

A JEGYBANKMÉRLEG MINT A MONETÁRIS POLITIKA TÜKRE

KIRÁLY JÚLIA

A tanulmány többféle nézőpontból vizsgálja a jegybankok mérlegét. A banküzemi szemlélet alkalmas az egyes mérlegtételek rendszerezett vizsgálatára, de alkalmatlan releváns pénzülméleti kérdések megválaszolására. Ehhez monetáris szempontból kell átrendezni a mérleget, ami három fontos kérdés vizsgálatát teszi lehetővé. Egyrészt elemezhetővé válik a jegybankpénz mibenléte és jelentősége. Másrészt az átrendezett jegybankmérleg tükröt mutat a normális időben alkalmazott monetáris politikáról. Végül pedig lehetségessé válik a nemkonvencionális eszközök vizsgálata is. A megvalósult jegybankmérlegek összehasonlítása azt igazolja, hogy tipikus jegybankmérleg nincs.

Mikor mindketten monetáris tanácsstagok voltunk Tamással, voltak vitáink, sőt, Tamással csak vitáink voltak. Nem értettünk egyet abban, hogy lehet-e Magyarországon alkalmazni az inflációs célkitűzés rendszerét, nem értettünk egyet a monetáris tanács szerepében, nem értettünk egyet abban, hogy folyamatosan figyelni kell-e a monetáris aggregátumok alakulását, nem értettünk egyet az alapkamat alakításában – szinte semmiben nem értettünk egyet. Mindkettőnket meglepett, mikor évekkkel a közös gazdaságpolitikai szerepvállalás után egy (egyébként meglehetősen gyenge) tanulmány vitája kapcsán kiderült, hogy nemcsak irodalmi ízlésünk közös, de pénzülméleti nézeteink kifejezetten közel állnak egymáshoz. Mindez nem fog megakadályozni bennünket abban, hogy konkrét (gazdaságpolitikai) kérdésekben a továbbiakban se értsünk egyet.

Tamás friss tanulmánygyűjteményét [Bánfi 2016] átolvasva ismételten azt tapasztaltam, hogy a pénzülmélet egyik alapkérdéséről, a pénzteremtés mikéntjéről és lényegéről hasonlóan gondolkodunk. Tamás alapvetően a bankok oldaláról írta le a folyamatot, és mivel a diákokkal való mindennapos találkozásaim arról győztek meg, hogy a jegybankmérlegekről csak homályos elképzeléseik vannak, a tanult pénzügyi és makro fogalmakat szinte egyáltalán nem tudják a jegybank mindennapos működéséhez kötni, az alábbi tanulmányban a „quo vadis jegybankmérleg” kérdésre kerestem a választ. Néhány rossz közhellyel és tévképzettel próbálok meg leszámolni.¹

Az első részben végigvesszük a jegybankmérleg fő tételeit „banküzemi” szempontból, belátva azt is, hogy ez az „olvasat” semmilyen releváns pénzülméleti kihívás eldön-

¹ A tanulmány még egy szálon kötődik a valaha volt pénzügy tanszékhez, ahol Száz János és Bánfi Tamás jóvoltából évekig tanítottam, mint félállású oktató: János hívott meg a közelmúltban a Biztosítási és Pénzügyi Matematika szak, Kvantitatív pénzügyek specializáció ötödéveseire, előadásom témájaként a jegybankmérleg (statisztikai) modellezését adta meg. Az előadásra készülve sok érdekes, új kérdéssel találtam szembe magam, amelynek lenyomata e tanulmányban is megtalálható.

tésében nem segít. A második részben monetáris szempontból átrendezzük a jegybankmérleget és három pénzülméletileg releváns kérdést vizsgálunk meg: a jegybankpénz mibenlétét és jelentőségét, a jegybankmérleget, mint a normális időkben alkalmazott monetáris politika tükrét és végül a jegybankmérleget mint a nemkonvencionális eszközök alkalmazásának lenyomatát.

JEGYBANKMÉRLEG – BANKÜZEMI NÉZŐPONT

Azzal a meglepő megállapítással kell kezdenünk, hogy nincs tipikus jegybankmérleg. Vagyis nagyjából tudjuk, hogy mi található a jegybanki mérlegek eszköz- illetve forrásoldalán, de ezeknek a tételeknek az arányai annyira különbözőek az egyes országok gazdasági-pénzügyi környezetétől függően, hogy nagyon nehéz „tipikus” jegybankmérlegről beszélni.

Az első és legfontosabb igazság, akárcsak a világ valamennyi mérlege, a jegybankmérleg eszköz- és forrásoldala is egyensúlyban van. Ezt még egyetlen jegybankmérleg sem cáfolta, noha az eltérő számviteli rendszerekben az egyensúly megteremtése eltérő számviteli alapelvek mentén történik – azonban az „egyéb” tételek jegybankmérlegbeli csekély súlya a fő elszámolási azonosságok teljesülését mutatja.

1. ábra: Stilizált (banküzemi) jegybankmérleg

Eszköz	Forrás
Arany (E1)	Forgalomban levő készpénz (F1)
Máshol vezetett számla és betét (E2)	Ügyfél folyószámla és betét (F2)
Hitelek (E3)	Jegybank által kibocsátott értékpapír (F3)
Értékpapírok (E4)	Egyéb (F4)
Egyéb (pl. ingatlan készlet) (E5)	Saját tőke (F5)

Forrás: saját szerkesztés

Minden jegybanknak, miként minden gazdasági társaságnak van saját tőkéje és ez mérlegének jobboldalán található. Általánosságban még az is igaz, hogy akárcsak a kereskedelmi bankok esetében, a saját tőke elhanyagolhatóan kicsi a mérleg egészéhez képest a jegybank esetében is. Sőt, némely ország esetében egyenesen negatív. De vajon egyáltalán számít-e a jegybank tőkéje? A jelenlegi konszenzus szerint – ellentétben a kereskedelmi bankokkal, ahol a saját tőke illetve a szavatoló tőke elementáris jelentőségű – a jegybank valójában az államháztartás részeként közfeladatokat old meg, ezért teljesen lényegtelen kérdés, hogy van-e és mekkora a saját tőkéje. Éppen ezért az sem érdemi kérdés, hogy egy adott évben egy jegybanknak nyeresége vagy vesztesége van. „A jegybankok célja eltér a kereskedelmi bankokétól, a társadalom jólétének növelését és nem profitcélokat követnek. Pénzügyi teljesítményük meglehetősen félrevezető sikerességük

megítélése szempontjából” [Archer–Moser–Boehm 2013: 3].² A jegybank monetáris politikája gyakorlatilag független kell, hogy legyen saját tőkéje alakulásától [Adler et al. 2012] még akkor is, ha egyes unortodox megközelítésekben ennek ellenkezője sejlík fel.

Folytassuk a mérlegelemzést a jegybank eszközeivel! A jegybanki eszközök között találunk aranyat, máshol elhelyezett betétet, értékpapírt, hitelt és egyéb eszközöket.

A régi szép aranystandard rendszerről való megemlékezésékként valamennyi publikus jegybanki mérlegből kiolvasható, hogy a jegybank mennyi aranyat tart. Valójában a mai modern pénzügyi életben a jegybankok aranytartaléka talán még a saját tőkéjükénél is kevésbé releváns tétel. De a múlt ereje nagy: a Magyar Nemzeti Bank egy közelmúltbeli ártatlan swap ügylete kapcsán ismét öles újságcímekben jelent meg a kérdés: „Hová tűnt a magyar arany?”, amire a jegybank professzionálisan gyorsan és jól válaszolt [Nagy 2017]. A magyar arany már régen úgynevezett monetáris arany, azaz egy bankszámlán jelenik meg, fizikai valójában egy másik jegybank pincéjében pihen. Az arany valójában a „nemzetközi tartalékok” része, amiről a második fejezetben hosszabban lesz szó. Azokban az országokban, ahol valóban komoly aranytartalékok vannak felhalmozva (Egyesült Államok, Németország, Olaszország, Franciaország, Kína...) ott sincs jelentősége ennek a tételnek a jegybankmérleg egészéhez képest – épphogy egy pár százalékat teszi ki az összes jegybanki eszköznek. Az aranyat, beleértve a monetáris aranyat is, ma már nyugodtan elfelejthetjük, ha a jegybank monetáris politikáját vizsgáljuk.

Ha „bankszámlapénz és betét” megnevezésű sort találunk egy jegybankmérlegben (általában nem találunk, mert ilyen részletezése a tartalékoknak nem publikus), akkor abban biztosak lehetünk, hogy ez a számla illetve ez a betét idegen valutában van. Saját valutájában a jegybank nem tud sehol sem számlát vezetni, mert egy ország saját fizetőeszköze az a jegybanknak passzívája, közgazdasági nonszensz lenne felfedezni az eszközök között. Bár ez triviális állítás – egyetemi pályafutásom során számos esetben okozott komoly fejtörést hallgatóimnak, hogy megértsék ennek lényegét, azaz elfogadják, hogy se a Fed nem tud dollárban, se az MNB forintban számlát vezetni sehol!

Ha egy jegybank valutája (az ország fizetőeszköze) nem úgynevezett „kulcsvaluta”, azaz a nemzetközi fizetéseket más ország valutájában kell lebonyolítania, akkor az adott jegybank általában tart más jegybankoknál, illetve kiváló minőségű („AAA”) kereskedelmi bankoknál számlapénzt vagy akár betétet is. Általában ennek a tételnek a nagyságrendje sem meghatározó – épp annyira csekély, mint egy kereskedelmi bank pénzeszközeinek mérete, vagy még annál is kisebb. Mindenképpen beletartozik a jegybank nemzetközi tartalékaiba, épp úgy, mint az arany. Ha viszont egy jegybank valutája kulcsvaluta (mint például a dollár, az euró, a svájci frank, az angol font, a japán yen és egyre inkább a kínai renminbi), akkor végképp nem találunk az eszközei között betéteket és számlapénzt, legfeljebb csak technikai okból, hiszen saját valutájában képes minden külföldi tartozást kiegyenlíteni.

A tankönyvek kiinduló premisszája, hogy a jegybanknak a gazdálkodó szférával nincs közvetlen kapcsolata. Jegybankmérlegben vállalati vagy lakossági hitelt találni te-

² „Central banks exist for different purposes than commercial banks. They pursue national welfare, not profits. Their financial results are often a poor guide to their success. Central bank gains and losses belong to society.” [Archer–Moser–Boehm 2013: 1)]

hát lehetetlen? Technikailag természetesen előfordulhat ilyen tétel: például a jegybank által nyújtott dolgozói hitelek,³ amelyek összértéke azonban elenyésző. Azaz tartalmilag valóban lehetetlen a magángazdaságnak nyújtott közvetlen jegybanki hitel.

A jegybank által nyújtott hitelek hitelfelvevői valóban, szinte kivétel nélkül bankok, avagy más a jegybank ügyfélkörébe tartozó pénzügyi intézmények. Ám kik tartoznak a jegybank ügyfélkörébe? A legszebb és legegyszerűbb az angol tankönyvi definíció: „The eligible partner of the Central Bank is who is eligible” [Apps-Goacher 1992], azaz a jegybank megfelelő partnere az, akit a jegybank megfelelő partnernek ítél. A jegybankok (avagy a jegybanktörvény) azonban ennél pontosabban szokták meghatározni ügyfélkörüket. A jegybank ügyfelei közé az államon (pontosabban az államkincstáron) kívül csak pénzügyi intézmények tartoznak. Sőt, általában le szokták szűkíteni az ügyfélkört a hitelintézetekre, és ezen belül is az elszámolási rendszerekhez közvetlenül kapcsolódó hitelintézetekre (tehát például a csúcspankon keresztül az elszámolási rendszerekhez kapcsolódó takarékszövetkezetek vagy kisbankok nem részei szokásosan a jegybanki ügyfélkörnek). Természetesen, válság idején az ügyfélkört lehet tágtani: így például a Fed 2008-ban valamennyi elsődleges értékpapír-kereskedőt (az árjegyzőket) befogadta az ügyfelek közé, hogy a nagy befektetési bankokat is közvetlenül likviditáshoz tudja juttatni. A Lehman Brothersen anno már ez sem segített⁴. Az intézményi szabályozási szempontból sokkal lazább európai rendszerben, ahol kereskedelmi banknak lehetett, sőt, lehet befektetési banki üzletága, nem volt szükséges a klíringrendszerekhez közvetlenül kapcsolódó hitelintézeteken túlmenően bármely más intézményt bármikor befogadni a jegybanki partnerkörbe (még a válság alatt sem találunk erre európai példát).

A jegybank által nyújtott hitelek kedvezményezettjei tehát valójában csak a jegybank ügyfélkörébe tartozó pénzügyi intézmények. A pénzügyi rendszernek folyósított hitelek általában nagyon rövid lejáratúak – leginkább egynaposak, a hosszabb hitelek megjelenése a jegybankmérlegben a pénzügyi piacok működésének valamifajta rendelkezéséről tanúskodik. Így volt ez például a volt államszocialista országokban a két-szintű bankrendszer születésekor, amikor a jegybankmérleg eszközoldalán nagyon nagy volumenben a bankrendszernek nyújtott úgynevezett „refinanszírozási hitelek” voltak találhatóak. Ezek a hosszú lejáratú hitelek a frissen létrehozott bankok elégtelen forrásait pótolták – hiszen kezdetben az újonnan létrehozott kereskedelmi bankok még nem gyűjthettek lakossági betétet (!) és még egyáltalán nem működött a magyar bankközi piac. És ugyanígy a pénzügyi rendszer zavarait jelzi az is, amikor a Nagy Pénzügyi Gazdasági Válság során egyre több jegybank nyújtott hosszú lejáratú hiteleket partnerintézményeinek (például az Európai Központi Bank által meghirdetett 2011-es LTRO, majd a 2014-es TLTRO program, az angol jegybank által kidolgozott „funding for lending” program, avagy a később még tárgyalandó magyar NHP).

3 Az MNB 2001-ben megszüntette a dolgozói hiteleket, majd 2013-ban ismét bevezette a kamatmentes dolgozói hitelkonstrukciót.

4 Az amerikai jegybanktörvényben két olyan paragrafus is található – a 13(13) és a 13(3) –, amelyik „rendkívüli körülmények” fennállása esetén lehetővé teszi a jegybank számára nem az ügyfélkörébe tartozó és nem általa felügyelt intézmény számára a hitelnyújtást. A Fed mindkét lehetőséggel élt is az elsődleges árjegyzők, illetve a Fannie, a Freddie és az AIG esetében [Bernanke 2015]

Nem véletlenül hangsúlyoztuk, hogy bár az állam a jegybankok „elfogadott” ügyfele, a jegybank hitelfelvevői pénzügyi intézmények. Valamikor, réges-régen jegybank akár közvetlenül hitelezte saját államát is – ma már azonban a költségvetésnek nyújtott hiteleket kulturált országok jegybankmérlegében nem találunk. Az állam ugyan a jegybank partnere, de a modern jegybankok határozottan tartózkodnak attól, hogy közvetlenül hitelnyújtással megfinanszírozzák az államot. A tartózkodás oka a monetáris múlt rossz tapasztalatában gyökerezik: a közvetlenül az államnak nyújtott hitel általában nem tartható kordában, egyre nagyobb és nagyobb tételekre van szükség – az így teremtett pénz pedig előbb vagy utóbb komoly bajokhoz, leginkább száguldó inflációhoz vezet. Miután a legtöbb ország ezt megtapasztalta történelme során, jegybankjaik tartózkodnak az államnak történő hitelnyújtástól. Ezzel azonban még nem zárjuk le végleg a kérdést – még visszatérünk rá.

Szinte valamennyi országban az értékpapírok adják a jegybankmérleg eszközoldalának a legnagyobb hányadát. Csakhogy monetáris szempontból értékpapír és értékpapír között óriási különbség van. Nem mindegy, hogy ki az értékpapír kibocsátója: az állam (és nem mindegy az sem, hogy a saját állam vagy egy másik állam), egy pénzügyi intézmény vagy egy másik gazdasági szereplő és nem mindegy, hogy az adott értékpapír saját vagy idegen valutában van denominálva.

Az értékpapírok legnagyobb hányadát valamennyi jegybank esetében az állampapírok jelentik: vagy a saját állam vagy más államok által kibocsátott kötvények. A kettő között monetáris szempontból hatalmas különbség van. A saját állam kötvényei ugyanis ugyanolyan pénznyomással történő államfinanszírozást jelentenek, mintha a jegybank közvetlenül nyújtana hitelt. Vagy mégsem? Ezen a ponton szakadék van az európai és a tengerentúli felfogás között. Az amerikai jegybanktörvény a másodlagos piacon való állampapír vételt nemhogy nem tiltotta, hanem monetáris politikai eszköztárának ez alapvető eleme volt (és maradt). A „nyílt piaci műveletek”, melyek célja az alapkamat beállítása épphogy amerikai állampapírok eladását, illetve vételét jelentik. Éppen ezért a Fed eszközei között a válság előtt is legnagyobb hányadban amerikai állampapírokat találtunk, majd ezek mennyisége nőtt meg rendkívüli mértékben a válság alatt, amikor a Fed ezen az úton juttatta többletlikviditáshoz a pénzügyi rendszert.

Európa (az Unió) – a válság előtt – szigorúan tiltotta mindenfajta állampapír tartását. Az európai felfogás a német történelemből magyarázható: az első és a második világháborút követő hiperinfláció olyan mélyen égett bele a német monetáris tudatba, hogy számukra az állam finanszírozása akár közvetlenül (jegybankhitel nyújtásával vagy elsődleges piacon való állampapír vétellel) akár közvetve (már meglévő államadósság átvételével – azaz a másodlagos piacon való állampapír vásárlással) eredendő bűnnek számít. Ezért is került bele az Európai Unió alapokmányába a nevezetes 123. paragrafus: „Az Európai Központi Bank, illetve a tagállamok központi bankjai (a továbbiakban: nemzeti központi bankok) nem nyújthatnak folyószámlahitelt vagy bármely más hitelt az uniós intézmények, szervek vagy hivatalok, a tagállamok központi kormányzata, regionális vagy helyi közigazgatási szervei, közjogi testületei, egyéb közintézményei vagy közvállalkozásai részére, továbbá ezektől közvetlenül nem vásárolhatnak adósságinstrumentumokat.” Az értelmezés lehet megengedő és lehet szigorú: vajon a másodlagos piacon történő állampapír-vásárlás beletartozik-e a monetáris finanszírozás tilalmába vagy sem? Európában a válság előtt a szigorúbb felfogás volt az érvényes, saját állampa-

pír az EU-s országok jegybankjaiban a válság előtt még véletlenül sem fordult elő. A válság az európai felfogást is felforgatta: a 2010-ben meghirdetett SMP (securities market program) az Európai Központi Bank első állampapír-vásárló programja volt, amelyet a 2014-es, sokkal nagyobb szabású mennyiségi lazítási program követett.⁵

Természetesen, a monetáris finanszírozás tilalma nem vonatkozik más államokra, és azok kötvényeire – hiszen azok vásárlása nem jelent „pénznyomást”. A nem kulcsvalutájú országok jegybankjainak eszközoldalán – nem meglepő módon – legnagyobb volumenben éppen más államok által kibocsátott kötvényeket találunk, amelyek az úgynevezett „nemzetközi tartalékok” meghatározó elemei.

Az állampapírokon kívül a jegybankmérlegben lehetnek egyéb értékpapírok is, amelyek volumene, összetétele nagymértékben függ attól, hogy mi van a piacon: lehet (bár nem szokásos) közvetlen vállalati kötvényeket tartani – ha létezik vállalati kötvénypiac. De lehetnek az egyéb értékpapírok jelzáloglevelek avagy – és ez már főleg a válságidőszakot jellemzi – kifejezetten strukturált kötvények. Elsőként a Fed lépett ezen a területen is: a 2010-től folyamatosan meghirdetett mennyiségi lazítási programok keretében hatalmas mennyiségű jelzáloglevelet (MBS), vállalati kötvényeket (elsősorban kereskedelmi kötvényeket) és strukturált értékpapírokat (CDO, ABS stb.) vásárolt. A Fed mérlegében a válság előtt szinte csak amerikai állampapírokat találtunk – a válság után az egyéb kötvények (nagyreszt jelzálogkötvények) állománya is jelentősen megnőtt.

Látjuk, az azonos formájú „értékpapír” monetáris értelemben nagyon különböző tételeket takar, a jegybankmérlegek elemzésekor a tartalmi jellemzőkre fogunk figyelni.

Egyéb tételek egy jegybankmérlegben mindig adódnak, gondoljunk csak arra, hogy a jegybank által tulajdonolt ingatlanoknak és más állóeszközöknek, sőt, a készleteknek, így az előállítási értéken nyilvántartott készpénzkészletnek is kell valahol szerepelnie. Persze elsöre szokatlan, hogy a jegybank készpénzlogisztikai központjában gondosan őrzött bankjegyek és érmék mint egyszerű készlettételek jelenjenek meg, de ha meggondoljuk, a csokoládégyárban is a készletsoron szerepel a még el nem adott csokoládé. Amikor kikerül a forgalomba, azonnal megváltozik a szerepe: a csokoládét jóízűen elfogyasztják a jegybank papírkészletéből pedig mindenható vásárlóerő születik, amivel akár csokoládét is lehet venni.

Áttekintve a jegybankmérleg eszközoldalát megállapíthatjuk, hogy csak akkor tudunk bármit mondani az adott jegybank monetáris tevékenységéről, ha az eszközöket nem, vagy nem csak forma, hanem partner, deviza és lejárat szerint is bontjuk.

Az eszközoldal banküzemi áttekintése után következzenek a forrásoldal fő tételei!

A legtöbb országban a jegybankra szóló követelés az adott országban használatos készpénz, pontosabban a készpénznek az a része, amely nem a jegybank raktáraiban pihen, hanem kint van a forgalomban. A jegybankok monetáris beállítottságától függően a készpénz lehet meghatározó tétele vagy elhanyagolható hányada a jegybankmérlegnek.

5 Amikor 2008 októberében, a pénzügyi válság mélypontján, a magyar állampapírpiac feléléstése érdekében az MNB megállapodást kötött az elsődleges árjegyzőkkel, illetve a nagy intézményi befektetőkkel, hogy maga is belép az állampapírok másodlagos piacára és ezzel is támogatja a befektetők pozitív lépéseit, az Európai Központi Bank szigorú megrovásban részesítette ezért az MNB-t. Néhány év múlva maga is kénytelen volt hasonló lépést tenni...

A válság előtti Fed mérlegben például meghatározó nagyságrend volt a forgalomban lévő készpénz, ezzel szemben az MNB mérlegben soha nem volt nagy súlya. Ez a mérlegek gyökeresen eltérő szerkezetéből adódik.

A jegybank partnerei a jegybanknál számlát vezetnek, tehát forrás oldalon ott vannak a partner folyószámla egyenlegek, illetve az általuk elhelyezett rövidebb, hosszabb betétek. A jegybank vezeti az általa partnernek tekintett („eligible”) pénzügyi intézmények számláit, és a jegybank másik fontos partnerének, az „államnak” folyószámlája is itt található. Magyarországon a Magyar Államkincstár ennek a különleges „kincstári egységes számlának” (KESZ) a tulajdonosa, azaz ő rendelkezik a számlaegyenleg felett. Ellentétben a pénzintézetekkel, akiknek csak forintban vezet a jegybank számlát, a Kincstár részére devizaszámlát is vezet.

Számos ország jegybankmérlegében találunk a jegybank által kibocsátott értékpapírokat – Magyarországon ilyenek voltak például a kéthetes kötvények. A betéttel szemben előnye az értékpapír formájú forrásnak, hogy a bankok kényelmesebben fel tudják használni likviditás-menedzsmentjükhöz: könnyebben forgatható, mint a betét és fedezetként is elfogadható fizetési- vagy hitelműveletek esetében. A jegybank által kibocsátott értékpapír vásárlóját viszont nehéz korlátozni: értékpapír-kereskedők, bankok, akár külföldiek, akár belföldiek meg tudják vásárolni, mivel forgatható értékpapír, és a másodlagos forgalmat csak tőkekorlátozással lehetne szabályozni. A Magyar Nemzeti Bank 2013 után éppen azért tért vissza a jegybanki betétre a jegybanki kötvényről, hogy kizárja a jegybankkötvény vásárlói közül a nem partnerintézményeket (elsősorban a külföldi intézményeket).

2. JEGYBANKMÉRLEG – PÉNZELMÉLETI, MONETÁRIS SZEMMEL

A banküzemi mérleg megtévesztő: egy jegybank nem akárkinél helyez el betétet és nem akárkinek nyújt hitelt, nem mindegy, hogy saját vagy idegen valutában teszi, azaz pusztán a mérlegtételek nem segítenek megérteni a jegybank monetáris jellegét. Elsősorban a „partner” számít, azaz, hogy kivel szemben van követelése vagy kötelezettsége a jegybanknak. Ez határozza meg a stilizált jegybankmérleget monetáris szempontból (hasonló stilizált mérleg található pl. Pattipeilohy [2016] és MNB [2009]):

2 ábra: Stilizált jegybanki monetáris mérleg

Eszköz	Forrás
Nemzetközi tartalékok (E1)	Hitelintézetekkel szembeni kötelezettség (F1)
Államkötvények (E2)	Forgalomban levő készpénz (F2)
Egyéb értékpapírok (E3)	Államháztartás egyszámlája (F3)
Hitelintézetekkel szembeni követelés (E4)	
(Egyéb E5)	(Egyéb F5)

Forrás: Saját szerkesztés

Az egyszerűség kedvéért az első lépésben az egyéb tételektől el fogunk tekinteni, felteszszük, hogy egyenlegük zérus (ami természetesen soha nem teljesül).

A korábbi stilizált pénzületi modellekben a jegybankra szóló követelés, a „jegybankpénz” (monetáris bázis, nagy-erejű pénz) az a „valami”, amiből a „pénz keletkezik” a banki multiplikáció során. Ez az elmélet még a harmincas években született, és az IS/LM modellek uralkodóvá válásával egyértelmű paradigmaként tartotta magát a tankönyvek lapjain [Goodhart 2002]. A modell szerint a jegybank autonóm módon teremti a jegybankpénzt (mint magára szóló követelést), és a bankok ezt képesek „multiplikálni” és a gazdaságot pénzzel ellátni. Ebben a megközelítésben a pénzkínálat exogén, a monetáris politika által meghatározott változó.

Ha a jegybankpénznek, mint a pénzteremtés kiindulópontjának van jelentősége, akkor hosszan el lehet elmélkedni az alábbi kérdéseken:

- a) Vajon az államháztartás egyszerűláján lévő egyenleg jegybankpénz-e. A szokásos válasz: nem, mivel csak attól a perctől kezdve képes multiplikációra, hogy „átkerült” valamelyik kereskedelmi bankhoz.
- b) Vajon mi a szerepe a készpénznek? A készpénzt a monetáris bázis részének tekintette az elmélet, azzal a megszorítással, hogy a multiplikáció folyamatát lassítja. Emlékezzünk csak az $(1+c)/(r+c)$ képletre, ahol „c” fejezte ki a készpénz/betét arányt, és „r” volt az effektív tartalékráta!
- c) Vajon a bankok minden jegybankra szóló követelését figyelembe kell-e venni? Az ilyen típusú vita elsősorban azzal foglalkozott, hogy míg a számlapénz és az egy napos betéti pénz „azonnali” likviditást jelent, tehát mindenképp figyelembe kell venni a multiplikáció során, a kereskedelmi bankok hosszabb időre lekötött betétei, mivel a mindennapos fizetési forgalomban nem használhatók fel, nem tekintendők a jegybankpénz (monetáris bázis) részének.
- d) Vajon a jegybankpénz a jegybank autonóm döntésének az eredménye, vagy maga is endogén? Erről a kérdésről folyt a legintenzívebb elméleti vita (áttekintését lásd például [Goodhart 2002]). A vita konklúziója az lett, hogy a jegybank nem képes autonóm módon meghatározni a jegybankpénz nagyságát, tehát a pénzkínálati modellnek már a kiindulópontja sem exogén tétel.

A pénzteremtésről folyó mai vitában már általánosan elfogadott az a nézet, miszerint a jegybankpénznek nincs jelentősége a pénzteremtés folyamatában – a pénzteremtés a jegybankpénztől független autonóm banki döntés eredménye, amelyet legfeljebb a jegybank kamatpolitikája képes befolyásolni. „A pénzteremtés a gyakorlatban nagyon is különbözik a közkeletű tévedésektől – a bankok nem egyszerű közvetítők, akik kihitelezik a náluk elhelyezett betéteket és nem egyszerűen „multiplikálják” a jegybankpénzt, hogy új hiteleket és betéteket teremtsenek” [McLeay et al. 2014]. Ebben a megközelítésben a korábbi pénzületi munkákban egyeduralgoló „jegybankpénzből lesz a pénz” tévedés, a jegybankpénznek, mint olyannak semmi jelentősége [McLeay et al. 2014; Jakob-Kumhof 2015].

Függetlenül a pénzteremtés körüli vitától pénzületileg rendkívüli lényeges, hogy mindaddig, amíg a blockchain pénzek végleg ki nem szorítják a mai „bankpénzt” a fizetési- és hitelforgalomból, addig az elszámolások végső soron jegybankpénzben tör-

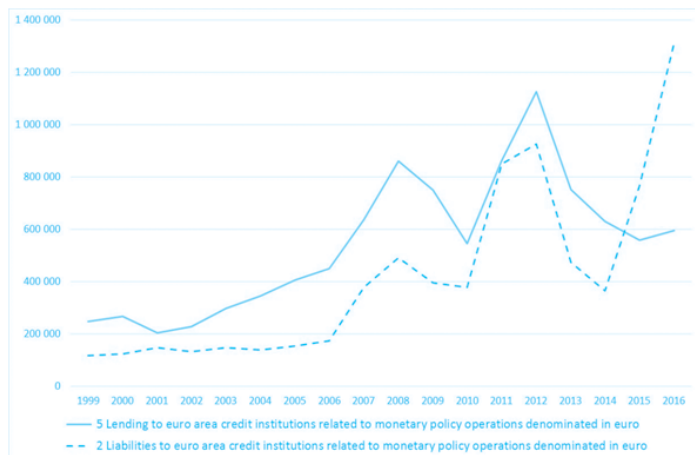
téennek meg, a gazdaságban végbemenő bármely olyan tranzakció, amelynek két végpontján két különböző belföldi bank belföldi ügyfele található, mindig a jegybanknál vezetett banki folyószámlákon számolódik el. Természetesen, amikor általánossá válik a tökéletes memóriával rendelkező és minden korábbi tranzakciót „fejben tartó” block-chain pénz (mint amilyen például a bitcoin), akkor a teljes monetáris rendszert pénzelméletileg újra kell gondolni. Addig azonban a tranzakciók lebonyolítása kereskedelmi banki pénzben, végső elszámolása pedig jegybankpénzben (készpénz átadásával, vagy jegybanki számlapénz mozgásával) történik. Éppen ezért a jegybankmérleg jobb oldalának alakulása és struktúrája pénzelméletileg akkor is érdekes, ha a hagyományos exogén pénzkínálati modellt elvetjük⁶.

A monetáris mérleg sokat elárul a jegybank által választható monetáris politikai eszköztárról, vagyis arról, hogy alapvetően aktív vagy passzív oldalon választ a jegybank irányadó eszközt, melynek kamata, az irányadó kamat, avagy alapkamat, a monetáris politika válság előtti legfontosabb eszköze volt. Ha a jegybank nettó hitelezői pozícióban van (azaz $E4 > F1$), akkor logikus, hogy az irányadó eszköz valamilyen rövid lejáratú aktíva lesz, például 1 vagy 2 hetes lejáratú jegybanki hitel, vagy jegybanki aktív repó (például: Svédország, Románia). Ha a jegybank alapvetően betételfogadó pozícióban van (azaz $E4 < F1$), akkor az irányadó eszköz logikusan valamilyen rövid lejáratú forrásoldali tétel lesz, például 1-2 hetes jegybanki betét, vagy jegybanki kötvény, vagy passzív repó. Magyarországon például a kilencvenes évek elején még a jegybank hitelezői pozíciója volt meghatározó ($E4 > F1$), így az irányadó eszköz az aktív repó volt. A kétezres években már az $E4 < F1$ teljesült, és ekkortól az irányadó eszköz átkerült a forrásoldalra. Kezdetben a jegybank a passzív repót (avagy fordított repót) tekintette irányadó eszköznek, de mikor a fedezetbe adandó állampapírok elfogytak a jegybankban, áttért a betéti instrumentumra. Így sokáig a kéthetes betét volt az irányadó eszköz, később ezt a banki likviditásmenedzsmenthez jobban felhasználható kéthetes kötvény követte, majd ismét a kéthetes betét és végül a háromhónapos betét következett. A válságot követően is forrásoldali tétel az irányadó eszköz Magyarországon, de még számos más közép-európai országban is például Horvátországban, Csehországban, Lengyelországban, de egy sokkal távolibb európai országban is, Norvégiában.

Különösen érdekes jelenleg, a válság után, az Európai Központi Bank mérlege. Az EKB mérlegre a válságot megelőzően $E4 > F1$ volt jellemző – így az EKB irányadó eszköze az egyhetes jegybanki hitel volt. A válságot követően, a jegybank által teremtett bőséges likviditás következtében a mérlegstruktúra megváltozott, és ma már az $E4 < F1$ egyenlőtlenség áll fenn (2. ábra), azonban a jegybank irányadó eszköze még mindig az egyhetes hitel, amelynek hatásossága így erősen kérdéses.

⁶ Tovább gondolható, hogy mivel valamennyi gazdasági tranzakció végsősoron jegybankpénzben kell, hogy elszámolásra kerüljön, nincs-e mégis szerepe a jegybankpénz mennyiségének, avagy valóban tökéletesen rugalmasan és endogén módon alakul a gazdaság tranzakciós igényének megfelelően.

3. ábra: Az EKB monetáris követelése és kötelezettsége a hitelintézeti rendszerrel szemben



Forrás: EKB. <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html>. Lekérdezve: 2017. 03. 05.

Nem minden ország választ a mérlegén lévő eszközt irányadó eszközként. Például a világ egyik legnagyobb jegybankja, a Fed nem saját instrumentumot választott, melynek kamatát szabályozza. A „fed fund rate” (szó szerint: a jegybankpénz kamata) nem más, mint az overnight bankközi fedezetlen hitelek kamatlába, amelyet a Fed csak „megcéloz”, és nyílt piaci műveletekkel (állampapírok adásvételével) megpróbálja beállítani. Alapkamat-emeléskor a Fed állampapírokat ad el, ezzel kiszívja a feles likviditást a bankközi piacról, kamatcsökkentéskor a Fed állampapírokat vesz, ezzel többlet likviditáshoz juttatja a bankközi piacokat és ennek megfelelően változik a „fed fund rate”.

A pénzelmélet exogén-endogén vitájához hasonlóan felmerül a kérdés, hogy a jegybank bankrendszerrel szembeni nettó pozíciójának megválasztása vajon a jegybank döntése vagy sokkal inkább endogén folyamatok eredménye, mint például a jegybankpénz nagysága.

Nyilvánvalóan fennáll az alábbi azonosság:

$$\text{a jegybank hitelintézeti rendszerrel szembeni nettó pozíciója} = F1 - E4 = E1 + E2 + E3 - F2 - F3$$

Csak mélyebb ökonometria vizsgálatl lehetne eldönteni, hogy a nettó pozíció határozza meg a többi tétel alakulását, vagy fordítva. A monetáris irodalom ma inkább a jobboldali tételeket tekinti „autonóm tételeknek”.

A gazdaságban lévő készpénzmennyiség a gazdaság immanens jellemzőitől függő autonóm tétel, semmiképpen sem a monetáris politika által meghatározott.

A nemzetközi tartalékok (E1) – beleértve valamennyi külfölddel szembeni nettó követelést, a monetáris aranyat is – lehetnek egy jegybankmérleg meghatározó részei. Vagy azért mert az állam és/vagy a magángazdaság rövid lejáratú külföldi adóssága miatt a jegybank kénytelen magas devizatartalékokat tartani (ez a helyzet például Ma-

gyarországon), vagy azért, mert éppen ellenkezőleg, az országban olyan jelentős volumenű külföldi követelés halmozódott fel, ami a jegybankmérleg nemzetközi tartalékait is megnövelte (ez a helyzet például Norvégiában). Mindenképpen autonóm tételnek kell tekintenünk a nemzetközi tartalékokat.

A jegybank államháztartással szembeni nettó pozíciója (E2-F3) meghatározóan attól függ, mekkora a jegybank által tartott állampapír-állomány, hiszen az állam egyszámlán tartott egyenlege (F3) megfelelő államkincstári likviditásmenedzsment esetén nulla körül kellene, hogy ingadozzon (Magyarországon nem ez a helyzet). Ahol érvényben van a monetáris finanszírozás tilalma – így például az Európai Unióban az alaptörvény 123. paragrafusában értelmében – ott a jegybanknak semmilyen formában, államkötvény formájában sem lehetne a költségvetéssel szemben követelése. Ezt az általános elvet a válság alatt maga az EKB is kénytelen volt átmenetileg felfüggeszteni, hiszen az állampapír-vásárlás a nem-konvencionális mennyiségi lazítás egyik legfontosabb eszköze volt.

A fenti tételek alakulása határozza meg stratégiaileg a bankrendszer versus jegybank likviditási pozícióját. Azonban ezt a stilizált képet árnyalnunk kell: nem mindegy, hogy a bankrendszer követelései és kötelezettségei a jegybankkal szemben milyen lejáratúak. A fenti állítások az irányadó eszköz aktív vagy passzív oldali megválasztásáról csak akkor igazak, ha kizárólag rövid lejáratú követelések és kötelezettségek vannak a banki oldalon. Azonban, ha a banki követelések között hosszú lejáratúakat találunk – például a három hónapos vagy ennél hosszabb betét kifejezetten ilyen –, akkor módosul a fenti kép, hiszen akkor a jegybank valójában banki likviditást köt le, és akár át is lökheti a bankszektort a passzív oldalról az aktív oldalra. Jelenleg éppen ez zajlik Magyarországon: a jegybank egyre többször tart likviditásbővítő swap-tendereket, mivel a három hónapos betéttel leköti a banki likviditást.

A mérleg másik oldalán is ugyanez a helyzet: minél hosszabbak a jegybank által nyújtott hitelek (például az európai LTRO vagy TLTRO, avagy a magyar NHP) annál inkább a forrás oldal felé löki a bankrendszert a jegybank, hiszen a likviditás felszaporodik a bankok kezén. A magyar monetáris politika tehát az elmúlt években két ellentétes hatást gyakorolt a kereskedelmi bankokra: egyrészt megnövelte a szabad likviditást (NHP), és ezzel passzív oldalra lökte a bankokat, másrészt elkezdte lekötöni a szabad banki likviditást (3 hónapos betét), és ezzel megkezdte a likviditás kiszívását és az aktív oldalra terelést. Az NHP során a bankrendszer jegybankkal szembeni követelései megnöttek, ezt mindenképpen sterilizálni kellett. A sterilizálás egyik eszköze a jegybanki betétek „hosszítása”, másik eszköze pedig az úgynevezett „saját lábra állás programja”, melynek keretében a kereskedelmi bankokat állampapír vásárlásra szorították. A likviditásbővítést és a szükséges sterilizációt azonban különböző programok áruhájába öltöztették.⁷

Az autonóm tételek elnevezése nem véletlenül autonóm: a bankrendszer kényszerűen alkalmazkodik ezek változásához. Ha például a nemzetközi tartalékok jelentősen megnőnek ceteris paribus, akkor vagy a készpénzmennyiségnek, vagy a bankok jegybankkal szembeni követeléseinek is meg kell nőni. Mivel a készpénzt nem lehet ráerőltetni a lakosságra (brutális intézkedéseket leszámítva), szükségszerűen a banki beté-

⁷ Köszönöm Kürthy Gábornak az ezzel kapcsolatos kiváló észrevételét.

tek és más követelések fognak megnőni. Ezt, a jegybankban felhalmozott követelését a bankrendszer nem tudja „kihitelezni”: a bankrendszer ezt kényszerűen tartja, mint a „forró krumplit” – Tobin közel ötvenéves hasonlatát használva. Ha az adott gazdaságban felpörög a banki hitelezés, azt nem a bankok jegybankkal szembeni követelésállományának nagyságából fogjuk észrevenni, hanem csakis abból, hogy folyamatosan és egyre nagyobb sebességgel változik eme banki követelés egyes bankok közötti eloszlása. Nem az összeg változik csak a struktúra! Így már érthetővé válik, hogy a jegybanki kamatpolitikának sincs köze a jegybankkal szembeni követelés nagyságához: a kereskedelmi bankok nem azért halmozták fel, mert magas volt a jegybanki alapkamat, hanem mert duzzadt a jegybankmérleg eszközoldala. És bizony ugyanezt a duzzadást figyelhetjük meg az EKB mérlegében is, pedig ott sosem volt magas a kamat.

ÖSSZEFOGLALÁS

A rövid tanulmányban áttekintettem a jegybankmérleg fő tételeit mind „banküzemeltani” mind pénzületi, monetáris szempontból.

Megállapítottam, hogy az egyes országok jegybankmérlege egymástól rendkívül eltérő lehet – gazdasági helyzetük, eladósodottságuk, monetáris politikájuk függvényében.

Kitértem a „jegybankpénz” fogalmára és annak modern értelmezésére, megállapítva, hogy a korábbi viták a mai pénzmodellekben irrelevánsnak tűnnek, ugyanakkor hangsúlyozva a jegybankpénz fizetési forgalomban betöltött szerepét.

Megvizsgáltam a jegybankmérleget a monetáris politika irányadó eszközének megválasztása szempontjából és megállapítottam, hogy a válságot követően a korábbi egyszerű sémákat itt is újra kell gondolni.

A tanulmányban a legtöbb példát az MNB illetve az EKB jegybankmérlege alapján elemeztem.

HIVATKOZÁSOK

Adler, G. – Castro, P. – Tovar, C. E. (2012): Does central bank capital matter for monetary policy? IMF Working Paper. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1260.pdf> Letöltve: 2017.03.18.

Apps, R. – Goacher, D. J. (1992): The Monetary and Financial Systems. Chartered Institute of Bankers, Edinburgh.

Archer, D. – Moser-Boehm, P. (2013): Central bank finances. BIS Papers No 71. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap71.pdf> Letöltve: 2017.03.18.

Bánfi T. (2016): A pénz forradalma. Cenzus, Budapest.

Bernanke, B. (2015): The courage to act. Norton, New York. (Magyarul: (2017): Volt merszünk cselekedni. Napvilág. Budapest (megjelenés alatt))

Borio, C. – Heath, A. – Galati, G. (2008): FX reserve management: trends and challenges. BIS Papers, no 40. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap40.pdf> Letöltve: 2017.03.18.

Európai Unió működéséről szóló szerződés egységes szerkezetbe foglalt változata <http://>

- eur-lex.europa.eu/legal-content/hu/TXT/?uri=CELEX%3A12012E%2FTXT. Letöltve: 2017.03.18.
- Goodhart, C. A. E. (2002): „The endogeneity of money” in: Arestis, P. – Desai, M. – Dow, S. C. (szerk.): *Money, Macroeconomics and Keynes: Essays in Honour of Victoria Chick*. Routledge, London.
- Jakab, Z. – Kumhof, M. (2015): *Banks are not Intermediaries of Loanable Funds - And Why This Matters*. Bank of England Working Paper Series No. 529. <http://jrc.princeton.edu/sites/jrc/files/jakab-kumhof-boewp529.pdf>. Letöltve: 2017.03.18.
- Jeanne, O. – Rancière, R. (2009): *The optimal level of international reserves for emerging market countries: a new formula and some applications*. CEPR Discussion Papers, no 6723. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06229.pdf> Letöltve: 2017.03.18.
- McLeay, M. – Radia, A. – Thomas, R. (2014): *Money creation in the modern economy*. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q1prereleasemoneycreation.pdf>. Letöltve: 2017.03.18.
- MNB (2009): *Az MNB monetáris politikai eszköztára*. <https://www.mnb.hu/letoltes/eszkozta-reszletes.pdf> Letöltve: 2017.03.18.
- Nagy M. (2017): *Már régen nincs aranyunk*. <https://www.mnb.hu/letoltes/nagy-marton-mar-reg-nincs-aranyunk.pdf> Letöltve: 2017.03.18.
- Pattipeilohy, Ch. (2016): *A comparative analysis of developments in central bank balance sheet composition*. BIS Working Papers No 559.
- Stella, P. (1997): *Do Central Banks Need Capital*. International Monetary Fund WP9783 <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9783.pdf> Letöltve: 2017.03.18.