

HALMOZÓDÓ ELLENTMONDÁSOK

A 2008-as válság egyik legfőbb tanulsága a fegyelmezett költségvetési politika fontossága. Azokban az országokban, amelyekben a válság kitörésekor magas volt az államadósság, a fiskális politikának alig volt mozgástere a negatív hatások csillapítására. A másik fontos tanulság, hogy késlelteti a kilábalást a válság idején történő doktriner ragaszkodás az alacsony költségvetési hiányhoz. Azaz: legyen a fiskális politika anticiklikus jellegű. A konjunktúra felívelő szakaszában legyen takarékos, halmozzon fel tartalékokat a rossz időkre, mert külön fiskális élénkítés nélkül is jól teljesít a gazdaság; a konjunktúra leszálló ágában viszont ne féljen radikális élénkítő eszközökhöz nyúlni.

A magas államadóssági ráták mellett ideológiai görcsök – a költségvetési hiány megemelkedésétől való félelem – is szerepet játszottak abban, hogy a fiskális politikai válaszok erőtelnek voltak, ezért a válságkezelés alapvetően a monetáris politikára hárult. Nem mindenhol látták, hogy a magas költségvetési hiány nem a válság alatt, hanem a válság előtt jelent problémát. A válság idején a hagyományos monetáris politikai eszközök lehetőségeinek kimerülésével a jegybanki értékpapír-vásárlások sikerrel csökkentették a piaci hozamszintet. A jegybank iránymutató közlései pedig sikerrel győzték meg a piaci szereplőket az alacsony kamatkörnyezet tartósságáról. A jegybanki politikák meghatározó szerepet játszottak a fogyasztási és beruházási kereslet fordulatában. Ha már hibáztak a válság előtt, a jegybankok komoly érdemeket szereztek a helyreállításban.

Azok a jegybankok voltak a legsikeresebbek, amelyek pragmatikusan politizáltak, szembe mertek menni korábbi konvenciókkal. Az Európai Központi Bank (ECB) csak késve, hosszú vonakodás után nyúlt nem konvencionális eszközökhöz. Ebben szerepet játszhatott a fiskális finanszírozás tilalmához való merev ragaszkodás.

A gazdaságélénkítési céllal történt *eszközvásárlás* olyan, mint az egyszer használatos fecskendő, amelynek alkalmazása meghatározott feltételekhez kötött. Az eszközvásárlás csak válság idején alkalmazható. Stabil makrogazdasági körülmények között a jegybanki állampapír-vásárlások azzal járnak, hogy az államadósság

<https://doi.org/10.47630/KULG.2019.63.7-8.4>

Bihari Péter, a Budapesti Corvinus Egyetem és a Budapest Gazdasági Egyetem oktatója, 2005–2011 között a Monetáris Tanács tagja. E-mail: biharip@t-online.hu

mind nagyobb hányada kerül a központi bank kezébe, ennek következtében pedig az állam a jegybanknak, végső soron pedig önmagának fizeti az államadósság utáni kamat mind nagyobb részét. Ezen túlmenően a jegybanki eszközvásárlások révén megvalósuló piaci hozamcsökkentés olcsóbbá teszi az állam finanszírozását, ez pedig gyengíti a piac fegyelmező erejét. Ha a politikusok azt tapasztalják, hogy a túlkorlekezésnek kicsi a pénzügyi terhe, akkor élni fognak a lehetőséggel. Ezzel pedig egy következő válság előfordulásakor saját mozgásterüket szűkítik be.

A másodlagos piaci jegybanki eszközvásárlás – felfogásom szerint – fiskális finanszírozást jelent, ami válság idején hasznos szerepet játszott a makrogazdasági stabilizációban, azt követően azonban, amikor ismét a fegyelmezett költségvetés válik alapkövetelménnyé, káros a fenntartása. Ami szabad háborúban, tilos békeidőben. Nagy körütekintést igényel ugyanakkor a jegybanki értékpapír-portfólió leépítése. Ahogy a jegybanki vásárlások komoly szerepet játszottak a piaci hozamszint csökkenésében, úgy a jegybanki eszközeladások a piaci hozamszint növekedéséhez, a beruházási és fogyasztási kereslet megtorpanásához vezethetnek. A jegybanknál lévő értékpapírok lejárat előtti piacra vezetése a piaci kínálat növelése, lejáratig tartása pedig a kieső kereslet révén fejt ki hozamemelő hatást.

Felfogásom szerint *a jegybanki eszközvásárlási program egyszeri és megismételhetetlen*. Egy újabb válság esetén adócsökkentések, kiadásnövelő intézkedések, pozitív jövedelmi sokkok révén a fiskális politikáé lehet a vezető szerep. A jegybankok alacsony kamatszint fenntartásával járulhatnak hozzá legjobban a válságból való kilábaláshoz.

A jegybank jövőbeli magatartására irányuló nyílt *verbális jelzéseket* a válság idején a kényszer szülte. Normál körülmények között a kamatváltoztatás üzeneteket közvetít a piaci szereplők felé, voltaképpen ez a fő funkciója. Egy 25 bázispontos kamatváltoztatás önmagában marginális jelentőségű. A változtatás fő értelmét az adja, hogy kifejezi a jegybank helyzetértékelését, és következtetni lehet belőle a jegybank további szándékaira. Ez pedig – jó esetben – a várakozások jegybank által remélt változására vezethet. Ha azonban a kamatcsökkentés lehetőségei kimerülnek, akkor az üzenetek közvetítésére nem marad más mód, mint a szóbeli jelzés. Ha viszont a jegybank szavakkal is képes a piaci várakozások befolyásolására, és a válság időszaka azt illusztrálja, hogy képes volt erre, akkor a makrogazdasági stabilizációt követően is érdemes ezt az eszközt intenzíven használni.

Bizonyos határok között *a szóbeli iránymutatás a kamatpolitika helyettesítőjeként is szolgálhat*. A kommunikáció kevésbé fájdalmas módja a várakozások terelésének, mint a kamatemelés. A jegybanki kommunikáció nyíltabbá válásának hosszú folyamatában új szintet képvisel az előretekintő iránymutatás rendszersze-

rű használata. Olyannyira, hogy véleményem szerint a kommunikáció mára önálló monetáris politikai eszköznek tekintendő. Persze csak az a jegybank képes szavaival érdemi hatást elérni, amelyik kellő hitelességgel rendelkezik, és csak addig képes erre, ameddig cselekedetei összhangban állnak a szavaival. A teljes bizonyossággal teljesíthető ígéreteknek nincs várakozásbefolyásoló erejük. Azaz a kapaszkodókat nem nyújtó üres beszéd és a megszegésre ítélt ígéretek közötti szűk mezsgyét kell a jegybanki kommunikációnak megtalálni.

A jegybankoknak van felelősségük a 2008-as válság létrejöttében. Túl szűken értelmezték a feladatkörüket, azt gondolták, hogy az árstabilitás biztosításával a pénzügyi stabilitás is létrejön, ezért a pénzügyi stabilitási kockázatokkal nem is kell foglalkozniuk. Lokális zavarokat, bankcsődöket persze lehetségesnek tartottak, ezek kezelésére viszont elegendőnek vélték a mikroprudenciális eszközöket. Mindeközben úgy robbant ki a 2008-as válság, hogy a centrumországokban nem mutatkoztak érdemi inflációs problémák. Az inflációs célkövetés összességében és az országok többségében sikerrel tartotta keretek között a fogyasztói árak emelkedését, és ahol jól alkalmazták, kellő rugalmassággal kombinálta a reálgazdasági és árstabilitási szempontokat.

A globális válság tapasztalataiból okulva *a monetáris politikai rezsimnek is változnia kell*. A pénzügyi közvetítőrendszer egészét érintő kockázatok figyelése és keretek között tartása egy erre szakosodott makropolitikai ág (makroprudenciális politika) kiépülését indokolja. A jegybank a rendelkezésére álló szaktudás és információk alapján kihagyhatatlan szereplője ennek a politikának. Kérdés azonban, hogy ezt a tevékenységet a monetáris politikától elkülönítve, mintegy azzal párhuzamosan, vagy a monetáris politikába ágyazottan, annak részeként, de az árstabilitási célnak alárendelten, vagy pedig a monetáris politikai mandátum kibővítésével, az árstabilitást és a pénzügyi stabilitást egymással egyenrangú célként kezelve végezze a jegybank. Én az utóbbi állásponton vagyok.

Megjegyzem, hogy 2011 óta a Magyar Nemzeti Bank előrejelzéseiben használt kamatpálya – a kockázati prémium szerepeltetésén keresztül – figyelembe veszi a pénzügyi stabilitási szempontokat. Ebben a felfogásban a tényleges döntéshozatal az egyes döntési alternatívákhoz kapcsolódó társadalmi összhaszon és összveszteség mérlegelésén alapul. Elképzelhető, hogy a döntéshozók egy kamatemelés mérlegelésekor arra a következtetésre jutnak, hogy az emelés elvetése esetén az infláció oldalán elszenvedett veszteségek nagyobbak, mint a növekedés oldalán keletkező nyereségek, és ezért érdemes a kamatemelést megtenni. Katasztrófaközei állapotban nyilván a pénzügyi stabilitás szempontjai determinálják a döntéshozatalt. Kisebb

súlyú pénzügyi kockázatok esetén viszont lehet, hogy a társadalmi összhaszon maximalizálásához nem indokolt az árstabilitási logikától eltérni. Ez azt jelenti, hogy a tényleges gyakorlatban *nincs olyan célja a jegybanknak, amely minden konstellációban elsőbbséget élvez a többi céllal szemben.*

A rugalmas inflációs célkövetés eddig is az árstabilitási és reálgazdasági szempontok együttes mérlegelése alapján működött. A pénzügyi stabilitási cél megjelenésével ez a mérlegelési kör bővül, a szükséges rugalmasság foka nő, de a pénzügyi rendszer jellemzően stabil állapota miatt ennek következtében a tényleges monetáris politikai gyakorlatban nem várhatók látványos változások.

A Magyar Nemzeti Bank alapítványi ügyeivel, ingatlanportfólió-építésével, általános gazdaságpolitikai, oktatáspolitikai, egészségpolitikai és egyéb szakpolitikai szerepvállalásával nem foglalkozom. Ezeket alapvetően hibás feladatvállalásnak tekintem. A szűkebben vett monetáris politikai gyakorlatot illetően a kamatcsökkenési ciklus időtartamával és mértékével egyetértek. A növekedési hitelprogram céljait osztom, ám az eredményeit nem tartom átütő erejűnek. A monetáris politika mint rendszer azonban *kaotikussá vált*, intézkedései nehezen átláthatók, gyakran sem egymással, sem a jegybank által szavakban elfogadott elvekkel nem konzisztensek.

Ma az irányadó kamatláb egyre kevésbé mutat irányt, az irányadó eszköz, amire az irányadó kamatláb vonatkozik, az elmúlt öt évben négyszer változott, a monetáris kondíciókat a jegybank egyre inkább más eszközökkel igyekszik befolyásolni. Nem tudni azonban, melyik eszköz fejezi ki a legpontosabban a jegybank üzeneteit. A megértési zűrzavart fokozza, ha a többféle jegybanki instrumentumot nem egymással összhangban változtatják; az egyiket például a lazítás, másikat a szigorítás irányába. Miközben a jegybank szavakban az árstabilitás iránti elkötelezettségét hangsúlyozza, tettei arra utalnak, hogy a monetáris politikai döntéshozatalt elsősorban reálgazdasági megfontolások vezérlik.

Az ipari termelékenység stagnáló szintje melletti két számjegyű keresetnövekedés, a kiskereskedelmi eladások 5–7 százalékos bővülése gyorsuló inflációt valószínűsít. Egy új elem is bekerül az inflációemelő tényezők közé. Eddig Magyarországon a monetáris transzmisszióban az *eszközárak* gyenge szerepet játszottak. Az ingatlanpiacon tapasztalt jelentős áremelkedés azonban a lakásvagyon olyan mértékű felértékelődését eredményezi, ami – a bérek alakulásától függetlenül, a vagyonhatáson keresztül is – a háztartások fogyasztási keresletének növekedését valószínűsíti. Mindeközben a külső konjunktúra gyengül, és az áremelkedések üteme a korábban vártnál lassabb. A nemzetközi monetáris feltételek esetleges szigorítása a hazai feltételek szigorodásával egyenértékű a Magyar Nemzeti Bank aktív lépései

nélkül is. A vonzóbbá váló hazai értékpapírhozamok a külföldi befektetői kedv élénkülésével járhatnak. Kétséges azonban, hogy a forint árfolyamának ebből fakadó esetleges erősödése és az importált infláció mérséklődése együttesen képesek-e a belső inflációs nyomás ellensúlyozására.

Kockázatos utat jár az a monetáris politika, amelyik saját cselekvés helyett a külső körülmények megfelelő alakulásától várja hazai feladatainak megoldását. Nem az a kérdés, hogy manapság miért nem ad egyértelmű jelzést a jegybank a piac számára, amikor az infláció a jegybanki toleranciasáv szélét nyaldossa. Az a kérdés, hogy miért nem adott jelzést hónapokkal korábban, amivel meggátolhatta volna, hogy az áremelkedés mértéke a négyszázalékos küszöb közelébe kerüljön.