

*Sebestyén Géza*

# **Proaktivitás és innováció mint a jegybanki megújulás alapjai**

*Gondolatok A magyar út – célzott jegybanki politika című tanulmánykötetről*

## **Proactivity and Innovation as a Basis for the Central Bank's Renewal**

*Thoughts on The Hungarian Way – Targeted Central Banking Policy*



### *Összefoglalás*

A 2008–2009-es globális válság egyszerre teremtett komoly kihívásokat a fiskális politika, a monetáris politika és a pénzügyi szabályozó hatóság számára. Ezen kihívások megválaszolására proaktív és innovatív megoldásokra volt szükség. Jelen írás a Magyar Nemzeti Bank könyvsorozatában megjelent, a hazai fiskális és monetáris politikai fordulatot eredményező intézkedéseket ismertető, hiánypótló művet mutatja be.

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** E42, E44, E52, E58

**Kulcsszavak:** jegybank, globális válság, monetáris politika, szabályozói politika

### *Summary*

The 2008–2009 global crisis posed major challenges to fiscal policy, monetary policy and the financial regulatory authority at the same time. Meeting these challenges requires proactive and innovative solutions. This paper presents a gap filler publica-

---

DR. SEBESTYÉN GÉZA, PhD, egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem  
(geza.sebestyen@uni-corvinus.hu).

tion by the National Bank of Hungary, which describes the measures that resulted in a breakthrough in Hungarian fiscal and monetary policy.

**Journal of Economic Literature (JEL) codes:** E42, E44, E52, E58

**Keywords:** central bank, global crisis, monetary policy, regulatory policy

---

Egy izgalmas krimiben a központi kérdés általában a tettes személye körül forog. A mű csúcspontja az elkövető vagy elkövetők leleplezése, az okok feltárása. Marginális vagy teljesen elhanyagolt a tárgyalás szempontjából az, hogyan lehetne az események jövőbeni megismétlődését megakadályozni, vagy legalábbis ennek esélyét csökkenteni. A gazdaság-, monetáris és szabályozói politika szemszögéből az elmúlt száz évben kevés izgalmasabb és összetettebb problémakör adódott, mint a 2008–2009-es válság, illetve annak következményei. A tettesekről a mai napig élénk viták folynak nemcsak szakmai, de laikus körökben is. Közgazdasági szempontból azonban sokkal érdekesebb és égetőbb kérdés az, hogyan lehet a pénzügyi rendszert biztonságosabbá, stabilabbá tenni, milyen lehetőségek vannak arra, hogy egy hasonló krízis bekövetkezési valószínűségét csökkentjük. Ez a kérdés motiválta a Magyar Nemzeti Bankot is az elmúlt évek során bevezetett új, proaktív és innovatív megoldásainak kidolgozásában, és ez a kérdés a központi, rendszerező eleme a jelen írásban bemutatni kívánt, *A magyar út – céltolt jegybanki politika* c. kötetnek is. Jelen írás első részének fókusza a 2008–2009-es globális válság jegybanki politikákra gyakorolt hatása. A második rész a hazai környezetet és intézkedéseket mutatja be. Végül a harmadik rész a monográfia felépítését tárja az olvasó elé.

#### A GLOBÁLIS PÉNZÜGYI VÁLSÁG ÉS HATÁSA A JEGYBANKI POLITIKÁRA

A 2008–2009-es globális válság komoly és hosszú távon ható problémákat okozott az egész világon. Bár voltak vészharangot kongató hangok a krízis kirobbanása előtt is, a gazdasági visszaesés és a pénzügyi rendszer problémáinak mélysége, hatásmechanizmusa és összetettsége meglepte a szakemberek többségét. Még megdöbbenőbbek voltak az események azok számára, akiket a válság előtti mérsékelt inflációs környezet és stabil gazdasági növekedés abban a téves hitben ringatott, hogy a komolyabb gazdasági kilengésekkel már csak a gazdaságtörténettel foglalkozó könyvek és szacikkek oldalain fognak találkozni.

A válság mélysége és globálisan szinkronizált volta újszerű és komplex intézkedéseket igényelt mind a monetáris politikában, mind pedig a szabályozás terén. Újra kellett gondolni a monetáris politika célrendszerét, hiszen világossá vált, hogy az árstabilitás önmagában nem elegendő a pénzügyi rendszer stabilitásának biztosításához (Kolozi–Hoffmann, 2016). Felértékelődött a makroprudenciális eszköztár szerepe (Ábel et al., 2014), hangsúlyosabbá váltak a reálgazdasági célok, mint például a munkanélküliség csökkentése, illetve a gazdasági növekedés támogatása. Korábban a monetáris politi-

ka központi eszközeinek tekintett rövid lejáratú kamatszint számos országban nullára vagy nulla közelébe csökkent, amire sokan alsó korlátként tekintettek és tekintenek. Még azon országokban is, mint például Svájc, Svédország vagy Japán, ahol nem bizonyult effektív korlátnak ez az érték, csak nagyon óvatosan merészkedtek a jegybankok a negatív kamattartományba, a zérus alatti referenciaértékek nehezen kalkulálható pénzügyi és makrogazdasági hatásai miatt. Mindez azt is jelentette, hogy a jegybankok lényegében elvesztették első számú és hatásmechanizmusát tekintve legjobbban ismert eszközüket.

A jegybanki politika kiemelt fontosságú eszközévé a jegybanki mérleg vált – a jegybankok a továbbra is szükséges monetáris lazítást számos esetben nyílt piaci műveletek segítségével lépték meg. Az amerikai jegybank, a Fed ugyanúgy, mint az EKB likviditásnyújtó, hitelezést célzottan támogató, illetve nagy volumenű eszközvásárlási programokat indított, amelyek következtében mérlegfőösszegük jelentősen megemelkedett. Mérlegfőösszeg tekintetében az 1990 óta periodikusan deflációval és recesszióval küzdő japán jegybank reagált a legdrasztikusabban a válságra a négy nagy jegybank közül, hiszen néhány év alatt a GDP 30%-a körüli értékről 90% fölé emelte eszközállományának volumenét. Az EKB esetében ez az érték 40% közelébe nőtt a válság előtti 17% körüli értékről, míg a Fed 7% körüli értékről 22% fölé növelte. Mindezek mellett, ezzel párhuzamosan hangsúlyosabbá vált a jegybanki kommunikáció szerepe is (Csontos–Lehmann, 2014), hiszen a gazdasági szereplők forrásköltségei szempontjából kiemelt szereppel bíró közép- és hosszú lejáratú hozamok a teljes futamidő rövid hozamai által meghatározottak, azaz monetáris lazítás nemcsak a rövid hozamok – adott helyzetben nem igazán kivitelezhető – csökkentésével, de a jövőbeni rövid hozamokkal kapcsolatos várakozások lefelé húzásával is megvalósítható.

## HAZAI KÖRNYEZET ÉS INTÉZKEDÉSEK

A magyar gazdaságot a válság különösen sebezhető állapotban érte. A 2006 előtti évek gazdasági növekedése nem volt fenntartható, a magas államháztartási hiány (Orbán–Szapáry, 2006) jelentősen növelte az ország eladósodottságát, magas volt a külső finanszírozási igény, melyet az állam finanszírozása mellett a lakossági devizahitelezés felfutása is erősített (Matolcsy–Palotai, 2016). Az országspecifikus problémák a globális válság által felerősítve okoztak tartós visszaesést. A negatív folyamatok érzékenyen érintették a hazai pénzügyi szektort, mely prociklikusan tovább erősítette a kedvezőtlen hatásokat. Mindezek eredőjeként a tágabb régiókban a balti államok mellett Magyarország szenvedte el a leghosszabb és legnagyobb visszaesést a vállalati hitelezésben (Balog–Matolcsy–Nagy–Vonnák, 2014). Ezen folyamatok következtében Magyarország már a válság kirobbanása előtt egyszerre szembesült kihívásokkal a növekedés és a makrogazdasági egyensúly terén (Matolcsy, 2015).

A 2010-ben indított fiskális fordulat több lépésben javította a hazai költségvetés egyenlegét (Matolcsy–Palotai, 2014) (munkát terhelő adók csökkentése, a munkához kapcsolódó adók és járulékok rendszerének egyszerűsítése, elmozdulás a fogyasztási, forgalmi típusú és szektorális különadók felé, az online pénztárgépek és az EKÁER bevezetése, a

Szell Kálmán-terv végrehajtása), melynek következtében megszűnt a korábban rendre visszatérő ikerdeficit, Magyarország kikerült a túlzottdeficit-eljárás alól (Matolcsy, 2015), a pénzügyi rendszer azonban továbbra is komoly kihívásokkal küzdött. Ezen kihívások orvoslására indította el a Magyar Nemzeti Bank új vezetése 2013-ban azt a monetáris politikai fordulatot, melynek motivációit és lépéseit a monográfia bemutatni hivatott.

A monetáris politikai fordulat egyes elemei a széles nagyközönség számára is ismerősek. A Magyar Nemzeti Bank három ciklusban, összesen 610 bázisponttal, 7%-ról 0,9%-ra csökkentette a jegybanki alapkamatot, ami jelentősen csökkentette az államháztartás és a magánszektor kamatterheit. A jegybank elindította hitelösztönző programjait, a Növekedési Hitelprogramot, majd a Piaci Hitelprogramot, melyek növekvő pályára állították (Baksay–Palotai, 2017) a kkv-szektor 2009 óta csökkenő hitelállományát (Banai, 2016). Kidolgozta és elindította az Önfinszírozási Programot, melynek eredményeképpen a központi költségvetés adósságának devizaaránya a 2011-es 50%-ról 2016-ra 25%-ra csökkent (Baksay–Palotai, 2017). Közreműködött a lakossági devizahitelek forintosításában, melynek hiányában a svájci jegybank 2015. január 15-i döntése, miszerint feladta az 1,2-es euróval szembeni árfolyamküszöböt, beláthatatlan és felmérhetetlen veszteségeket okozott volna a hazai lakosságnak, felborítva a gazdaság fenntartható növekedéséhez elengedhetetlen társadalmi stabilitást.

A monetáris politikai fordulat más elemei tán kevésbé csengenek ismerősen szélesebb körben, de ugyancsak kiemelkedő szerepet játszottak a pénzügyi rendszer stabilizálásának növelésében:

– A Monetáris Tanács elköteleződése az alapkamat tartós tartása mellett segítette a gazdasági szereplők orientálásában, és kiszámíthatóbbá tette a kamatpolitikát (Virág, 2016).

– Az inflációs célkövetés cél- és eszközrendszerének rugalmasabbá tétele (a toleranciasáv bevezetése az átmeneti eltérés tolerálására, nem konvencionális eszközök) javította a monetáris transzmisszió hatékonyságát.

– A hazai bankközi kamatok (BUBOR) jegyzési rendszerének átalakítása segítette a pénzpiaci információáramlás hatékonyságának növelését, és hozzájárult a magánszektor kamatterheinek csökkenéséhez.

– A három hónapos betét mennyiségi korlátozása az alapkamat stabilitása mellett segítette a monetáris kondíciók lazítását, és növelte az Önfinszírozási Program hatékonyságát.

– A MARK Zrt. létrehozása segítette a hazai bankrendszer mérlegének megtisztítását, ezáltal a költség szerkezetük, üzleti tervezettségük javítását.

– A KELEK T2S-hez való csatlakozása segítséget nyújt a hazai értékpapírok kibocsátóinak.

– A Budapesti Értéktőzsde fejlesztései mind a hazai kibocsátók vagy kibocsátásban gondolkodók, mind pedig a háztartások számára üdvözlendő lépéseknek tekinthetők.

– A bevezetett adósságfékszabályok és az anticiklikus tőkepufferráta elősegítik a gazdasági ciklusok kilengéseinek mérséklését, a hitelezési ciklusok volatilitásának csökkenését.

– Az MKB Bank Zrt. sikeres szanálása komoly veszteségektől és kockázatoktól óvta meg úgy a hazai magánszektor, mint a bankrendszert is.

– A Magyar Nemzeti Bank felügyeleti funkciója, valamint a mikroprudenciális felügyelet számos szektorspecifikus fejlesztése jelentős mértékben járult hozzá a pénzügyi rendszer tisztulásához és stabilizálásához.

– A piacfelügyelet és a fogyasztóvédelem eszköztárának megújulása segít megtartani és erősíteni a pénzügyi közvetítőrendszer iránti közbizalmat.

#### A KÖTET ÁLTAL VIZSGÁLT KÉRDÉSEK

A monográfia logikus felépítésben és egységes keretrendszerben mutatja be a fenti proaktív és innovatív elemeket. A kötet első főfejezete, mely az *Egy nem hagyományos válság nem hagyományos következményei – útkeresés a nemzetközi monetáris politikában* címet viseli, a 2008–2009-es gazdasági világválság következményeit és a nagy jegybankok válságra adott válaszait mutatja be. A második főfejezet a hazai monetáris politika kihívásait és az ezekre adott célzott és innovatív válaszokat tárgyalja. Végül a harmadik főfejezet a szabályozói politika megújulását veszi górcső alá.

A válság előtt számos szakember felhívta a figyelmet a folyó fizetési mérlegek jelentős és tartós egyensúlytalanságaira. Bár ennek magyarázatára számos elmélet született (Bretton Woods II, sötét anyag, túlzott globális megtakarítások, biztonságos befektetések iránti kereslet), egyes szerzők amellett érveltek, hogy ez az állapot nem tartható fenn hosszú távon, a folyó fizetési mérlegeknek egyensúlyba kell kerülniük, és ez a folyamat leginkább azon országokat fogja érinteni, melyeknél a legnagyobb többletek és hiányok vannak. A válság lefolyása mind az egyensúlytalanságok fennmaradásában hívókat, mind a szkeptikusokat meglepte, hiszen bár a nemzeti számlák aktívumai és passzívumai globálisan csökkentek, a folyamatok terjedése nem volt összhangban a szkeptikusok várakozásaival sem. A globális visszaesés mértéke komoly kihívások elé állította a monetáris politikai döntéshozókat is. A nulla körüli szintre csökkentett kamatok sem oldották meg a növekedési és inflációval kapcsolatos problémákat, így további eszközökre volt szükség a válság kezeléséhez. Ezen korábban nem vagy nem rendszeresen használt eszközök, kombinálva az emberemlékezet óta nem látott gazdasági visszaesssel, komoly bizonytalanságot keltettek a gazdasági szereplőkben is, így kérdéssé, nehezen becsülhetővé vált a monetáris transzmisszió hatékonysága is. Mindezek mellett számos jegybank szembesült egyedi, speciális problémákkal is. A monográfia első főfejezete nemzetközi szinten tárgyalja a válság által támasztott kihívásokat, és bemutatja, hogy milyen logika alapján, milyen válaszok születtek ezekre. A tárgyalás során számtalan érdekes gondolat és következtetés mellett választ kapunk az alábbi kérdésekre is:

– Vajon az exportőr ázsiai országok és az olajexportáló befektetők tőke kivonásai okozták a válságot az USA strukturált jelzálog- és bankközi piacain? Mit jelent a mérlegválság, és mennyi időt igényel a belőle való kilábalás?

– Miért rendkívül hatásos a fiskális politika mély recesszió és nulla körüli nominális kamatláb esetén? Milyen következményei vannak a Phillips-görbe ellaposodásának?

– Mennyire volt hatékony a Fed monetáris politikája a válság után? Milyen nem várt hatásai voltak? Hogyan változott a Fed kommunikációja a válságot követően?

– Hogyan kezelte az EKB az euróövezet országainak eltérő helyzetét és problémáit úgy, hogy nem volt lehetősége országspecifikus monetáris politikai eszközök alkalmazására? Mennyire bizonyultak hatékonyak az EKB lépései, tüneti kezelést jelentettek, vagy hosszú távú megoldást?

– Mennyire tekinthető sikeresnek Japán három nyíl politikája, melynek keretében holisztikus megközelítésen alapuló, összehangolt gazdaságpolitikát alkalmaztak az 1990 óta vissza-visszatérő defláció és alacsony gazdasági növekedés leküzdésére?

Magyarországot a válság több szempontból is különösen sebezhető pillanatban érte. A 2006 előtti évek növekedése jelentős egyensúlytalanságok felépülésével párosult. Jelentősen megnövekedett mind a magánszektor, mind pedig az államháztartás adóssága. Ráadásul ezen hitelnövekedés jelentős része külföldi devizában történt. Az államháztartás és a folyó fizetési mérleg is jelentős deficitet mutatott. A 2006-os kiigazítási kísérletek pedig komoly visszaesést okoztak a növekedésben, melyet a bankszektor prociklikus volta csak erősített, és bár a költségvetés egyensúlyát sikerült javítani, a folyó fizetési mérleg jelentős negatívuma csak kismértékben csökkent, így a külső egyensúlytalanság továbbra is fennmaradt, miközben az államadósság továbbra is jelentős mértékben nőtt 2008–2009-ben. A problémák orvoslásának első lépéseként szükség volt az államháztartás megreformálására. A 2010-es költségvetési fordulat (marginális adóék csökkentése, Munkahelyvédelmi akcióterv, fogyasztási, forgalmi és szektorális adók felé történő elmozdulás, a gazdaság fehéritése, a nyugdíjrendszer átalakítása) sikeresen szüntette meg a fiskális dominanciát, és megteremtette a lehetőségét a 2013-as monetáris politikai fordulatnak. A kötet *Kihívások és válaszok a hazai monetáris politikában* című főfejezetének *Komplex kihívások a magyar gazdaság és a hazai monetáris politika számára* alfejezete a fenti problémákat és az arra adott hazai válaszokat mutatja be. Az érdeklődő olvasó megtudhatja egyebek mellett:

– Milyen helyzetben érte a gazdasági válság Magyarországot? Fenntartható volt-e a 2006 előtti évek gazdasági növekedése? Milyen makrogazdasági, fiskális és monetáris környezet jellemezte hazánkat a válság előtt?

– Hogyan változott 2010 után a hazai adórendszer, és milyen megfontolások motiválták a változtatásokat? Hogyan tudta támogatni 2013 után a monetáris politika a fiskális politikát? Hogyan járult hozzá a fiskális multiplikátor helytelen becslése a válság elmélyüléséhez?

– Milyen kockázatokat hordozott magában az, hogy a válság előtt a hazai államháztartás, illetve a magánszektor jelentős mértékben külső forrásokat használt finanszírozási célból? Miért és hogyan okozott gondot a bankrendszer válság előtti prociklikus működése?

A költségvetési kiigazítás megteremtette a monetáris politikai fordulat lehetőségét. A hagyományos, kamatpolitikán alapuló lépések mellett azonban számos területen célzott, innovatív lépések megtételére is szükség volt a monetáris kondíciók lazítása érdekében. A kamatcsökkentési ciklusok, az NPH, a PHP, az Önfelújítási Program, a devizahitelek forintosítása, a tartós tartás melletti elköteleződés külön-külön is hozzájárult a hazai magánszektor és államháztartás finanszírozási terheinek csökkentéséhez, és jelentős kockázatokat kezelte, illetve szüntetett meg. A korábbi magas

finanszírozási terhek önmagukban is problémát jelentettek, emellett azonban komoly korlátai voltak a gazdasági növekedésnek is, így a fentiek több síkon is támogatták a magyar gazdaságot. A kamatcsökkentés hatékonyságát azonban részben korlátozta a bankrendszer prociklikus volta, a banki mérlegekben lévő problémás hitelállományok leépítésének folyamata, a hitelezés kontrakciója. Ezen kihívásra jelentett megoldást az inflációs célkövetés rendszerének rugalmasabbá tétele és a BUBOR jegyzési rendszerének átalakítása, mely lépések javították a monetáris transzmissziót. A három hónapos betét korlátozása növelte az Önfinszírozási Program hatékonyságát. A hazai monetáris politika fenti lépéseinek okait és következményeit hivatott bemutatni a monográfia *Kihívások és válaszok a hazai monetáris politikában* című főfejezetének *A magyar monetáris politika célzott és innovatív válaszai az új kihívásokra* alfejezete, amely egyebek mellett bemutatja:

– Mik voltak az okai és melyek voltak a következményei a 2012-ben megkezdett kamatcsökkentési ciklusoknak? Milyen mértékben hatott a kamatcsökkentés az államháztartás, a vállalati és a lakossági szektor finanszírozási költségeire?

– Mi indokolta a nem konvencionális monetáris politikai eszközök használatát? Mit jelent a kamatszint tartós tartása, és képes-e egy ezt alkalmazó jegybank a monetáris kondíciók változtatására? Milyen kihívásokkal szembesülnek a jegybanki döntéshozók?

– Mit jelent az inflációs célkövetés rendszere, és milyen hatással volt a válság a rendszer gyakorlati alkalmazására? Mi volt az oka annak, hogy a Magyar Nemzeti Bank 2015-ben  $\pm 1$  százalékpontos toleranciasávot jelölt ki a 3%-os inflációs cél körül?

– Miért volt szükség a Növekedési Hitelprogramra, és mennyire tekinthető sikeresnek? Vajon képes volt a kkv-hitelezés csökkenő trendjét megfordítani? Milyen szerepe volt a devizahitelek forintosításában?

– Mi vezetett a devizahitelezés hazai felfutásához, és miért jelentett ez problémát? Hogyan lehetett a devizahiteleket a forint árfolyamának érdemi befolyásolása nélkül kivezetni?

– Mi volt az Önfinszírozási Program célja, milyen módon vezették be, és hogyan járult hozzá Magyarországnak külső sérülékenységének csökkenéséhez?

– Miért volt szükség a BUBOR-szabályzat módosítására, hogyan történt ez, és milyen hatásai voltak?

– Mi volt a célja a három hónapos betét mennyiségi korlátozásának, és hogyan módosult ennek támogatása érdekében a jegybanki eszköztár? Hogyan működött együtt ez az Önfinszírozási Programmal és a bankközi piac élénkítésének szándékával?

A monetáris kondíciók lazítása szükséges, de nem elégséges feltétele a gazdaság élénkítésének és támogatásának, a gazdasági hatások kibontakozásához elengedhetetlenül szükséges a transzmissziós mechanizmusok egészséges működése is. A Magyar Nemzeti Bank számos lépést tett a válság következtében jelentős mértékben sérült transzmisszió helyreállítása érdekében. A MARK Zrt. létrehozása elősegítette a bankrendszer stabilitásának növekedését, és támogatta a hitelezést. A BÉT fejlesztései a hazai gazdaság finanszírozási lehetőségeinek bővüléséhez járulnak hozzá. Ezen döntések hátterét és következményeit tárgyalja a kötet *A monetáris transzmisszió javításának hazai eszközei* alfejezete, ahol további kérdések mellett a következőkre is választ kapunk:

– Miért fontos a kamattranszmissziós mechanizmus működése szempontjából a jól működő, hatékony, versenyző bankszektor? Mit tett a Magyar Nemzeti Bank a bankrendszer és így a kamattranszmisszió hatékonyabbá válásáért?

– Milyen lépéseket tett a Magyar Nemzeti Bank a pénzforgalom és a pénzügyi infrastruktúra fejlesztése érdekében? Milyen társadalmi hasznai vannak ezen lépéseknek?

– Mi a tőzsde szerepe a monetáris transzmisszióban? Létezik-e olyan jegybank, amely a részvényt piacon is aktív?

A monetáris politika mellett jelentősen megújult a hazai szabályozási politika is. A válság megmutatta, hogy a monetáris politika önmagában nem képes biztosítani a gazdaság hosszú távú egyensúlyát, mind nemzetközi, mind pedig hazai szinten felértékelődött a makroprudenciális politika szerepe. A válság bankszektorra és egyes bankokra gyakorolt, sok esetben végzetesnek bizonyuló hatása hívta életre az Európában is új iránynak tekinthető szanalási hatósági funkciót. Emellett megújult a mikroprudenciális felügyelet, a piacfelügyelet és a fogyasztóvédelem is. Az adósságfék szabályok és az anticiklikus tőkepufferráta a bankrendszer és a hazai gazdaság stabilitását növelik. A felügyeleti funkció, valamint a mikroprudenciális felügyelet fejlesztései, eszköztárának bővülése stabilabb, megbízhatóbb pénzügyi rendszert eredményezett. A monográfia második és harmadik főfejezete mélységében tárgyalja Magyarország komplex kihívásait, a hazai monetáris és szabályozói politika új kihívásokra adott célzott és innovatív válaszait és a monetáris transzmisszió javításának hazai eszközeit. A kötet *A magyar szabályozói politika változása* címet viselő harmadik főfejezetében választ kapunk többek között azon kérdésekre, hogy:

– Garantálja-e az egyes pénzügyi szervezetek stabilitása a rendszerszintű kockázatok alacsony szinten maradását? Miért lényeges a rendszerszintű kockázatok tekintetében a pénzügyi szektor hálózatos jellege? Hogyan okozhat makroszintű kockázatot a kontraszelekción, a morális kockázat és a nyájkövetés?

– Milyen elemei vannak a hazai makroprudenciális intézményrendszernek? Milyen eszközöket használ a Magyar Nemzeti Bank? Hogyan alkalmazkodtak a piaci szereplők ezen eszközökhöz? Miért fontos a hitelciklusok simítása, és milyen pozitív hatásai vannak ennek?

– Miért fontos az egyes országok szanalási hatóságai közötti együttműködés? Milyen feladatai vannak a Magyar Nemzeti Banknak a szanalási funkcióból fakadóan? Mely szereplőknek kell állnia a szanalás terheit? Hogyan történt meg, és miért tekinthető sikeresnek az MKB Bank Zrt. szanalása?

– Mi vezetett a brókerügyek felderítéséhez? Milyen pozitív hozadékaik voltak a pénzügyi felügyeleti funkció jegybankba történő integrálásának? Milyen eszközei vannak a felügyeletnek? Miért lényeges a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitása?

– Mit jelent a felügyelet kockázatalapú szemlélete, és milyen előnyei vannak ennek? Milyen szektorspecifikus fejlesztések történtek a felügyelet tekintetében?

– Mit jelent a preventív szemléletmód a Magyar Nemzeti Bank integrált fogyasztóvédelmi és piacfelügyeleti stratégiájában? Hogyan újult meg a fogyasztóvédelmi felügyelés eszköztára? Hogyan küzd a Magyar Nemzeti Bank a fogyasztói szerződések tisztességtelen feltételei ellen?

– Milyen felügyeleti kihívásokat teremt a digitális világ?

A kötet ugyanúgy hasznos olvasmány a hazai és nemzetközi szakemberek, egyetemi és főiskolai oktatók, hallgatók, mint általában a gazdaságpolitika és monetáris politika iránt érdeklődő széles nagyközönség számára, akiket érdekel, hogy milyen komplex kihívásokat jelentett a 2008–2009-es globális válság, és erre milyen válaszokat adott a hazai monetáris és szabályozói politika. A monográfia olvasói nemcsak egy szakmailag kiemelkedően precíz és sokoldalú tárgyalását olvashatják ezen kérdéseknek, de a műben szereplő 216 ábra, 46 táblázat, valamint a számtalan keretes írás és kisebb esettanulmány által színes, élvezetes és olvasmányos formában nyernek rálátást a hazai monetáris és szabályozói politika elmúlt években tapasztalt kihívásaira és az arra adott proaktív és innovatív válaszokra. A bemutatott mű méltó folytatása a Magyar Nemzeti Bank 2015-ben indított könyvsorozatának, melynek első két kötete a 2015-ös *Egyensúly és növekedés* és a 2016-os *Versenyképesség és növekedés*.

A monográfia szerkesztői Lehmann Kristóf, a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Stratégiai Főosztályának, valamint a Budapesti Corvinus Egyetem MNB Tanszékének vezetője, Palotai Dániel Popovics-díjas közgazdász, a Magyar Nemzeti Bank ügyvezető igazgatója és vezető közgazdásza, és Virág Barnabás Popovics-díjas közgazdász, a Magyar Nemzeti Bank monetáris politikáért és hitelösztönzésért felelős ügyvezető igazgatója.

*A magyar út – célzott jegybanki politika. Szerk. Lehmann Kristóf, Palotai Dániel, Virág Barnabás, Magyar Nemzeti Bank, Budapest, 2017, 955 oldal.*

#### FELHASZNÁLT IRODALOM

- Ábel István et al. (2014): Az inflációs célkövetés megújulása a válság után. *Hitelintézeti Szemle*, 13. évf., 4. sz., 35–56.
- Baksay Gergely – Palotai Dániel (2017): Válságkezelés és gazdasági reformok Magyarországon, 2010–2016. *Közgazdasági Szemle*, 64. évf. 4. sz., 698–722., <https://doi.org/10.18414/ksz.2017.7-8.698>.
- Balog Ádám – Matolcsy György – Nagy Márton – Vonnák Balázs (2014): Credit crunch Magyarországon 2009–2013 között: egy hiteltelen korszak vége? *Hitelintézeti Szemle*, 13. évf., 4. sz., 11–34.
- Banai Ádám (2016): A banki hitelezést meghatározó tényezők – középpontban a bankok helyzete és a makro környezet. *Közgazdasági Szemle*, 63. évf., 1. sz., 137–161., <https://doi.org/10.18414/ksz.2016.2.137>.
- Csontos Orsolya – Lehmann Kristóf (2014): Mi a Fed gyakorlata? Iránymutatás és elköteleződés. *Portfolio.hu*, [www.portfolio.hu/tool/print.php?i=198854&k=3](http://www.portfolio.hu/tool/print.php?i=198854&k=3).
- Kolozsi Pál Péter – Hoffmann Mihály (2016): A külső sérülékenység csökkentése monetáris politikai eszközökkel. *Pénzügyi Szemle*, 61. évf. 1. sz., 9–34.
- Matolcsy György (2015): *Egyensúly és növekedés. Konzolidáció és stabilizáció Magyarországon 2010–2014*. Kairosz Kiadó, Budapest.
- Matolcsy György – Palotai Dániel (2014): Növekedés egyensúlytalanságok nélkül. Fenntartható növekedési pályára állt a magyar gazdaság. *Polgári Szemle*, 10. évf., 1–2. sz.
- Matolcsy György – Palotai Dániel (2016): A fiskális és a monetáris politika kölcsönhatása Magyarországon az elmúlt másfél évtizedben. *Hitelintézeti Szemle*, 15. évf. 2. sz., 5–32.
- Orbán Gábor – Szapáry György (2006): Magyar fiskális politika: quo vadis? *Közgazdasági Szemle*, 53. évf. 4. sz., 293–309.
- Virág Barnabás (2016): Tudomány és művészet – stabilan alacsony kamatokkal az inflációs cél eléréséért. *Portfolio.hu*.