

KOLOZSI PÁL PÉTER

Célzott monetáris politikai eszközök a Magyar Nemzeti Bank gyakorlatában

Targeted Monetary Policy Tools in the Practice of the Magyar Nemzeti Bank

Absztrakt

A 2008-as pénzügyi válságot követően a világ számos jegybankjában megjelentek a nem konvencionális célzott monetáris politikai eszközök. A vezető jegybankok közül a Federal Reserve, az EKB, a BoJ, a BoE és a kínai jegybank eszköztárába is beépítésre kerültek a célzott programok. A Magyar Nemzeti Bank a 2013 után végrehajtott monetáris fordulat során úttörő szerepet vállalva, a nemzetközi tapasztalatokra alapozva, de azokat továbbfejlesztve hangsúlyosan épített a célzott eszközökre, kiemelten a hitelösztönzés (Növekedési Hitelprogram, Piaci Hitelprogram), a külső sérülékenység csökkentése (devizahitelek forintosítása, önfinszírozás), a piacépítés (jelzáloglevél-vásárlás és Növekedési Kötvényprogram), valamint a zöld átmenet elősegítése (Zöld Otthon Program, zöldjelzáloglevél-vásárlás, zöld fedezetkezelés) terén. A már jelenleg is tetten érhető megatrendek, elsősorban a digitalizáció térnyerése és a környezeti fenntarthatóság előtérbe kerülése abba az irányba mutatnak, hogy a jegybanki eszköztáraknak a jövőben is fontos, sőt egyre fontosabb elemei lesznek a célzott eszközök, az MNB kapcsolódó tapasztalatai így felértékelődhetnek.

Kulcsszavak: jegybank, monetáris politika, célzott eszközök, hitelösztönzés, külső sérülékenység, piacépítés, zöld átmenet, digitalizáció, nem konvencionális eszközök

Abstract

Following the 2008 financial crisis, unconventional targeted monetary policy tools emerged in many central banks around the world. Among the leading central banks, targeted programs have been incorporated into the toolkits of the Federal Reserve, the ECB, the BoJ, the BoE, and the Chinese central bank. During its monetary policy shift after 2013, Magyar Nemzeti Bank took on a pioneering role, building heavily on targeted tools based on international experiences but further developing them. These tools focused on stimulating lending (Growth Loan Program, Market-Based Lending Scheme), reducing external vulnerability (conversion of foreign currency loans into forints, self-financing initiative), market building (mortgage bond purchases and the Growth Bond Program), and facilitating the

green transition (Green Home Program, green mortgage bond purchases, and green collateral management). The already observable megatrends – primarily the spread of digitalization and the increasing focus on environmental sustainability – suggest that targeted tools will continue to be important, and indeed become even more critical, elements of central bank toolkits in the future. Consequently, the MNB's related experiences could become increasingly valuable.

Keywords: central bank, monetary policy, targeted tools, lending incentives, external vulnerability, market building, green transition, digitalization, unconventional tools

Bevezetés

Korunkat egyszerre jellemzi két domináns gondolati trend térnyerése. Az egyik szerint nap mint nap egyértelművé válik, hogy erőforrásaink szűkösek, így kiemelten figyelniük kell, mit mire használunk; a pazarlás és a félrehasználás a jövőnk felélését jelenti. A másik pedig azt mondja ki, hogy ezeknek a szűkös erőforrásoknak a felhasználási hatékonysága is változó, hiszen vannak olyan, esetenként töredéknyi területek, ahol sokszorososan megtérülnek a befektetett erőfeszítések, míg máshol kisebb vagy akár negatív is lehet a várható eredmény. Az első gondolat a fenntarthatósági kihívás, a másodikra pedig gyakran Pareto-elvként hivatkozunk – végső soron pedig mind a kettő abba az irányba mutat, hogy minden probléma megoldását a kritikus pontok, a kulcsterületek és az aktivizálható források megtalálásával, valamint a minél pontosabb és hatékonyabb célzással kell megalapozni.

A fenti gondolati átalakulás általános érvényű, és tetten érhető a jegybankok világában is. Az utóbbi bő egy évtizedben a fejlett jegybankok és kiemelten a Magyar Nemzeti Bank is jelentős változáson ment át a használt eszközök tekintetében – ahogy a központi bankok szerepe felértékelődött, gazdasági súlyuk megnőtt, úgy lett egyre erőteljesebb elvárás a monetáris politikai intézkedések hatékonyságának javítása. Ez a jegybanki eszköztárakon belül azon eszközök térnyerését hozta el, amelyek esetében az egységnyi beavatkozás hozzáadott értéke a legnagyobb, azaz ahol a lehető legkisebbek a nem szándékolt következmények. Ezért az általánosan ható intézkedések mellett és időnként helyett a célzott programok váltak a monetáris politika fő eszközeivé, nemzetközi és hazai szinten egyaránt.

Az MNB 2013 óta kiemelten támaszkodik nem konvencionális és célzott jegybanki eszközökre törvényi céljainak elérése érdekében; ezen a téren a nemzetközi visszajelzések szerint is egyike a világ vezető innovatív jegybankjainak.¹ Jelen tanulmányban bemutatom mind elméleti, mind gyakorlati oldalról, hogy mi vezetett a nem konvencionális és célzott eszközök térnyeréséhez, milyen intézkedések születtek ennek jegyében a világ vezető jegybankjaiban, valamint hogy milyen célzott programokat indított az MNB a 2013-as monetáris fordulat bekövetkezése óta. Dolgozatom végén összegzem az eredményeket és röviden felvázolom, milyen megatrendek mutatnak abba az irányba, hogy a célzott eszközök a jövő jegybankjaiban is kiemelten fontos szerepet töltsenek be. Jelen tanulmány a konkrét programokon túl azt a keretrendszert mutatja be, amelybe illeszkednek az MNB célzott monetáris politikai intézkedései; az egyes célzott programok strukturális hatásainak pontos vizsgálata és összevetése további kutatások tárgyát képezheti.

Célzott elemek a jegybanki eszköztárakban

A jegybankok által alkalmazott eszköztár mindig az adott ország gazdasági, piaci, intézményi adottságaihoz, monetáris politikai szabályrendszeréhez, szakmai „hagyományaihoz”, illetve a törvényi felhatalmazáshoz illeszkedik. Alapvető eltérés lehet a fejlett és a feltörekvő gazdaságok között,² de az egyes országcsoportok is nagyon heterogén képet mutathatnak.³ Ennek egyik fő oka, hogy az eltérő strukturális adottságok eltérő jegybanki felhatalmazásokkal is párosulhatnak, ami ugyancsak eltérő eszközök használatához vezethet.⁴ Az egyes jegyban-

1 Ennek egyik legutóbbi megnyilvánulása volt, hogy a Positive Money által ellenőrzött és validált értékelés szerint a Magyar Nemzeti Bank az összes G20-országot megelőzte a globális zöld jegybanki rangsorban. Lásd Positive Money 2024.

2 Hoskisson et al. 2000.

3 Az eltérések jellemzően strukturális jellegzetességekre vezethetők vissza, mint például az intézményi környezet fejlettsége, a gazdaságpolitika hitelessége és ciklikussága, a pénzügyi piacok fejlettsége és struktúrája, a piaci környezet volatilitása, a külső sérülékenység és devizakitettség, a bankrendszer struktúrája és a készpénz jelentősége. Lásd Hoffmann–Kolozsi 2017.

4 A feltörekvő gazdaságokat sok esetben fokozott külső és devizapiaci kitettség, a külkereskedelemre való érzékenység, volatilis és fejletlen piacok, a gazdaságpolitika ciklikussága, fejletlen intézmények és hitelességi deficit jellemezheti, amiből a fejlett államok által al-

kok által ellátott funkciók ugyancsak eltérő és komplexebb monetáris politikai eszköztárat eredményezhetnek, de a monetáris politikai (jegybanki) eszköztár összességében mindenhol a hatékony monetáris transzmisszió, a banki likviditásmenedzsment, illetve a bankrendszer és a pénzügyi stabilitás támogatását célozza.

Az eszköztárakat 2008 előtt jellemzően „általános hatókörű” eszközök uralták; a célzott jegybanki programok a válságkezelés részeként a fejlett és a feltörekvő jegybankok körében is ebbe a keretrendszerbe „érkeztek meg”. A következőkben a célzott monetáris politika alkalmazásának elméleti háttere, illetve a legkarakteresebb nemzetközi példák kerülnek bemutatásra.

Rövid elméleti kitekintés

A 2008-as pénzügyi-gazdasági válság előtti konszenzus szerint a jegybanki működésben az „egy cél – egy eszköz” megközelítés volt jellemző, azaz a központi bank egy általános eszköz, a rövid lejáratú bankközi kamatok alakításával kívánta elérni az árstabilitást, ami az akkor uralkodó közgazdasági modellek szerint egyet jelentett a pénzügyi és így a makrogazdasági stabilitással. Ennek a leegyszerűsített keretrendszernek vetett véget a 2008-as válság,⁵ amikor előtérbe kerültek a nem árstabilitási célok és funkciók, ami a jegybanki eszköztárak jelentős bővülését hozta, a monetáris politikai implementációt pedig komplexebbé tette. A felértékelődő területek közül kiemelkedik a pénzügyi stabilitás, a likviditáskezelés, illetve a monetáris transzmisszió helyreállítása és a bankok hitelezési képességének erősítése.

A jegybanki eszköztárak átalakulásának legegységesebb jele a nem konvencionális eszközök megjelenése volt, és ennek a megújulási folyamatnak a gyorsaságát jól mutatja, hogy az elméleti megalapozás időbeli csúszással követte csak le a gyakorlat változását.⁶ Az egyik legfontosabb munka erről Gertler és Karádi modellje,⁷ amely azt támasztja

kalmazottól eltérő gazdaságpolitikai, illetve kiemelten monetáris politikai eszközök használata adódhat.

⁵ Blanchard 2012.

⁶ Krekó et al. 2012.

⁷ Gertler–Karádi 2011.

alá, hogy a jegybanki beavatkozás azért eredményezhet jóléti nyereséget, mert a pénzügyi közvetítőrendszerhez válság idején erős forrásbevonási korlátokkal szembeül. Curdia és Woodford⁸ ugyancsak pénzügyi súrlódásokkal magyarázza a nem konvencionális beavatkozások hozzáadott értékét, a frikciók forrása ebben az esetben a bankok és a hitelfelvevők közötti aszimmetrikus információ, ami költségessé teszi a hitelezést.

A gyakorlatban a nem konvencionális monetáris politikai eszközök alkalmazása akkor indokolt, ha „olyan pénzügyi piaci súrlódás, zavar, kudarc vagy korlát áll fenn, ami miatt a hagyományos monetáris vagy fiskális eszközöknél a jegybanki mérlegek nagyságát és/vagy összetételét megváltoztató eszközök eredményesebbek lehetnek”.⁹ A szakirodalom két helyzetben tartja alátámasztottnak a nem konvencionális eszközök alkalmazását, mégpedig a nulla irányadó kamatszint elérésekor (*zero lower bound*), illetve amikor a monetáris transzmisszióban fontos szerepet betöltő valamely pénzügyi piac zavarait próbálják enyhíteni. A nem konvencionális eszközök egyik csoportjának célja a kockázatmentes hozamgörbe „laposítása”, az intézkedések másik csoportja pedig a hozamgörbe valamely szakaszán, valamelyik hitelpiacon megjelenő kockázati felár mérséklődését célozza (idetartoznak a hitelpiaci beavatkozások). Egy másik megközelítésben a nem szokványos jegybanki beavatkozás típusai¹⁰ (1) a kereskedelmi bankoknak likviditást nyújtó eszközök, (2) a közvetlen hitelpiaci beavatkozások, (3) az értékpapír-vásárlás és (4) a banki hitelezés célzott támogatása.

A célzott eszközök a nem konvencionális eszközök egyik alcsoportját alkotják. A pontos definíciók eltérőek lehetnek, de a célzás minden esetben azt jelenti, hogy nem egy általános, minden piacra szándékoltan hatni akaró eszközzel van szó, hanem olyan intézkedésről, ami adott piaci szegmens, hitelpiaci terület (akár iparág), pénzügyi termék, gazdasági aktivitás (például beruházás), illetve egy meghatározott, leszűkített gazdaságpolitikai-közpolitikai cél elérésére irányul.

A „nem konvencionális forradalomban” a kezdetektől fogva kiemelt szerepük volt a célzott jegybanki eszközöknek; a jegybanki beavato-

8 Curdia–Woodford 2010.

9 Krekó et al. 2012.

10 Uo.

zások célzása alapvetően hatékonysági okokra vezethető vissza, az általános eszközök ugyanis jellegükből adódóan nem csak ott fejtették ki hatásukat, ahol a piaci zavart azonosítani lehetett, így a nem szándékolt következmények, a negatív mellékhatások és a kapcsolódó költségek is magasak lehettek.¹¹ A célzott eszközök ezzel szemben megfelelnek az eszköztáráktól elvárt költséghatékony működés elvének, hiszen ott hatottak, ahol arra szükség volt. Nehézség itt abból adódhat, hogy technikai és operatív értelemben nem egyszerű sem a piaci zavar pontos detektálása, sem a célzott eszközök operatív kialakítása és a kérdéses piaci szegmens hatékony célzása, sem pedig a piacok összekapcsoltságából adódó következmények kezelése.

A nem konvencionális és a célzott eszközök között egyaránt központi szerepet töltenek be a hitelprogramok. Ez abból adódik, hogy a hitelkínálat tartós szűkülése hosszabb távon számos negatív következménnyel járhat: a tartós hitelnélküliség torzítja a vállalatok termelési, beruházási, finanszírozási döntéseit, rontja a hosszú távú növekedési potenciált, a hitelszűke (*credit crunch*) mellett pedig felmerülhet a hitellezés nélküli kilábalás (*creditless recovery*) is,¹² ami hozzájárulhat egy torz gazdasági szerkezet kialakulásához.¹³ A hitelpiaci zavarok enyhítése ezért kiemelt gazdaságpolitikai és jegybanki cél.

A célzott monetáris politikáról beszélve nem kerülhető meg a jegybankok zöld aktivitásának kérdése sem. Bár konszenzus még nem alakult ki, egyre több jegybank ismeri el feladatának a klímaváltozás elleni küzdelemben való aktív részvételt.¹⁴ Egyelőre nemcsak a mandátumokkal való összhang, de az esetlegesen alkalmazott eszközök tekintetében sincs összhang a jegybanki világban, a zöld intézkedések azonban jellegükből adódóan célzottak – hiszen a jegybankoknak „ki kell emelniük” a zöld finanszírozást a többi közül, hogy ebbe az irányba lehessen terelni a forrásokat.

11 Curdia–Woodford 2010 egyik fontos eredménye, hogy piaci zavar esetén a célzott hitelpiaci beavatkozással élenkíthető a növekedés.

12 Balog et al. 2014.

13 Bauer–Oláh 2016; Kolozsi–Parragh–Pulai 2017.

14 Kolozsi et al. 2022.

Nemzetközi példák célzott jegybanki eszközökre

A következőkben azt mutatjuk be – a teljesség igénye nélkül –, hogy a világ vezető jegybankjaiban miképp jelentek meg a célzott monetáris politikai eszközök az utóbbi bő egy évtizedben.¹⁵

Federal Reserve

A 2008-as válság az Egyesült Államokból indult el, így nem meglepő, hogy az első intézkedések is itt születtek.¹⁶ Az „első fecske” a 2007 decemberében bevezetett Term Auction Facility (TAF), amelynek célja a jelzáloglevél-piaci zavarok kezelése volt a rövid távú finanszírozás és likviditás fenntartásán keresztül. Az Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF) a vállalatikötvény-piac stabilizálása és az eszközfedezetű papírokkal kereskedő intézmények keresletének helyreállítása érdekében került bevezetésre. Ugyancsak célzott eszköz volt a Commercial Paper Funding Facility (CPFF), amelynek célja a hosszabb lejáratú CP-k piacán megvalósuló kibocsátások és a vásárlások ösztönzése volt a piac élénkítésén keresztül. A Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) az eszközfedezetű értékpapírok (ABS) piacának stabilizálását célozta az érintett befektetők finanszírozásán keresztül.

Jellemzően nem tekintik célzott intézkedésnek a nagy volumenű eszközvásárlásokat, mégis indokolt ezeket a programokat jelen felsorolásban is megemlíteni, mégpedig azért, mert az amerikai jegybankárok célzott eszközként tekintettek a vásárlásaikra. A Large-Scale Asset Purchase (LSAP) programra a „mennyiségi lazítás” (*quantitative easing*, *QE*) kifejezés helyett Ben Bernanke jegybankelnök is a *credit easing* kifejezést használta,¹⁷ és azt emelte ki, hogy az amerikai programban a hangsúly a jegybanki mérleg eszközoldalán volt, nem pedig a források (a likviditás) bővülésétől vártak monetáris hatást. A vásárolt eszközök

15 Mindezekről lásd Lehmann–Palotai–Virág 2017.

16 A Fed irányadó kamatainak célsávja 2008 decemberére a 0–25 bázispontos sávba csökkent. Az intézmény ekkor további eszközökkel élt a monetáris lazítás érdekében: ez a likviditásnyújtó programok mellett a hitelezés és egyes részpiacok célzott támogatását jelentette.

17 Bernanke 2009.

összetétele jelezte, hogy melyik piaci szegmensre kívánt közvetlenül hatni a monetáris politika, hol szándékoztak javítani a magánszektor hitelhez jutási feltételeit.

Európai Központi Bank (EKB)

Az amerikai jelzáloghitel-válság tovagyűrűző hatása az eurózónát hamar, már 2007-ben elérte. Az EKB először az irányadó ráta mérséklésével reagált, majd a válság elmélyülésével; a Lehman Brothers 2008. szeptemberi csődjét követően megnőtt a bizalmatlanság, amit a jegybank jelentős likviditásbővítéssel kezelte. Az első célzott eszközről, a fedezettkötvény-vásárlási programról (Covered Bond Purchase Programme, CBPP) 2009 májusában döntött az EKB Kormányzó Tanácsa. A program célja a fedezett kötvények piaci zavarainak enyhítése, a felárak mérséklése, a likviditás fokozása és ezen keresztül az elsődleges kibocsátások ösztönzése volt. Elsődleges és másodlagos piaci vásárlásokkal az EKB célzottan ennek a részpiacnak a likviditását akarta támogatni, valamint könnyíteni kívánta a hitelintézetek és a vállalatok finanszírozási feltételeit, és ösztönözni a hitelintézeteket, hogy fenntartsák, illetve lehetőség szerint bővítsék hitelezésüket.

2010 és 2014 között az EKB a szuverén adósságválság kezelése keretében jellemzően általános hatályú, nem célzott intézkedéseket hozott (bár felmerült, hogy azok ténylegesen az euró megmentését¹⁸ és ennek érdekében egyes déli tagállamok finanszírozását szolgálják), idővel azonban a feltételek romlása célzott élénkítést tett szükségessé. Ennek keretében került bevezetésre 2014 júniusában a célzott, hosszú lejáratú refinanszírozási eszköz (Targeted Long Term Refinancing Operation, TLTRO), amivel az EKB célja a magánszektorbeli hitelezés és a realgazdaság élénkítése volt. Kiemelt célként fogalmazták meg, hogy a bankok a kapott jegybanki forrásokat ne állampapír-vásárlásokra, hanem hitelezésre fordítsák – azaz a források felhasználását is igyekeztek leszűkíteni, ami a célzott eszközök egyik sajátja. A programnak végül három szakasza volt (2014-ben indult a TLTRO–I, 2016-ban a TLTRO–II és 2019-ben a TLTRO–III), az EKB pedig mindvégig arra törekedett, hogy

¹⁸ Draghi 2012.

az eszköz kiszámíthatóbbá tegye a banki hitelezés finanszírozását, és a bankoknak nyújtott refinanszírozási hitel kondíciói a céltolt szegmensben mért banki teljesítménytől függjenek.

Bank of Japan (BoJ)

A gazdasági válság inflációt és növekedést érintő negatív hatásainak megszüntetése érdekében a japán jegybank – amely korábban is használt céltolt eszközöket¹⁹ – az eszközvásárlási program mellett céltolt finanszírozásnyújtással is igyekezett a hitelezést és így a belső keresletet ösztönözni.²⁰ A BoJ céltolt hitelezésösztönző programja egy növekedéstámogató hitelprogramot, illetve egy korlátlan keretösszegű hitelezéstámogató programot jelentett. Előbbi beruházások támogatására, illetve a gazdasági növekedés alapjainak megteremtéséhez hozzájáruló vállalatok kedvezményes finanszírozására szolgált. Utóbbi az egyes pénzügyi intézmények által elért nettó hitelnövekmény értékéig biztosított kedvező kamatozású forrást. A céltolt eszközök egy sajátos eleme is Japánhoz kapcsolódik. 2013 márciusában iktatták be Haruhiko Kuroda jegybankelnököt, akinek a nevéhez kötődött a Mennyiségi és Minőségi Lazítás (Quantitative and Qualitative Monetary Easing, QQE) bevezetése.²¹ A céltottságot az jelentette, hogy a japán jegybank deklarálta: nemcsak azt kell meghatározni, mennyi likviditást kell a bankrendszerbe juttatni, hanem azt is, hogy milyen eszközökön keresztül – hiszen attól függően, hogy milyen eszközökkel történik a likviditásbővítés, a hatások is eltérők lehetnek.²²

A BoJ az újszerű céltolt eszközök tekintetében is aktív. A japán jegybank 2021 júniusában döntött egy új forrásnyújtó eszköz bevezetéséről, mégpedig céltoltan a klímaváltozás kedvezőtlen hatásainak enyhítése érdekében. Az új eszköz kedvező kamatozású forrást jelent, amelyet

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

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

21 Kuroda 2016.

22 Kuroda 2013.

zöld finanszírozásra allokálhatnak a bankok. A kapott forrás felhasználható zöld kötvényekre és hitelekre, fenntarthatósági kötvényekre és hitelekre, továbbá a zöld átmenet egyéb formájú finanszírozására is.

Bank of England (BoE)

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

A BoE azt akarta elérni, hogy a program ösztönzőelemei hatására a bankok változtassák meg a pénzügyi válság következtében módosított üzleti tervüket, és növeljék hitelezési tevékenységüket.²³ A program jellegéből adódóan áttörést jelentett, bár az eredmények nem voltak átütőek: a kis- és nagykereskedelmi forrásköltségek ugyan 150-200 bázisponttal csökkentek az intézkedések következtében, a hitelvolumenek azonban elmaradtak a várakozásoktól.²⁴

Kínai jegybank (PBoC)

A kínai jegybank a nyugati központi bankoknál direktebb beavatkozások mentén valósítja meg a monetáris politikát, így a célzott eszközöket is széles körben alkalmazza. Jellemző eszköze például a kötelező tartalékráta differenciált csökkentése, amelynek keretében például a me-

²³ Monoki–Nagy 2013.

²⁴ MNB 2014.

zőgazdasági ágazatnak és a kkv-szektorban hitelező bankok kedvezőbb elbírálás alá esnek. E célzott csökkentések fő célja a mezőgazdasági ágazatnak, a vidéki területeknek és a mezőgazdasági termelőknek nyújtott hitelezés (agrárhitelek), valamint a kkv-knak nyújtott hitelezés ösztönzése. 2017-ben az „inkluzív finanszírozás” jegyében a kedvezményeket kiterjesztették a lakosság szegényebb tagjainak és az oktatás támogatására nyújtott hitelekre is.²⁵

A kínai jegybank a világ élvonalába tartozik a célzott zöld eszközök tekintetében. A PBoC 2021-ben indította el a szén-dioxid-kibocsátás-csökkentési eszközt (Cerf),²⁶ amely célzott és kedvezményes refinanszírozást nyújt a fenntarthatóbb gazdaságra való áttérés középpontjában álló három területre irányuló hitelekhez: tiszta energia, energiatakarékosság és környezetvédelem, valamint szén-dioxid-csökkentő technológiák. Az eszköz lehetővé teszi, hogy az ilyen hitelek 60 százalékát a széles körben elérhető, általános középtávú hitelkeret kamatlábánál jóval kedvezőbb kamatláb mellett refinanszírozzák. A finanszírozás igényléséhez a jogosult bankoknak tájékoztatást kell nyújtaniuk a javasolt projektek keretében megvalósuló potenciális kibocsátáscsökkentésről, és rendszeresen jelentést kell készíteniük a célok eléréséről és az előrehaladásról.²⁷

Célzott eszközök az MNB monetáris politikai eszköztárában

Az Alaptörvény értelmében a Magyar Nemzeti Bank Magyarország központi bankja, amely sarkalatos törvényben meghatározott módon felelős a monetáris politikáért. A 2013. évi CXXXIX. törvény²⁸ definiálja az MNB működési kereteit, meghatározza a jegybanki mandátumokat, és ennek keretében rögzíti, hogy az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása, illetve hogy az MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának

²⁵ Li 2018.

²⁶ PBOC 2021.

²⁷ Guo 2022.

²⁸ 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról.

fenntartását, ellenálló képességének növelését, a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását és a rendelkezésre álló eszközökkel a kormány gazdaság-, valamint a környezeti fenntarthatóságra vonatkozó politikáját.

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

Az MNB a jegybanktörvényben lefektetett operatív függetlenségéből adódó teret az utóbbi bő évtizedben úgy használta fel, hogy – részben a fent említett nemzetközi példákból kiindulva – hangsúlyosan és tudatosan támaszkodott a célzott eszközökre monetáris politikai céljai elérése érdekében. Az alábbiakban az MNB legfontosabb célzott intézkedései kerülnek bemutatásra négy csoportra bontva: (1) célzott hitelösztönzés, (2) célzott sérülékenységsökkentés, (3) célzott piacépítés, illetve (4) a fenntarthatósági fordulat célzott támogatása.

Célzott hitelösztönzés

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

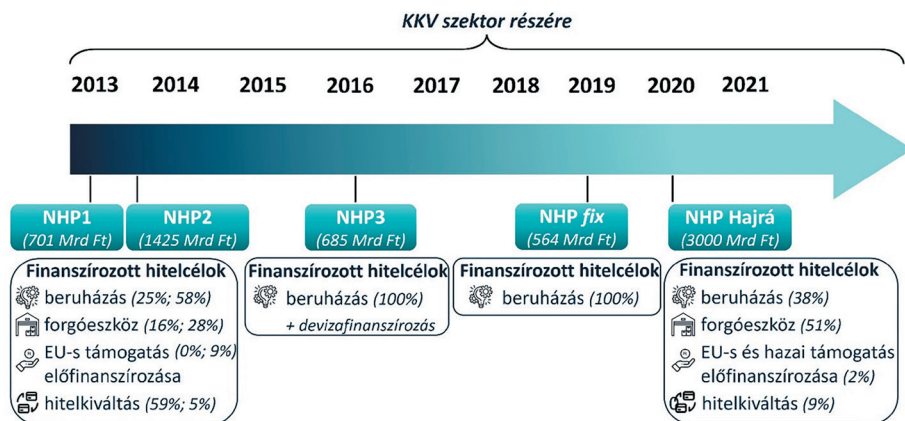
Növekedési Hitelprogram (NHP)

Amint a nemzetközi példák is mutatják, a 2008-as válságot követően számos jegybank egészítette ki monetáris politikai eszköztárát a hitelezési zavar oldására, valamint a monetáris transzmisszió helyreállítására irányuló, célzott intézkedésekkel. Az MNB első hitelösztönző programját, a Növekedési Hitelprogramot 2013 júniusában indította el

a kkv-hitelpiac működésének helyreállítása, a gazdasági növekedés elősegítése és a pénzügyi stabilitás megerősítése érdekében. Az NHP a végső hitelfelvevők köre és a hitelcélok tekintetében is célzottabb volt más jegybankok (például az EKB vagy a Bank of England) hitelösztönző eszközénél. A külföldi hitelprogramok rendszerint rövidebb futamidőre és általánosabb jelleggel nyújtottak kedvező forrást a hitelezéshez, nem konkrét hitelügyletre vonatkozóan. Az NHP fókuszáltabb volt abban a tekintetben is, hogy a programban lehívható forrásokat a hitelintézetek kizárólag a vállalkozások hitelezésére fordíthatták. A nemzetközi programoktól eltérően az NHP-ban a jegybanki refinanszírozás a futamidő végéig fennállt, így a lassan megtérülő beruházások finanszírozását is kiszámíthatóvá tudta tenni. Míg az NHP-ban részt vevő bankok a 0 százalékos kamat mellett nyújtott forrást maximum 2,5 százalékos kamatmarzs mellett hitelezheték tovább a kkv-knak; a külföldi hitelprogramokban nem volt erre vonatkozó előírás. Az NHP keretében a felhasználás feltételei – így például a hitel maximális összege, futamideje, felhasználásának köre – többször változtak 2013 és 2021 között: a hangsúly egyre inkább a beruházási hitelekre terelődött, majd a 2020 elején Magyarországra is begyűrűző koronavírus-járvány a program átalakítását és a hitelcélok újbóli kibővítését indokolta.

A három hónapig tartó első szakasz „felrázta” a kkv-hitelpiacot: a kedvező hitelfeltételi lehetőséggel élve számos vállalkozás próbálta megvalósítani elhalasztott beruházását vagy kiváltani korábbi hitelét, ami élénkítette a bankok közötti versenyt. A 2013 őszen indult második szakaszban a hangsúly már az új hitelekre, azon belül is a beruházási hitelekre terelődött. A 2016 elején kezdődött harmadik szakaszban már csak új beruházások finanszírozására volt lehetőség, összhangban az MNB azon szándékával, hogy a vállalatok működését szolgáló rövid hitelek piaci alapon valósuljanak meg. A korábbiakhoz képest újdonságot jelentett, hogy a jellemzően exportbevételből származó természetes fedezettel rendelkező vállalkozások számára devizában is elérhetővé vált a jegybanki refinanszírozás. Tekintettel arra, hogy a harmadik szakasz 2017-es lezárása után a rögzített kamatozású, ezáltal kiszámíthatóbb törlesztési teherrel járó hitelek részaránya visszaesett, a 2019 elején induló, az NHP korábbi szakaszainál célzottabbnak tekinthető NHP Fix konstrukció a kkv-hitelezés szerkezetére kívánt hatást gyakorolni. A konstrukció céljaival összhangban jelentősen nőtt a fix ka-

1. ábra: A Növekedési Hitelprogram különböző szakaszainak jellemzői és időbeli alakulása



Forrás: MNB

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

matozás mellett nyújtott beruházási célú kkv-hitelek aránya. A koronavírus-járvány kitörése után válságkezelő eszközként 2020 tavaszán elindított, az NHP Fix helyébe lépő NHP Hajrá a vállalkozások megváltozott finanszírozási igényeihez igazodva minden korábinál kedvezőbb feltételekkel, széles körű felhasználási lehetőségekkel biztosított forrást a kkv-szektornak. A 2021. szeptember 30-án lezárult konstrukcióban a legnagyobb igény a működést támogató forgóeszközhitelek iránt jelentkezett, ugyanakkor a keretösszeg mintegy 38 százaléka új beruházások megvalósítását szolgálta.

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

Piaci Hitelprogram (PHP)

A Magyar Nemzeti Bank 2016 januárjában indította el a Növekedéstámogató Program (NTP) részeként a Piaci Hitelprogramot,²⁹ amely a bankok piaci hitelezéshez való visszatérésének elősegítését célozta. A PHP keretében az MNB egy kockázatkezelést és egy likviditáskezelést segítő eszközzel támogatta a bankok piaci hitelezésre való átállását. A célzott eszközök a hitelezési feltételhez kötött kamatcsereeszköz (HIRS), illetve a preferenciális betét voltak. A jegybanki eszközök kínálta előnyökért „cserébe” az igénybe vevő bankok számszerű és így ellenőrizhető hitelezési vállalásokat tettek, amelyek teljesülését az MNB éves gyakorisággal visszamérte.³⁰ Az első szakaszban, azaz 2016 első negyedében a bankok 195 milliárd forint értékben tettek vállalást éves kkv-hitelezésük növelésére, a részt vevő intézmények éves összevont megfelelése végül 302 milliárd forintot tett ki, tehát meghaladta a 150 százalékot. Az MNB 2017 nyarán elindította a PHP második szakaszát, amely során a bankok 2017. évi kkv-hitelezési vállalása tovább emelkedett.³¹ A hitelezési vállalások 2017-re vonatkozó banki teljesítésének ellenőrzésekor az MNB megállapította, hogy a 16 részt vevő bank mindegyike teljesítette vállalását, aminek eredményeként szektorszinten mintegy 250 százalékos teljesítést értek el. 2017-ben részben a bankok vállalásai miatt a vállalati hitelállomány növekedésének dinamikája elérte a 10 százalékot, az önálló vállalkozókat is figyelembe véve a kkv-szektor hitelállománya pedig 12 százalékkal bővült.³²

A nemzetközi és hazai hitelösztönző programok összevetése alapján³³ a 2013 után bevezetett magyar hitelösztönző programok nemzetközi összevetésben is kiemelkedő célzottságot és intenzitási szintet mutattak. Általános tapasztalat volt, hogy a korai, „első körös” hitelösztönző lépésekhez képest a másod- és harmadkörös programok célzottabbnak bizonyultak, és nagyobb volt ösztönzőerejük is, miközben a méret tekintetében egyértelmű trend nem azonosítható. A programok intenzitása, ösztönzőereje ugyanakkor jellemzően emelkedett a célzottság

29 MNB 2016a.

30 Részletesen lásd Bodnár et al. 2017.

31 Kolozsi 2017.

32 MNB 2019b.

33 Kolozsi–Parragh–Pulai 2017.

emelkedésével; a hitelösztönzés tekintetében a kevésbé célzott és kevésbé ösztönző programok felől a célzottabb és magasabb intenzitású programok felé való elmozdulás jellemezte Magyarországot és a nemzetközi színteret egyaránt.

Célzott sérülékenységcsökkentés

A lakossági devizahitelek forintosítása

A globális túlhitelezési folyamat³⁴ egyik különösen problémás fejezete volt a fedezetlen lakossági devizahitelezés kelet-közép-európai elterjedése.³⁵ Szinte minden régiós országban a válságra adott reakciók részét képezte valamilyen devizahiteles intézkedéscsomag,³⁶ de egyedül Magyarországon került sor a lakossági devizahitelek teljes kivezetésére. Az első válságkezelő intézkedések és szabályozási változások³⁷ nem voltak képesek a devizahiteles problémát végérvényesen kezelni, a megoldást a lakossági deviza és devizaalapú jelzáloghitelek teljes kivezetése jelenthette, amire 2014 őszétől,³⁸ vagyis az első jogilag lehetséges és közgazdaságilag is megfelelően alátámasztott időpontban³⁹ került sor.

A devizahiteles probléma kezelésére az MNB egy célzott jegybanki konverziós programot alakított ki, ami 9 milliárd euró értékű hitelállományt érintett. A program lefedte a bankok devizaigényeit, de nem veszélyeztette a jegybanki tartalék optimális szintjét.⁴⁰ Ez utóbbira az jelentett garanciát, hogy a jegybank által rendelkezésre bocsátott eszközök egyrészt mérsékeltek a rövid lejáratú külső adósságot, és így a jegybanki devizatartalék-igényt, másrészt a devizatartalékok az elkövetkező három évben megfelelően szétterített, fokozatos felhasználá-

34 Lentner 2015a.

35 Kolozsi 2018.

36 Dancsik et al. 2015.

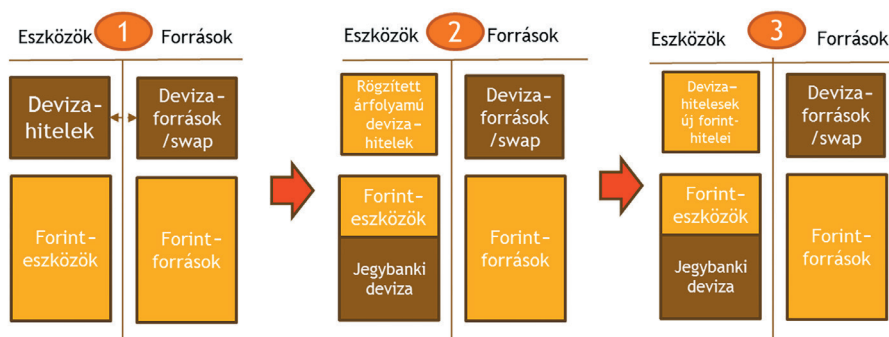
37 Lentner 2016.

38 Rendszertani aspektusokról lásd Lentner 2015b.

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

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

2. ábra: A lakossági deviza-jelzáloghitelek forintosításának sematikus ábrája a kereskedelmi banki mérlegekben történő átrendeződések szerint



Forrás: saját szerkesztés

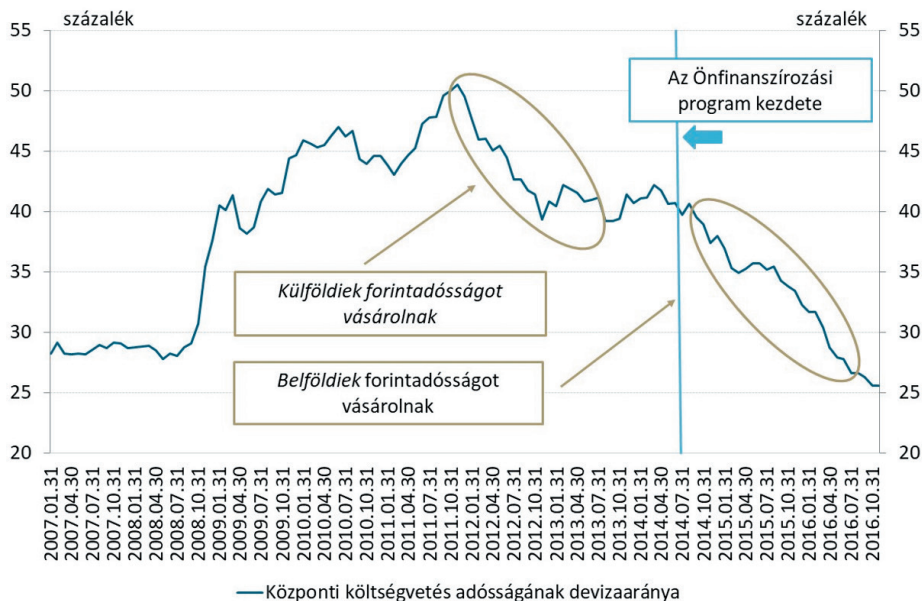
lásával biztosították a bankok számára a forintosításból származó devizakeresletük kielégítését (2. ábra). A lakossági devizahitelek tényleges, formális forintosítására 2015 tavaszán került sor. A devizában eladósodott autóhitelek és a devizában denominált személyi hitellel rendelkezők „kimentése” érdekében az MNB és a kormány 2015 nyarán döntést hozott ezen hitelek forintosításáról is; az MNB a kapcsolódó tendereket 2015 augusztus–szeptemberben megtartotta. A tendereken a jegybank további 605 millió svájci frankot adott el a bankoknak.

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

Önfinanszírozási Program

A 2000-es évek közepétől Magyarország finanszírozási szerkezete kedvezőtlen irányban változott, aminek egyik fő oka a külső adósságállomány emelkedése volt, ezzel párhuzamosan pedig az államadósság finanszírozásában visszaszorultak a hazai szektorok. A 2008-ban

3. ábra: A központi költségvetés adósságának devizaaránya



kirobbant globális pénzügyi válság rámutatott a magyar gazdaság külső eladósodottságának és sérülékenységének kockázataira. A Magyarországgal foglalkozó befektetői elemzések, jelentések is kiemelt kockázatként értékelték a magas külső sérülékenységet, aminek csökkentése 2014-re a magyar gazdaságpolitika egyik kiemelt céljává vált.⁴¹

A fentiek kezelése érdekében 2014 tavaszán az MNB meghirdette az Önfelfinanszírozási Programot, melynek célja az államadósság belső forrásokból történő finanszírozásának erősítése, a külső forrásokra való ráutaltság csökkentése és ezáltal a pénzügyi stabilitás erősítése volt. A jegybank Önfelfinanszírozási Programjának keretében átalakította és megújította a monetáris politikai eszköztárat, amivel a banki likviditást fedezeti értékpapírok, azaz a magyar értékpapírpiac sajátosságai miatt kiemelten az állampapírok felé terelte. Ennek ösztönzésére újabb, nem hagyományos instrumentumokat vezetett be, amelyek közül kiemelked-

41 MNB 2016b.

tek a jegybanki gyakorlatban addig széles körben nem használt kamatcsereügyletek.⁴²

A jegybanki beavatkozás eredményeképpen érdemben javult az államadósság tulajdonosi összetétele, deviza- és lejárat szerkezete. Az Önfinszírozási Program indulását követően az államadósság devizaránya a 2014 első felében jellemző 40 százalékról 2015 végére 30 százalék közelébe csökkent, majd ez a csökkenés 2016 folyamán tovább folytatódott, év végére megközelítve a 25 százalékot (3. ábra). A program sikerességében az MNB, az ÁKK, valamint a bankszektor szereplőinek együttműködése is szerepet játszott.

Az energiaimporthoz kapcsolódó devizaeszköz

Az orosz–ukrán háború kitörését követően kibontakozó energiaválság kedvezőtlenül érintette a hazai pénzüpiacokat, illetve az extrém mértékben emelkedő energiaárakon keresztül a gazdaság egészét. Az egyre fokozódó energiapiaci és abból adódó pénzüpiaci turbulenciára reagálva az MNB 2022. október 14-én rendkívüli, célzott válságkezelő intézkedéseket jelentett be.⁴³ Ezek keretében vállalta a bejelentést követező hónapokban az energiaimport fedezése kapcsán felmerülő jelentősebb mértékű, koncentrált devizalikviditási igény közvetlen biztosítását.

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

42 A kamatcsereügyletekről bővebben lásd MNB 2015.

43 MNB 2022.

az energiainporthoz kapcsolódó euróeladási eszköz hatékonyan járult hozzá a devizapiaci stabilitás megteremtéséhez, így az 2023. március 31-ével kivezetésre került.⁴⁴

Célzott piacépítés

Jelzáloglevél-piaci programok

Az elmúlt években a hazai jelzáloglevél-piac jelentős fejlődésen ment keresztül, amihez az MNB célzott eszközei érdemben hozzájárultak. A jelzáloglevelek piacának fejlődése kedvező hatásokkal jár mind a kibocsátó hitelintézetek, mind a hitelfelvevők számára, valamint erősíti a pénzügyi stabilitást is, ezáltal a végső soron a gazdaság egészének előnyös. Ezek az értékpapírok a mögöttük álló fedezet miatt biztonságosak, magas minőségűek, a befektetők számára ezért alacsony kockázatot hordoznak, így az általuk bevont források költsége is alacsonynak tekinthető. Mivel a jelzáloglevelek futamideje általában hosszú, hozzájárulhatnak a banki mérlegek lejáratú eltéréseinek mérsékléséhez is. Az alacsony forrásköltség a hitelköltségek mérsékléséhez szintén hozzájárulhat, így a hitelfelvevők is részesülhetnek a kibocsátásukból járó előnyökből alacsonyabb hitelkamatok formájában.⁴⁵

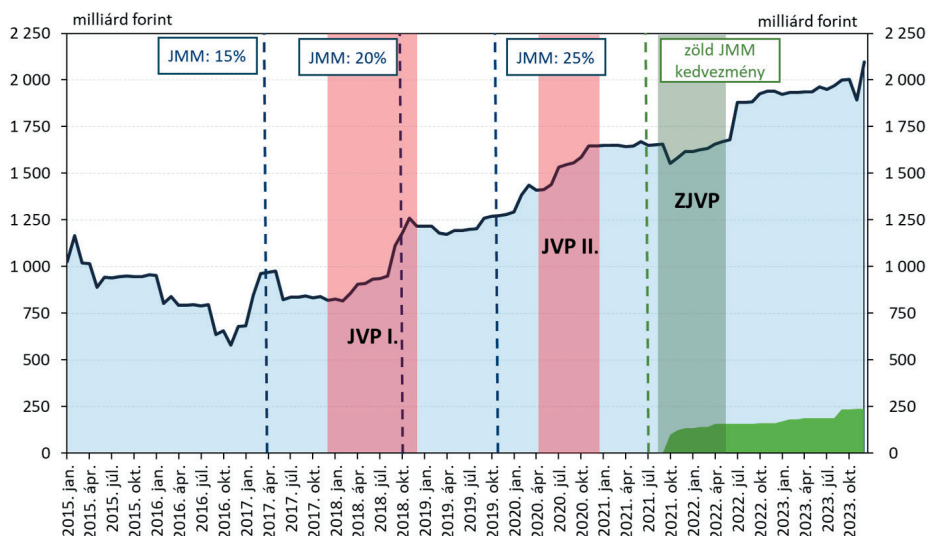
Bár a 2000-es évek elején a jelzáloglevéllel finanszírozott lakáshitelekre igénybe vehető állami kamattámogatás bevezetése miatt jelentős mértékű jelzáloglevél-állomány épült fel, a konstrukció kivezetését követően a kibocsátott volumen érdemben csökkent.⁴⁶ Ezt követően, 2017-től kezdődően azonban az MNB érdemben támogatta a piac fejlődését, így a jelzáloglevelek állománya ismét növekedésnek indult. Az első piacösztönző lépést az MNB szabályozói oldalról tette meg, a jelzáloghitel-finanszírozás megfelelési mutató (JMM) bevezetésével. Az előírás szerint az egy éven túli lejáratú lakossági jelzáloghiteleket meghatározott arányban a hitelek fedezete mellett kibocsátott forrásokkal kell finanszírozniuk a hitelintézeteknek. Az előírt arány kezdetben 15 százalék volt, ami az elmúlt években fokozatosan 25 százalékra emelkedett.

⁴⁴ MNB 2023.

⁴⁵ A jelzáloglevelek előnyös tulajdonságairól bővebben lásd Papp 2005.

⁴⁶ Borkó–Herbert 2023.

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



Forrás: MNB

Az intézkedés bevezetésének évében, 2017-ben a szabályozáshoz köthetően mintegy 360 milliárd forint jelzáloglevél került kibocsátásra.⁴⁷ A piaci transzparencia növelése érdekében, a kibocsátások megemelkedő mértékére reagálva a Budapesti Értéktőzsde az MNB-vel együttműködve három új jelzáloglevél-indexet vezetett be 2017 decemberében.

Az MNB 2018-ban a hosszú hozamokra ható, nem konvencionális monetáris politikai eszköztár részeként Jelzáloglevél-vásárlási Programot indított. A program mellett, hogy támogatta a laza monetáris kondíciók hosszú futamidőkre való kiterjesztését, érdemben hozzájárult a jelzáloglevél-piac fejlesztéséhez és a banki kamatkockázatok csökkentéséhez. Az eszközvásárlási program első szakaszát az MNB még 2018-ban lezárta, amelynek keretében összesen 381 milliárd forint névértékben vásárolt fix kamatozású jelzálogleveleket.⁴⁸ A Jelzáloglevél-vásárlási Programot 2020-ban a koronavírus-járvány gazdasági hatásaira adott válaszlépéseinek keretében indította újra. A program második szakaszában további 307 milliárd forint névértékben vásárolt értékpap-

⁴⁷ MNB 2018.

⁴⁸ MNB 2019b.

pírokat, majd 2021-től szűkítette a jelzáloglevél-vásárlások fókuszát és kizárólag egy új piaci szegmensre, a zöld jelzáloglevelek körére korlátozta azokat a Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Program elindításával, amellyel katalizálta a hazai zöld jelzáloglevél-piac létrejöttét. A szigorú monetáris politikai irányultsággal összhangban az MNB 2022-ben függesztette fel a vásárlásait.

A jegybanki intézkedések eredményeképpen jelentősen emelkedett a hazai jelzáloglevél-állomány: a 2016 végén látott 700 milliárd forint alatti névértékről 2023 végére megközelítette a 2100 milliárd forintot, vagyis a célzott jegybaki lépések eredményeként a teljes piac mérete lényegében megháromszorozódott (4. ábra).

Növekedési Kötvényprogram (NKP)

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

Míg a jegybanki hitelprogramoknak köszönhetően a 2008-as pénzügyi összeomlást követő évtizedben a magyar vállalati hitelezés lassan helyreállt, a finanszírozás szinte kizárólag bankhitelekre támaszkodott. A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányosan 1 százalékos körüli kötvényállománya nemcsak a banki hitelek 17 százalékos méretéhez képest törpült el, hanem a visegrádi országok kötvénypiacaitól is elmaradt.⁴⁹ Az MNB ezért úgy döntött, hogy az NKP segítségével elősegíti az egészséges kötvénypiac működéséhez szükséges piaci mechanizmusok kialakulását, illetve a kötvények forgalomba hozatalához nélkülözhetetlen, készségi szintű ismeretek elmélyítését.⁵⁰

Az NKP-nak köszönhetően a vállalati kötvényállomány a GDP 5 százaléka fölé emelkedett. A programban, annak 2022. április végi lezárásáig, 89 kibocsátó összesen 114 kötvénysorozatot hozott forgalomba,

49 A vállalati kötvénypiac előnyeiről lásd ICMA 2013.

50 A program részleteiről lásd MNB 2019c.

2859 milliárd forint forrásbevonás és névértéken 1550 milliárd forint volumenű jegybanki vásárlás mellett. Ennek köszönhetően hazánk a vi-segrádi országok között az NKP elindítását megelőző sereghajtói po-zíciójából a térség éllovasává vált. Továbbá a piac a legtöbb szerkezeti paraméterben is jelentős fejlődésen ment keresztül; a kötvényállomány kibocsátói és iparági koncentrációja csökkent. Míg az NKP elindítása előtti időszak végén az öt legnagyobb piaci részaránnyal rendelkező kibocsátó a hazai piac 89 százalékát adta, addig 2022 első negyedévének végén ez az érték már csak 49 százalék volt. A kibocsátók száma több mint kétszeresére, a forgalomban lévő értékpapírok száma pedig közel háromszorosára emelkedett. A kötvényeken keresztüli forrásbevonást a viszonylag kisebb vállalatok is jobban elérték, mint a térségbeli refe-renciaciokon. A forintdenominációjú – azaz árfolyamkockázattól mentes – értékpapírok piaci részaránya 7-ről 72 százalékra, míg a fix kamatozású kötvények súlya 87-ről 95 százalékra nőtt. Bár az NKP el-indításakor a jegybank nem határozott meg explicit zöld célt, a program által stimulált kötvénypiaci aktivitás lehetőséget teremtett a zöld vál-lalati kötvények hazai megjelenésére is. A monetáris politika irányult-ságával összhangban az MNB Monetáris Tanácsa 2021 decemberében döntött az NKP lezárásáról.

A fenntarthatósági fordulat célzott támogatása

Az Országgyűlés 2021. május 28-i döntése értelmében az MNB mandá-tuma kiegészült a kormány környezeti fenntarthatóságra vonatkozó politikájának támogatásával. Az MNB küldetésének tekinti, hogy nem-zetközi szinten is élen járva és példát mutatva legyen aktív részese az alacsony karbonkibocsátású gazdaságba való átmenetnek.⁵¹ A mone-táris politika tekintetében a fenntarthatósági lépések a 2021-ben meg-hirdetett Zöld jegybanki eszköztár-stratégia⁵² mentén kerültek integ-rálásra. Eszerint az MNB az elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül, a mandátumában rögzített célokkal összhangban, hosszú távú környe-zeti fenntarthatósági megfontolások mentén alakítja ki monetáris po-

⁵¹ Matolcsy 2022.

⁵² MNB 2021.

litikáját és törekszik arra, hogy eszköztára támogassa a fenntartható fejlődést és felzárkózást.

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

Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Program (ZJVP)

A ZJVP keretében az MNB kizárólag olyan jelzálogleveleket vásárolt, amelyek a kibocsátó által közzétett keretrendszer alapján megfeleltek a piacon használt nemzetközi irányelvek (a Climate Bonds Initiative által kidolgozott Climate Bonds Standard vagy az International Capital Market Association által kidolgozott Green Bond Principles⁵³) valamelyikének, azzal, hogy a megfelelés igazolásához független külső minősítő bevonására volt szükség. Emellett a program nyilvános, évenkénti riportálási kötelezettséget írt elő a kibocsátók számára, támogatva a transzparenciát és meghonosítva a legjobb nemzetközi gyakorlatot a hazai zöldjelzáloglevél-piacon. A program sikerességét jól szemlélteti, hogy a hazai zöldjelzáloglevél-piac nemcsak létrejött, hanem a program 2022 tavaszán történt felfüggesztése óta is bővült, tendenciaszerűen növelve a zöld jelzáloglevelek piaci részarányát a hazai jelzáloglevél-piacon.

NHP Zöld Otthon Program

A 2021 őszén elindított Zöld Otthon Program (ZOP) ugyancsak az NHP részeként került meghirdetésre, ezúttal azonban nem a kkv-szektor hitelezésének ösztönzése céljából, hanem lakossági ügyfelek részére. Szintén újdonságot jelentett, hogy az MNB új, fenntarthatósági man-

53 Az irányelvekről lásd bővebben: Lóránt–Szabadkai 2022.

dátumával, valamint Zöld monetáris politikai eszköztár stratégiájával összhangban dedikáltan zöld, fenntarthatósági kritériumok kerültek meghatározásra a programban. A ZOP a zöld lakáshitelpiac létrejöttét és a környezeti fenntarthatósági szempontok hazai lakáshitelpiacon történő érvényesülését segítette elő – az NHP korábbi szakaszaihoz hasonlóan – kedvező kamatozású és hosszú futamidejű jegybanki forrással. A 2022. szeptember végén zárult, 300 milliárd forint keretösszegű program mintegy 8600 háztartás számára tette lehetővé, hogy magas energiahatékonysággal rendelkező új ingatlant építsen vagy vásároljon.

Zöld fedezetkezelés

A fedezetkezelési gyakorlat szempontjából a fenntarthatósági gondolat adaptálására 2021 szeptemberében került sor, amikor az MNB – nemzetközi szinten is élenjárva a jegybankok között – bevezette az ún. preferenciális zöld *haircut*-ot, amely zöld értékpapírok fedezetbe adása esetén 20 százalékos kedvezményt biztosít 5 százalékpontos maximális érték mellett.⁵⁴ E lépéssel növelte, illetve folyamatosan fenntartja a zöld értékpapírok iránti banki keresletet, ezen keresztül ösztönözve a további kibocsátásokat. 2022 szeptemberétől további riportálási kötelezettségek teljesítéséhez kötötte a preferenciális zöld *haircut* alkalmazását, még inkább elősegítve a transzparencia növelését a zöld és a nem zöld értékpapírpiacokon egyaránt.

Zárógondolatok

A jegybank törvényi kötelezettségéből adódóan olyan gazdasági környezet megteremtésére törekszik, ami az ár- és pénzügyi stabilitáson keresztül ösztönzi az erőforrások hatékony allokálását, a produktív befektetéseket és ezáltal hozzájárul a gazdaság tartós és kiegyensúlyozott növekedéséhez. Az alacsony infláció hosszabb távon tartósan magasabb növekedést és kiszámíthatóbb gazdasági környezetet biztosít, mérsékli a lakosságot és a vállalkozásokat egyaránt sújtó gazdasági

54 Kolozsi–Manasses–Straubinger 2021.

ingadozások mértékét. A jegybanki függetlenségnek fontos eleme annak meghatározása, hogy a fenti célokat a központi bank miképp éri el – azaz milyen eszköztárat alakít ki, milyen programokat indít, illetve milyenügylettípusokat alkalmaz.

Az MNB 2013 óta hangsúlyosan támaszkodott a célzott eszközökre. Az NHP és a PHP a célzott hitelösztönzést tűzte ki célul, és érdemi szerepük volt abban, hogy 2013 után újraindult a hitelezés, Magyarország elkerülte a hitelösszeomlást, valamint hogy a bankok körében a piaci hitelezés dinamikája is emelkedni kezdett. A külső sérülékenységsökkentés jegyében került bevezetésre az önfinanszírozási program, és történt meg a devizahitelek forintosítása, amely kiemelkedő mértékben javította Magyarország külső megítélését és hitelminősítői értékelését, ezáltal fontos pillére volt a 2013 után megvalósult makrogazdasági stabilizálásnak. A jelzáloglevél-vásárlásokkal és az NKP-val az MNB sikeres célzott piacépítést hajtott végre a jelzáloglevél-piacon és a vállalati kötvények piacán, diverzifikálva és stabilabbá téve a gazdaság forráshoz jutási lehetőségeit. A célzott zöld programoknak az MNB-törvény 2021-es módosítása adott alapot, a monetáris politikai irányultság szigorodása előtt elindult a nemzetközi szinten is úttörő Zöld Otthon Program, a Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Program és a fedezetkezelés zöld átalakítása is.

A jövő jegybankjának kontúrjai még nem mindenki számára világosak és egyértelműek, de azt nehéz lenne kétségbe vonni, hogy a körülöttünk zajló változások, a globális megatrendek abba az irányba mutatnak, hogy a célzott eszközök a következő években és évtizedekben is velünk maradnak. Egyrészt az adatforradalom, a big data, a gépi tanulás és mesterséges intelligencia térnyerése, valamint a digitalizáció, és kiemelten a digitális jegybankpénzek esetleges megjelenése mind elősegítheti a jegybanki célzás hatékonyságának növelését, másrészt pedig az előttünk álló kihívások, különösen a zöld és digitális átmenet szükségessé is teheti azt. Ezért is kiemelten fontos, hogy az MNB az utóbbi években jelentős tapasztalatokat szerzett a célzott eszközök terén – ennek ugyanis nemcsak a már elért és ebben a tanulmányban röviden ismertetett eredmények miatt van hozzáadott értéke, hanem kitörési pontot jelent abból a szempontból is, hogy a megszerzett tapasztalatok előretekintve is hozzájárulhatnak a monetáris politika

eredményességének növeléséhez és ezáltal a jegybanki működés társadalmi hasznosságának emeléséhez.

Jelen tanulmány arra törekedett, hogy bemutassa azt a keretrendszert, amelybe illeszkednek az MNB célzott monetáris politikai programjai, illetve ismertette ezen intézkedések motivációját, hatásmechanizmusát és a már látható eredményeket. További kutatások témája lehet a célzott monetáris politikai lépések további elemzése, különös tekintettel az egyes programok strukturális hatásainak összevetésére, ideértve a célzottság, a hatékonyság és a hatásosság összefüggéseinek vizsgálatát.

Irodalom

2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról.

Balog, Ádám – Matolcsy, György – Nagy, Márton – Vonnák, Balázs 2014: Credit crunch Magyarországon 2009 és 2013 között: egy hiteltelen korszak vége? *Hitelintézet* Szemle, Vol. 13, No. 4, 11–34.

Bauer, Péter – Oláh, Zsolt 2016: Milyen veszélyeket rejt a hitelezési piac és a hitelközvetítés befagyása? *Növekedési Hitelprogram. A Magyar Nemzeti Bank hitelösztönző eszközének tapasztalatai 2013–2015*, 9–21. <https://www.mnb.hu/letoltes/novekedesi-hitelprogram-a-magyar-nemzeti-bank-hitelosztonzo-eszkozenek-tapasztalatai.pdf>

Bernanke, Ben S. 2009a: *Federal Reserve Policies to Ease Credit and Their Implications for the Fed's Balance Sheet*. Speech delivered at the National Press Club Luncheon, National Press Club, Washington, D.C., February 18. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>

Bernanke, Ben S. 2009b: *The Crisis and the Policy Response*. Speech delivered at the Stamp Lecture, London School of Economics, 13.

Blanchard, Olivier 2012: Monetary Policy In The Wake of The Crisis. MIT Press Book Chapters. In Blanchard et al. (szerk.) *In The Wake of The Crisis. Leading Economists Reassess Economic Policy*. Volume 1, The MIT Press, 7–13.

Bodnár, István – Hegedűs, Sándor – Plajner, Ádám – Pulai, György 2017: Célzott hitelösztönzés: NHP-től az NTP-ig. In Lehmann, Kristóf – Palotai, Dániel – Virág, Barnabás (szerk.) *A magyar út – célzott jegybanki politika*. Budapest, MNB.

Borkó, Tamás – Herbert, Evelyn 2023: *Jelzaloglevelek, pillér a stabil bankrendszerhez*. <https://www.mnb.hu/letoltes/borko-tamas-herbert-evelyn-jelzaloglevelek-piller-a-stabil-bankrendszerhez.pdf>

Curdia, Vasco – Woodford, Michael 2010: The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy. *NBER Working Papers*, no. 16208. <https://www.frbsf.org/economic-research/wp-content/uploads/sites/4/CW2011-NBER-WP.pdf>

Dancsik, Bálint – Fábián, Gergely – Fellner, Zita – Horváth, Gábor – Lang, Péter – Nagy, Gábor – Oláh, Zsolt – Winkler, Sándor 2015: Comprehensive analysis of the nonperfor-

- ming household mortgage portfolio using micro-level data. *MNB Occasional Papers Special Issue*.
- Draghi, Mario 2012: *Speech at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012*. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- Gertler, Mark – Karádi, Péter 2011: A model of unconventional monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, no. 58, 17–34.
- Guo, Sebastian 2022: For PBoC's new green lending tool, transparency and verification are key. *Green Central Banking*. January 6. <https://greencentralbanking.com/2022/01/06/china-new-green-lending-tool-cerf/>
- Hoffmann, Mihály – Kolozsi, Pál Péter 2017: A monetáris politikai eszköztár kialakításának szempontjai. In Vonnák, Balázs (szerk.) *Modern jegybanki gyakorlat*, 151–158. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-modern-jegybanki-gyakorlat.pdf>
- Hoskisson, Robert E. – Eden, Lorraine – Lau, Chung Ming – Wright, Mike 2000: Strategy in Emerging Economies. *The Academy of Management Journal*, Vol. 43, No. 3, 249–267.
- ICMA 2013: *Economic Importance of the Corporate Bond Markets*. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Media/Brochures/2013/Corporate%20Bond%20Markets%20March%202013.pdf>
- Kolozsi, Pál Péter 2017: Konstruktív összhang a gazdaságpolitikában – jegybanki programok és a jól irányított állam. *Új Magyar Közigazgatás*, 19–28, 9. https://kozszov.org.hu/dokumentumok/UMK_2017/kulonszam/03_Konstruktiv_osszhang.pdf
- Kolozsi, Pál Péter 2018: A lakossági devizahitelezés egyes kérdései nemzetközi bírósági döntések tükrében. *Új Magyar Közigazgatás*, 11: 4, Közpénzügyi különszám, 19–26, 8.
- Kolozsi, Pál Péter – Banai, Ádám – Vonnák, Balázs 2015: A lakossági deviza-jelzáloghitelek kivezetése: időzítés és keretrendszer. *Hitelintézeti Szemle*, 14:3, 60–87, 28.
- Kolozsi, Pál Péter – Horváth, Balázs István – Csutiné Baranyai, Judit – Tengely, Veronika 2022: Monetáris politika és zöld átmenet. *Hitelintézeti Szemle*, 21:4, 7–28, 22. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/hsz-21-4-je1-kolozsi-horvath-csutine-baranyai-tengely.pdf>
- Kolozsi, Pál Péter – Manasses, Gergely – Straubinger, András 2021: *Zöld fedezetkezeléssel is segíti a fenntarthatósági fordulatot az MNB*. November 25. <https://www.mnb.hu/letoltes/kolozsi-pal-manasses-gergely-straubinger-andras-zold-fedezetkezelessel-is-segiti-a-fenntarthatosagi-fordulatot-az-mnb.pdf>
- Kolozsi, Pál Péter – Parragh, Bianka – Pulai, György 2017: Jegybanki hitelösztönző programok rendszerezése – célzottság és intenzitás. *Pénzügyi Szemle*, 62:4, 498–519, 22. https://unipub.lib.uni-corvinus.hu/9426/1/kolozsipp-2017-4-mpdf_20180110165103_95.pdf
- Krekó, Judit – Balogh, Csaba – Lehmann, Kristóf – Mátrai, Róbert – Pulai, György – Vonnák, Balázs 2012: Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei. *MNB-tanulmányok*, 100. <https://www.mnb.hu/letoltes/mt100.pdf>
- Kuroda, Haruhiko 2013: *Quantitative and Qualitative Monetary Easing. Speech at a Meeting Held by the Yomiuri International Economic Society in Tokyo*. https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2013/data/ko130412a1.pdf
- Kuroda, Haruhiko 2016: *Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE) with Yield Curve Control: New Monetary Policy Framework for Overcoming Low Inflation*. Speech at the Brookings Institution in Washington, D.C. 8 October. https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2016/ko161009a.htm

- Lehmann, Kristóf – Palotai, Dániel – Virág, Barnabás (szerk.) 2017: *A magyar út – céltzott jegybanki politika*. Budapest, MNB.
- Lentner, Csaba 2015a: A túlhitelezés globalizálódása a világban és Magyarországon. In uő. (szerk.) *A devizahitelezés nagy kézikönyve*. Budapest, Nemzeti Közszerződési és Tankönyvkiadó Zrt., 23–62.
- Lentner, Csaba 2015b: The Structural Outline of the Development and Consolidation of Retail Foreign Currency Lending. *Pénzügyi Szemle*, 60:3, 297–311.
- Lentner, Csaba 2016: A gazdasági válság hatása a globális, uniós és hazai szabályozási környezetre. In Auer, Ádám – Papp, Tekla (szerk.) *A gazdasági világválság hatása egyes jogintézményekre Magyarországon és az Európai Unióban: Interdiszciplináris és jogösszehasonlító elemzés*. Budapest, Nemzeti Közszerződési Egyetem, 45–84.
- Li, Wenzhe 2018: Does Targeted Monetary Policy Matter? A Perspective from China. *Economic Affairs*, 38, 106–124. <https://doi.org/10.1111/ecaf.12273>
- Lóránt, Balázs – Szabadkai, Dániel 2022: A zöldkötvénystandardok mint a fenntartható finanszírozás alapjai. In Kiss-Mihály, Norbert – Kolozsi, Pál Péter (szerk.) *Monetáris politika a fenntarthatóság jegyében. A Magyar Nemzeti Bank tanulmánykötete a zöld monetáris politikai eszköztár első évről*, 28–65. <https://www.mnb.hu/letoltes/monetaris-politika-a-fenntarthatosag-jegyeben-a-magyar-nemzeti-bank-tanulmanykotete-a-zold-monetaris-politikai-eszkoztar-elso-everol.pdf>
- Matolcsy György 2022: A gazdasági, a társadalmi, a pénzügyi és a környezeti fenntarthatósági szempontok megjelenése a Magyar Nemzeti Bank gyakorlatában. *Pénzügyi Szemle*, 3, 319–337. https://doi.org/10.35551/PSZ_2022_3_1
- MNB 2014: *Növekedési Hitelprogram – az első 18 hónap*. Tanulmánykötet. <https://www.mnb.hu/letoltes/novekedesihitelprogramazelso18honap.pdf>
- MNB 2015: *A Magyar Nemzeti Bank önfinanszírozási programja, 2014. április – 2015. március*.
- MNB 2016a: *A Piaci Hitelprogram (PHP) alapösszefüggései és eszközei*. <https://www.mnb.hu/letoltes/a-piaci-hitelprogram-php-alaposszefuggesei-es-eszkozei.pdf>
- MNB 2016b: *Az Önfinanszírozási Program első két éve*. Tanulmánykötet. [mnb-az-onfinanszirozasi-program-elso-ke-t-eve-tanulmanykotet.pdf](https://www.mnb.hu/letoltes/onfinanszirozasi-program-elso-ke-t-eve-tanulmanykotet.pdf)
- MNB 2018: *Éves jelentés – a Magyar Nemzeti Bank 2017. évről szóló üzleti jelentése és beszámolója*. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-eves-jelentes-2017-hun-digitalis-vegleges.pdf>
- MNB 2019a: *Az MNB Zöld Programja*. <https://www.mnb.hu/letoltes/az-mnb-zold-programja.pdf>
- MNB 2019b: *Éves jelentés – a Magyar Nemzeti Bank 2018. évről szóló üzleti jelentése és beszámolója*. <https://www.mnb.hu/letoltes/eves-jelentes-2018-hun-digitalis.pdf>
- MNB 2019c: *Tájékoztató a Növekedési Kötvényprogram feltételeiről*. <https://www.mnb.hu/letoltes/nkp-termektajekoztato.pdf>
- MNB 2021: *Fenntarthatóság és jegybanki politika – Zöld szempontok az MNB monetáris politikai eszköztárban*. <https://www.mnb.hu/letoltes/zold-eszkoztar-strategia-publikacio-2021-hun-0706-2.pdf>
- MNB 2022: *Közlemény a Monetáris Tanács 2022. október 14. 8:45 órától kezdődő hatályú döntéséről*. <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kozlemenyek/2022/kozlemeny-a-monetaris-tanacs-2022-oktober-14-8-45-oratol-kezdodo-hatalyu-dontesrol>
- MNB 2023: *Közlemény a Monetáris Tanács 2023. március 28-i üléséről*. <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kozlemenyek/2023/kozlemeny-a-monetaris-tanacs-2023-marcius-28-i-uleserol>

- Monoki, Péter – Nagy, Viktória 2013: A Bank of England Funding for Lending programjának elemzése. *Polgári Szemle*, 9. évfolyam, 3–6. szám. <https://polgariszemle.hu/archivum/80-2013-oktober-9-evfolyam-3-6-szam/unortodox-alapokon/544-a-bank-of-england-funding-for-lending-programjanak-elemzese>
- Papp, Mónika 2005: A jelzáloglevél-alapú finanszírozás helyzete Magyarországon pénzügyi stabilitási szempontból. *MNB-műhelytanulmányok*, 36.
- PBOC 2021: *The People's Bank of China Launches the Carbon Emission Reduction Facility*. Press release. November 9. <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/4157443/4385345/index.html>
- Positive Money 2024: *Positive Money's Green Central Banking Analysis of The Central Bank of Hungary*. <https://positivemoney.org/2024/01/positive-moneys-green-central-banking-analysis-of-the-central-bank-of-hungary/>