris politikai eszközök hatástalanokká váltak. A Fed az irányadó kamatot 2008-tól gyakorlatilag nulla vagy a körüli százalékon tartja, ám a gazdasági növekedés, a foglalkoztatás-bővítés ettől még nem indult volna be. A merőben más monetáris eszköz, a QE hatására azonban 2014 decemberére már 5,6³⁶ százalékra mérséklődött a munkanélküliségi ráta, illetve 4 százalék körüli a gazdasági növekedés, vagyis a Fed hat éven át alkalmazott eszközei célt értek. Az USA a világgazdaság globális növekedési dinamikájában visszavette Dél-Kelet Ázsiától a vezető szerepet, gazdasági és külpolitikai érdekérvényesítő képessége régi fényében tündökölt, ami igen nagymértékben a Fed következetes monetáris politikájának köszönhető.

2015-ig az Európai Központi Bank a Fed-hez, BoE-hez vagy a japán központi bankéhoz hasonló mértékű mennyiségi lazítási politikát nem alkalmazott. 2010-ben csak egy kisebb volumenű állampapír-vásárlási programot indított. Az EKB 2012 szeptemberétől a perifériaállampapír-kamatokat kívánta mérsékelni, és a sérült monetáris transzmissziós csatornát helyreállítani. 2014-re az euróövezeti infláció tartósan az EKB célja alá süllyedt, ezért további monetáris lazítást jelentettek be,³⁷ az alapkamatot 0,05 százalékra csökkentették, továbbá

33 Tehát a vizsgált jegybankok (Fed, BoE, ECB) esetében e tartomány irányába történő kamatleszállítás. E folyamatot követi, de – értelemszerűen – nem eddig a mértékig az MNB is.

34 QE Quantitative Easing, mennyiségi lazítás.

35 Részletesen a Fed válságkezelő monetáris politikájáról Lentner Csaba: A magyar nemzetgazdaság működésének gazdasági, rendszertani és jogszabályi alapjai – unortodox jegybanki eszközök bemutatásával ékesítve. In *Adózási pénzügytan és államháztartási gazdálkodás*. Szerk. Lentner Cs. Bp., 2015, Nemzeti Közszerkesztési Egyetem, 31–76.

36 Az amerikai szakpolitika 5,2–5,5 százalékos intervallum esetén már teljes foglalkoztatásról beszél. 2014. szeptemberi munkanélküliségi ráta „még” 5,9% volt. Jelenleg, 2016 júniusában 4,9% (*The Economist* alapján).

37 Mario Draghi 2014 nyarán intenzív, de sajnos a sajtóközlemények szintjén megragadó kampanyt indított. Kezdetben 400 milliárd eurós EKB beavatkozásról beszélt, később 300 milli-

eszközfedezetű vállalati értékpapírok és értékpapír-fedezetű kötvények vásárlására tettek utalást. Az Európai Központi Bank igazgatótanácsa 2015. január 22-én döntött arról, hogy 2015 márciusától 2016 szeptemberéig (és ha indokolt, még tovább) havonta 60 milliárd euró értékben vásárol államkötvényeket az eurózóna tagállamaitól. Ha a mennyiségi lazítási program 2016 szeptemberéig kitart, úgy az EKB összesen 1100 milliárd eurót pumpálhat az egységes valutaövezetbe, ezzel kísérletet tehet az európai gazdasági növekedés beindítására. A gazdaság élénkítése mellett és azzal összhangban a döntés másik fő motívuma a deflációs veszély elhárítása, különös tekintettel arra, hogy 2014 decemberében az eurózónában 2009 óta első ízben mértek negatív inflációt. Így az államkötvény-vásárlási program mindaddig érvényben marad, amíg az inflációs pálya tartós kiigazítása a 2 százalékhoz közeli inflációs szint elérésével nem kerül szinkronba. Az EKB ezzel az amerikai Federal Reserve és a Bank of England nyomdokaiba lépett,³⁸ amelyek a 2008-as pénzügyi válságra adott válaszként nagy volumenű állampapír-felvásárlásba kezdtek, hogy több pénzt pumpáljanak a gazdaságba.

A Bank of England a válság kitörése után,³⁹ első körben a hagyományos eszköztára keretein belül, rövid idő alatt 0,5 százalékra mérsékelte az alapkamatát, amely a nullaszázalékos alsó korlát elérésével ki is merült. Ezt követően sem adta fel a monetáris eszköztára bevetését, így eszközvásárlási programba kezdett. E nem szokványos eszköz célja „átfedést” mutatott a konvencionális monetáris politikai céllal, vagyis az infláció 2 százalék körüli szinten tartásával. 2012-re az eszközvásárlások elérték a 375 milliárd fontot (a GDP 26,9 százalékát). Az eszközvásárlások sikeresek voltak a pénzpiaci feszültségek kezelésében és a hosszú hozamok mérséklésében. Ugyanakkor a kereskedelmi hitelezésre az eszközvásárlási program korlátozott hatást váltott ki. Az európai uniós térség 2012. évi nehézségei az angol jegybank vezetését, a pénzügyminisztériummal közösen, egy új típusú eszközkezelés kidolgozására sarkallták. A Funding for Lending célja, hogy a bankrendszer forrásköltségének csökkentésén keresztül enyhítse a banki hitelezési feltételeket, és ösztönözze a gazdasági növekedést. A programban részt vevő és több hitelt kihelyező kereskedelmi bankok fedezet ellenében alacsonyabb díj mellett kaptak likvid kincstárjegyet az angol központi banktól, amelyet az állampapír-piacon repo művelet⁴⁰ keretében válthattak könnyen pénzzé tehető eszközre. Az FLS⁴¹ a jegybanki alapkamat szintjéhez kötött hozamon történő hitelezést jelentette. A banki forrásköltségek jelentősen csökken-

árról, amelyből (jobb esetben) effektív történések jó, ha 2015 márciusától realizálódnak. Lásd 2015. januári fejlemények a QE-politika megindításával összefüggésben.

38 Lényeges hangsúlyozni azonban intézkedései fáziskészségét.

39 2007 ősze, amikor az Egyesült Királyság jelzálogpiacai és bankjai megrendültek (Northern Rock).

40 A repoügylet egy visszavásárlási megállapodás két fél között. Az ügylet lényege, hogy adott értékpapírt (rendszerint állampapírt) úgy adnak el a jelenben (prompt), hogy előre rögzítik annak visszavásárlási időpontját és árfolyamát.

41 Funding for Lending Scheme, vagyis a növekedési hitelprogram.

tek, de a banki hitelezés a válság miatti mérlegleépítés következtében nem élénkült számottevően. A banki hitelezés fellendülésének elmaradása miatt felmerült a program kibővítése. 2013. április végén az FLS kibővítése mellett döntöttek. A változások három célt szolgáltak. Első körben a még mindig jelentős feszültség enyhítését a pénzügyi piacokon, amely aláásta a hitelezést és a reálgazdaság fellendülését. Ennek orvoslására a programot 2015 januárjáig meghosszabbították. A második lépésben a KKV-szektorban nyújtott források nagyobb szerepet kaptak. Az FLS 2012-es bevezetése óta ugyanis jelentősen csökkentette a bankok forrásköltségeit, ami a hitelköltségek csökkenéséhez vezetett, azonban hitelkondíciók javulása kevésbé volt érzékelhető a kis- és középvállalati szektorban, összevetve a nagyvállalatokkal és háztartásokkal. Végül a programot kiterjesztették a nem banki hitelezőkre is, lízing- és faktorcégekre, amelyek fontos szerepet töltek be a reálgazdaság finanszírozásában.

Az FLS kapcsán általános tapasztalat, hogy pozitív nettó hitelezés elsősorban a lakossági szegmens oldalán jelentkezik, míg a KKV-hitelek a várakozásokhoz képest elmaradnak. E problémát kívánta enyhíteni az Old Lady⁴² és a Kincstár 2013. novemberi intézkedése, amely a vállalati hitelezés élénkítését szolgálta. Az eredmények továbbra is a csökkenő banki forrásköltségekben jelentkeznek leginkább, míg a vállalatok körében a hitelkereslet továbbra is a várakozásokat alulmúló. Lényeges azonban, hogy az angol központi bank és a kormány (kincstár) intézkedései az Egyesült Királyságot „kiemelték” a válságból, és 2-4 százalékos közötti tartós gazdasági növekedést realizálnak.

Az Angol Nemzeti Bank 2014-es (aktualizált) alapidokumentuma⁴³ (a Vörös Könyv) meghatározza működésének kereteit, lehetőségeit, valamint a pénzpiacra folytatott tevékenységét. E szerint a mennyiségi lazítás célja – lényegében – a pénzkínálat bővítése nagy volumenű eszközvásárlásokkal és a folyó kereslet összhangba hozása a középtávra szóló inflációs célokkal. Ezen cél megvalósítása érdekében a tartalékok mennyiségét és az ezekkel megszerzett nyereséget közvetlenül a pénzpiaci célok elérésének eszközeként használják fel. A jegybank meghatározza a tartalék létrehozásával megvásárolható eszközök mennyiségét. Ezt a célt vásárlásokkal, vagy ha a célérték csökken, az eszközök értékesítésével éri el.

Eredmények, következtetések

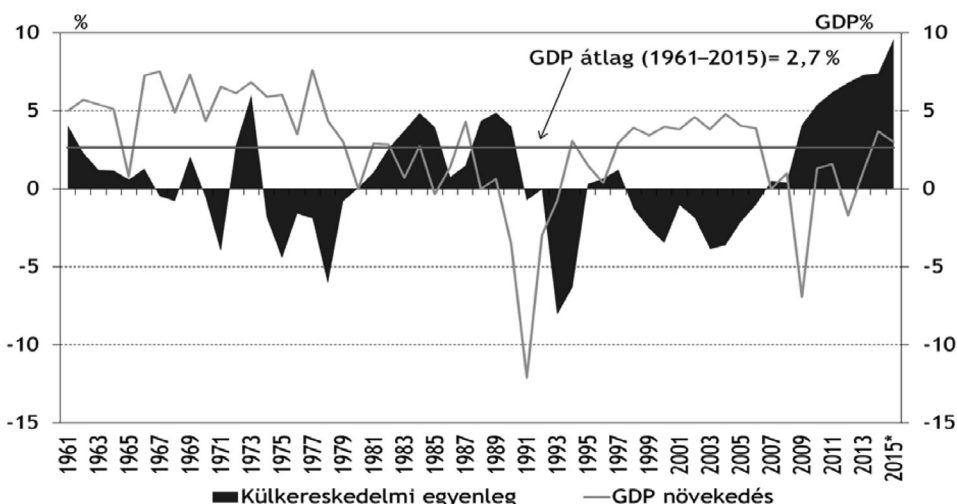
A 2010 és 2013 között Magyarország államháztartási rendszerének konszolidációja megtörtént, amely jobbára a nemzetközi vállalatok közteherviselésbe vonásának, egyidejűleg a belső rezidensek adószázalék mérséklése által generált termelés- és adóbevétel gyarapodásának köszönhető. 2013 és 2016 között végbement a monetáris politikai rendszerváltás, amely a kormányzattal egy célt kö-

42 Az angol központi bank megnevezése a közbeszéd szintjén (London City).

43 The Bank of England's Sterling Monetary Framework, 2014.

vetve a központi költségvetés, önkormányzatok, vállalatok-bankok és a családi háztartások kiegyensúlyozott pénzügyi állapotban tartását eredményezte, sőt a jegybank Növekedési Hitelprogramja hatására a gazdasági növekedés felgyorsult.⁴⁴ Egyidejűleg van jelen a külkereskedelmi egyensúly és javuló gazdasági növekedés 2013 óta, amelyre az elmúlt évtizedekben nem volt precedens Magyarországon (lásd 5. számú ábra).

5. ábra. A gazdasági növekedés és a külkereskedelmi egyensúly alakulása, 1961–2015



Forrás: Matolcsy György alapján, 2015

Mind a kormányváltást követő fiskális, mind a három évvel később megindított jegybanki beavatkozások nemzetközi trendvonal követők, eredményesek és intenzívek, ugyanakkor a 2008–2010 közötti kormányzati és a 2008–2013 közötti monetáris politikát a beavatkozási deficit jellemzi. A válságkezelés beindításának elmaradása az új kormány hiperaktív működésének egyik kiváltója.

Az unortodox magyar megoldások illeszkednek a világban zajló sikeres válságkezelési folyamatokhoz, egyidejűleg a belső igényekhez, adottságokhoz illeszkedő gazdaságpolitikát eredményeztek. Utalni kell arra is, hogy az új intézkedések – a korábbi gazdaságpolitika „engedékenységevel” összevetve – jelentős profit- és kamatelonást okoznak a Magyarországon működő nemzetközi bankoknak és vállalatoknak, amely bevételtömeg ugyanakkor szükséges a magyar költségvetés és háztartások egyensúlyban tartásához. Így a nemzetközi tőrből érkező támadások permanenciáját az Orbán Viktor–Matolcsy György vezette gazdaságpolitikai kurzus kénytelen még hosszú ideig elviselni, míg a lakosság a nem konvencionális módozatú közpénzügyi rendszer előnyeit élvezzi.

44 Részletesen Matolcsy György: *Egyensúly és növekedés*. Bp., 2015, Kairosz Kiadó.