

Parragh Bianka

Monetáris hitviták

A megváltozott jegybanki szerepfelfogás eredményei

ÖSSZEFOGLALÓ: A jegybanki szerepvállalás súlypontjait érő külső hatások, az aktuális gazdasági környezet kihívásai a kor igényeinek megfelelő, hatékony válaszokat igényelnek. A magyar gazdaság stabilizálásában 2010-től a helyes gazdaságpolitikai prioritások, majd azt követően 2013-tól a Magyar Nemzeti Bank küldetésének újraértelmezése és a korábban jellemző túlzott passzivitás jegyeivel szakító monetáris politika új korszakot hozott, amelyben a nemzeti gazdaságpolitikát támogató jegybanki politika vitathatatlan eredményeket ért el. Jelen tanulmány a jegybanki szerepfelfogás változását, annak kiváltó tényezőit, s gazdaságra gyakorolt hatását elemzi.

KULCSSZAVAK: monetáris politika, gazdaságpolitika, jegybanki szerepvállalás, kis- és közepes vállalatok, hitelpiac, Növekedési Hitelprogram

JEL-KÓDOK: E52, G18, E58, E51, D53

A hosszú piacgazdasági átmenet, az Európai Unióhoz való csatlakozás kihívásai, a felzárkózás máig is tartó folyamata, majd a 2008–2009-es pénzügyi-gazdasági válság negatív következményei próbára tették az aktuális nemzeti gazdaságpolitikát s egyben a monetáris politikát is. A gazdaság kiegyensúlyozott és tartós fejlődésének meghatározó összetevője a gondosan megválasztott monetáris politikai irány és alkalmazott pénzpolitikai eszköztár. Magyarország 2010-re olyan pénzügyi konszolidációs kényszerbe került, amely a 2002 utáni hibás gazdaságpolitikára és a 2008-as globális pénzügyi válság következményeire vezethető vissza.

A rendszerváltást követő két évtizedben a társadalom széles köreiben terjedt el a devizahitelezés, s a lehetőségeken felüli fogyasztás. Hibás döntések születtek nemcsak a gazdasági-, politikai döntéshozók részéről, hanem a

lakosság, a háztartások és a vállalatok részéről is. A hibás döntések fő okai között említhető az információhiány, a pénzügyi kultúra alacsony szintje, a perspektivikus gondolkodás hiánya, az ebből eredő erőn felüli kötelezettségvállalások s főleg az eladósodás rossz szerkezete.

Új időket élünk, amelyek új megoldásokat követelnek és ez különösen igaz a közpénzügyekre.¹ 2010-ben megmutatkozott, hogy a krónikus állami túlköltekezést s az államadósság drámai szintre emelkedését nem voltak képesek az addig létrehozott intézmények megakadályozni, emiatt új megközelítésre, új intézményekre és új szabályokra is szükség volt. Ahogy az állami, úgy a jegybanki szerepvállalás és működés is átalakult. A monetáris politika korábbi konszenzusát felülírta a válság.² A közgazdasági gondolkodás főáramában új súlypontok jöttek létre, amelyek számos új felismeréshez kötődnek. A korábbi modellek legfőbb hibája nem az, hogy nem jelezték elő-

Levelezési e-cím: parragh.bianka@uni-nke.hu

re a válságot, hanem az, hogy a piac mindenhatóságára, a piac önszabályozására vonatkozó feltevésen alapultak, ami miatt nem számoltak egy ilyen mélységű és elhúzódó válsággal.

Megkerülhetetlenné vált az állami szerepvállalás,³ amit persze sokan vitattak. Az állami szerepvállalás kérdéskörében *Stiglitz*⁴ az Adam Smith-i közgazdaságtanra utalva nem hisz a piac mindenhatóságában. A 2007–2008-as válság kezelésére a fennálló intézményrendszer elégtelennek bizonyult, ahogy a korunk társadalmát érintő globális problémákat (mint egyenlőtlenségek, jövedelemkülönbségek) sem képes a piac önmagában kezelni. Stiglitz az állami beavatkozást szükségesnek tartja a strukturális változási folyamatban, s véleménye szerint a közgazdászok feladata mindenekelőtt a közjó szolgálata, amit a piaci mechanizmusok kontrollálatlanul aligha szolgálhatnak. Stiglitz több tényezőt azonosított, amelyek befolyásolják a makrogazdasági folyamatokat.⁵ *Rajan*⁶ álláspontja alapján a túlzott mértékű állami szerep- és kockázatvállalás rendszerkockázatot hordoz magában, s az állam garanciavállalása jelentősen torzító hatású a pénzügyi rendszer működésében, míg *Posner*⁷ Stiglitzhez hasonlóan másként vélekedik az állami szerepvállalás kérdéskörében. Az állami szerepvállalás szükségességét *Matolcsy* a gazdasági szereplők működésével kapcsolatban határozza meg: „*az állam feladata, hogy a piaccgazdaság működési kereteit biztosítsa, hibáit orvosolja. A megfelelő állami szabályozás segít abban, hogy ne hozzon túl sok piaci szereplő túl sokáig rossz döntéseket*”.⁸ A piaci átmenet jelentős szakaszát az állam koordináló szerepének visszaszorítása mellett ikerdeficit jellemezte, amely a sokterápiás piaccgazdasági átmenetben az egyensúlyi mutatók 1970-es évekhez hasonló romlását eredményezte. Erre utal az is, hogy Magyarország a vállalt 3 százalékos alatti költségvetési hiánycélt először 2011-ben tudta teljesíteni a 2010-től megvalósuló új gazdaságpolitikai célkitűzés és következetes lépések eredményeképpen.⁹

Jelen esszé a jegybanki szerepváltozási folyamat mérföldköveire építve, a monetáris politikának új értelmezési keretet adó értékrend összetevőit vizsgálva, annak makrogazdasági szempontból való indokoltságát elemzi. A szerző kísérletet tesz arra, hogy számba vegye a monetáris politika azon súlyponti elemeit, amelyek a válságból történő kilábalási folyamat nélkülözhetetlen összetevőiként azonosíthatók. A nem hagyományos jegybanki eszközök és a Növekedési Hitelprogram vállalati hitelezésre gyakorolt hatása a tanulmány súlypontját képezik.

A JEGYBANKI FÜGGETLENSÉG ÉS SZEREPVÁLTOZÁS KÖZÖTTI KAPCSOLAT

A szerepváltozást elemző gondolatmenet kiindulópontját a rendszerváltás és az azt követő jegybanki fejlődéstörténet, különösen a jegybanki függetlenség és szerepváltozás kapcsolata adja, amelyet jelen fejezet mutat be. A második világháborútól a rendszerváltásig terjedő időszakban a közép-kelet-európai jegybankok fejlődéstörténete az MNB szerepkörének és jogállásának változásával jól leírható. A jegybanki működés nem tekinthető ebben az időszakban függetlennek, jóllehet a közigazgatás szervezeti rendjében országos hatáskörrel rendelkező szervként működött. A Magyar Nemzeti Bank 1987. január 1-jével elsőként alakította újra kétszintűvé a bankrendszert a közép-kelet európai országok között. A jegybanki függetlenség biztosításának megvalósításával új időszak kezdődött, amely során több lépésben valósult meg a bankreform. Első lépésként az MNB-ből kivált részlegekből kereskedelmi bankok jöttek létre, s így létrejöhett a monetáris politikáért felelős jegybank is, igaz az 1987 és 1991 közötti időszakban még a jegybank a kormány alárendeltségében működött. A kor követelményeinek megfelelő jegybanki működés feltételei a 1991. évi LX.

törvénnyel¹⁰ teremtődtek meg, amely törvény elsődleges céljával a nemzeti fizetőeszköz vásárlóerejének stabilitását, a belföldi fizetési rendszer működőképességét, valamint a nemzetgazdaság belső és külső pénzügyi egyensúlyát, tartós fejlődését és nemzetközi integrációját jelölte meg. Az MNB e törvényben meghatározott alapvető feladata a nemzeti fizetőeszköz belső és külső vásárlóerejének védelme volt. E törvényi keretrendszerben „*az MNB a rendelkezésre álló monetáris politikai (pénz- és hitelpolitikai) eszközökkel támogatja a kormány gazdaságpolitikai programjának megvalósulását.*”¹¹ A támogatás körében nem került kitétel megfogalmazásra. A 1991. évi LX. törvényben meghatározott elsődleges cél és alapvető feladat tartalmához képest a 2001. évi LVIII. törvényben az elsődleges cél és alapvető feladat már eltérő és egyben kibővített, a fejlett piacgazdaság követelményeit figyelembe vevő meghatározást tartalmaz. Így a 2001-ben hatályba lépett, európai normáknak megfelelő jegybanktörvény az MNB legfontosabb céljának az árstabilitás elérését és fenntartását nevezte meg, amely szerint a jegybank a kormány gazdaságpolitikáját kizárólag az elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja. A rendelkezésre álló monetáris eszközöket alkalmazzák a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartása, ellenálló képességének növelése, a gazdasági növekedés támogatása esetén is. A törvény a jegybanki függetlenség megvalósulása szempontjából mérföldkönek tekinthető, hiszen közgazdasági elméletek és gyakorlati szempontok igazolták, hogy csak így lehetséges a jegybanki cél hatékony elérése és megvalósítása.¹²

A jegybanki függetlenség garanciáinak megőrzése jegyében 2013-ban elfogadott új jegybanktörvény (2013. évi CXXXIX. törvény) meghatározta az MNB elsődleges céljait, alapvető feladatait és intézményi, szervezeti, személyi, pénzügyi függetlenségének biztosítékait. A klasszikus értelemben vett jegybanki

feladatokon túl a törvény kitér a működési és makroprudenciális feladatokra, illetve felelőségre, a hatékony makroprudenciális beavatkozás lehetőségeinek megteremtésére, továbbá a nemzetközi makroprudenciális kooperáció erősítésének lehetőségeire, valamint a pénzügyi közvetítő rendszer felügyeletével és ellenőrzésével kapcsolatos elemekre.¹³

A következő két fejezet a 2013-ban megvalósult monetáris politikai fordulatot megelőző, 2008-as pénzügyi-gazdasági válsággal terhelt, bő egy évtizedes időszakot gazdaságpolitikai, és monetáris politikai aspektusból vizsgálja, a nemzetgazdasági versenyképesség alakulását és a vállalati szférában tapasztalt hatásokat is számba véve. A gazdasági szereplők alacsony pénzügyi kultúrájának következményeit célszerű még az új, széles körű jegybanki eszközökön alapuló, monetáris politikai értelmezést és célstruktúrát követő monetáris politikai értékrend részletes bemutatását megelőzően tárgyalni, mivel a jegybanki célkitűzések között meghatározó szerepet kapott a pénzügyi kultúrafejlesztés.

A MONETÁRIS POLITIKAI FORDULATOT MEGELŐZŐ IDŐSZAK

A Magyar Nemzeti Bank monetáris politikája 2001-ben áttért az inflációs célkövető rendszerre és a 2008-ig fenntartott sávós árfolyamrendszerre, tartósan azonban nem sikerült a cél közelébe mérsékelni az inflációt. A devizahitel-felvételi kedvet erősítette a drámai magasságú forintkamat. 2002 és 2010 között az államháztartás lokális alrendszerében és a családok szintjén is egy gyors, de 2008-ra már kezelhetetlenné vált adósságállomány halmozódott fel.¹⁴ Az adósságcspadává fejlődött túlhitelezési folyamat jelentős károkat okozott, s beigazolódott, hogy a piaci szereplők tevékenységének ellenőrizetlenül hagyása nem vezet tartós piaci egyensúly kialakulásához,

sőt válságba torkollott.¹⁵ A 2008-as válság alapvetően adósságválság volt, amely ráadásul szinkronizáltan, több gazdasági régiót egy időben sújtott.¹⁶ A pénzügyi-gazdasági válság következményeként kialakult egyensúlytalanság, gazdasági recesszió, vállalati szférában tapasztalt súlyos likviditási problémák bizalomhiánnyal, csökkenő vállalkezési kedvvel, romló és borúlátó piaci várakozásokkal párosultak. Az akkori gazdaságpolitikai döntéshozókkal szembeni bizalmatlanság a fennmaradni és versenyképességüket megőrizni képes vállalkozások esetében a gyors kiút keresésének igényét hozta magával. Létkérdéssé vált a hazai mikro-, kis- és közepes vállalkozói kör számára gyors és hatékony állami, kormányzati, akár jegybanki segítségnyújtás. A semleges kamatszint¹⁷ felett tartott alapkamat-politika csak akkor járt volna eredménnyel, ha közben a jegybank arra is képes, hogy megakadályozza a forinthelektől a devizahitelek felé fordulást mindhárom gazdasági szereplőnél.¹⁸ Az önkormányzatok eladósodási folyamata (így a körbetartozási folyamat is) a 2010-es évre nehezen kezelhető méreteket öltött, amely a velük üzleti kapcsolatban lévő, beruházásban, fejlesztésben érintett vállalkozói körre nézve számos negatív következménnyel járt, súlyos versenyképességi és fennmaradási kihívásokat teremtve.

A MIKRO-, KIS- ÉS KÖZEPES VÁLLALATOK ALACSONY PÉNZÜGYI KULTÚRÁJÁNAK KÖVETKEZMÉNYEI

A független, hazai tulajdonú kis- és közepes vállalatok az uniós csatlakozásban rejlő piaci előnyöket nem tudták kihasználni, azokkal nem tudtak élni s nem tudtak felkészülni a csatlakozással járó kihívásokra sem. A hazai üzleti fejlesztések és beruházások helyett elsődlegesen külföldi működőtőke-bevonás valósult meg és a magyar vállalati szektor ex-

portban betöltött részaránya továbbra is alacsony szinten maradt. A folyamatot negatív irányban erősítette a kis- és közepes vállalatok akkor racionális elveken nyugvó jövőképe, miszerint euróban eladósodni nem jelenthet számukra magas kockázatot, hiszen azt feltételezték, hogy rövid időn belül a forintot, mint nemzeti fizetőeszközt euróra cserélik.¹⁹ Az üzleti élet szereplői az árfolyamváltozásból eredő kockázatot az euró bevezetése nélkül is kénytelenek voltak viselni a kiadási oldalon napi üzletmenetük alatt anélkül, hogy rendelkeztek volna rendszeresen euróban képződő bevétellel. A pénzügyi ismeretek és a pénzügyi kultúra alacsony szintjével²⁰ jellemezhető magyar lakosság és a mikrovállalati kör a svájci frank hitelekben biztonságos megoldást látott. A bankok felvilágosító és óvatosságra intő figyelmeztetésének elmaradása s a politikai irányból történő biztatás a lakosság átgondolatlan kötelezettségvállalásával párosulva a devizahitel-szerződések tömegessé válásának folyamatát tovább erősítette.

Egyértelművé vált, hogy az aktív állami szerepvállalás²¹ meghatározó jelentőségű a pénzügyi ismeretek bővítése és a pénzügyi kultúra fejlesztés körében. Fő célkitűzés, hogy a lakosság pénzügyi, közpénzügyi, köztelherviselési ismeretei bővüljenek, valamint fejlődjenek a (köz)pénzügyekkel kapcsolatos attitűdök és magatartásformák is.²²

A mikro- és kisvállalkozások körének rossz szerkezetben történt eladósodási folyamatát elemezve azt sem szabad figyelmen kívül hagynunk – a pénzügyi kultúra alacsony szintjére visszautalva –, hogy a megjelölt körbe tartozó gazdálkodó szervezetek vállalati adósságállománya megjelent a háztartások szintjén is, mivel magánvagyonukat (például ingatlanfedezet formájában) jelzálogfedezetként használták. A beruházásaikat és fejlesztéseiket devizahitelből megvalósító hazai tulajdonú vállalkozások többé-kevésbé beépítették üzleti terveikbe az árfolyamváltozások esetleges kockázatát,

mégis jelentős károkat kellett elszenvedniük a 2008–2009-es globális válsággal együtt járó gazdasági recesszió hatásait is beleértve. Az euró-zóna-gazdaságok recessziója és a korábbi árfolyamkockázat bekövetkezése együttesen mélyítette tovább a válságot.

MONETÁRIS POLITIKA ÚJ ÉRTELMEZÉSBEN, ÚJ ÉRTÉKRENDEL

A 2013-ban megvalósult monetáris politikai fordulat és eredményei a 2010-es gazdaságpolitikai fordulat nélkül nem értelmezhetők. Ebből kiindulva a 2013-tól megvalósult új monetáris politikai értékrenden, proaktív és innovatív jegybanki szerepvállaláson alapuló következetes lépéssorozat és hatásainak áttekintése előtt lényeges kiemelni, hogy a monetáris politikai lazítás az egyébként inflációs szint által is indokolt gazdasági környezetben kévsé következett be. 2010-ben a jegybank nem támogatta a 2010-től kiteljesedő gazdaságpolitikai fordulatot a rendelkezésére álló jegybanki és monetáris politikai eszköztárral, az alapkamat-csökkentés helyett 7 százalékra emelte a jegybanki alapkamatot.

A fiskális és monetáris politika közötti összhang hiányából eredő negatív gazdasági következményt támasztja alá Matolcsy és *Palotai* tanulmánya,²³ miszerint jelentős károkat okozott a magyar gazdaságnak, hogy az inflációs célkövetés 2001-es bevezetése és a 2013-as monetáris politikai fordulat közötti időszakban – 12 éven keresztül – hiányzott a fiskális és monetáris politika egymást támogató jellege. A 2010 és 2012 közötti időszak tekintetben átmenetinek tekinthető, ugyanis ezekben az években a fiskális politikai oldalról lehetséges együttműködés kivitelezhető volt, de mégsem élt még vele az akkori monetáris politika. A 2013-as monetáris politikai reformok voltak szükségesek ahhoz, hogy az árstabilitás, pénzügyi stabilitás és a fenntartha-

tó költségvetési politika célkitűzései rendszerben független, mégis kölcsönös támogatás valósuljon meg, megalapozva a hosszú távon fenntartható gazdasági növekedést. A fiskális és monetáris politikai összhang feltételrendszerét elemezve *Leeper* modelljét²⁴ alkalmazva, az elmúlt másfél évtized gazdaságtörténeti tapasztalatait felhasználva egyértelműen látható, mikor teremtdött meg a lehetősége a két politika közötti valódi összhang elérésének.

Az egyes gazdaságpolitikai ágak²⁵ – így a monetáris politika is – saját céljaik megvalósításával és a gazdasági folyamatok befolyásolásával járulnak hozzá a társadalom jólétének növeléséhez. A monetáris politika elsődleges céljaként az árstabilitás fenntartását²⁶ kívánja elérni, mivel ezzel tud leghatékonyabban hozzájárulni a gazdasági növekedéshez, s ezáltal a társadalmi jólét növeléséhez, ugyanakkor a fenntartható növekedéshez – korábbiak szerint is – elengedhetetlen a gazdaságpolitika és monetáris politika együttműködése, miként ez fejlettebb országokban formálisan vagy informálisan meg is valósul. A jegybanktörvényben meghatározott elsődleges jegybanki célon túlmenően új bizonyosságot is hozott a válság. A fentiek értelmében a jegybankoknak nem elegendő csak az alacsony inflációt monitorozni, mivel a gazdaságban alacsony inflációs időszakban is épülhetnek fel súlyos egyensúlytalanságok, hitelpiaci túlfutások, amelyek a buborékok kipukkanását követően tartósan visszavetik a gazdaság növekedését, egyben ellehetetlenítve az inflációs cél elérését, amelyre legjobb példa talán az euró-zóna esete.²⁷ A különböző eszközök piacain zajló folyamatok párhuzamos, mélyreható elemzése szükséges. A növekedésfókuszú jegybanki eszköztár új elemeként jelent meg a jegybanki döntéshozatalban a makroprudenciális szabályozás (2013. évi CXXXIX. törvény).

Az alapkamat változását eredményező eszközök kiegészültek a pénzügyi rendszer aktivitását, kockázatvállalását közvetlenül is

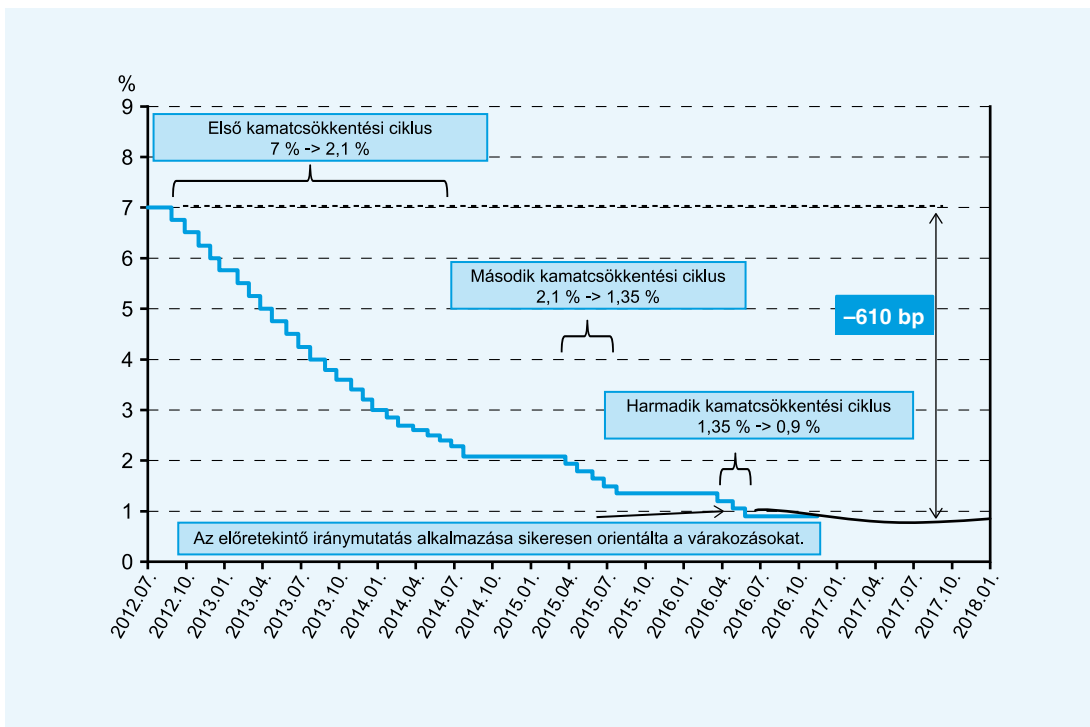
befolyásoló, a pénzügyi stabilitást, gazdasági növekedést, illetve a monetáris transzmissziót²⁸ javító eszközökkel. A transzmissziós mechanizmusból kiindulva a jegybanki alapkamat alakítása jelzés értékű, mely meghatározó a piaci szereplők várakozásainak alakulásában, ahogy az 1. ábra is mutatja. Az alacsony kamatkörnyezet – kiemelve a monetáris politika előrettekintő jellegét – pozitív hatásai (kiszámíthatóság, átláthatóság, biztonságosabb jövőtervezés) a gazdasági szereplők széles körében érvényesülnek és az árstabilitáshoz való hozzájáruláson túl, a magán- és versenyszféra szereplői jelenben hozott, ám jövőre irányuló döntéseikkel segíteni tudják a monetáris politika eredményességét. Amellett, hogy a jegybank elsődlegesen elérendő célja az árstabilitás, új operatív célstruktúrát állított fel és hozzá nem hagyományos eszközrendszer

rendelt.²⁹ Mindezek értelmében jegybanki cél olyan, reálgazdaságot ösztönző kamatkörnyezet kialakítása, amely az alacsony irányadó ráta tartós fenntartásával javítja a kis- és közepes vállalatok hitelellátottságát és beruházás-ösztönző hatásain keresztül emeli a gazdaság hosszabb távú növekedési képességét. A célzott, kkv-szektorra jellemző hitelezési korlátok feloldása (NHP), a 2014 tavaszán meghirdetett Önfelfinanszírozási program, és a pénzügyi közvetítés működésének helyreállítása kulcszerepet töltött be az MNB megújult monetáris politikájában.

Miközben az irányadó eszköz célja a pénzpiaci kamatszint jegybank által optimálisnak ítélt alakítása, operatív célkitűzés az irányadó eszköz rövid lejáratú kamatokra kifejtett közvetlen hatásának megvalósítása. A jegybanki célrendszer rugalmasságából adódóan az

1. ábra

A JEGYBANKI ALAPKAMAT ÉS A PIACI VÁRAKOZÁSOK ALAKULÁSA



Forrás: MNB, 2016

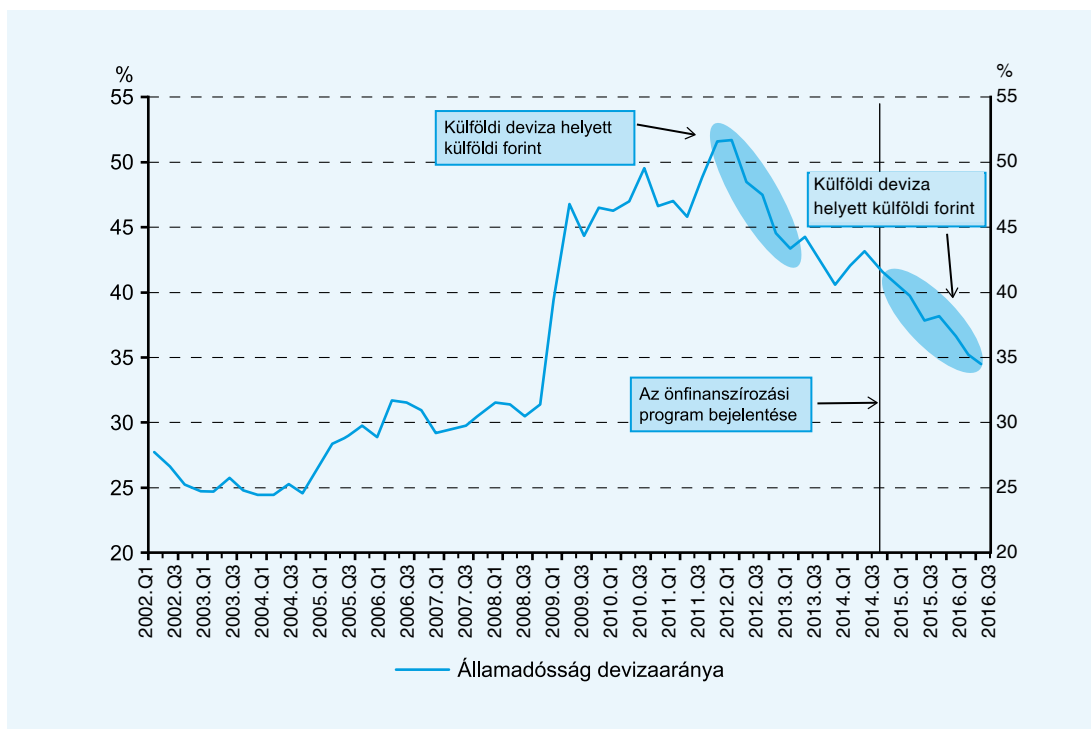
irányadó ráta további jegybanki eszközökkel bővült.

Kiemelt jelentőségű elem a monetáris politikai eszköztárban Magyarország sérülékenységeinek csökkentése érdekében bevezetett Önfinszírozási program. A 2008–2009-es pénzügyi-gazdasági válságot követően fő célkitűzésként fogalmazódott meg Magyarország külső sérülékenységének, valamint a külső és devizaforrásokra való ráutaltságának csökkentése. A jegybank Önfinszírozási programját az államadósság belső forrásokból történő finanszírozásának segítése és a külső forrásokra való ráutaltság csökkentése érdekében hirdette meg. A programnak köszönhetően lehetővé vált a jegybanki mérleg egyszerűsödése, más néven szűkülése, amely javuló monetáris transzmisszióval párosult. A külső sérülékenység csökken, ha az Államadósság Kezelő

Központ a lejáró devizaadósságát forintból tudja megújítani, mindeközben törekszik a belföldi szereplőknek a folyamatba történő bevonására. Ebben az összefüggésrendszerben alapvető fontosságú, hogy a növekvő forint állampapír-kínálatra legyen elégséges szintű kereslet. Az MNB módosította az irányadó eszköz formáját és 2014 nyarán az addigi jegybanki kötvényről jegybanki betétre állt át. Az MNB 2016 augusztusától a korábbi heti gyakoriság helyett havonta egy tenderen fogad be banki betéteket a három hónapos irányadó eszközben, 2016 októberétől pedig korlátozza a tenderen elfogadott banki ajánlatok mennyiségét. A kiszorult banki likviditás hozamleszorító hatása érezhető volt a releváns pénzügyi piacokon. A devizaadósság arányváltozásának előnyös aránymódosulását szemlélteti a 2. ábra, beleértve az Önfinszírozási

2. ábra

AZ ÁLLAMADÓSSÁG DEVIZAARÁNYÁNAK ALAKULÁSA



Forrás: MNB, ÁKK adatai alapján, 2016

program pozitív ösztönző, állampapírkereslet-növelő hatását.

A külföldi és devizakitettség csökkentése az Önfinszírozási program által érintett állami szektorokon túl a háztartási szektorban is megtörtént, amelyet mindenekelőtt a lakossági jelzálog- és egyéb devizahitelek kivetése segített elő, amiben kiemelkedő szerepet töltött be a jegybank is. A forintosításhoz szükséges csaknem 10 milliárd eurónyi devizalikviditást az MNB bocsátotta a bankok rendelkezésére 2014 őszétől kezdődően, mégpedig úgy, hogy az ország stabilitása szempontjából fontos tartalékmegfelelés nem sérült. A forintosítás eredményeként Magyarországon kikerültek a banki mérlegekből a fedezetlen lakossági devizahitelek, azaz sikerült visszafordulni az utóbbi másfél évtized strukturális problémáinak kialakulásához vezető téves útról.

A 2010-es egyensúlyi fordulat során a fogyasztáscentrikus, teljesítményközpontú, forgalmi adórendszerre való átállás következtében 2012-ben rövid távon 5,7 százalékos inflációs szint, majd a várakozások szerint ismét mérsékelt inflációs környezet következett. Az árstabilitást tekintve kiemelendő, hogy alacsony, pozitív inflációs szint kívánatos a gazdaság teljesítőképességének növelése szempontjából,³⁰ amelyet a monetáris politikai hatásság vagy ellenkező esetben hatástalanság a gyakorlatban is alátámaszt.³¹ Mindezek értelmében az árstabilitással összhangban lévő szint fölé emelkedő infláció esetén a gazdasági szereplők gazdálkodási tevékenységében versenyképesség-romlás tapasztalható, amit bizonyos szinten túl már nem lehetséges mindössze teljesítménynöveléssel ellensúlyozni. Ez azt jelenti, hogy a versenyképesség-csökkenésnek ára van, s ez a gazdasági szereplők számára jelentős költséggel bír rövid, és középtávon egyaránt. Tehát amennyiben az árstabilitás fenntartható, az egyensúlyi állapot hozzájárul az inflációs költségek kiküszöböléséhez, amely növeli a gazdaság teljesítőképességét. Így kulcs-

kérdéssé vált az árak koordinációs szerepének érvényesülése, a stabil és kiszámítható üzleti környezet fenntartása, a pénz vásárlóértékének stabilitása, valamint az esetleges jövedelemátrendeződések kiküszöbölésének lehetősége.

A szűkülő hitelhez jutási lehetőségek, illetve a csökkenő banki hitelezési hajlandóság megfordítását célul kitűző monetáris politikai fordulat makrogazdasági folyamatokra gyakorolt hatása a következő két fejezet fókusza.

A MONETÁRIS POLITIKAI FORDULAT VÁLLALATI SZFÉRÁBAN KIFEJTETT HATÁSA

A fenntartható gazdasági növekedés monetáris politikai prioritásként való kezelésének alapját egyrészt a 2008-ban kibontakozó gazdasági válság, másrészt a 2010-es gazdaságpolitikai fordulathoz kapcsolódó 2013-as monetáris politikai fordulat lehetősége adta, amelynek megvalósításához szükséges eszközrendszer 2013-ban vált mozgósíthatóvá.³² Magyarországnak jelentős hátrányt okozott, hogy míg az uniós és más nemzetközi jegybankok nem késlekedtek a 2008–2009-es gazdasági válság kihívásaira adott hatékony válaszreakcióval, addig Magyarországon 2012. augusztusban kezdődött az alapkamat-csökkentési ciklus, s csak 2013 tavaszától, a monetáris politikai fordulattal vehette kezdetét a nem konvencionális jegybanki eszközök alkalmazása.

Az MNB az árstabilitás és a pénzügyi egyensúly megvalósításán túl, a gazdaság élénkítése érdekében Növekedési Hitelprogramot indított, mellyel támogatta a pénzügyi közvetítőrendszer gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulását. A monetáris politika az alacsony inflációs környezetben nagyobb hangsúlyt helyezett a kormányzati gazdaságpolitika céljainak támogatására, mely célok különös jelentőséggel bírtak a válságból való kilábaláson kívül a nemzetgazdasági versenyképesség erősítése szempontjából is. A tartós

gazdasági növekedés segítése és a foglalkoztatási szint növelése reális, elérhető célkitűzésként valósult meg. A monetáris politikai fordulat történelmi jelentőségű az uniós csatlakozást tekintve is, hiszen egyebek közt a jegybanki veszteségtérítés megelőzése révén hozzájárult Magyarország uniós csatlakozása óta tartó túlzottdeficit-eljárás alóli kikerüléséhez. A jegybanki hitelprogram pozitív hatást gyakorolt a növekedési fordulatot illetően, bővült a foglalkoztatás, fordulat következett be a beruházás és a fogyasztás területén, továbbá csökkent az eladósodottság szintje, nőtték a megtakarítások, s csökkent a külföldi hitelezőknek és az árfolyamváltozásoknak való kitettség is.

A 2007–2008-as pénzügyi-gazdasági válság akut szegmensének lecsengését követően számos tekintetben adott volt a lehetőség monetáris politikai irányváltásra, ugyanazon jegybanki eszközök alkalmazására, mint 2013-tól, azonban e lehetőségekkel az akkori jegybanki vezetés nem élt. A 2013-as, korábbtól eltérő monetáris politikai irány a bátor lépésekkel, új közelítésmóddal és a korábban nem alkalmazott eszközökkel sikert és eredményt hozott. Az ellentétes álláspont racionális és közgazdasági érvekkel nehezen alátámasztható, hiszen az új gazdaságpolitikai lépések során megvalósított új típusú közteherviselés, valamint a pénzügyi szektor új adófajtai nem veszélyeztették sem a pénzügyi stabilitást, sem az árstabilitást, míg a 2013 előtti ellentétes álláspont számos közvetlen befektetői érdeket sértett, jelentős károkat okozott.

A monetáris politikai fordulatot a gazdasági stabilizáció, majd 2013-ban a folyó fizetési mérleg jelentős többlete segítette, ellenállóbbá téve Magyarországot az esetleges piaci hangulatváltozásoknak s védelmet adva a többletet felhalmozó külkereskedelmi mérlegadatok által a pénzügyi rendszernek.

Az árfolyamsáv eltörlésével egy jelentős korlát szűnt meg a 2001-ben bevezetett inflációs célkövető rendszerben, így a monetáris

politika már csak közvetve, azok inflációs és realgazdasági hatásain keresztül vette figyelembe az árfolyam mozgásait. Miközben az árfolyam inflációra gyakorolt hatása csökkent és új exportpiacok nyíltak a gyengébb árfolyamnak köszönhetően, a hazai ártermelők is jobb piaci és versenyhelyzetbe kerültek, erősebb érdekeltségük keletkezett az exporttevékenységben, s a megnövekedett kereslet kielégítéséhez fejlesztések megvalósítása vált szükségessé. A gyengébb árfolyam a válság előtti időszakhoz képest kevésbé emelte az inflációs szintet, az exportösztönzésen túl magasabb foglalkoztatottsággal és növekedési ütemmel hatott a gazdaságra, így serkentve a beruházási hajlandóságot és ösztönözve a belső fogyasztást akár beruházás nélkül is.

A MAGYARORSZÁGI MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOK NEMZETKÖZI ÖSSZEHASONLÍTÁSBAN

Magyarországon alapvetően nem a vállalati szektor játszotta a főszerepet az eladósodás folyamatában, míg a déli euró-zóna-csoportnál és Szlovéniában, Bulgáriában ez éppen ellenkezőképpen alakult. Az uniós csatlakozás első évtizedében a hazai vállalati hitelállomány/GDP mutatója 20–30 százalék között mozgott, leszámítva egy rövid ideig tartó kiugrást. Ebben az időben a bankszektor a háztartások eladósodási folyamatát a devizahitelezés ösztönzésével gerjesztette, egyben korlátozva a vállalati növekedést és fejlődést. A válságot követő években a magyar vállalati szektor hitelállománya két okból nem nőtt számottevően: a bankrendszer magas hitel/betét mutatóból eredő visszafogott hitelkínálat, illetve a belső kereslet alacsony szintje miatt. A folyamat valós mozgatórugója az anyabankok hitelezési képességének szűkülése volt, amely rákényszerítette a magyarországi leánybankokat, hogy csökkenték a magyarországi hitelezési aktivitásukat.

További probléma, hogy a régióhoz képest eleve romlottak a hitelezési feltételek, amelyek a régió országaihoz viszonyított magas hitelezési kamatlábakban³³ egyértelműen megmutatkoztak. A nemzetközi összehasonlításban is magas alapkamat- és hitelkamatszintek kedvezőtlen üzleti klímát, erős versenyhátrányt generáltak a magyarországi mikro-, kis-, és közepes vállalati körre nézve, akik értékesítési kilátásait jelentősen rontotta az állami és háztartási szektor egyre növekvő adósságállománya. A 2006–2010 közötti megszorító gazdaságpolitika keretében megvalósuló államháztartási kiigazítás miatt a válság előtti években és a válság első éveiben is jelentősen csökkent a foglalkoztatás, a belső kereslet, amely romló beruházási feltételeket eredményezett.

CSÖKKENŐ BANKI HITELEZÉS – NÖVEKVŐ VÁLLALATI HITELIGÉNY

Credit crunch Magyarországon

A neoliberális gazdaságpolitikai irány következtében gyorsan növekedett a hitel/GDP ráta a magyar gazdaságban, ahogy a fentiek is mutatták. A hitelezés finanszírozási kockázatát növelte, hogy a devizában eladósodott legkisebb vállalatoknak nem képződött exportbevételük, amely a kiszámíthatóság és tervezhetőség alapját adta volna. A bankrendszer részéről gazdasági szereplők irányába történő drámai hitelezés csökkenés – más néven hitelbefagyás³⁴ – jelensége tartósan megmutatkozott. A hitelbefagyás időszaka 2009 és 2013 első féléve között jellemezte a magyar gazdaságot, amely időszak hosszúra nyúlt és jelentős lemaradást hozott – régió vállalkozásaihoz képest – a hazai vállalkozói kör versenyképességében. A hitelezési folyamatokat mutató tranzakciók – folyósítás és törlesztés különbsége – alapján a kkv-hitelállomány évente 5–7 százalékkal esett vissza.³⁵

A kis- és közepes vállalati szektorban a hatékonyság, nyereségesség és a hosszú távú versenyképesség feltételei korlátozottan érvényesültek. A gyenge likviditás, krónikus alulfinanszírozottság, és óvatosság több dimenzióban megjelent. A szállítói hitelezés visszaszorulását eredményező, csökkenő kockázatvállalási és hitelezési hajlandóság következtében a vállalkozások a bankokhoz fordultak, jóllehet a bankok magatartásában az indokoltnál is magasabb arányú kockázatkerülés, hitelezési hajlandóságcsökkenés mutatkozott.³⁶ A magyar bankrendszeren belül a külföldi tulajdonú nagy bankok részaránya meghatározó – az anyabankok tőkét emeltek a várható veszteségek fedezésére –, amelyek a forrásaikat olyan mértékben vonták ki, hogy az ne okozzon likviditási zavart a Magyarországon működő leánybankjaiknál. A magyar hitelbefagyási helyzet fontos vonása, hogy a bankok hitelezési képessége és tőkeelátottsága megfelelő volt, ennek ellenére a hitelezési hajlandóság és kockázatvállalás szintje jelentősen csökkent. Vitathatatlaná vált, hogy a kedvezőtlen folyamatok hosszú távon súlyos makrogazdasági hatásainak feloldásához állami beavatkozás szükséges.

A gazdaság dualitását tovább erősítette, hogy a bankok kizárólag biztos háttérrel és tőkeelátottsággal rendelkező, kockázatmentes ügyfélkört kerestek, így a nagyvállalatok irányába mutattak inkább hitelezési hajlandóságot, tovább erősítve a nagyvállalati versenyképességet, s rontva a magyar kis- és közepes vállalatok piachoz jutási lehetőségeit egészen 2013-ig.

A NÖVEKEDÉSI HITELPROGRAM HITELPIACI SZEREPE

A nem konvencionális jegybanki eszközök vállalati hitelezést serkentő és hitelhez jutási lehetőségeken javító körét tekintve a Növekedési Hitelprogram hatásai kerülnek e fejezet fókuszába.

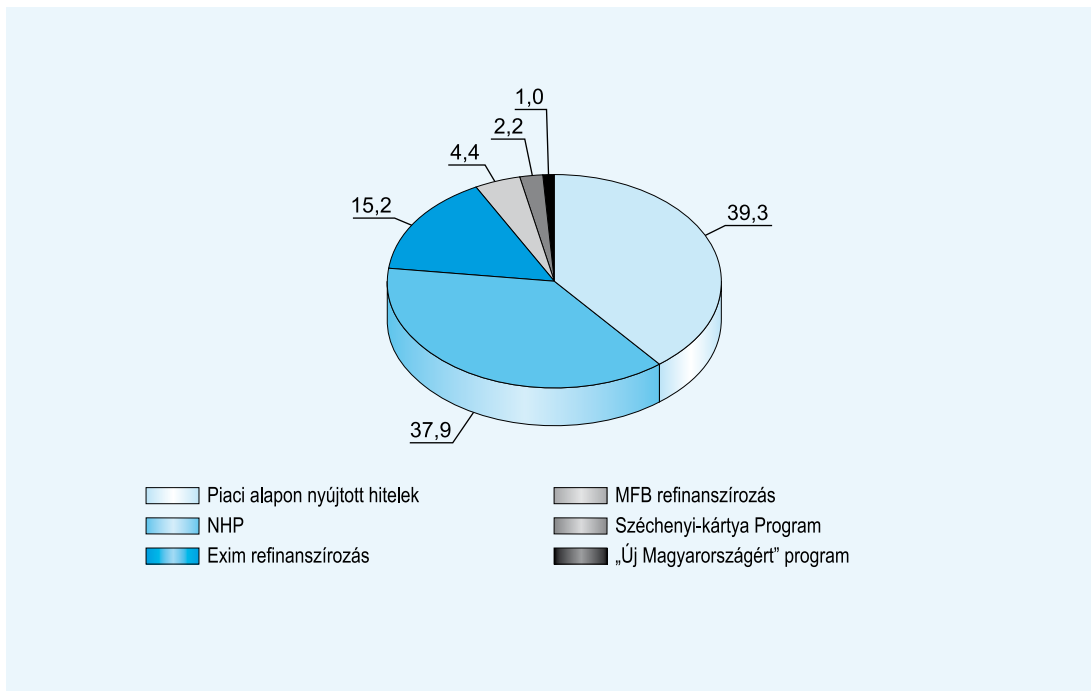
A Növekedési Hitelprogram első szakaszában a hitelkiváltás volt az elsődleges hitelfelvételi ok, de emellett jelentős volt az új hitelek volumene is. A kis vállalatok törlesztési terhük csökkenése mellett képesek nagyobb hitelállomány törlesztésére is. A Növekedési Hitelprogram keretében hitelt felvevő vállalkozások hitelállomány-szerkezete egészségesebbé vált nemcsak az árfolyamkockázat kiiktatásával, hanem a fix kamatozás és hosszú lejárat miatt is. A közép- és hosszú távon tervezhető törlesztés biztonságát adta a fix, maximum 2,5 százalékos hitelkamatláb, amely tartósan járult hozzá a pénzügyi helyzet javításához. Az NHP első szakaszában (2013. június–augusztus) 750 milliárd forintos keretösszeg állt rendelkezésre, amelyből 93,5 százalékos kihasználtsággal kötöttek hitelszerződést a hitelintézetek; ez az arány 701 milliárd forintot, s mintegy 10 ezer szerződést jelentett.³⁷ Az első szakasz a számítások szerint közel 0,5 százalékos hazai GDP-növekedést eredményezett és új munkahelyek teremtésén túl segítette a régi munkahelyek megőrzését is.³⁸ Miközben jelentősen mérsékelte az NHP a kis- és közepes vállalati kör kamatterheit, versenyfokozó hatását is kifejtette a bankszektor szereplőire nézve különösen a bankváltás lehetőségének szabadsága miatt (ezzel a hitelszerződések mintegy 20 százalékában éltek is a vállalkozások).

Az NHP második szakaszában (2013. október és 2015. december 31. között) a kis- és közepes vállalati kör számára 1402,1 milliárd forint összegben nyújtottak hitelt; ez az arány 26 745 vállalkozáshoz kapcsolódóan. A második szakasz főleg új hitelkihelyezés formájában jutott el a vállalkozásokhoz, melyek esetében 97 százalékban új hitel, 61 százalékban beruházási hitel. A hosszabb szerződéskötési időszak és az élénkebb verseny a mikrovállalatok nagyobb arányú részvételét eredményezte, e szakaszban már a hitelek fele 10 millió forint alatti volt.³⁹ A közepes kockázatú vállalkozások hitelezésének elősegítése érdekében került elindításra (a

második szakasszal párhuzamosan) az NHP+ konstrukció, amelyben az MNB a hitelintézetektől – a refinanszírozás biztosítása mellett – részlegesen (50 százalékban) hitelkockázatot is átvállalt.⁴⁰

Az átmeneti eszközként elindított NHP fokozatos kivezetése jegyében került elindításra (a Növekedéstámogató Program részeként) 2016 elején az NHP harmadik szakasza, amely a korábbinál célzottabb finanszírozást tett lehetővé. A 2017. március végén zárult kivezető szakasz 700 milliárd forintos keretösszege közel teljes mértékben felhasználásra került. Az NHP három szakaszában és az NHP+ konstrukció keretében a bankok összesen mintegy 2800 milliárd forintnyi hitelszerződést kötöttek, közel 40 ezer vállalkozás jutott kedvező finanszírozáshoz.⁴¹ Az NHP – a kamatcsökkentések gazdaságélénkítő hatásán túlmenően – 2013–2016. között 2 százalék körüli mértékben járulhatott hozzá a GDP növekedéshez MNB-becslések alapján. A kkv-hitelállomány alakulását mutatja a 3. ábra.

Az NHP hatására nemcsak megállt a kkv-hitelezés évek óta tartó visszaesésének folyamata, de a hitelezési dinamika növekedésbe fordult, és 2016-ra elérte a gazdasági növekedés támogatásához szükséges bővülés mértékét. Az NHP-ra volt szükség ahhoz, hogy a vállalati hitelállomány évek óta tartó csökkenő trendje megszűnjön.⁴² A kkv-hitelállomány bővülése és az MNB által 2014-ben végzett kérdőíves felmérések⁴³ arra engednek következtetni, hogy az NHP-ban felvett hitelek jelentős részét a program hiányában nem vették volna fel a kkv-k, így ezek a kedvező hitelek nem a piaci hitelek helyettesítésének, hanem a piaci hitelek kiegészítésének tekinthetők (főként a program első két évében, később ez az addicionalitás a piaci hitelek kamatszintje csökkenésének hatására feltehetően egyre mérséklődött). A reál-gazdasági-hitelpiaci lehetőségek is megerősítik, hogy elengedhetetlen az NHP-n kívüli, piaci alapú hitelezés ösztönzése. Ennek érdekében

A KKV-HITELÁLLOMÁNY MEGOSZLÁSA (%)

Megjegyzés: Az Eximbank és MFB refinanszírozásnál nem ismert pontosan, hogy mekkora része KKV, így a megadott értékek elméleti maximumnak tekintendők.

Forrás: MNB-adatok alapján saját szerkesztés, 2016

indította el 2016 elején az MNB a Piaci Hitelprogramot, melyben több eszközzel segíti a bankok piaci hitelezésre történő átállását, ezek igénybevételéért cserében a bankoknak vállalatot kellett tenniük kkv-hitelezésük növelésére. 2016-ban a bankok összességében túlteljesítettek közel 200 milliárd forintos vállalásukat, és 2017-re vonatkozóan is közel teljes összegben fenntartották azt.

A vállalati hiteligeny volumenének alakulása a magyar mikro-, kis- és közepes vállalatok irányából tapasztalható pozitív várakozásokat, hitelfelvételi kedvet, növekvő hiteligenyt mutatott, különösen 2010-től kezdődően, amely szintén a Növekedési Hitelprogram létjogosultságát támasztotta alá.

Fontos kiemelni, hogy a gazdasági sokkok sorozata, a recesszió elmélyülése, a túlhitelezés

globálissá vált folyamata óvatosságra, esetenként túlzott óvatosságra készítette a vállalatvezetők egy részét a hitelfelvételhez való hozzáállásuk szempontjából.

ÖSSZEGZÉS A MONETÁRIS POLITIKAI EREDMÉNYESSÉGRŐL...

A monetáris politikai fordulatot nélkülözni kénytelen 2010-ben kezdődött gazdaságpolitikai fordulat a gazdaság stabilizálásában kiemelkedő szerepet játszott, jóllehet eredményei és reálgazdaságra gyakorolt pozitív hatásai csak a 2013-tól realizálható monetáris politikai fordulattal kezdtek kiteljesedni.

A jegybank a rendszerváltást követően 25 évvel felvállalta, hogy a magyar gazdaságfej-

lesztés érdekében lépéseket tesz, amely folyamatban olyan unortodox eszközöket használt, amelyek a korábbi víziókban, hitvitákban fel sem merültek.

A jelenlegi jegybanki vezetés a korábbi évtizedekben is érvényes, sikeres, makrogazdasági folyamatok és tényadatok által igazolt s hitelesített gazdaságpolitikai prioritásokat, majd 2013-tól monetáris filozófiát és értékrendet képviseli. A megvalósításhoz mozgósítható eszközrendszer és háttér változott, amely korábban erősen behatárolta a nemzeti gazdaságpolitika mozgásterét.

A kamatsökkentési ciklus, a devizahitelek kivezetése és forintosítása, majd a kiszámíthatóság folytatásaként a Növekedési Hitelprogram és az Önfinanszírozási program jelentősen hozzájárult a finanszírozási költségek mérsékléséhez és Magyarország külső sérülékenységének csökkentéséhez. A vállalkozások körében tapasztalható pozitív várakozások és a jövőbe vetett hit erősödésének napjainkban is tapasztalható folyamata külön felhívta a figyelmet a Növekedési Hitelprogram szükségességére, másik oldalon pedig alapvető fontosságú volt a teljes hitelösszeomlás (credit crunch) elkerülése. A bankok hitelezési hajlandósága csökkenéséből eredő kedvezőtlen hitelpiaci viszonyok romlását megállította, majd a feltételeken jelentősen javított a Növekedési Hitelprogram.

A Növekedési Hitelprogram – mint gazdaságtörténeti jelentőséggel bíró konstrukció – feladatának betöltése után, annak kivezetésével párhuzamosan és azt követően a piaci

hitelezés ösztönzése és helyreállítása került fókuszba, amelyet az MNB Piaci Hitelprogramja is megerősít. A jövőben is fenntartható gazdasági felzárkózás és növekedés feltételét adja a megtakarításokat hatékonyan allokáló és aktív bankrendszer.

A stabil, kiszámítható és átlátható monetáris politika, a kis lépések sorozatával végrehajtott alapkamat-csökkentési ciklus segítette a hazai kockázati felárak csökkenő trendjét, valamint a vállalati hitelezés élénkítését.

2010 és 2012 között a strukturális reformok eredményeként az államháztartási egyensúly, államadósság, foglalkoztatás és munkanélküliség alakulása terén sikerült a régiós versenytársak szintjére felzárkózni. Magyarország a gazdasági stabilitás tekintetében 2013-ra jelentős sikereket ért el, az árstabilitás megvalósult, a pénzügyi stabilitás jelentősen javult, s 2016-ban, illetve 2017-ben már nagy hangsúlyt kaphat a gazdaságpolitikai és monetáris prioritások között a nemzetgazdasági versenyképesség javítása.

A versenyképesség és eredményesség egymáshoz szorosan kapcsolódó fogalmak, amelyek a nemzetgazdasági versenyképesség dimenziójában azt is jelentik, hogy valamennyi gazdasági szereplő értse a monetáris politikai célkitűzést – különösen az információval kevésbé ellátott vállalkozások, háztartások, családok. E kör pénzügyi kultúrájának fejlesztése valamennyi gazdasági szereplő közös és kölcsönös érdeke.

Az eddig elért eredmények és sikerek megszilárdítása kulcskérdés.

JEGYZETEK

¹ Domokos (2013): Közpénzügyi kontroll és az államháztartási ellenőrzési rendszer megújítása Magyarországon, in: Lentner Csaba: Közpénzügyek és államháztartás, NKTK, Budapest, 17. oldal

² Kolozsi rámutat az operatívnak tűnő, mégis stratégiai váltásra, amely szerint, míg a válság előtt a jegybankok csak a rövid lejáratú kamatlábak menedzselésére koncentráltak, addig ma már általánosan elfogadott,

- hogy az egyéb monetáris politikai tényezők is hatással lehetnek a makrogazdasági folyamatokra, kiemelten figyelve a hitelszűke (*credit crunch*), illetve a hiteladagolás (*credit rationing*) jelenségére. Útkeresés és megújulás a közgazdasági gondolkodásban, Polgári Szemle, 11. évfolyam 1–3. szám (2015)
- ³ Németh – Kolozsi (2015): Az állami szerepvállalás kérdéskörében alapvető fontosságú a hatékony és eredményes állami gazdálkodás újraértelmezése is, amelynek kiindulópontját mennyiségi és minőségi kritériumok együttesen adják. A közpénzköltés hármasszabálya: szabályszerűség – célszerűség – eredményesség. Adózási pénzügytan és államháztartási gazdálkodás, NKTK, 2015. 153–179. oldal
- ⁴ Joseph Stiglitz Nobel-díjas közgazdász, a Columbia Egyetem professzora, az International Economic Association (Nemzetközi Közgazdász Társaság) elnöke.
- ⁵ Idetartoznak gazdasági növekedésre pozitívan ható, válság utáni időszakban különös fontossággal bíró mikroprudenciális és makroprudenciális eszközök együttes, egymást kiegészítő alkalmazásával jellemezhető jegybanki modellek, míg a gazdasági növekedést visszafogó tényezők közé például a növekvő – különösen Amerikára jellemző – jövedelmi egyenlőtlenségeket sorolja.
- ⁶ Raghuram Rajan, a University of Chicago közgazdász professzora, indiai jegybank volt elnöke szerint, ha a bankok több tőkével működnének, kevesebb lenne a bankcsőd, jóllehet a bankvezetők csődkerülése elővigyázatosságot eredményez, ami üdvözlendő. Szerinte a tőke-hitel arány meghatározásánál a középút biztosítja a rendszer hatékony működését.
- ⁷ Posner szerint elkerülhetetlen a megnövekedett adósságállományból eredő inflációs nyomás. A Fed nulla közeli szinten határozta meg a kamatokat, amely a megtakarítókat a kockázatosabb eszközök felé terelte. A megnövekedett kockázattal járó hajlandóság hozzájárulhatott az ingatlanbuborék létrejöttéhez.
- ⁸ Matolcsy (2015a): Egyensúly és növekedés, Kairosz Kiadó, 41. oldal
- ⁹ Később megváltozott a hiányszámítás módszertana (ESA95 helyett ESA2010), és az új módszertan visszamenőlegesen növelte a 2011. évi deficitet. Az ESA2010 szerint 2012 volt az első és, amelyben 3 százalékkal alá csökkent a hiány.
- ¹⁰ Hatályon kívül helyezte a 2001. évi LVIII. törvény 75. §-a.
- ¹¹ 1991. évi LX. törvény I. fejezet, 3. §.
- ¹² Az MNB és döntéshozó szervezeteinek tagjai a törvényben rögzített feladatok végrehajtása és a kötelezettségek teljesítése során nem kérhetnek és nem fogadhatnak el utasításokat a kormánytól vagy bármilyen más szervtől. Az MNB-t e törvényben meghatározott feladatkörében a kormány nem utasíthatja. (2001. évi LVIII. törvény, I. fejezet 1. § és III. fejezet 38. §)
- ¹³ A 2015. július 7-étől hatályos 2013. évi CXXXIX. törvényt a Magyar Nemzeti Bankról az Alaptörvény 41. és 42. cikke alapján alkották meg.
- ¹⁴ Lentner (2015a): Devizahitelezés nagy kézikönyve, Nemzeti Közszolgálati és Tankönyv Kiadó, 37. oldal
- ¹⁵ Lentner (2015b): Az új magyar állampénzügyi rendszer – történeti, intézményi és tudományos összefüggésekben, Pénzügyi Szemle, 2015/4. szám, 458. oldal
- ¹⁶ Matolcsy – Palotai (2015a): Növekedés egyensúlytalanságok nélkül. Fenntartható növekedési pályára állt a gazdaság, Polgári Szemle, 11. évf. 4–6. szám
- ¹⁷ A hosszú távú egyensúlyi vagy semleges kamatszint mellett a jegybank kamatkondíciói nem csökkentik és nem is erősítik az inflációs nyomást, jóllehet rövid távon akár tartósan is eltérő lehet az a kamatszint, amely az egyensúlyi helyzethez tereli a gazdaságot. Lényeges, hogy a gazdaság egyensúlyi helyzetében akkor lesz a kamatszint az egyensúlyi, semleges szinten.

ten, mikor egyrészt a gazdaság a keresleti és kínálati kapacitásokkal összhangban alakul (a kibocsátási rész zárt), másrészt nem várható inflációs nyomás, illetve a kockázati felárak is megfelelnek középtávú értékeknek. A monetáris politikának ekkor nem szükséges változtatnia az alapkamaton, a jegybanki inflációs mandátum a monetáris politika horizontján alakul.

- ¹⁸ Matolcsy (2015b): Az államnál ezt nem akadályozhatta meg, de a másik két piaci szereplőnél teljesen leállíthatta volna, illetve képes lett volna jelentősen korlátozni. Egyensúly és növekedés, Kairosz Kiadó, 441–442. oldal.
- ¹⁹ Az euróra történő átállás a gazdasági-üzleti életben részben megvalósult anélkül, hogy a nemzeti fizetőeszközünk euróra cserélődött volna. A piaci szereplők, vállalatok egymás közötti elszámolásának alapját az euró adta, euróban határozták meg, s euróárfolyamhoz igazítottan kellett fizetni bizonyos üzleti elszámolások során. Például ingatlanbérleti díjak, külföldi üzletféllel Magyarországon megvalósuló együttműködés. Ezzel megnyílt az extraprofitszerzés lehetősége a külföldi üzletfelek és a hazai vállalkozók egy csoportja számára.
- ²⁰ Botos et al. (2012): Pénzügyi kultúra és kockázatvállalás a közép-alföldi háztartásokban című tanulmány szerint a régió háztartásai ugyan konzervatívak pénzügyeik tekintetében, s kockázatminimalizálásra töreksenek, mégsem elégséges szintű pénzügyi tudásuk, s a kockázatok megfelelő értékelése elmaradt. *Pénzügyi Szemle*, 2012/3. szám, 291–309. oldal
- ²¹ MNB, ÁSZ, EMMI, NGM
- ²² Németh et al. (2016): Pénzügyi kultúra fejlesztési programok felmérése, Kutatási jelentés, ÁSZ, 8. oldal
- ²³ Matolcsy – Palotai (2016b): A fiskális és a monetáris politika kölcsönhatása Magyarországon az elmúlt másfél évtizedben, *Hitelintézeti Szemle*, 15. évf. 2. szám, 2016. június, 5–32. oldal. Matolcsy és Palotai Eric Leeper modelljét alkalmazta a kutatás során.
- ²⁴ Leeper E. – Leith C. (2016): Understanding Inflation as a Joint Monetary-Fiscal Phenomenon, amely cikk a *Makroökonómia* kézikönyve című szakkönyv második kiadásához készült. (John B. Taylor and Harald Uhlig, editors, Elsevier Press) Leeper az Indianai Egyetem, míg Leith a Glasgow-i Egyetem közgazdásza.
- ²⁵ Gazdaságpolitikai ágak például a monetáris politika, fiskális politika, adópolitika, foglalkoztatáspolitikai.
- ²⁶ A tartósan alacsony infláció és a horgonyzott várakozások együttesét jelenti.
- ²⁷ Interjú Virág Barnabással, az MNB ügyvezető igazgatójával [Szajlai Csaba: A kezdeményező szerepből a nemzeti bank nem engedhet. http://magyarhirlap.hu/cikk/36301/A_kezdemenyezo_szerepbol_a_nemzeti_bank_nem_engedhet (Magyar Hírlap, 2015. szeptember 26.)]
- ²⁸ A monetáris transzmissziós mechanizmus (többlépcsős folyamat) során a jegybank monetáris politikai lépései hatással vannak a piaci szereplők döntéseinek befolyásolása útján a kibocsátás és az infláció alakulására, amely 5 csatornán keresztül lehetséges: kamatcsatorna, árfolyamcsatorna, eszközár-csatorna, hitelcsatorna, várakozási csatorna.
- ²⁹ A forintpiaci standard eszköztár az irányadó eszközt, a kötelezőtartalék-rendszert, és a kamatfolyosó zavartalan működését elősegítő eszközöket foglalja magában, amely kiegészült a magas prioritású nem konvencionális eszközök alkalmazásával.
- ³⁰ A jegybanki cél az optimális kamatkörnyezet megteremtésével elérhető reálgazdasági ösztönzéssel az infláció másfél–két éves időhorizonton kívánatosnak tartott, három százalékos szintjének elérése.
- ³¹ Krugman, Paul R. (2012): End This Depression Now!, W. W. Norton & Company, New York, London, 208–222. oldal. Krugman munkájában, felhívja a figyelmet a szokásostól eltérő monetáris politika

- alkalmazásának fontosságára a Fed esetében, amely lendületet adhat nulla közeli kamatlábak esetén a gazdaságnak, támogatva a 3–4 százalékos körüli inflációs szintet 2012 évtől számítva, körülbelül 5 éves távlatban vagy másik lehetőségként, hasonló inflációs ráta feltételezése mellett dollárban számított GDP-értéket célozna meg.
- ³² Az eszközrendszer mozgósíthatóságának alapfeltétele egyértelműen az eszközrendszer feletti befolyás módosuláshoz köthető, 2013 márciusára tehető.
- ³³ EKB adatai alapján: A válságot követő években 1 millió euró feletti hitelfelvételnél a magyar vállalkozás 6–14 százalékos kamatozású sávban tudott hitelt felvenni, míg régiós versenytársai (V4 körben) 4–8 százalékos sávban, 1 millió euró alatti hitelösszegnél a magyar vállalkozás 7–14 százalékos kamatozású sávban tudott hitelt felvenni, míg régiós versenytársai (V4 körben) 4–8 százalékos sávban kaptak hitelt.
- ³⁴ Hitelbefagyás angol kifejezéssel: credit crunch
- ³⁵ FÁBIÁN (2014): Az NHP megfordította a hitelszűke negatív spirálját, MNB
- ³⁶ A neoliberális eszmék térnyerésének káros következményei bővebben: PARRAGH Bianka (2014): Polgári Szemle, A rendszerváltás befejezése – A siker kapujában 25 év után, 2014/4–6. szám, 83. oldal
- ³⁷ MNB (2015): A Növekedési Hitelprogram első szakaszának igénybevitelét bemutató elemzés
- ³⁸ Az MNB számításai alapján
- ³⁹ MNB-kimutatások alapján számított arányok (hitelintézeti jelentések, támogatott programok kezelői által szolgáltatott adatok alapján), 2015.
- ⁴⁰ MNB (2015): Mi indokolja az NHP+ elindítását?
- ⁴¹ MNB (2017): Közlemény a Növekedési Hitelprogram lezárásáról (2017. április 5.)
- ⁴² Nagy (2015): A Növekedési Hitelprogram szerepe a hitelbefagyás elkerülésében és a gazdasági növekedés élénkítésében, Polgári Szemle, 11. évfolyam 1–3. szám 27. o.
- ⁴³ MNB (2014): Az első 18 hónap – Tanulmánykötet a Növekedési Hitelprogram eddigi eredményeiről

IRODALOM

- BALOGH Á. et al. (2015): *A magánszektor hitelállománya a GDP arányában, pénzügyi válságokban, különböző ország csoportokban*. MNB
- BOTOS K. et al. (2012): Pénzügyi kultúra és kockázatvállalás a közép-alföldi háztartásokban. *Pénzügyi Szemle 2012/3*.
- DOMOKOS L. (2013): Közpénzügyi kontroll és az államháztartási ellenőrzési rendszer megújítása Magyarországon, in: Lentner Cs.: *Közpénzügyek és államháztartás*, NKTK
- FÁBIÁN G. (2014): Az NHP megfordította a hitelszűke negatív spirálját. *Világgazdaság, május 14*.
- KOLOZSI P. (2015): Útkeresés és megújulás a közgazdasági gondolkodásban, *Polgári Szemle, 11/1–3. szám*
- KRUGMAN, P. R. (2012): *End This Depression Now!*, W. W. Norton & Company, New York-London, 208–222. oldal
- LEEPER, E – LEITH, C. (2016): *Understanding Inflation as a Joint Monetary-Fiscal Phenomenon*.

The article is prepared for the Handbook of Macroeconomics, volume 2 (John B. Taylor and Harald Uhlig, editors, Elsevier Press).

NÉMETH E. et al. (2016): Pénzügyi kultúra fejlesztési programok felmérése. *Kutatási jelentés*. ÁSZ, 8. oldal

NÉMETH E. – KOLOZSI P. P. (2015): Célszerű közpénzfelhasználás című fejezet, in: Lentner Cs.: Adózási pénzügytan és államháztartási gazdálkodás, NKTK, 2015. 153–179. oldal

MATOLCSY GY. (2015ab): *Egyensúly és növekedés*. Kairosz Kiadó

MATOLCSY GY. – PALOTAI D. (2015a): Növekedés egyensúlytalanságok nélkül. Fenntartható növekedési pályára állt a gazdaság. *Polgári Szemle*, 11/4–6. szám

MATOLCSY GY. – PALOTAI D. (2016b): Fiskális és monetáris politika kölcsönhatása Magyarországon az elmúlt másfél évtizedben. *Hitelintézeti Szemle*, 15. évf. 2. szám, 2016. június, 5–32. oldal

NAGY M. (2015): A Növekedési Hitelprogram szerepe a hitelbefagyás elkerülésében és a gazdasági növekedés élénkítésében. *Polgári Szemle*, 11/1–3. szám

LENTNER CS. (2015a): *Devizahitelezés nagy kézikönyve*. NKTK

LENTNER CS. (2015b): Az új magyar állampénzügyi rendszer – történeti, intézményi és tudományos összefüggésekben. *Pénzügyi Szemle*, 2015/4. szám

PARRAGH B. (2014): A rendszerváltás befejezése – A siker kapujában 25 év után. *Polgári Szemle Gazdasági és Tudományos folyóirat*, 2014/4–6. szám

POSNER, R. (2009): The Failure of Capitalism: the Crisis of '08 and the Descent into Depression, *Harvard University Press*, USA

RAJAN, R. (2010): Fault Lines. *Princeton University Press*. Princeton-Oxford

STIGLITZ, J. (2012): Macroeconomics, Monetary Policy and the Crisis In: Blanchard et. al.: In the Wake of the Crisis. Leading Economists Reassess Economic Policy The MIT Press, International Monetary Fund, 2012

MNB (2014): Az első 18 hónap – Tanulmánykötet a Növekedési Hitelprogram eddigi eredményeiről

MNB (2015): A Növekedési Hitelprogram első szakaszának igénybevitelét bemutató elemzés

MNB (2017): Közlemény a Növekedési Hitelprogram lezárásáról

2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról