

# Az infláció elleni küzdelem a bankoknak juttatott jelentős transzferek nélkül\*

Paul De Grauwe<sup>id</sup> – Yuemei Ji<sup>id</sup>

*A nagyobb központi bankok jelenleg a bőséges kereskedelmi banki tartalékok jellemezte keretek között működnek, következésképpen csak a banki tartalék után járó kamat mértékének növelésével tudják emelni a pénzügyi kamatokat. Így viszont a jegybankok nyereségéből jelentős összegek vándorolnak a kereskedelmi bankokhoz, ami nem lesz fenntartható, és rontja a monetáris politika transzmissziójának hatékonyságát. A kötelező tartalék megképzéséhez kétszintű rendszert javasunk, amelyben csak a kötelező tartalék feletti összeg után járna kamat. Ezzel drámaian csökkennének a bankoknak adott juttatások, a központi bankok megtarthatnák a jelenlegi jegybanki műveleteket, és hatásosabban érvényesülne a monetáris politika az infláció elleni küzdelemben.*

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

**Kulcsszavak:** központi bank, jegybank, infláció, banki tartalék, kamat

## 1. Bevezetés

A nagyobb jegybankok kamatot fizetnek a kereskedelmi bankok náluk elhelyezett banki tartalékai után (1. táblázat). Az infláció letörése érdekében ezek a központi bankok 2021 végétől kamatemelésbe kezdtek. Az eurorendszer példájával: a hitelintézetek által a nemzeti központi bankoknál és az Európai Központi Banknál (EKB) elhelyezett tartalékok összege 2024. márciusban 3 500 milliárd eurót tett ki, míg a kereskedelmi bankokat ezen tartalékaik után 4 százalékos kamat illette. Ez azt jelenti, hogy az eurorendszer 2024 márciusától évente 141 milliárd eurónak megfelelő kamatot fizetett a hitelintézeteknek.

\* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Paul De Grauwe: London School of Economics and Political Science, gazdaságtudományi egyetemi tanár. E-mail: p.c.de-grauwe@lse.ac.uk

Yuemei Ji: University College London, gazdaságtudományi egyetemi tanár. E-mail: yuemei.ji@ucl.ac.uk

Ez a tanulmány De Grauwe – Ji (2023a, 2023b, 2024a, 2024b) munkái alapján készült. Észrevételeikért és javaslataikért hálával tartozunk a következőknek: Ignazio Angeloni, Peter Bofinger, Lorenzo Codogno, Charles Goodhart, Daniel Gros, Robert Holzmann, Pablo Rovira Kaltwasser, Karel Lannoo, Vivien Lévy-Garboua, Anna Lozmann, Marcus Kerber, David Marsh, Wim Moesen, Joachim Nagel, Theo Peeters, Stefan Schmitz és Vári Miklós. A tanulmány létrejöttét szemináriumokon és előadásokon elhangzott észrevételek is segítették, amely eseményeknek a London School of Economics, a King's College (London), a Bundesbank, a Banque centrale du Luxembourg, az OMFIF, a Sciences Po (Politikai Tanulmányok Párizsi Intézete), az Oesterreichische Nationalbank és az Ukrán Nemzeti Bank adott otthont.

Az angol nyelvű kézirat első változata 2024. április 30-án érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.25201/HSZ.23.4.80>

Más jegybankok, mindenekeelőtt a Federal Reserve (Fed) és a Bank of England (BoE), hasonlóképp járnak el kamatemelés során – növelik a banki tartalékokra fizetendő kamat mértékét. Az 1. táblázatban e három jegybank kamatkifizetéseit vetjük össze. Azt látjuk, hogy a kereskedelmi bankoknak juttatott transzferek jelentősen nőttek. A táblázat utolsó oszlopa ezeket a kamatkifizetéseket a GDP százalékában tünteti fel. Megfigyelhető, hogy relatív értelemben a Bank of England fizette a legtöbbet, utána az EKB, végül pedig az amerikai Fed következik.

| 1. táblázat                                                                            |                              |                 |                  |                    |
|----------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|-----------------|------------------|--------------------|
| Banki tartalékok és a bankok részére teljesített kamatkifizetések (2024. március vége) |                              |                 |                  |                    |
|                                                                                        | Banki tartalék<br>(milliárd) | Kamatláb<br>(%) | Kamatkifizetések |                    |
|                                                                                        |                              |                 | (milliárd)       | A GDP százalékában |
| EKB                                                                                    | 3 524 EUR                    | 4,00            | 141 EUR          | 1,10               |
| Fed                                                                                    | 3 472 USD                    | 5,4             | 187 USD          | 0,75               |
| BoE                                                                                    | 792 GBP                      | 5,25            | 42 GBP           | 1,75               |

*Forrás: Bank of England (A jegybanki tartalékok egyenlegének forrástételei), a Federal Reserve System Kormányzótanácsa (A Federal Reserve mérlege) és az Európai Központi Bank (Az eurorendszer konszolidált pénzügyi kimutatása. ECB Data Portal.)*

Az euroövezeti transzferek nagyságának érzékeltetésére fontoljuk meg a következőket: Az eurorendszer által az euroövezet bankjainak átutalt évi 141 milliárd euro megközelíti az EU teljes éves kiadását, amely 2022-ben 168 milliárd eurót tett ki. Bár e transzferek a csökkenő kamatoknak és a „mennysiségi szigorítás” nyomán apadó banki tartalékoknak köszönhetően csökkenni fognak, továbbra is számottevők lesznek az elkövetkező években. Ez figyelemre méltó helyzet, főként, ha figyelembe vesszük, hogy ezekről a bankoknak nyújtott transzferekről mindenféle politikai vita nélkül dönt egy európai intézmény, és juttatásának semmilyen feltétele nincs. Ezzel szemben az EU kiadásait aprólékosan kidolgozott politikai döntéshozatali folyamat előzi meg, és általában szigorú feltételekhez kötöttek.

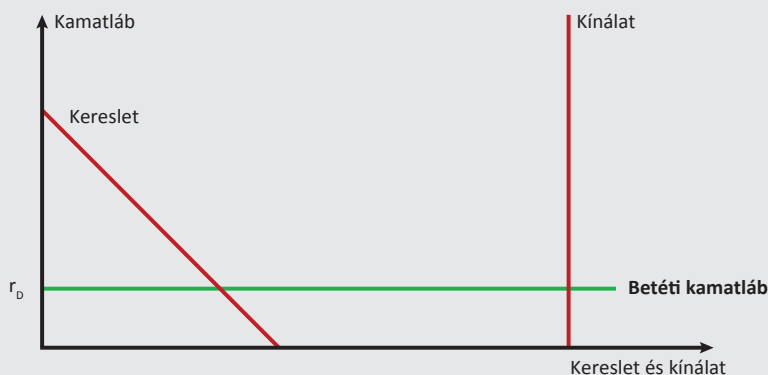
Ebben a tanulmányban több, e jelentős transzferek kapcsán felmerülő kérdést vizsgálunk. A 2. fejezetben áttekintjük azt az elméleti elképzelést, hogy a banki tartalékok után kamatot kell fizetni. A 3. fejezetben megtárgyaljuk, hogy milyen főbb problémákat okoz a banki tartalékok után járó kamat. Bár a legtöbb fejlett országban (többek között Magyarországon, Csehországban és a kelet-közép-európai térség más országaiban) fizetnek kamatot a központi bankok, ami minden ilyen országban hasonló problémákat, például jelentős jegybanki veszteséget okoz, ebben a tanulmányban az euroövezetre koncentrálunk, és azt használjuk példaként. Ez lehetővé teszi azoknak a sajátos problémáknak a vizsgálatát, amelyekkel e transzferek egy monetáris unióban járnak. A 4. fejezetben olyan alternatív jegybanki műveletet ismertetünk, amelyeknél nem szükségszerű, hogy a központi bankok az infláció megfékezéséhez a nyereségükből jelentős összegeket utaljanak a bankoknak. Alternatív

eljárásként egy kétszintű kötelező tartalékképzési rendszerre teszünk javaslatot. Az 5. fejezetben amellett érvelünk, hogy a pénzügyi stabilitás biztosítása érdekében újra kell gondolni a kötelező tartalék szerepét. A következtetéseket a 6. fejezetben vonjuk le.

## 2. Megkívánja-e a monetáris politika, hogy kamatot fizessünk a banki tartalék után?

Szükséges velejárója-e a monetáris politikának, hogy kamatot fizessünk a banki tartalék után? Erre sok közgazdász és jegybanki szakember szokványos válasza igen lenne (lásd: *De Grauwe és Ji 2024b*). A korábbi nagy léptékű mennyiségi lazításoknak köszönhetően jelenleg túlkínálat van banki tartalékokból. Más szóval, nincs likviditásszűke, inkább bőség van (lásd például: *Bailey 2024*). Ez problémát jelent a központi bankoknak, ha emelni kívánják a kamatokat. Ezt az 1. ábrán szemléltetjük. Az ábrán a (bankok által elhelyezett) tartalék iránti kereslet és a (jegybanki) kínálat látható. A kereslet fordítottan arányos a pénzpiaci kamattal (bankközi kamat). A kínálatot a központi bank határozza meg. Növeli (csökkenti) a kínálatot azzal, hogy államkötvényeket vásárol (ad el). Az 1. ábra a tartalékbőség rendszerét mutatja be: a jegybank korábban nagy mennyiségű államkötvényt vásárolt, és így túlkínálatot hozott létre tartalékból. Ennek eredményeként – a banki tartalékok kamattal való jutalmazása nélkül – a kamatláb 0 százalékon ragad, és a központi bank nem tud kamatot emelni.

**1. ábra**  
Tartalékkereslet és -kínálat a tartalékbőség rendszerében



Megjegyzés: A fenti ábra a banki tartalékok piacát egyszerűsített formában szemlélteti. Az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlábát, amely felső határként funkcionál, és a betéti kamattal együtt emelik, nem tartalmazza.

Forrás: De Grauwe – Ji (2023b) alapján

Ha a jegybank a tartalékbőség ezen rendszerében kamatot akar emelni, kamatot fizethet a banki tartalékokra, amelyek lényegében a kereskedelmi bankok által a központi banknál elhelyezett betétek. Ekkor a keresleti görbe a betéti kamatláb szintjén vízszintessé válik, azaz a betéti kamat,  $r_D$ , a bankközi kamat alsó határaként viselkedik. Ez azért van így, mert a bankok a bankközi piacon nem fognak a (kockázatmentes) betéti kamatlábnál alacsonyabb kamattal hitelezni. A banki tartalékok bősége miatt ez az egyetlen módja a pénzpiaci kamat emelésének.

A banki tartalékok kamatának (betéti kamat) emelése ezt követően átgyűrűzik a pénzpiaci kamatra és a kamatok teljes rendszerére (Ihrig – Wolla 2020; Baker – Rafter 2022). Az infláció leküzdéséhez szükség van erre a kamatemelésre. A tartalékbőség jelenlegi rendszerében a kamatemelés egyetlen módja, ha kamatot fizetünk a bankok tartalékaira, és növeljük ezt a kamatrátát.

Számos közgazdász és jegybanki szakember ma teljesen természetesnek veszi, hogy a banki tartalékok után járó kamat az infláció megfékezésére irányuló politika eszköze. Ez a gyakorlat azonban nem olyan régi jelenség. Az euroövezet 1999-es létrejöttét megelőzően a legtöbb európai jegybank nem fizetett kamatot a bankok tartalékegyenlege után. Az 1970-es és 1980-as években a Bundesbank például meglehetősen nagy, kamatmentes kötelező tartalékot írt elő, hogy elvonja az országba érkező jelentős pénzbeáramlások egy részét (Schobert – Yu 2014). Az EKB 1999-ben vezette be a banki tartalékok után járó kamat gyakorlatát. A Federal Reserve csak 2008 óta fizet kamatot a bankok tartalékegyenlege után. 2000 előtt tehát az általános gyakorlat szerint a bankok tartalékegyenlege *nem* kamatozott. Ez teljesen logikus volt: a kereskedelmi bankok sem fizettek kamatot ügyfeleik látra szóló betétei után. E látra szóló betétek pontosan ugyanazt a szerepet töltik be, mint a banki tartalékok a központi banknál: likviditást biztosítanak a nem banki szektornak. Nem jár utánuk kamat. Nem könnyű megindokolni, hogy miért kellene fizetni a bankoknak a likvid források tartásáért, ha mindenki másnak el kell fogadnia, hogy ezért nem jár kamat.

### 3. A banki tartalékok után járó kamat problémái a jelenlegi működési keretben<sup>1</sup>

A banki tartalékokra fizetett busás kamat számos problémát okoz, ebben a fejezetben ezekkel foglalkozunk. E problémák közül némelyiknek politikai gazdaságtani következményei is lehetnek az euroövezetben.

#### 3.1. Jelentős transzferek és fiskális következmények

Amikor a jegybank kamatot fizet a kereskedelmi bankoknak, átadja nekik nyereségének egy részét. A központi bankok azért termelnek nyereséget (szeniorázs), mert az államtól monopóliumot kaptak a pénzteremtésre. A kereskedelmi bankoknak

<sup>1</sup> Ez a fejezet De Grauwe – Ji (2024b) tanulmányán alapszik.

fizetett kamat gyakorlata tehát azt jelenti, hogy az ebből a monopóliumból származó nyereség egy része magánintézményekhez vándorol. A monopóliumból származó nyereséget annak az államnak kellene visszaadni, amely a monopoljogokat adta. Nem tulajdoníthatja azt el a versenyszektor, amely semmit nem tett e nyereség megtermeléséért. Az a jelenlegi helyzet, hogy a banki tartalékegyenleg után kamatot fizetünk, nem más, mint a bankok állami támogatása, amelyet a jegybank fizet az adófizetők kárára. A 2. táblázatban az eurorendszer központi bankjai által esetlegesen teljesített éves kamatkifizetések nagyságát mutatjuk be. Markáns különbségek figyelhetők meg e jegybanki transzferek között, amelyek a GDP 0,43 százalékától 9,15 százalékáig terjednek. Ezek az eltérő mértékek adott esetben az euroövezet nemzeti bankrendszereinek különböző méretéből és eltérő eszközstruktúrájából adódnak.

| <b>2. táblázat</b>                                                     |                           |                           |
|------------------------------------------------------------------------|---------------------------|---------------------------|
| <b>A banki tartalékok kamatai az eurorendszerben (2023. augusztus)</b> |                           |                           |
| <b>Ország</b>                                                          | <b>Kamat (millió EUR)</b> | <b>A GDP százalékában</b> |
| Luxemburg                                                              | 7 095                     | 9,15                      |
| Ciprus                                                                 | 920                       | 3,31                      |
| Finnország                                                             | 5 285                     | 1,97                      |
| Belgium                                                                | 10 326                    | 1,88                      |
| Hollandia                                                              | 13 918                    | 1,45                      |
| Málta                                                                  | 241                       | 1,40                      |
| Franciaország                                                          | 35 925                    | 1,36                      |
| Németország                                                            | 49 107                    | 1,27                      |
| Ausztria                                                               | 4 108                     | 0,92                      |
| Horvátország                                                           | 593                       | 0,87                      |
| Észtország                                                             | 302                       | 0,84                      |
| Szlovénia                                                              | 426                       | 0,75                      |
| Spanyolország                                                          | 9 170                     | 0,68                      |
| Írország                                                               | 3 277                     | 0,65                      |
| Portugália                                                             | 1 434                     | 0,59                      |
| Görögország                                                            | 1 201                     | 0,58                      |
| Lettország                                                             | 215                       | 0,55                      |
| Litvánia                                                               | 360                       | 0,53                      |
| Szlovákia                                                              | 484                       | 0,44                      |
| Olaszország                                                            | 8 347                     | 0,43                      |
| Forrás: Európai Központi Bank                                          |                           |                           |

Annak, hogy kamatot fizetünk a bankok tartalékszámaira, sajnálatos fiskális következményei vannak. A hosszú lejáratú államadósságból rövid lejáratú adósság lesz. A központi bankok által tartott államkötvények többségét nagyon alacsony, sokszor akár nulla vagy negatív kamattal bocsátották ki. Ez azt jelenti, hogy az állam egy bizonyos ideig immunis lesz a kamatemelésekkel szemben. Azzal, hogy az euroövezetben 4 százalékos kamatot fizetnek a banki tartalékokra, és így ezzel az összeggel csökkentik az állam bevételeit, a jegybankok ezt a hosszú lejáratú adósságot rendkívül likvid adóssággá alakítják, ezzel pedig kikényszerítik az állam és a jegybank konszolidált adóssága után járó kamatok azonnali emelését. Ez nagyobb költségvetési hiányhoz és az államadósság növekedéséhez vezethet, aminek következtében egyes országokban fiskális megszorításokra lesz szükség. A jegybankok tehát paradox módon hozzájárulnak az adott állam romló költségvetési kilátásaihoz.

### 3.2. A központi bankok jelentős veszteségei

A jegybankoktól a kereskedelmi bankokhoz kerülő transzfereknek fontos következményei vannak a központi bankok eredményére nézve. E transzferek olyan tetemesek, hogy nemcsak felemésztik a jegybankok nyereségét, hanem sokat közülük veszteséggé is tesznek (*Wellink 2003*). Jól szemlélteti ezt *Belhocine et al. (2023)* öt nagyobb euroövezeti jegybank eredménykimutatását elemző tanulmánya. A szerzők bemutatják, hogy a legnagyobb veszteségre a Bundesbank tesz szert. Becsléseik szerint a Bundesbank 2027-ig nem fog nyereséget termelni. A Banque de France a második helyet foglalja el a veszteséges központi bankok listáján. Számításaik szerint a jegybank 2025-től lehet ismét nyereséges. Meglepő módon a Banca d'Italia az egyetlen nagyobb központi bank, amely nem veszteséges (noha nyeresége csökkent 2022–2023-ban), míg a spanyol jegybank, a Banco de España csak kisebb veszteségeket szenvedett el 2023–2024-ben.

Ennek az eltérésnek a következő a magyarázata. A Bundesbank, és kisebb mértékben a Banque de France, alacsony hozamú, hosszú lejáratú államkötvényekből álló portfólióval rendelkezik. A kamatbevételek így nagyon alacsonyak, és tekintettel a kötvények hosszú lejáratára, időbe telik, míg kamatozni kezdenek. Más a helyzet a Banca d'Italia és valamennyire a Banco de España esetében, amelyek viszonylag magas hozamú államkötvényeket birtokolnak. Értelemszerűen a Bundesbank és a Banque de France az alacsony hozamú, hosszú lejáratú államkötvényeket rövid lejáratú kötelezettségekké (banki tartalékká) alakították, amelyek után magas kamatot fizetnek. Ez az átalakítás a Banca d'Italia és a Banco de España esetében kevésbé költséges. Érdemes azt is megjegyezni, hogy nemcsak az euroövezet nemzeti központi bankjai szenvednek el nagy veszteségeket, hanem az euroövezeten kívüli országok – például a Magyar Nemzeti Bank és a Česká národní banka, a cseh jegybank – is hasonló kihívásokkal szembesülnek.

*Belhocine et al. (2023)* azt is bemutatja, hogy a kumulált veszteség elérhet egy olyan szintet, ahol a központi bankok saját tőkéje negatívba fordul. Valószínűleg

a Bundesbank és a Banque de France esetében ez lesz a helyzet. Kell-e aggód-nunk a jegybankok negatív tőkéje miatt? Valójában nem. A kereskedelmi bankokkal ellentétben a jegybankoknak nem kell pozitív tőkével rendelkezniük ahhoz, hogy hiteles monetáris politikát folytassanak. A központi bankok nettó értékének újabb értelmezése szerint ráadásul az a pénzkibocsátásból származó majdani nyereség és veszteség nettó jelenértéke (lásd: *Buiter 2008*). A *Belhocine et al. (2023)* által ismertetett eredménypályák alapján a veszteség várhatóan átmeneti lesz. A jövőbeli nyereség és veszteség nettó jelenértéke tehát nagy valószínűséggel pozitív.

Míg a negatív saját tőke technikailag nem okoz gondot egy jegybank számára, teljesen más a helyzet a kérdés politikai gazdaságtanát illetően (*Wellink – Marsh 2023*). A központi bankok negatív tőkéje azt mutatja, hogy jelentős pénzüsszegeket juttatnak a versenyszféra szereplőinek, és ennek során komoly veszteséget realizálnak. Ezt a veszteséget az államnak és az adófizetőknek kell viselniük. A negatív tőke (amikor akár hosszú évekbe is telhet a tőkét a pozitív tartományba visszatéríteni) erre a mögöttes problémára utal. Amikor ez nyilvánvalóvá válik, az állampolgárok – különösen azokban az országokban, ahol a jegybank nagyobb veszteségeket halmoz fel – fel fogják tenni a kérdést, hogy az infláció megfékezéséhez miért volt szükség a bankok vagyonának gyarapítására. Arra is tudni akarják majd a választ, hogy a központi bankok miért nem kerestek más, az infláció megfékezésében hasonlóan eredményes jegybanki műveleteket, amelyeknél nem szükséges, hogy a bankok az adófizetők rovására transzferekben részesüljenek.

Az EKB bejelentette, hogy fokozatosan csökkenteni fogja államkötvény-állományát: a régi kötvények lejártával nem fektet új kötvényekbe. Ezzel fokozatosan zsugorodni fog mérlegében az államkötvények mennyisége. Hosszú évekbe telik azonban eljutni arra a pontra, amikor megszűnik a tartalékok túlkínálata. Úgy tűnik tehát, hogy az euroövezet még évekig a tartalékbőség rendszerében fog működni. Ebből az következik, hogy az EKB (és a többi fejlettségi ország-beli központi bank) jegybanki műveletei továbbra is a banki tartalékok kamatlábának mint központi politikai eszköznek a szabályozásán fognak alapulni, ami viszont egyúttal azt is jelenti, hogy ezek a jegybankok nyereségük egy jelentős részét még éveken át a kereskedelmi bankokhoz fogják továbbítani.

### 3.3. A jegybankok kezelték a bankok legnagyobb kockázatát

A kereskedelmi bankok viszonylatában a banki tartalékok után járó kamat problémás jellege az alábbiakból válik láthatóvá. A bankok rövid távra vesznek fel és hosszú távra adnak kölcsönt. Más szóval, a bankoknak hosszú lejáratú (fix kamatozású) eszközeik és rövid lejáratú forrásaik vannak. Ebből adódóan a kamatemelés veszteséggel járhat, és csökkenti a bankok nyereségét, mivel forrásaik kamatköltsége gyorsan megemelkedhet, ha nagy a verseny a likviditásért, miközben a kamatbevételek lassú ütemben növekednek. A bankoknak gondoskodniuk kell e kamatkockázat fedezéséről. Ez azonban költséges, így sokszor nem szívesen költenek ilyen jellegű

biztosításra. A banki tartalékok után járó kamattal a jegybankok ingyen nyújtanak kamatkockázattal szembeni fedezetet a bankoknak. Utóbbiakat a központi bankok azonnal kárpótolják a kamatok emelkedéséért.

Kamatemelési periódusokban a jegybankok és a kereskedelmi bankok eredményessége hasonlóan alakul. A bankok ezúttal paradox módon megússzák a komoly terhet jelentő veszteséget, mivel a 2022–2023-as kamatemelési periódusban nagy nyeresésre tettek szert. Ez azért volt lehetséges, mert a jegybankok átvették ezt a terhet a kereskedelmi bankoktól. Nehéz gazdasági érveket felhozni egy olyan rendszer mellett, ahol a hatóságok ingyen átvállalják a bankok kamatkockázatait az adófizetők rovására. Érdemes azt is megjegyezni, hogy amikor az 1970-es és 1980-as években a központi bankok az infláció megfékezésére kamatot emeltek, akkor nem realizáltak veszteséget (*Humann et al. 2023*), sőt növelték a nyereségüket. Ennek egyik fő oka az volt, hogy nem kellett kamatot fizetniük a banki tartalékok után.

A bankoknak ingyen nyújtott kamatfedezet jó eséllyel a morális kockázat erősödését is maga után vonja. Először is, a tartalékok után járó kamat eredményeképp a bankok kevésbé érznek készletetést a kamatkockázatuk fedezésére. Az EKB az euroövezet egyedüli felügyeleti hatóságaként megköveteli a bankoktól, hogy megfelelően kezeljék a kamatkockázatukat. Ha azonban ezzel egyidejűleg az EKB kamatot ad a kereskedelmi bankok tartalékai után, akkor saját mikro- és makroprudenciális felügyeleti céljait ássa alá. Ráadásul, mivel a tartalékok után járó kamatnak köszönhetően a bankok kevésbé fognak gondoskodni kamatkockázataik fedezéséről, a központi bank egyre nehezebben teheti majd meg, hogy megszünteti a tartalékok után járó kamatot, mivel joggal tarthat attól, hogy egyes bankok kamatkockázata materializálódik és bankválságot indít el. Másrészt, ahogy az a *4. fejezetben* látható lesz, a banki tartalékok után járó kamat erősíti a sok tartalékkal rendelkező bankok tőkepozícióját, ami a hitelkínálat növelésére ösztönzi a bankokat, miközben gyengíti a monetáris politika transzmisszióját.

### **3.4. A monetáris politika transzmissziója a jelenlegi rendszerben**

Az egyik fontos kérdés az, hogy hogyan hat a kamatozó banki tartalékok alkalmazása a monetáris politika transzmissziójára. Eredményessé teszi-e a kamatfizetés a monetáris politika transzmisszióját? A központi bankok infláció elleni politikáinak összefüggésében a kérdés a következőképp fogalmazható át: javítja-e vagy rontja a banki tartalékok után fizetett kamat az infláció megfékezése érdekében végrehajtott kamatemelések hatásosságát?

Jelentős szakirodalma van a banki hitelezés tőkecsatornájának, amely a témánk szempontjából releváns. Ez a csatorna a következőképp írható le: Ha egy bank saját tőkéje csökkenni kezd, ez a hitelezés visszafogására ösztönzi a bankot. Ennek alapvetően két oka van. Az egyik a mérleghatás. A kevesebb tőke azt jelenti, hogy a bank nem feltétlenül fogja tudni teljesíteni a szabályozó által előírt tőkekövetelményeket.

A banknak ebben az esetben csökkentenie kell a hitelkínálatát. A másik ok az, hogy alacsonyabb tőkével jellemzően nő a banki hitel finanszírozási költsége, így a bankok kevésbé motiváltak a hitelezésre. A bankok saját tőkéje értékének csökkenése tehát kevesebb banki hitelezést eredményez. Ezzel szemben a saját tőke értékének növekedése több hitelezésre sarkallja a bankokat (lásd: *Shin 2015; Gambacorta – Shin 2016; Van den Heuvel 2002; Diamond – Rajan 2000*). Ennek az elméletnek a jelentőségét számtalan empirikus vizsgálat megerősítette (lásd: *Boucinha et al. 2017; Girotti – Horny 2020*).

A banki hitelezés tőkecsatornája annak megértése szempontjából fontos, hogy a tartalékok után járó kamat hogyan tudja befolyásolni a banki hitelezést. A bankok jövedelmezőségének növelésével, a kamatozó kötelező tartalékok alkalmazásával többnyire emelkedik a bankok nettó értéke (saját tőkéje). A saját tőke magasabb aránya mellett a bankok szívesebben fognak hitelezni a háztartásoknak és a vállalkozásoknak. Így ha a jegybank az infláció megfékezése érdekében emeli a kamatot, és ennek eredményeképp növeli a tartalékok kamatát, több hitel kihelyezésére ösztönzi a bankokat (az egyéb tényezők változatlansága mellett). Másképp fogalmazva, a kamatemelés hitelezésre gyakorolt várt negatív hatását (részben) ellensúlyozza a bankhitelekre gyakorolt pozitív tőkehatás, ha a banki tartalékokra kamatot fizetnek. A transzmissziós mechanizmus tehát kevésbé lesz eredményes, azaz az irányadó kamat hatása a hitelkínálatra és végül az inflációra mérsékeltebb lesz.<sup>2</sup>

*De Grauwe és Ji (2024b)* tanulmányában ezt a tőkehatást empirikusan tesztelte ökonometriai technikákkal, és bebizonyosodott, hogy ez a hatás jelentős. Ezek az eredmények összhangban vannak *Fricke és szerzőtársai (2023)* nemrégiben tett megállapításaival, akik módszerükhöz az euroövezetre vonatkozó, meglehetősen részletes bankszintű adatokat használtak fel. E mikroadatok empirikus elemzése alapján arra a következtetésre jutottak, hogy a nagyobb többlettartalékkal rendelkező bankok nem pénzügyi vállalkozásoknak nyújtott hitelei kínálatában – kamatemelést követően – relatív növekedés tapasztalható. Ez igazolja azt, hogy a banki tartalékok után járó kamat általában gyengíti a monetáris politika inflációcsökkentési célú transzmissziós mechanizmusát.

#### 4. A kötelező tartalékképzés kétszintű rendszere

A nagyobb jegybankok előszeretettel alkalmazzák (a tartalékbőség rendszeréből következő) új jegybanksi műveleteket, amelyeknek lényege, hogy az infláció elleni küzdelemben a pénzpiaci kamatok emelésének eszközeként növelik a banki tartalékok kamatát. A 3. fejezetben tárgyalt problémák ellenére meglepő módon a jegybanksi

<sup>2</sup> A tőkecsatorna abban az esetben is ronthatja a transzmissziós mechanizmus eredményességét, ha kamatcsökkentésre recesszió idején kerül sor, mint például 2007–2008-ban.

szakemberek és közgazdászok között még mindig széles körben tartja magát az a meggyőződés, hogy ez az egyetlen észszerű jegybanki művelet.

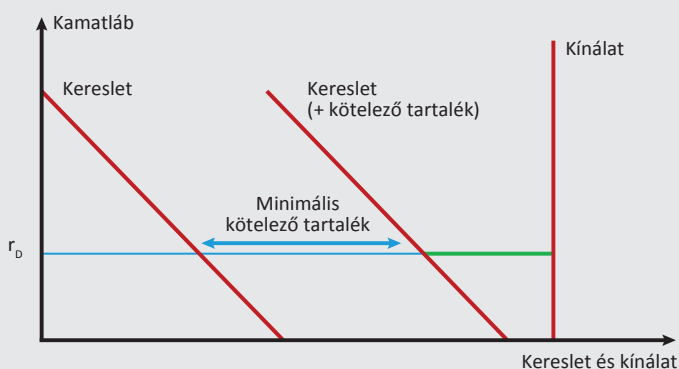
Kidolgozható-e olyan rendszer, amelyben nincs szükség a bankoknak juttatott jelentős transzferekre, ugyanakkor megtartható a jegybankok által jelenleg alkalmazott művelet, és ehhez (remélhetőleg) a támogatásukat adják? Véleményünk szerint kialakítható egy ilyen, kétszintű rendszer.

#### 4.1. A kétszintű rendszer javaslata<sup>3</sup>

A kétszintű rendszerben a banki tartalékok *egy részére* olyan kötelező tartalékképzési követelmények vonatkoznak, amelyek kamatmentességet írnak elő. A kötelező tartalékot meghaladó banki tartalékok (többlettartalék) után járna kamat, ahogy jelenleg is (egy kétszintű rendszerre tett hasonló javaslatokért lásd: *Whelan 2021; Buetzer 2022; van Lerven – Caddick 2022; Tucker 2022*; a banki tartalékok kamatmentességére tett javaslatért lásd még: *Angeloni 2023*).

A kötelező tartalék előírásával a banki tartalékok keresleti görbéje horizontálisan jobbra tolódik (2. ábra). A kötelező tartalékképzési követelmény a teljes banki tartaléknak csak egy részére vonatkozna. A keresleti görbe e részleges elmozdulásával a tartalékbőség rendszerében maradunk. A jegybank a többlettartalék után  $r_D$  mértékű kamatot fizet (a vízszintes zöld vonal). Ahogy korábban is, ez a kamatláb testesíti meg a piaci ráta alsó határát, és a központi bank a piaci kamatot a banki (többlet)tartalék kamatának növelésével emelheti.

**2. ábra**  
Tartalékkereslet és -kínálat kétszintű rendszer



Forrás: De Grauwe – Ji (2023b) alapján

<sup>3</sup> Ez az alfejezet De Grauwe – Ji (2024b) tanulmányán alapszik.

Az államkötvény-eladás fenntartásának és a kötelező tartalékképzési követelménynek a kombinációja lenne vélhetően a legjobb opció. Tehát a jegybank a kötelező tartalékot a 2. ábrán látható módon emelné. Ezt követően fokozatosan csökkenteni kezdené kötvényállományát, így a kínálati görbe balra tolódhat. Ez a kötelező tartalékképzési követelmények fokozatos enyhítését is lehetővé tenné. Ezzel a stratégiával a 2. ábrán mind a kínálati, mind a keresleti görbe balra mozdulna, fenntartva a tartalékbőség rendszerét és lehetővé téve a központi bank számára, hogy éljen monetáris politikai eszközeivel, miközben csökkenne a bankok állami támogatása.

E kétszintű rendszer előnye, hogy a központi bankok által preferált eljárás változatlan maradna. A jegybank monetáris politikai eszközeként továbbra is fizetne kamatot a banki tartalékok után. A bankokat továbbra is ugyanaz ösztönözné többlettartalék képzésére, mivel arra, ahogy most is, továbbra is járna kamat. A jegybankok kereskedelmi bankokhoz kerülő nyeresége azonban jelentősen csökkenthető. Ezt a 3. táblázat is alátámasztja, ahol azt feltételezzük, hogy a központi bankok a meglévő banki tartalékok 50 százalékát kamatmentes kötelező tartalékká alakítják, az utána fizetendő kamatot pedig visszatartják. Kamatot így csak a többlettartalék után fizetnének, az 1. táblázatban szereplő rátákkal. Azt látjuk, hogy az általunk javasolt rendszerben jelentősen csökkenne a bankokhoz kerülő kamat. Kétszintű rendszerünkben a bankok továbbra is nyereséget realizálnának, és még így is viszonylag nagy transzferekben részesülnének egy lényegében kockázatmentes eszköz után. Ezek mértéke azonban ma, 2024-ben jóval kisebb volna, de mindenképp kevésbé „túlzott”.

| 3. táblázat                       |                                  |                                  |
|-----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
| Kamatkifizetések 2024. márciusban |                                  |                                  |
|                                   | Jelenlegi rendszer<br>(Milliárd) | Kétszintű rendszer<br>(Milliárd) |
| EKB                               | 141 EUR                          | 70 EUR                           |
| Fed                               | 187 USD                          | 93 USD                           |
| BoE                               | 42 GBP                           | 21 GBP                           |

*Forrás: A szerzők számítása a Bank of England, a Federal Reserve Kormányzótanácsa és az Európai Központi Bank adatai alapján.*

Ennek kivitelezésére ma lehetőség van, mivel az EKB 2023 júliusában úgy döntött, hogy nem fog kamatot fizetni a kötelező tartalék (1 százalék) után. Ez azt jelenti, hogy az EKB anélkül növelheti a kötelező tartalékot és csökkentheti a veszteségét, hogy változtatna az eljárásán. Végeztünk néhány számítást, amelyek bemutatják, hogy milyen lehetőségek állnak az EKB rendelkezésére. A 4. táblázatban a 2024. márciusi állapot szerinti teljes tartalék látható (1. oszlop). Ezt követően eltérő kötelező tartalékképzési követelményeket alkalmazunk (2. oszlop). A 3. oszlop a kötelező tartalék azon mennyiségét tünteti fel, amely után nem jár kamat. Így eljutunk

a 4. oszlophoz, amely azt mutatja, hogy mennyivel csökkentek a bankokhoz kerülő transzferek az eltérő kötelező tartalékképzési követelményeknek köszönhetően. Végül az utolsó oszlop mutatja a többlettartalék azon mennyiségét, amely után kamat jár. 2023 végén, amikor a (kamatmentes) kötelező tartalék mértéke 1 százalékban van meghatározva, az euroövezet központi bankjaitól a bankokhoz kerülő transzferek 6 milliárd euróval csökkentek. Az EKB fokozatosan növelhetné a kötelező tartalékot, és ezzel több dolgot érne el. Csökkenhetnének a bankokhoz kerülő nyereség-transzferek, és így kisebb monetáris bázis képződne, az EKB pedig fenntarthatná azt a jegybanki műveletet, hogy módosítja a betéti kamatlábat, valamint, ahogy azt az előző fejezetben bemutattuk, eredményesebbé válna az infláció elleni küzdelem alacsonyabb kamatok mellett.

| 4. táblázat                                                       |                       |                                  |                                        |                                |
|-------------------------------------------------------------------|-----------------------|----------------------------------|----------------------------------------|--------------------------------|
| Teljes tartalék (2024. március), kötelező tartalék és transzferek |                       |                                  |                                        |                                |
| Teljes tartalék (Milliárd EUR)                                    | Kötelező tartalék (%) | Kötelező tartalék (Milliárd EUR) | Transzferek csökkentése (Milliárd EUR) | Többlettartalék (Milliárd EUR) |
| 3 675                                                             | 1                     | 151                              | 6                                      | 3 524                          |
| 3 675                                                             | 5                     | 755                              | 30                                     | 2 920                          |
| 3 675                                                             | 10                    | 1 510                            | 60                                     | 2 165                          |
| 3 675                                                             | 15                    | 2 265                            | 91                                     | 1 410                          |

Megjegyzés: teljes tartalék = betéti rendelkezésre állási eszközben elhelyezett összegek + jegybanknál vezetett tartalékszámlákon elhelyezett összeg (kötelező tartalékok)

## 4.2. Válaszok a javaslat kritikáinak<sup>4</sup>

Javaslatunkat több szakértő részéről is bírálat érte. E kritikákban véleményünk szerint a pénzügyi szektorban elterjedt nézetek köszönnek vissza, és a döntéshozók számára is érdekesek lehetnek. A bírálatokban két kifogás fogalmazódott meg: (1) ez a rendszer a banki tevékenységek nagyarányú áthelyezését vonja maga után; (2) a bankszektor heterogenitása miatt javaslatunknak meglehetősen eltérő hatása lesz a különböző országokban. Ebben az alfejezetben ezekre a kritikákra válaszolunk.

**4.2.1. Kötelező tartalékképzési követelmények és a szabályozás megkerülhetősége**  
*Bofinger (2023)* és *McCauley – Pinter (2024)* szerint a kamatmentes kötelező tartalék előírása a banki tevékenységek jelentős áthelyezését vonná maga után. Konkrétan az euroövezet azon bankjai, amelyek komolyabb kamatmentes kötelező tartalékra számíthatnak, ügyfeleik betéteit olyan országba helyeznék át, ahol nincs vagy kevesebb a kötelező tartalék, és ezekből az országokból folytatnák hitelezési tevékenységüket. Ennek drasztikus következményei lennének az euroövezet bankszektorára nézve.

<sup>4</sup> Ez a rész *De Grauwe and Ji (2024a)* tanulmányán alapszik.

Először, álljon itt néhány empirikus szempont. Kérdésünk az, hogy valós veszély-e a nagyarányú áthelyezés. A bankok általában rosszabb feltételeket kínálnak az euro-betétekre az euroövezeten kívül, mint az euroövezetben. Következésképp kevésbé valószínű, hogy a betétek az euroövezeten kívülre kerüljenek. Európában régi hagyománya van a kötelező tartalék alkalmazásának. Az euroövezet létrehozását megelőzően több ország, például Németország, Franciaország és Olaszország is alkalmazott kötelező tartalékot, amelynek mértéke esetenként meghaladta a betét-állomány 10 százalékát. Nem került azonban sor a banki tevékenység jelentősebb áthelyezésére. Svájc jelenleg 2,5 százalékos kötelező tartalékot ír elő (szemben az euroövezet 1 százalékával), és emellett sem tapasztalható jelentős áthelyezés.

Másodszor, minden szabályozás esetében előfordul, hogy megpróbálják megkerülni. Okot ad ez arra, hogy ne vezessük be a szabályozást? Vegyük például a tőke megfelelési mutatókat. A legtöbb közgazdász egyetért azzal, hogy a tőke megfelelési mutatók elengedhetetlenek a stabil bankrendszer fenntartásához. A bankok viszont nem szívelelik a tőke megfelelési mutatókat, ezért ezt a szabályozást is megpróbálják megkerülni. Ez nem jelenti azt, hogy nem kellene tőke megfelelési mutatókat előírnunk. Ehelyett olyan szabályozási rendszer kialakítására kell törekednünk, amely minimalizálja a megkerülés lehetőségét. Ezt a következőképpen tehetjük meg:

Ha a kétszintű kötelező tartalékképzési rendszer bevezetését követően érzékelhetőek lennének az áthelyezés fenti hatásai, az EKB könnyen tehetne ez ellen azzal, hogy eszközalapú kötelező tartalékképzési rendszert alkalmaz (Schobert – Yu 2014). Ez a bankok által tartott banki tartalékok két szintjének meghatározásából állna. Így tehát ha „A” banknak összesen 100 banki tartaléka van, „B” banknak pedig 200, az EKB mondhatja azt, hogy e banki tartalékoknak mondjuk 20 százaléka kamatmentes kötelező tartalék, míg 80 százaléka után jár kamat. „A” bank esetében ez azt jelentené, hogy a 100 egységnyi tartalékából 20 kötelező tartalék és nem jár utána kamat, míg „B” bank esetében ez a rész 40 lenne. E bankok semmilyen léptékű Londonba vagy máshova történő betétáthelyezéssel sem tudnák csökkenteni a kamatmentes kötelező tartalékuk mértékét. Megjegyezzük, hogy ebben a kétszintű rendszerben a bankoknak nem kellene meghatározott mennyiségű banki tartalékot tartaniuk.

#### 4.2.2. A bankszektor heterogenitása

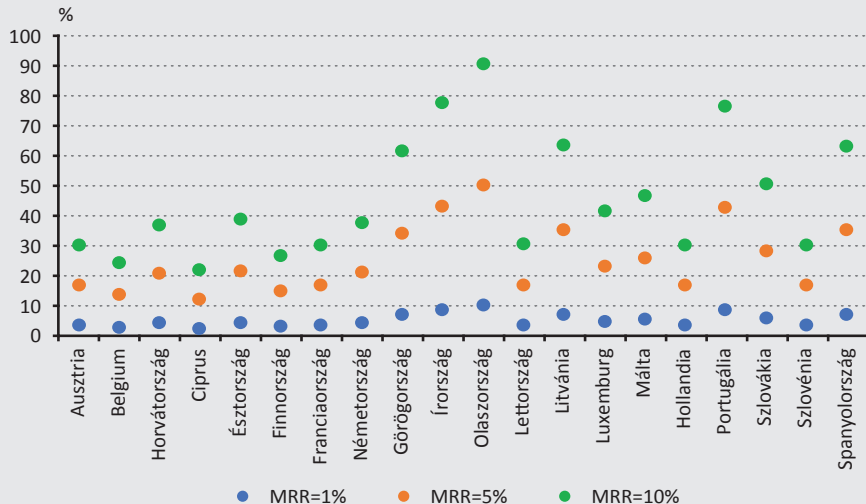
Néhány szakértő (Deuber – Zobl 2023; Kwapił 2023; S&P Global 2023) megjegyezte, hogy ha a kétszintű kötelező tartalékképzési rendszert egy heterogenitás jellemezte bankszektorban alkalmazzuk, likviditási problémákat okozhat egyes olyan bankok esetében, amelyek viszonylag kevés banki tartalékkal rendelkeznek. E bankok arra kényszerülnének, hogy a bankközi piacon vegyenek kölcsön forrást a kötelező tartalék követelményének teljesítéséhez. Ennek kapcsán a szakértők olyan olasz bankokat hoztak fel példaként, amelyek likviditási nehézségekkel küzdhetnek.

Nem gondoljuk, hogy észszerű kötelező tartalékképzési követelmények mellett rendszerszintű probléma adódna. Erre vonatkozóan bizonyítékkal a 3. ábra szolgál. Az ábra a kötelező tartalékot (amely jelenleg a betétállomány 1 százaléka) a bankok teljes tartalékának százalékában mutatja be. Valóban megfigyelhető a banki tartalékok euroövezet-beli országok közötti eloszlásának heterogenitása. Ha a kötelező tartalék arányát 1 százalékról 9 százalékra emeljük, minden euroövezeti ország bankrendszerének elegendő tartaléka lenne a kötelező tartalékképzési követelmény teljesítéséhez, és valamennyi többlettartalékkal is rendelkezne.

Vegyük Olaszország példáját. 2023-ban a kötelező tartalék az olasz bankok teljes banki tartaléka 10 százalékának felelt meg. Ha a kötelező tartalék arányát a betétállomány – mondjuk – 5 százalékára emeljük, e kötelező tartalékok az olasz bankok teljes tartalékának 50,2 százalékát tennék ki. Az olasz bankoknak még így is a banki tartalékuk 49,8 százaléka állna rendelkezésükre többlettartalékként. Megállapíthatjuk tehát, hogy amíg a kötelező tartalék aránya a betétállomány 9 százalékát nem lépi túl, az olasz bankoknak elegendő tartalékuk marad e követelmények teljesítésére. Mindaddig, amíg a rendszer egészében többlettartalék van, nem okoz rendszerszintű problémát, ha néhány bank a kötelező tartalékképzési követelmény teljesítéséhez likviditást kölcsönöz.

3. ábra

Kötelező tartalékok a teljes tartalék százalékos arányában (2023. augusztus)



Megjegyzés: A kötelező tartalékképzési követelmény (MRR) a bankok betéteinek azon százalékos aránya, amelynek megfelelő kötelező tartalékot a központi bankjuknál el kell helyezniük.

Forrás: EKB, Az euroövezet dezaggregált pénzügyi kimutatása. A teljes tartalékbázishoz az egyes nemzeti bankrendszerek 2023. augusztusi tartalékszintjét vettük alapul.

Ha úgy alakulna, hogy a kötelező tartalékképzési követelmény teljesítése kapcsán (Olaszországban vagy máshol) jelentős számú bank szembesülne súlyos likviditási problémákkal, az EKB ezt a követelményt az előző fejezetben foglaltak szerint eszközalapon is meghatározhatná. Ebben a többszintű eszközalapú rendszerben a bankoknak teljes banki tartalékuk egy bizonyos százalékát kamatmentes kötelező tartalékként kellene tartaniuk. Ezt a követelményt minden bank teljesíteni tudná anélkül, hogy likviditási problémákba ütközne. A többszintű eszközalapú rendszer az áttelepülés és a heterogenitás problémáját is megoldaná.

## 5. A kötelező tartalék szerepének újragondolása<sup>5</sup>

Ahogy azt már az előző fejezetekben jeleztük, a kötelező tartalék korábban több iparosodott országban bevett monetáris politikai eszköz volt, és számos feltörekvő országban a mai napig is alkalmazzák. A legtöbb iparosodott országban azonban ma már nem képezi a monetáris politika működő eszközét.

### 5.1. Kompromisszum a likviditás és a jövedelmezőség között

Arra számítottunk, hogy a 2008-as bankválság után a monetáris hatóságok újfent a kötelező tartalékképzési követelményhez nyúlnak a bankrendszer stabilizációját szolgáló eszközként. Nem tették. Helyette a Bázeli III keretrendszernek megfelelően új eszközt vezettek be a likviditás szabályozására. Bizonyos méretű bankoknak előírták a likviditásfedezeti mutatóra (LCR) vonatkozó szabályozásnak való megfelelést (*BIS 2013*). A Bázeli III megállapodás meghatározza, hogy mely eszközök minősülnek likvidnek és tartoznak az LCR hatálya alá, és ezeket magas minőségű likvid eszköznek nevezi (HQLA – high-quality liquid asset). A gond az, hogy likviditási szempontból nagyon sok a kiváló minőségű likvid eszköz. Nemcsak a jegybank banki tartalékai,<sup>6</sup> de az államkötvények, sőt a vállalati kötvények bizonyos típusai is ide sorolhatók.

Nehéz megérteni, hogy a szabályozók hogyan alakíthattak ki ilyen likviditáskezelési rendszert. A józan ész azt diktálta, hogy csak az egyetlen megbízható likviditásszabályozási eszközt, azaz a jegybanknál elhelyezett kötelező tartalékot lehessen aktiválni. Nem így lett. Ez jó példája annak, amikor a bankok átveszik az irányítást a szabályozótól, és szeretnék, ha a kecske is jóllakna, és a káposzta is megmaradna, azaz egyszerre szeretnének likvidek maradni és nyereséget termelni. Valójában kompromisszumkényszer van a likviditás és a jövedelmezőség között. A nagy likviditású eszközök nem nyereségesek, a nyereséget termelő eszközök pedig nem igazán likvidek.

---

<sup>5</sup> Ez a fejezet *De Grauwe – Ji (2024b)* tanulmányán alapszik.

<sup>6</sup> Vita folyik arról, hogy a kötelező tartalék az LCR hatálya alá tartozik-e. A Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS) a jegybanki tartalékokat (a kötelező tartalékokkal együtt) akkor sorolja a HQLA 1. szintű eszközeihez, ha ezek válsághelyzetben a jegybank politikája alapján lehívhatók (*BIS 2013*). A pénzügyi válság utáni időszak tapasztalatai azt mutatják, hogy a központi bankok jellemzően lehetővé teszik e tartalékok lehívását. Ezért a likviditásfedezeti mutató számításánál a kötelező tartalékot figyelembe kellene venni.

A banki tartalékok után járó kamattal a jegybankok lehetővé tették a bankok számára, hogy jóllakjanak és a káposzta is megmaradjon: nagy likviditású eszközöket tarthatnak, és nagy nyereségre tehetnek szert. A központi bankok megszüntették a bankok számára a likviditás és a jövedelmezőség közötti kompromisszumkényszert. Az euroövezetben (2023. október) a bankok többet kereshettek a banki tartalékukon (4 százalék), mint a 10 éves lejáratú német államkötvényeken (2,75 százalék). Ez rendkívül nagyvonalú gesztus a kereskedelmi bankok felé, az adófizetők rovására.

## 5.2. Kompromisszum a hatékonyság és a stabilitás között

A kötelező tartalék jegybanki alkalmazásának visszaszorulása elsősorban az 1980-as években kezdődő paradigmaváltásnak köszönhető: a hangsúly a piaci erők használatára tevődött, és rossz néven vették a jegybanki politika által előidézett torzításokat. A kötelező tartalékokra úgy tekintettek, hogy az jelentősen rontja a hatékonyságot a pénzügyi piacokon, kedvezőtlen hatást gyakorolva a tőke optimális eloszlására. Sokszor tekintették egyfajta pénzügyi elnyomásnak, ami a gazdasági növekedést kedvezőtlenül befolyásoló, pazarló befektetésekhez vezetett (ezen elképzelés korai és nagy hatású elemzéséhez lásd: *McKinnon 1970*). E nézet folyamánya, hogy a valóban szabad piacokon minimális a pénzügyi válság kockázata (feltéve, hogy a monetáris hatóság fenntartja az árstabilitást).

A kötelező tartalék által előidézett hatékonyságromlás költségének nagysága empirikus kérdés.<sup>7</sup> A kérdés viszont még nem dőlt el,<sup>8</sup> de egyértelműen kompromisszumkényszer áll fenn a pénzügyi piacok hatékonysága és stabilitása között. E kompromisszum tényét mára elméletben és gyakorlatban is meggyőzően bizonyították. Egyrészt jelentős szakirodalom dokumentálja, hogy a pénzügyi liberalizáció hogyan ösztönzi a hatékonyságot és a növekedést (mind elméleti, mind gyakorlati megerősítésért lásd: *Levine 1997; Beck – Levine 2004; Bekaert et al. 2005*). Másrészt legalább ilyen nagy szakirodalma van annak, hogy a pénzügyi liberalizáció általában túlzott kockázatvállaláshoz vezet a pénzügyi piacokon, aminek következtében nagyobb lesz a válságok kockázata is (*Stiglitz 2000*). Ennek eredményeként a háborút követő időszak legtöbb bankválsága a pénzügyi liberalizáció után következett be (*Demirgüç-Kunt – Detragiache 1998; Kroszner et al. 2007; Arregui et al. 2013*). Aból, hogy a pénzügyi liberalizáció nagyobb hatékonyságot és nagyobb instabilitást eredményez, az következik, hogy pénzügyi liberalizáció esetén kompromisszumot kell kötni a hatékonyság és a stabilitás között.

<sup>7</sup> Azt is értékelnünk kell, hogy a kötelező tartalékképzés követelményei által előidézett torzulások költségeit ellensúlyozzák-e annak előnyei. Ilyen előny például az, hogy a hatóságok kiiktathatnak egy másik torzulást, azt az állami támogatást, amelyben a bankok jelenleg részesülnek.

<sup>8</sup> Lásd például *Cuaresma és szerzőtársai (2019)* tanulmányát, amely szerint a közepes mértékű kötelező tartalék optimális lehet a közép- és hosszú távú növekedés szempontjából.

A kötelező tartalék alkalmazásának elhagyásával a központi bankok egy olyan monetáris politikai eszközről is lemondtak, amelynek elsődleges célja a bankszektor és általánosabban véve a gazdasági ciklus stabilizációja. Megállapítható tehát az is, hogy a jegybankok a hatékonyság és a stabilitás közül utóbbi rovására a hatékonyságot választották.

Egy fontos tanulmányban *Kashyap és Stein (2012)* rámutat, hogy a kötelező tartalék és annak kamatozásának együttes alakításával a központi bankok egyszerre törekedhetnek az árstabilitásra és a pénzügyi stabilitásra. A kamat megállapításával az árstabilitás, míg a kötelező tartalékkal a pénzügyi stabilitás célját érhetik el. A lejáratú transzformációval (rövid távú kölcsönfelvétel, hosszú távú hitelezés) a bankok saját mérlegükre vállalnak kockázatot. Externáliáról is beszélhetünk, mivel az egyes bankok csődje bankrohamokhoz és rendszerszintű kockázatokhoz vezethet. A kereskedelmi bankok jellemzően nem veszik figyelembe ezeket az externáliákat. A kötelező tartalék alkalmazásával a jegybank ezen externáliák internalizálására kényszerítheti a bankokat.

Ebből az is következik, hogy végső soron nincs is kompromisszum a hatékonyság és a stabilitás között. Ha a hatékonyság fogalmát kibővítjük a kockázati externáliákkal, utóbbiak kezelése és így az instabilitás mérséklése olyan politikaként is értelmezhető, mint amely növeli a pénzügyi rendszer hatékonyságát.

## 6. Következtetések

A mennyiségi lazítás keretében megvalósuló államkötvény-vásárlási programok alapvető változást hoztak a jelentősebb, ma már a banki tartalékok bőségével jellemezhető jegybankok működésében. Ebből adódóan a banki tartalék után járó kamat mértékének növelésével tudják emelni a pénzpiaci kamatokat. Így viszont a jegybankok nyereségéből (és máshonnan) jelentős összegek vándorolnak a kereskedelmi bankokhoz. Álláspontunk szerint ez nem tartható fenn, nem pusztán a transzferek nagysága miatt, hanem azért sem, mert a jegybankok nyeresége azt az államot illeti meg, amely a monetáris bázis létrehozására monopoljogot adott, az ebből származó nyereség pedig a jegybankot. Úgy gondoljuk továbbá, hogy nem szól komoly gazdasági érv amellett, hogy a bankok jelenleg 3,5 százalék (euroövezet) és 5,4 százalék (USA) közötti kamatot kapjanak olyan likvid betétek után, amelyek semmilyen kockázattal nem járnak.

Bemutattuk, hogy a kamatozó banki tartalékok jelenlegi rendszere erősíti a bankok tőkepozícióját, és ezzel a hitelkínálat növelésére ösztönzi őket. Ennek hatásaként romlik a monetáris politika transzmissziójának hatékonysága, amelynek jelenleg az infláció mérséklése az elsődleges célja.

Álláspontunk szerint a banki tartalékok után fizetett kamat nem szükségszerű, létezik alternatívája a jelenlegi jegybanki eljárásnak. Ezzel az alternatívával csökken a versenyszféra szereplőihez kerülő nyereségtranszfer, és a monetáris politika eredményesebben tud fellépni az inflációval szemben. Tanulmányunkban egy kétszintű kötelező tartalékképzési rendszer alkalmazását javasoljuk. Ebben a rendszerben a meglévő banki tartalékok egy részét kamatmentes betétek formájában kell elhelyezni, míg a kötelező tartalékok meghaladó tartalékok után kamatot fizetnek. Ezzel két dolgot érhetünk el: drasztikusan csökkenhet az az összeg, amely a jegybanki nyereségből a versenyszféra szereplőihez kerül, és a központi bankok megtarthatják a jelenlegi működésüket.

Úgy véljük, hogy méltányossági érvek szólnak a jelenlegi műveleti rend elutasítása mellett, amely a központi bankok (és egyéb szereplők) nyereségét a kereskedelmi bankokhoz utalja át, és a monetáris politika sikeressége alapján is megkérdőjelezhető. Álláspontunk szerint a jelenlegi eljárás rontja a monetáris politika hatékonyságát az infláció elleni küzdelemben, míg a (kamatmentes) kötelező tartalék alkalmazása javítja.

A nagyobb központi bankok jelenlegi problémáival más európai jegybankok is szembesülnek. Úgy véljük, hogy a kétszintű kötelező tartalékképzési rendszer alternatívát nyújt a jelen tanulmányban tárgyalt problémák kezelésére. Létfontosságú, hogy a javaslatunk iránt érdeklődő döntéshozók alaposan megvizsgálják a bankitartalék-bővítés jelenlegi rendszerét, amelynek során nemcsak politikai gazdaságtani kérdésekre, de a monetáris politika transzmissziós mechanizmusához kötődő problémákat is figyelembe kell venni. Több empirikus bizonyítékra van szükség annak megértéséhez, hogy a kamatemelések milyen eltérő következményekkel járnak a különböző piacokon, a tartalékbővítés jellemezte környezetben. Úgy gondoljuk továbbá, hogy az 1970-es és 1980-as évek értékes tanulságokkal szolgálhatnak. További empirikus tanulmányokra van azonban szükség, amelyek ezt a korszakot, valamint a kötelező tartalékolás rendszerét és annak a központi bankokra, a likviditás mértékére, a kereskedelmi bankok eredményére és a pénzügyi szektor stabilitására kifejtett hatását elemzik.

## Felhasznált irodalom

Angeloni, I. (2023): *Reversing the Great Monetary Expansion*. Intereconomics, 58(3): 142–147. <https://doi.org/10.2478/ie-2023-0029>

Arregui, M.N. – Benes, M.J. – Krznar, M.I. – Mitra, M.S. – Santos, M.A. (2013): *Evaluating the net benefits of macroprudential policy: A cookbook*. IMF Working Paper 2013/167, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781484335727.001>

- Baker, N. – Rafter, S. (2022): *An International Perspective on Monetary Policy Implementation Systems*. Reserve Bank of Australia Bulletin, June 2022, 51–57. <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2022/jun/an-international-perspective-on-monetary-policy-implementation-systems.html>
- Bailey, A. (2024): *The importance of central banks reserves*. Lecture in honour of Charles Goodhart. <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2024/may/andrew-bailey-lecture-london-school-of-economics-charles-goodhart>
- Beck, T. – Levine, R. (2004): *Stock markets, banks, and growth: Panel evidence*. Journal of Banking & Finance, 28(3): 423–442. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00408-9](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00408-9)
- Bekaert, G. – Harvey, C.R. – Lundblad, C. (2005): *Does financial liberalization spur growth?* Journal of Financial Economics, 77(1): 3–55. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.05.007>
- Belhocine, N. – Bahtia, A. – Frie, J. (2023): *Raising Rates with a Large Balance Sheet: The Eurosystem's Net Income and its Fiscal Implications*. IMF Working Paper 2023/145, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798400244643.001>
- BIS (2013): *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools*. Bank for International Settlement, Basel Committee on Banking Supervision, Basle. <https://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf>
- Bofinger, P. (2023): *Banken profitieren zu Recht von den steigenden Zinsen*. Gastkommentar – Homo oeconomicus, Handelsblatt, 2 February. <https://www.handelsblatt.com/meinung/homo-oeconomicus/gastkommentar-homo-oeconomicus-banken-profitieren-zu-recht-von-den-steigenden-zinsen/28959554.html>
- Boucinha, M. – Holton, S. – Tiseno, A. (2017): *Bank equity valuations and credit supply*. Mimeo, Working Paper, European Central Bank.
- Buetzer, S. (2022): *Advancing the Monetary Policy Toolkit through Outright Transfers*. IMF Working Paper 2022/87, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798400209949.001>
- Buiter, W. (2008): *Can Central Banks Go Broke?* CEPR Policy Insights No. 24. <https://cepr.org/publications/policy-insight-24-can-central-banks-go-broke>
- Cuaresma, J.C. – von Schweinitz, G. – Wendt, K. (2019): *On the empirics of reserve requirements and economic growth*. Journal of Macroeconomics, 60: 253–274. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2019.03.004>
- De Grauwe, P. – Ji, Y. (2023a): *Monetary Policies with fewer subsidies for banks: A two-tier system of reserve requirements*. VoxEU, 13 March. <https://cepr.org/voxeu/columns/monetary-policies-fewer-subsidies-banks-two-tier-system-minimum-reserve-requirements>

- De Grauwe, P. – Ji, Y. (2023b): *Monetary Policies without Giveaways to Banks*. CEPR Discussion Paper No. 18103. <https://cepr.org/publications/dp18103>
- De Grauwe, P. – Ji, Y. (2024a): *A two-tier system of reserve requirements to fight inflation more fairly and effectively: Answers to our critics*. VoxEU, 12 February. <https://cepr.org/voxeu/columns/two-tier-system-reserve-requirements-fight-inflation-more-fairly-and-effectively>
- De Grauwe, P. – Ji, Y. (2024b): *How to conduct monetary policy. The ECB in the past, present and future*. Journal of International Money and Finance, 143, 103048. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103048>
- Demirgüç-Kunt, A. – Detragiache, E. (1998): *Financial liberalization and financial fragility*. Policy Research Working Paper no. WPS1917, World Bank Group, Washington, D.C. <http://documents.worldbank.org/curated/en/503921468766475512/Financial-liberalization-and-financial-fragility>
- Deuber, G. – Zobl, F. (2023): *ECB Minimum Reserves – 10% or 10% less Government Bonds*. SUERF Policy Brief 741, November. <https://www.suerf.org/publications/suerf-policy-notes-and-briefs/ecb-minimum-reserves-10-or-10-less-government-bonds/>
- Diamond, D.W. – Rajan, R.G. (2000): *A Theory of Bank Capital*. Journal of Finance, 55(6): 2431–2465. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00296>
- Fricke, D. – Greppmair, S. – Paludkiewicz, K. (2023): *Excess Reserves and Monetary Policy Tightening*. Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 05/2024. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4744790>
- Gambacorta, L. – Shin, H.S. (2016): *Why bank capital matters for monetary policy*. BIS Working Papers 558, Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/work558.pdf>
- Girotti, M. – Horny, G. (2020): *Bank Equity Value and Loan Supply*. Banque de France Working Paper No. 767, SSRN. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3600868>
- Ihrig, J. – Wolla, S. (2020): *Closing the Monetary Policy Curriculum Gap: A Primer for Educators Making the Transition to Teaching the Fed's Ample-Reserves Framework*. FEDS Notes, Federal Reserve, 23 October. <https://doi.org/10.17016/2380-7172.2754>
- Humann, T. – Michener, K. – Monnet, E. (2023): *Do Disinflation Policies Ravage Central Banks' Finances*. CEPR Discussion Paper No. 18246. <https://cepr.org/publications/dp18246>
- Kashyap, A. – Stein, J. (2012): *The Optimal Conduct of Monetary Policy with Interest on Reserves*. American Economic Journal: Macroeconomics, 4(1): 266–282. <https://doi.org/10.1257/mac.4.1.266>

- Kroszner, R.S. – Laeven, L. – Klingebiel, D. (2007): *Banking crises, financial dependence, and growth*. Journal of Financial Economics, 84(1): 187–228. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.05.001>
- Kwapil, C. (2023): *A two-tier system of reserve requirements by De Grauwe and Ji (2023): A closer look*. SIERF Policy Brief No 702, October. <https://www.suerf.org/publications/suerf-policy-notes-and-briefs/a-two-tier-system-of-minimum-reserve-requirements-by-de-grauwe-and-ji-2023-a-closer-look/>
- Levine, R. (1997): *Financial development and economic growth: views and agenda*. Journal of Economic Literature, 35(2): 688–726. <http://www.jstor.org/stable/2729790>
- McCauley, R. – Pinter, J. (2024): *Unremunerated reserves in the Eurosystem, part 2: Tax incidence and deposit relocation risks*. VoxEU.org, 16 January. <https://cepr.org/voxeu/columns/unremunerated-reserves-eurosystem-part-2-tax-incidence-and-deposit-relocation-risks>
- McKinnon, R.I. (1970): *Money and Capital in Economic Development*. Brookings Institution, Washington, DC.
- Schobert, F. – Yu, L. (2014): *The role of reserve requirements: the case of contemporary China and postwar Germany*. In: Rövekamp, F. – Hilpert, H.G.: *Currency Cooperation in East Asia*. Springer International Publishing, pp. 143–161. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-03062-3\\_10](https://doi.org/10.1007/978-3-319-03062-3_10)
- Shin, H.S. (2015): *On book equity: why it matters for monetary policy*. Keynote address. [https://www.bis.org/speeches/presentation\\_150218.pdf](https://www.bis.org/speeches/presentation_150218.pdf)
- Stiglitz, J.E. (2000): *Capital market liberalization, economic growth, and instability*. World Development, 28(6): 1075–1086. [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(00\)00006-1](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(00)00006-1)
- S&P Global (2023): *Eurozone Banks: Higher Reserve Requirements Would Dent Profits And Liquidity*. S&P Global, 24 October. <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/231024-eurozone-banks-higher-reserve-requirements-would-dent-profits-and-liquidity-12887510>
- Tucker, P. (2023): *Quantitative easing, monetary policy implementation and public finances*. IFS Report 223, Institute of Fiscal Studies. <https://ifs.org.uk/sites/default/files/2022-10/Quantitative-easing-monetary-policy-implementation-and-the-public-finances-Green-Budget-2022.pdf>
- Van den Heuvel, S.J. (2002): *Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission?* FRBNY Economic Policy Review, 8(1): 259–265. <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/02v08n1/0205vand.pdf>

- Van Lerven, F. – Caddick, D. (2022): *Between a Rock and Hard Place. The Case for a Tiered Reserve Monetary Policy Framework*. New Economics Foundation. [https://neweconomics.org/uploads/files/NEF\\_ROCKHARD\\_PLACE\\_20JUN22.pdf](https://neweconomics.org/uploads/files/NEF_ROCKHARD_PLACE_20JUN22.pdf)
- Wellink, N. (2023): *Crises have shaped the European Central Bank*. Journal of International Money and Finance, 138, 102923. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2023.102923>
- Wellink, N. – Marsh, D. (2023): *Euro area central bank losses increase complications for monetary policy*. OMFIF, 29 August. <https://www.omfif.org/2023/08/euro-area-central-bank-losses-increase-complications-for-monetary-policy/>
- Whelan, K. (2021): *Are Central Banks Storing Up a Future Fiscal Problem?* Blog, 16 July. <https://karlwhelan.com/blog/?p=2087>