

Karácsony Tímea – Kuti Zsolt – Török Gergő

EGY CÉL – EGY ESZKÖZ HELYETT TÖBB CÉL – TÖBB ESZKÖZ

A világgazdaságra a 2008-as válság előtti időszakban fenntarthatónak tűnő gazdasági növekedés és alacsony infláció együttese volt jellemző. A látszólag stabil fundamentumok mögött azonban fokozatosan felépülő pénzügyi egyensúlytalanságok húzódtak meg. A kialakult globális válságot követően a gazdaságpolitikai döntéshozóknak egy elhúzódó válsaggal kellett szembenéznük, amely rámutatott arra, hogy a makrogazdasági stabilitás mellett a pénzügyi rendszer stabilitása is elengedhetetlen a fenntartható növekedéshez.

Az elmúlt évtized gazdaságpolitikai tanulságai két nagyobb területen változtatták meg a jegybankok működési keretrendszerét. A válság után nyilvánvalóvá vált, hogy az árstabilitás önmagában nem elégséges a teljes reálgazdasági és pénzügyi stabilitás fenntartásához. Ezért a válságtapasztalatok a monetáris politikai célok felülvizsgálatához és ennek eredményeként egy kibővített mandátumértelmezéshez vezettek. A jegybanki gyakorlatban ennek megfelelően felértékelődött a pénzügyi stabilitás szerepe, ezen kívül hangsúlyosabbá váltak a reálgazdasági szempontok is a döntéshozatal során. Másrészt a több cél – több eszköz elvének megfelelően a jegybanki eszköztár is kibővült. Az új megközelítés szerint míg a kamatpolitika és a jegybanki mérlegpolitika az árstabilitást segíti elő, a mikro- és makroprudenciális politika támogatja a pénzügyi stabilitás fenntartását.

Az eszköztárak megújítását a válságkezelés is indokolta. A jegybankok elsőként a monetáris politika hagyományos eszközeivel próbálták mérsékelni a válság kedvezőtlen gazdasági hatásait: erőteljes kamatcsökkentési ciklusba kezdtek, illetve kibővítették likviditásnyújtó eszközeiket. A válságot megelőző évtizedekben azonban az infláció fokozatos csökkenése az irányadó ráták mérséklődésével párosult, ezért a jegybankok gyorsan beleütköztek a nominális kamatok nulla alsó korlátjába, miközben a szükséges mértékű monetáris lazítást igyekeztek végrehajtani. A ha-

<https://doi.org/10.47630/KULG.2019.63.7-8.9>

Karácsony Tímea, a Magyar Nemzeti Bank junior elemzője. E-mail: karacsonyt@mnb.hu

Kuti Zsolt, a Magyar Nemzeti Bank igazgatója. E-mail: kutizs@mnb.hu

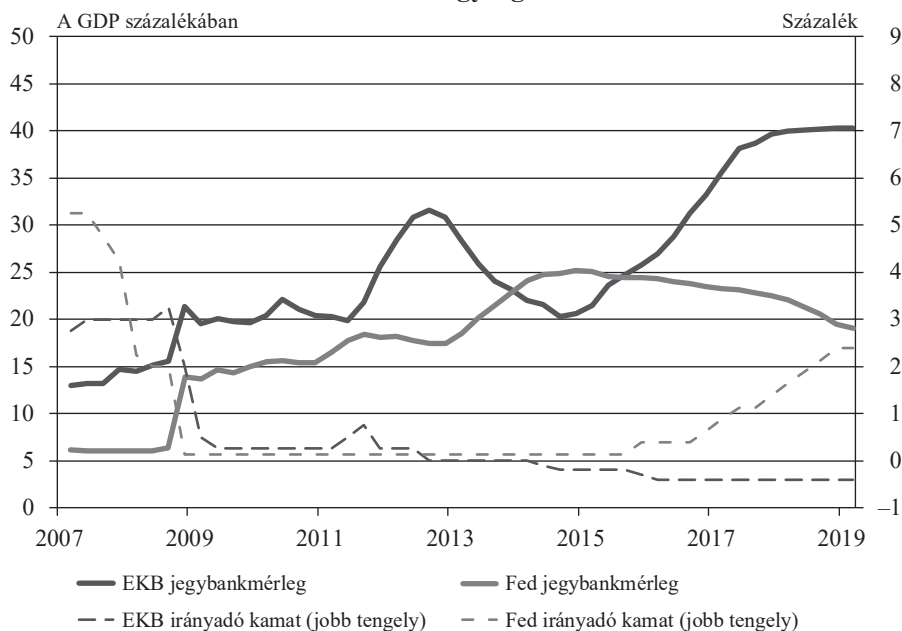
Török Gergő, a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: torokg@mnb.hu

gyománys kamatpolitika tehát nem bizonyult elegendőnek a válság kezelésében, így a jegybankok egyre több új, nem hagyományos eszközt vezettek be a monetáris kondíciók további lazítása érdekében. A jegybanki kommunikáció szerepe is felértékelődött. Az előrettekintő iránymutatások sztenderd monetáris politikai eszközzé váltak. A jegybankok eszköztárait gazdaságaik szerkezeti és intézményi sajátosságainak figyelembevételével bővítették. Ennek megfelelően mind időzítésben, mind minőségben és mértékekben eltérő nem konvencionális intézkedéseket vezettek be. Az ezekből fakadó eltérő elemek – a közös vonások mellett – a globálisan meghatározó jegybankok közül leglátványosabban az amerikai Federal Reserve (Fed) és az Európai Központi Bank (EKB) nem konvencionális programjainál figyelhetők meg.

Az Egyesült Államokban a jelzáloglevél-piac válságából és az amerikai vállalatok finanszírozási szerkezetéből adódóan a Fed elsősorban a tőkepiacokra fókuszált likviditásnyújtó programjaival. A Fed a kamatcsökkentést követően a nagy volumenű eszközvásárlások elindításával kívánta élnékíteni a reálgazdaságot. A több körben kibővített program keretében a jegybank különböző hosszabb lejáratú eszközök (kezdetben jelzálogkötvények, majd állampapírok) vásárlásával mérsékelte a lejáratú prémiumot és így a hosszabb hozamokat, valamint az eszközárak emelkedését váltotta ki, amikkel enyhítette a magánszektor hitelhez jutási feltételeit.

Európában főként a bankrendszer töredezettsége és a visszafogott hitelezés miatti transzmissziós zavarok, valamint a magas államadósságok jelentettek kihívást az EKB számára. A válságkezelést nehezítette, hogy a 2011–2014 közötti kamatcsökkentés hatása a sérült transzmissziós mechanizmus miatt a déli országokba nem tudott megfelelően begyűrűzni. Az eurózónában a banki hitelezés jelentősége miatt kiemelt szerepet játszik a hitelezési csatorna az eurózóna monetáris transzmissziójában. Ebből adódóan az EKB lépéseivel elsősorban a bankközi piacokat célozta. Az EKB állampapír-vásárlásait meghatározó szabályok (tőkekulcsarányok, limitek) azt célozták, hogy a program hatásai hasonló mértékben jelenjenek meg az egyes tagállamokban. Emellett idővel az értékpapírok szélesebb körére terjedt ki az eszközvásárlási program (fedezett kötvény, vállalati kötvény), mint az Egyesült Államokban. Az EKB a vásárlásokkal a bankszektoron kívül is biztosította a szükséges likviditást. A felsorolt lépések időzítését tekintve ugyanakkor az EKB késve követte a Fed gyorsan elindított monetáris lazítását. A nem konvencionális eszközök hatására a banki hitelkamatok csökkenésnek indultak az eurózóna minden országában. A legnagyobb hozamcsökkentő hatást éppen ott sikerült elérni, ahol a kamatcsökkentések csak kevésbé tudták érzékelteni hatásukat.

Az EKB és a Fed alapkamata, valamint a jegybankmérlegek GDP-arányos nagysága



Megjegyzés: Az irányadó kamat az EKB esetében az egynapos jegybanki betéti kamat, míg a Fed esetében az egynapos bankközi kamat (federal funds rate).

Forrás: EKB, Eurostat, FRED

A jegybankok nagy volumenű eszközvásárlása a mérlegük növekedésében is jelentkezett. A Fed mérlege 2014-re a válság előtti szint több mint ötszörösére (4500 milliárd dollárra) duzzadt, ami a GDP több mint 25 százalékát tette ki (lásd I. ábránkat). Az EKB lazító intézkedéseinek hatására a jegybank mérlege bő 10 év alatt GDP-arányosan 25 százalékponttal bővült.¹ A jegybankmérleg ilyen szintű növekedése ugyanakkor kockázatokat is rejthet magában. Az állampapírok által történő mérlegnövelés és a tartósan alacsony hozamkörnyezet függőséget alakíthat ki a gazdasági szereplők számára. Pénzpiaci szempontból jelent kockázatot, hogy az ilyen mértékű mérlegnövekedés mellett az eszközárak emelkedése buborékká alakulhat. A nem konvencionális programok során vásárolt mennyiségek leépítése

¹ A Bank of Japan is végrehajtott több eszközvásárlási programot, amelyek leginkább az állampapírpiacra irányultak.

(„exit”) megnövelheti az államháztartás finanszírozási terheit, ami egy magasabb adósságú ország esetén jelentős problémát okozhat. Az államkötvények nagyfokú koncentrációja a jegybanki mérlegekben különösen megnehezítheti a folyamatot.² A vállalati részvények esetében még nehezebb az „exit” kérdése, mert nem rendelkeznek lejáráttal, így aktív jegybanki politikát igényel a kivezetésük.

A nem konvencionális eszközök a pénzpiaci egyensúlytalanságok és a bankrendszer likviditási problémáinak kezelésében, a hosszú hozamok mérséklésében sikeresnek bizonyultak, ugyanakkor a reálgazdasági hatásaik mértéke a programok volumenéhez képest visszafogottabbnak tekinthető. Az is megfigyelhető volt, hogy az első szakaszhoz képest a programok későbbi bővítésének addicionális hatása egyre kisebb volt. A tudatosan alkalmazott jegybanki kommunikáció eredményességére világít rá *Mario Draghi* híressé vált „whatever it takes” üzenete, amely 2012 nyarán, az euróöngóna válságának idején a historikus csúcspokba emelkedő hozamszintek mérséklődését eredményezte.

A tartósan negatív reálkamatok kora

A válság előtt a stabil makrogazdasági környezetben is megfigyelhető volt a kamatok tartós csökkenése, ami egy immár több évtizede tartó folyamat. A monetáris politika ugyan a nominális kamatok szintjéről dönt, de a gazdasági szereplők döntését a reálkamat befolyásolja, ezért ez a változó a monetáris politika vitelében is központi szerephez jut.

A globális reálkamatok alakulásában is csökkenő tendencia figyelhető meg az 1980-as évek óta. Az elterjedt magyarázat szerint a reálkamatok csökkenését főként hosszú távú strukturális tényezők magyarázzák. Az elmúlt évtizedekben a fejlett gazdaságokban a romló demográfiai folyamatok és a lassuló termelékenységnövekedés egyaránt a reálkamatok csökkenését okozta. Ezt a hatást erősítette a válságot követő mérlegalkalmazkodás a megtakarítások növekedésén és a beruházási kereslet csökkenésén keresztül (*Virág*, 2015). Egy kevesebb figyelmet kapott nézet ezzel szemben a monetáris politika és az infláció viselkedésének szerepét emeli ki a reálkamatok alakulásában a reáltényezők helyett (*Borio* és szerzőtársai, 2018). E szerint abban az esetben, ha az infláció a korábban megfigyeltnél kevésbé reagál a gazdaság kihasználatlan kapacitásaira, a nominális kamat változásai nagyobb és tartósabb hatással járnak a reálkamatokra. Bármelyik elmélet is írja le jobban a reálkamatok ala-

² A Bank of Japan a japán államkötvények megközelítőleg 50 százalékát tartja 2019 nyarán.

kulása mögött meghúzódó folyamatokat, előretékintve a reálkamatok várhatóan a jövőben is tartósan alacsony szinten, többnyire negatív tartományban fognak alakulni.

A nem konvencionális az új konvencionális

A tartósan alacsony reálkamatszint mellett előretékintve is megnő az esélye annak, hogy a monetáris politika a nominális kamatok alsó korlátjába ütközik. Ezt figyelembe véve egy esetleges gazdasági visszaesés idején a jegybankoknak kisebb mozgásterük lesz arra, hogy a hagyományos eszközökkel hajtsanak végre monetáris lazítást. Ez azt is jelenti, hogy amennyiben egy újabb válság következne be, akkor nincs érdemi monetáris politikai mozgástér az alapkamatot illetően, és így az elmúlt évtizedben bevezetett nem konvencionális eszközök várhatóan tartósan a monetáris politikai eszköztár részévé válnak. Nem véletlen, hogy az EKB újabb monetáris lazítása kapcsán ismét felmerült a mennyiségi lazítás folytatása.

A korábbihoz hasonló programok addicionális hatása egyre alacsonyabb lehet, emiatt a jövőben egyre jobban fókuszba kerülhetnek a célzott eszközök. A célzottsághoz hozzátartozik az is, hogy a jegybankok akár egyszerre több piacon több eszközt is bevethetnek, hogy ezáltal javuljon a monetáris politika transzmissziója. A válságkezelés során világossá vált, hogy az a monetáris politika lehet hatékony és járhat a legkevesebb lehetséges mellékhatással, amelyik több piacon képes beavatkozni, ehhez azonban fejlett pénzügyi piacok szükségesek. A pénzügyi piacok – például a vállalati kötvénypiac – fejlesztése nagyobb mozgásteret biztosíthat a nem konvencionális eszközök tekintetében a jövőben. A mozgástér bővítésének egy másik elméletileg lehetséges iránya a digitális jegybankpénz bevezetése, ami viszont a jelenlegihez képest egy teljesen más monetáris politikai keretet eredményezhet.

A 2008-as válság arra is rávilágított, hogy a monetáris politika önmagában korlátokba ütközhet a válságkezelésben, ezért felerősödhet a más gazdaságpolitikai ágakkal való kooperációja. A kihívásokra adott önálló monetáris politikai válaszoknak a többi gazdaságpolitikai ág megfelelő koordinációja nélkül túl nagy lehet a reálgazdasági vagy pénzügyi stabilitási használdozata. A komplex gazdaságpolitikai koordináció elemei a monetáris politika mellett a fiskális politika, az adóssághelyzet, a versenyképességi politika és a makroprudenciális politika is.³ Recesszió idején a nagyobb fiskális multiplikátor és az alacsonyabb finanszírozási költségek

³ A monetáris és a fiskális politika kölcsönhatását vizsgálja *Matolcsy és Palotai* [2016].

következtében a fiskális politika hatékonyan képes kezelni a gazdasági visszaesést, ami végső soron a kereslet növekedése révén hozzájárulhat a deflációs spirál elkerüléséhez és a válság előtti növekedési pályára való visszatéréshez. A megfelelő fiskális kapacitás biztosításához „békeidőben” szükséges az államháztartás hiányának és adósságának megfelelő menedzsmentje, amely meghatározza az államadósság fenntartható, optimális szerkezetét (lejárat, költség, devizanem, rezidens) és biztosítja a szükséges stabil forrásokat a költségvetés számára. Mindezek mellett a belső és külső egyensúly megteremtéséhez, valamint a hosszú távú optimális kapacitáshasználishoz elengedhetetlen a megfelelő versenyképességi politika. Végül, de nem utolsósorban a makro- és mikroprudenciális politika is kiemelt szereppel bír az optimális gazdaságpolitikai együttműködés szempontjából, hiszen hozzájárul a prudens pénzügyi rendszer stabilitásához és sokkellenálló képességének növekedéséhez. A gazdaságpolitikai területek egymást kiegészítve, támogatva képesek biztosítani az egészséges szerkezetű, fenntartható és stabil gazdasági növekedést.

A magyar út – célzott jegybanki politika

Az egy cél – egy eszköz elve a magyar monetáris politika esetében már a válság előtt sem működött megfelelően. A jegybank a magas nominális kamatok ellenére sem volt képes a cél közelébe mérsékelni az inflációt, míg a rövid távon stabil árfolyam kedvezett a devizahitelezés elterjedésének (*Matolcsy, 2015*). Emiatt és a szintén súlyos hibákat vétő fiskális politika eredményeként a válság különösen kedvezőtlen helyzetben érte a magyar gazdaságot. A hazai GDP 2009-ben számottevően visszaesett, amiben jelentős szerepe volt többek között az ország külső sérülékenységének, a magas államadósságnak és a túlzott devizahitelezésnek.

2013-tól új elvek határozták meg az MNB monetáris politikáját, amelynek középpontjába az innovatív, célzott jegybanki politika alapelve került. Az inflációs célkövetés rendszerét megtartva a magyar monetáris politika is a nagyobb rugalmasság irányába mozdult el, miközben a jegybank mandátuma és eszköztára is kibővült. A 2013-ban elfogadott új jegybanktörvényben az MNB az inflációs cél elsődlegességének megtartása mellett elsőként deklarálta a pénzügyi stabilitás és a kormányzati gazdaságpolitika támogatásának a célját. A törvény hatálybalépésével a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF) beolvadt az MNB szervezetébe, egyúttal a jegybank jogköre kibővült a bankrendszer, illetve az egyéb pénzügyi intézmények felügyeletével. A jegybank összehangolta a makro- és mikroprudenciális felügyeleti

hatáskört, illetve erősítette a pénzügyi fogyasztóvédelmet. A nagyobb rugalmasságot jelezte a 2015 tavaszán a 3 százalékos inflációs cél körül kialakított ± 1 százalékpontos toleranciasáv is. A rugalmasabb keretrendszer megalapozta a monetáris politikai fordulat véghezvitelét, a pénzügyi rendszer stabilitását és a sikeres válságkezeléshez szükséges célzott eszközök bevezetését.

A válság által okozott kihívásokra reagálva a jegybank a nemzetközi gyakorlatot követve jelentős kamatcsökkentési ciklust indított 2012 nyarán, amelynek eredményeként az irányadó ráta 7 százalékról 2016 tavaszára historikusan alacsony szintre, 0,9 százalékra csökkent. Emellett az MNB előretekintő iránymutatásával és az eszköztár átalakításával folyamatosan javította a monetáris transzmisszió hatékonyságát annak érdekében, hogy a kamatcsökkentések a hozamgörbe minél hosszabb szakaszán érvényesüljenek. 2016 márciusától a Monetáris Tanács a kamatfolyosó szélességéről és szimmetriájáról is döntött. A kamatcsökkentési ciklus jelentős hatással volt mind a bankközi kamatokra, mind az állampapírpiazi hozamokra, továbbá jelentősen növelte a kamatmegtakarítást a konszolidált államháztartás számára.

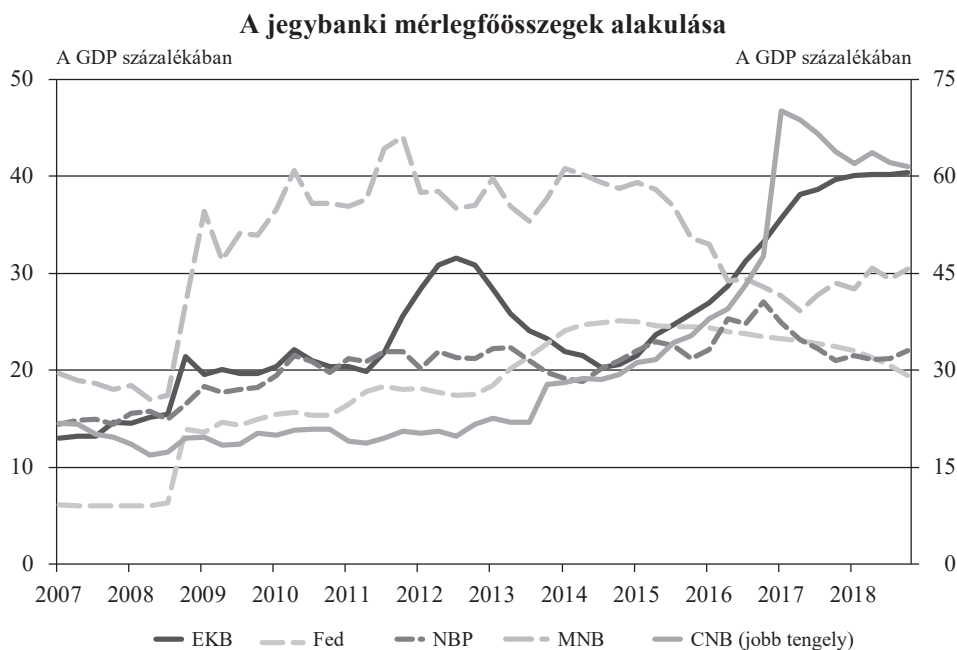
A válság okozta országspecifikus kihívásokra reagálva az MNB számos célzott, nem konvencionális eszközzel bővítette eszköztárát (*Lehmann* és szerzőtársai, 2017, *Matolcsy* és *Palotai*, 2018). A válság kitörését követően hazánkban nemzetközi összehasonlításban is kiugróan nagymértékű visszaesés volt megfigyelhető a magánszektor hitelállományában (ez az úgynevezett hitellefagyás jelensége). 2013 júniusában a kis- és középvállalati hitelezésben tapasztalt tartós piaci zavar mérséklése, a célzott hitelösztönzés és a gazdaság élénkítése érdekében az MNB bevezette a Növekedési Hitelprogramot (NHP), amely kedvezményes hitelrefinanszírozást biztosított 0 százalékos refinanszírozási kamat mellett. Az NHP négyéves működési ideje alatt közel 40 000 hazai vállalkozás olcsó és kiszámítható finanszírozáshoz jutásához járult hozzá, mintegy 2800 milliárd forint összegben. A program eredményesen segítette elő a hitelezési fordulatot, a magyar gazdaság válságból való kilábalását, továbbá megalapozta a későbbi, a kkv-hitelezés egészségesebb szerkezetének kialakítását célzó program, az NHP fix elindítását.

A válság kitörésekor a lakossági hitelek mintegy 70 százaléka deviza- vagy devizaalapú hitel volt, amely kiemelt pénzügyi stabilitási kockázatot jelentett, jelentősen megnehezítette a válságból való kilábalást és számottevően növelte hazánk külső sérülékenységét. Az MNB mindezek következtében stratégiai célnak tekintette a lakossági devizahitelek kivezetését 2013-at követően. A jegybank 2014 őszén kezdte meg a kormánnyal közös programját a lakossági devizahitelek kivezetése céljából.

A program technikai értelemben 2017 decemberében zárult le a forintosításhoz kötődő utolsó devizaswap-ügylet megkötésével. A jegybanki konverziós program lehetővé tette, hogy a devizahitelek kivezetése rendezetten, rövid időn belül és a forint árfolyamára való érdemi hatás nélkül valósuljon meg. A lakossági devizahitelek kivezetésével a magyar pénzügyi rendszer az egészségesebb mérlegszerkezet irányába tett jelentős elmozdulást, amelynek eredményeként az egyik legnagyobb rendszerintű kockázat került ki a pénzügyi intézmények mérlegéből. A program emellett jelentősen hozzájárult a háztartási törlesztési terhek csökkenéséhez és erősítette a monetáris transzmisszió kamatcsatornáját (MNB, 2019).

A magas adósságmutatók, az államadósság magas devizaaránya és a jelentős külső adósság növelték hazánk külső sérülékenységét. Az MNB a külső forrásokra való ráutaltság mérséklése és az egészségesebb adósságszerkezet kialakítása érdekében 2014 nyarán bevezette az Önfínanszírozási programot, amelynek keretében a jegybank hazai kibocsátású likvid értékpapírok vásárlására ösztönözte a hitelintézeteket. A konstrukció hatékonyan növelte a magyar állampapír-állomány hazai tulajdoni részarányát, segítve ezáltal az államadósság belső finanszírozásának erősödését és a külső sérülékenység csökkenését.

A globális jelentőségű jegybankok mérlegfőösszegének folytatódó emelkedésével ellentétben az MNB úgy tudta fenntartani a laza monetáris kondíciókat, hogy intézkedéseinek egy része (Önfínanszírozási program és forintosítás) egyaránt támogatta az ország külső sérülékenységének mérséklődését és a jegybankmérleg zsugorodását, miközben a mennyiségi korlátozás a mérleg szerkezetének átalakulásához, a kamatozó források arányának mérséklődéséhez vezetett. Ennek eredményeként az MNB azon kevés jegybankok egyike, amelyek GDP-arányos mérlegfőösszege a válság előtti szint alá csökkent, miközben több jegybank mérlegfőösszege jelentősen növekedett a válság előtti értékéhez képest (lásd 2. *ábránkat*).



Megjegyzés: a CNB a cseh jegybankot, az NBP a lengyel jegybankot jelöli.

Forrás: Eurostat, FRED, jegybankok honlapja

Az MNB 2013-ban bevezetett rugalmas inflációs célkövető rendszere lehetővé tette, hogy az árstabilitás elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül egyszerre valósuljon meg a reálgazdasági és pénzügyi stabilitás, miközben hatékonyan támogatta az ország válságból való kilábalását. A 2013 és 2018 között bevezetett jegybanki intézkedések jelentős mértékben hozzájárultak a hazai makrogazdasági környezet javulásához és a gazdasági növekedés fenntartható pályára állításához. Az alkalmazott hagyományos és nem hagyományos jegybanki eszközök makrogazdasági hatása a kamatpolitikán és a hitelezési folyamatokon keresztül ragadható meg. A gazdasági növekedés mellett a külső egyensúlyi folyamatok, az államadósságráta és az infláció is kedvezően alakult a 2013-tól megvalósuló monetáris politika mellett. Az alacsony kamatkörnyezet és a célzott jegybanki lépések érdemben támogatták a bankrendszer sérülékenységének csökkentését, illetve a kockázati felárak mérseklését. Az új monetáris politikai keretrendszer összességében jelentős mértékben támogatta a dinamikus gazdasági növekedést, a kamatcsökkentés és a jegybanki

programok 2013–2018 között összességében közel 6 százalékkal járultak hozzá a GDP növekedéséhez, az első években a gazdasági növekedés közel felét adva (MNB, 2019). A magyar monetáris politika mindezt úgy teljesítette, hogy közben elérte és fenntartotta az árstabilitást, az infláció 2017 januárja óta szinte végig az inflációs cél körüli toleranciasávon belül tartózkodik.

Hivatkozások

- Borio, Claudio – Disyatat, Piti – Juselius, Mikael – Rungcharoenkitkul, Phurichai* [2018]: Monetary policy in the grip of a pincer movement. BIS Working Papers, No. 706 Bank for International Settlements, March.
- Lehmann Kristóf – Palotai Dániel – Virág Barnabás* (szerk.) [2017]: A magyar út – célzott jegybanki politika. Magyar Nemzeti Bank Könyvsorozata, Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- Magyar Nemzeti Bank [2019]: Magyar Nemzeti Bank jelentés 2013–2019.
- Matolcsy György* [2015]: Egyensúly és növekedés. Konszolidáció és stabilizáció Magyarországon 2010–2014. Magyar Nemzeti Bank Könyvsorozata, Kairosz kiadó.
- Matolcsy György – Palotai Dániel* [2016]: A fiskális és a monetáris politika kölcsönhatása Magyarországon az elmúlt másfél évtizedben, *Hitelintézeti Szemle*, 15. évf., 2. szám, június, 5–32. o.
- Matolcsy György – Palotai Dániel* [2018]: A magyar modell: A válságkezelés magyar receptje a mediterrán út tükrében, *Hitelintézeti Szemle*, 17. évf., 2. szám, június, 5–42. o.
- Virág Barnabás* [2015]: Tartósan beköszönhet a negatív reálkamatok kora. Szerkesztett formában megjelent a *Portfolio.hu* oldalon 2015. november 2-án. Letölthető: <https://www.mnb.hu/letoltes/virag-barnabas-tartosan-bekoszonthet-a-negativ-realkamatok-kora.pdf>