

GYÓGYÍR VAGY DROG?

A 2008-as válság hatására átalakult a gondolkodás a monetáris politika szerepéről és módszereiről, valamint a jegybanki függetlenségről.¹ A hetvenes–nyolcvanas években a magas inflációval és eladósodással járó, aktívan beavatkozó monetáris politika kudarca nyomán erősítették a jegybankok függetlenségét, ami a költségvetés közvetlen jegybanki finanszírozásának a tilalmával is együtt járt. A jegybankok elsődleges – bár nem mindenütt egyedüli – céljává az árstabilitás biztosítása vált. A hitelválság és az államadósság-krízisek azonban felértékeltek a szerepüket a pénzügyi stabilitás és a zavartalan pénzügyi közvetítés biztosításában: az infláció helyett a gazdasági visszaesés megfékezése és a defláció elkerülése vált a fő feladatukká.

Eleinte elegendő volt ehhez a kamatsökkentés szokványos eszköze is, de a nullához közelítő kamatszintek mellett úgynevezett nem konvencionális módszerek is szükségessé váltak. A gazdaság zsugorodását főként értékpapírok és hitelkövetelések megvásárlásával történő mennyiségi lazítás (Quantitative Easing, QE) révén próbálják fékezni a jegybankok. A pénzpumpa nem feltétlenül növelte meg a forgalomban lévő pénzmennyiséget, bár a kereslethiányos gazdaságokban ez is mindinkább megengedetté vált. A japán, az amerikai és a brit jegybank megváltozott gyakorlatát – némi spéttel – a 2010 tavaszától 200 milliárd eurós kötvényvásárlási programot beindító Európai Központi Bank (ECB) is követte, amely a különféle módokon üzemeltetett pénzpumpák mellett 2014-től negatív betéti kamatlábat is alkalmaz.

A nem konvencionális monetáris lazításra épített jegybanki programok a piaci zavarok kezelésében és a pénzügyi stabilitás helyreállításában eredményesnek bizonyultak: megnövelték a piacok likviditását, csökkentették a hozamokat és növelték a gazdasági szereplők hitelhez jutásának lehetőségét. Sikerült elkerülni az 1929–1933-as válsághoz hasonló összeomlást, bár az újabb és újabb programok nem vezették ki tartósan a gazdaságokat a válságból, noha mélységét kétségtelenül enyhítették.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2019.63.7-8.45>

Várhegyi Éva, az MTA doktora, a Pénzügykutató Zrt. tudományos tanácsadója.
E-mail: evavarhegyi@t-online.hu

¹ A nemzetközi szakirodalomban nagy figyelmet kapott kérdéskört jól foglalja össze *Krekó–Balogh–Lehmann–Mátrai–Pulai–Vonnák* [2012] és *Neményi Judit* [2012] tanulmánya.

A tartós hatás hiányát tükrözi, hogy bár a fontosabb jegybankok megpróbálták fokozatosan leállítani a válságkezelés céljából bevetett pénzpumpáikat, a tervezett visszavonulás nem járt sikerrel. A Fed már 2014-től mérsékelte eszközvásárlásait, és hét év után, 2015 végén kamatemelési ciklusát is megkezdte. 2017 októberében az addigra 4500 milliárd dollárra duzzadt mérlegének leépítésébe is belekezdett, azzal a tervvel, hogy a jegybank mérlegfőösszege a folyamat végén 2000–3000 milliárd dollárra zsugorodhat. Ám időközben módosult a menetrend. Az új elnök a 2019. februári kongresszusi meghallgatásán már úgy ítélte meg, hogy volatilisssá váltak a piacok, a pénzügyi feltételek a korábbinál kevésbé támogatják a növekedést, Kínát és Európát (főként a brexitre tekintettel) pedig aggasztónak titulálta. A Fed Nyílt-piaci Bizottsága márciusi ülésén úgy döntött, hogy csak szeptemberig folytatja a mérlegleépítést. A gazdaság lassulása, az infláció gyengülése és a vártnál rosszabb foglalkoztatottsági adatok igazolták az óvatosságot: nyáron a piac már nemcsak a további kamatemelés leállítására, hanem inkább kamatcsökkentésre vár.

Az ECB a 2016 tavaszán elindított, egy évre szánt eszközvásárlási programját az eredeti lejáratot követően is folytatta, bár csökkentett, havi 60 milliárd eurós keretösszeggel, amit 2018-tól megfeleezett. Az irányadó refinanszírozási műveletek 0 százalékos és az egynapos betét mínusz 0,4 százalékos kamatlábát viszont változatlanul hagyta, és jelezte, hogy a jelenlegi kamatszintet huzamosabb ideig fenntartja, szükség esetén pedig további gazdaságélénkítő intézkedéseket alkalmaz.

Mindez arra mutat rá, hogy – hasonlóan a különféle drogokhoz – a nem konvencionális jegybanki eszközökről is sokkal nehezebb leszokni, mint rászokni. A növekedés már most érzékelhető lanygulása azt jelzi, hogy a bepumpált nagy tömegű pénz a vártnál kisebb mértékben idézett elő tartós hatást. Valószínűnek látszik a hiszterézis jelenségének érvényesülése, vagyis az, hogy a 2008-as válság sokkja permanens hatást gyakorol a hosszú távú egyensúlyi folyamatokra (Váry, 2018). Ha pedig így van, akkor a jegybankok aligha szabadulnak meg véglegesen a válság nyomán bevetett nem konvencionális eszközeiktől.

Alkalmazkodás a megváltozott helyzethez

Sok jel mutat arra, hogy a korábbi rend már nem áll vissza. A jegybanki mérlegek nem csupán a gazdaság bővülésével időközben megemelkedett pénzigény miatt nem szűkíthetők le eredeti méretükre, hanem azért sem, mert a pénzintézeteknek a válság hatására felerősödött óvatossága megnövelte a likviditás iránti igényüket. A

kamatok normalizálása sem jelenti feltétlenül a válság előtti szintek visszaállítását, mivel időközben trendszerűen mérséklődött az infláció, és emellett a reálkamatok csökkenése is tartósnak tekinthető a társadalom előregedése és a termelékenység korábbinál lassúbb növekedése miatt (*Rudebusch, 2018*). A fejlett gazdaságokban a növekedést fékező és egyúttal dezinflációs hatása van a növekvő egyenlőtlenségnek, a népesség széles körére jellemző szociális és gazdasági biztonságérzet, valamint az intézményekbe vetett bizalom hiányának is (*El-Erian, 2019*).

Ha a lanyha növekedés mellett a kamatok is tartósan alacsonyok maradnak, az megágyaz a nem konvencionális politika további alkalmazásának. Mivel egy újabb recesszió bekövetkezése esetén alig van, vagy egyáltalán nincs tér kamatcsökkentésre, a jegybankok újból kénytelenek a mennyiségi lazítás eszközeihez folyamodni, ha el akarják kerülni a bankok profitabilitását aláásó és a bankrendszer stabilitását veszélyeztető negatív kamatok tartós fennmaradását. Nullához közeli vagy negatív kamatszint mellett eleve csorbát szenved a monetáris politika hatékonysága, mivel a monetáris transzmisszió ilyenkor kevésbé érvényesíthető.

A mennyiségi lazításnak is vannak persze hátulütői. A jegybankok értékpapír-vásárlásai torzítják a pénzügyi piacokat, rombolják a hozamgörbék információtartalmát, felpuhítják a kormányok költségvetési korlátját, politikai nyomásnak teszik ki a jegybankokat, aláásva a függetlenségüket, miközben a jegybanki mérlegek felduzzadása a tőkevesztés veszélyét is hordozza (*Eichengreen, 2019*). A vezető jegybankok mégsem tudnak megválni a gazdaság serkentésére használt drogoktól, mivel attól tartanak, hogy nélkülük tartóssá válik a gyenge növekedés és alacsony infláció veszélyes párosa, amit a ráépülő várakozások hatására méginkább lefékeződő fogyasztás és beruházások hosszú távra is bebetonozhatnak (lásd Japánt). Ezért valószínűsíthető, hogy a központi bankok még rövid időre sem teszik talonba nem konvencionális fegyvertárukat, hanem a gazdaság konjunkturális helyzetétől függően egyik-másik darabját rendre kijátsszák.

A hazai monetáris politika mérlege

A Magyar Nemzeti Bank 2013-ban megújult vezetése az addiginál bátrabb – az ország rossz hitelminősítői megítélésének fényében időnként hazardírozó – kamatcsökkentés mellett nem konvencionális eszközökkel is próbálta serkenteni a gazdaságot. Meghirdették a növekedési hitelprogramot (NHP), ám a Bank of England mintaadó Funding for lending konstrukciójával ellentétben fix kamattal, ami egy idő után nulla közeli (majd az emelkedő infláció mellett negatív) reálkamatokat eredmé-

nyezett a hitelfelvevőknek. A kivételesen kedvező kondíció miatt a megcélzott kis- és középvállalkozások jórészt hitelkiváltásra használták a konstrukciót.

2014-től az „önfinanszírozási program” jegyében újította meg eszköztárát az MNB, azzal a céllal, hogy erősítse az államadósság belső finanszírozását, és csökkentse az ország külső sérülékenységét. A bankok likviditását lekötő, korábbi két-hetes betétet három hónapos futamidejűvé alakította át, majd 2016 őszétől erre is mennyiségi korlátot vezetett be, de lehetővé tette, hogy devizacsere (FX-swap) útján jussanak forinthez a bankok. Az MNB várakozása szerint ez azzal segíti elő az „önfinanszírozási” célt, hogy mivel az állampapírok likviditási szempontból előnyösebb besorolás alá esnek, mint az új, három hónapos jegybanki betét, ezért a bankok úgy tudnak megfelelni a szabályozói elvárásoknak, ha a jegybank helyett mindinkább az államháztartást finanszírozzák.

Csakhogy a banki eszközök állampapírba terelése a jegybanki alapkamat és a három hónapos kincstárjegy piaci hozamának szétválásához vezetett, vagyis ket-tős kamatrendszerteremtett, elsorvasztva a jegybanki kamattranszmisszió szerepét. *Surányi* [2016] meggyőzően kimutatta, hogy az önfinanszírozás programjával csupán a bruttó külföldi adósság csökkenthető, miközben a mérvadó nettó adósság változatlan marad. A külső sérülékenység mérséklését valójában azzal segítette elő az MNB, hogy támogatta a lakossági devizahitelek forintosítását: ebből a célból 9,7 milliárd eurónak megfelelő devizát bocsátott a bankok rendelkezésére 2014 őszétől.

A monetáris politikai döntések az alapkamatról mindinkább két másik eszközre helyeződtek át. Az egyik egy mennyiségi szabályozó eszköz, amellyel – 2016 őszétől negyedévente a következő negyedévre meghirdetve – korlátozta az irányadó három hónapos jegybanki betéti eszköz tenderén elfogadott banki ajánlatok mennyiségét. 2017 végétől e betétek állományát 75 milliárd forinton befagyasztotta, helyét a monetáris politikai célú kamatcsereeszköz állományának meghatározása vette át, amivel a rövid hozamokat kívánta befolyásolni. A hosszú hozamokra ható nem konvencionális módszerként a jelzáloglevél-vásárlásokat és a monetáris célú kamatcsereeszközt (MIRS) alkalmazta az MNB.

A másik fő jegybanki eszközzé a kamatfolyosó vált, amivel a bankközi kamatokat kívánták kordában tartani.² A 2016 őszén 0,9 százalékra csökkentett alapka-

² A folyosó tetején a jegybank az egynapos lejáratú hitellel biztosítja a kereskedelmi bankok átmeneti likviditáshoz jutását, amivel korlátozza a bankközi kamatlábak emelkedését. A kamatfolyosó alját az egynapos lejáratú jegybanki betét kamata jelenti, amelyen az MNB az átmeneti likviditástöbbletet korlátlan mértékben hajlandó befogadni a bankközi piacról, meggátolva ezzel, hogy a bankközi kamatlábak ennél a szintnél alacsonyabbra süllyedjenek.

mat az aszimmetrikusan megállapított kamatfolyosó révén már az év novemberétől negatív egynapos betéti kamatot eredményezett, amelyet a 2017 őszén kiszélesített folyosó mínusz 0,15 százalékra csökkentett. Ezzel együtt az egynapos bankközi kamatok is negatívvá váltak.

A negatív jegybanki betéti kamattal és a gazdasági növekedést direktebb módon ösztökélő nem konvencionális módszerekkel operáló monetáris politika kétségtelesen növelte a gazdaság pénzellátását, amivel közelebb vihette az inflációt a meghirdetett célértékéhez. Nem vitatható az sem, hogy a jegybanki ösztönzők is élénkítették a magyar gazdaságot, bár a monetáris politika növekedési hatásának értékelését megnehezíti a tetemes mennyiségű uniós támogatás beáramlása, ami a gazdaság bővülésének meghatározó forrásává vált. Az MNB előrejelző modelljével végzett becslések alapján a jegybank elemzői mindenesetre már 2015-ben megállapították, hogy „a 2012-ben megkezdett kamatcsökkentési ciklus mérsékelte a jegybanki inflációs cél alullövésének mértékét, és érdemben hozzájárult a gazdasági kibocsátás szintjének emelkedéséhez is” (*Felcser–Soós–Váradi*, 2015).

Az MNB politikájának határfokát rontja, hogy az előre meghirdetett kondíciók ellenére sem kellően kiszámítható. Bár – a mérvadó jegybankok megújult gyakorlatát követve – az MNB is alkalmazta az „előrettekintő iránymutatás” (forward guidance) módszerét,³ monetáris politikája mégsem vált átláthatóbbá. Az irányadó eszköz gyakori változtatása és az alapkamat funkciójának elsorvasztása, végül mintegy hungarikumként a kötelező tartalék irányadó eszközzé történő kinevezése aligha könnyítette meg a jegybanki politika értelmezését. A nem konvencionális eszközök tárának gyakori módosítása sem tette kellően átláthatóvá a rendszert. Például a 2018 januárjában a laza monetáris kondíciókat a hozamgörbe hosszabb szakaszán is érvényesítő, öt- és tízéves futamidejű monetáris politikai célú kamatcsereeszközt már annak az évnek a végéig kivezették. A jegybanki kommunikáció is okozott zavarokat, például 2019 márciusában, amikor az elnöki kommentár rögtön el is vette a megtett szigorító lépés élet.

A normalizáció rögzös útján

A hazai monetáris eszköztár 2018 őszén meghirdetett normalizációjának (MNB, 2018) eddig kevés jelét láttuk. Az alapkamat lényegében elvesztette irányadó funkcióját, hiszen azt csupán a bankok – már 1 százalékra csökkentett – kötelező tartalékaira és a növekedési hitelek likviditásbővítő hatását semlegesítő

³ A módszerről jó áttekintést ad *Bihari* [2015].

preferenciális betéteire fizeti a jegybank. Az MNB láthatóan tartósan lemondott arról, hogy irányadó kamatával befolyásolja a piaci folyamatokat; helyébe a kevésbé kiszámítható, kézi vezérlésű mennyiségi szabályozás lépett, amelyben a forintlikviditást teremtő swapállomány és a kamatfolyosó „optimális kombinációja” játssza a főszerepet.

A normalizáció első lépései felemásra sikeredtek. A jelzáloglevél-vásárlást és a monetáris politikai célú kamatcsereeszköz nem konvencionális módszereit megszüntette ugyan az MNB, ám ezermilliárd forintos kerettel újraindította a kis- és középvállalkozásoknak szánt, legfeljebb 2,5 százalékkal kamatozó, immár negatív reálkamatú növekedési hitelprogramot (NHP *fix*). Júliustól pedig, újabb nem konvencionális módszerként, „növekedési kötvényprogramot” hirdetett meg, amelynek 300 milliárdos keretösszegéből jó minőségű vállalati kötvényeket óhajt vásárolni. Ezzel nem csupán a mennyiségi lazítás újabb eszközét veti be, egyúttal kimondott mérlegleépítési céljának is keresztbe tesz.

Meglehetősen zűrzavar uralkodik a monetáris politika irányvonalában is. Az árstabilitás őrzésére hivatott jegybank monetáris tanácsa deklarálta a fogyasztói árszint és különösen az egyszeri hatásoktól megszűrt, úgynevezett maginfláció alakulását figyelve hozza meg döntéseit. Az elnök 2019 januárjában bejelentette, hogy ha az adózás változásaitól is megtisztított, csupán a piaci kereslet hatásait tükröző infláció a háromszázalékos célérték fölé emelkedik, akkor az MNB szigorít a politikáján. Nos, ez 2019 első hónapjaiban bekövetkezett, ám a különösen laza monetáris politika továbbra is fennmaradt, sőt az infláció erősödése miatt még tovább is lazult.

A jegybanki kommunikáció az előtekintő iránymutatás alkalmazása ellenére sem vált érthetőbbé. Márciusban, amikor a piaci szereplők – részben a korábbi közlések hatására – egyértelmű szigorítást vártak a jegybanktól, kétértelmű jelzést kaptak. A mínusz 0,15 százalékról mínusz 0,05 százalékra történt kamatemelés hatását ugyanis rögtön kioltotta az elnök kommentárja, miszerint „eseti, egyedi jelleggel hozott döntést az MNB”, vagyis a kamatemelést csupán egyszeri aktusnak kell tekinteni, nem pedig egy új korszak kezdetének. A gazdaság pénzellátását befolyásoló devizacsere keretösszegének csökkentését is hatástalanította az a sajtótájékoztatón elhangzott közlés, hogy „a csökkenés nincs kőbe vésve”.

A monetáris tanács márciusi közleménye felhívta a figyelmet arra a kettősségre, hogy a változatlanul élénk belső kereslet emeli, míg a romló külső konjunktúra fékezi az áremelkedés ütemét. A bizonytalan helyzet valóban indokolhatja, hogy az MNB nem kötelezi el magát a permanens szigorítás politikája mellett, hanem a

helyzetet időről időre mérlegelve lép tovább. Ám az elnök „semmi nem változik” üzenete félrevezető, hiszen a minimálisan megemelt, továbbra is a negatív tartományban lévő jegybanki betéti kamat és a vele szabályozni kívánt egynapos bankközi kamat az időközben felerősödött infláció mellett egyre negatívabb reálkamatokat tartalmaz. Ráadásul az önfinanszírozási programmal a jegybanki és bankközi kamatok, illetve az állampapírhozamok között létrehozott diszkrepanciát (valójában kettős kamatrendszer) tovább erősíti a mind agresszívabbá váló állami adósságkezelő politika, amely a vonzó kamatok mellett a versenysemlegességet sértő, unfair módon még forrásadó-mentességet is kínál a lakossági papírokra. A legújabb konstrukció, a Magyar Állampapír Plusz ráadásul az amúgy is erősödő lakossági hitelkeresletet is tovább élénkítheti azzal, hogy az alacsony hitelkamatokat kihasználó kamatarbitrázsra ösztönöz.

Noha a jegybank elemzői megemelték növekedési prognózisait, amiben a fő húzóerőt a dinamikus bérnövekedés miatt erősödő lakossági fogyasztás jelenti, az MNB döntéshozói láthatóan nem aggódnak az infláció miatt, miként a jócskán meggyengített forintárfolyam árszintet emelő hatásától sem tartanak. A „gazdaságvédelmi” és „családvédelmi” intézkedésekkel a hitelezést ösztönző kormányral karöltve a jegybank továbbra is a gazdaságélénkítést tekinti monetáris politikája vezérfonalának, holott a magyar gazdaság túlfűtöttsége a szakképzett munkaerő fojtogató hiánya mellett már a gyenge külső árhatások ellenére emelkedő inflációban és a külső egyensúlyi többletek látványos apadásában is megmutatkozik.

Hivatkozások

- Bihari Péter [2015]: Odüsszeusi utazás – az előretekinthető iránymutatás tapasztalata. *Közgazdasági Szemle*, LXII. évf., 2015. július–augusztus.
- Eichengreen, B. [2019]: Unconventional Thinking about Unconventional Monetary Policies. *Project Syndicate*, 2019. június 10. Letölthető: <https://www.project-syndicate.org/commentary/no-alternative-to-quantitative-easing-in-next-recession-by-barry-eichengreen-2019-06>
- El-Erian, M. A. [2019]: Így kerülhetik el a nyugati gazdaságok a japán csapdát. *Világgazdaság*, 2019. május 6. Letölthető: <https://www.vg.hu/velemenya-kozgazdaszok/igy-kerulhetik-el-a-nyugati-gazdasagok-a-japan-csapdat-2-1495552/>
- Felcser Dániel – Soós Gábor Dániel – Váradi Balázs [2015]: A kamatcsökkentési ciklus hatása a magyar makrogazdaságra és a pénzügyi piacokra. *Hitelintézeti Szemle*, 14. évf., 3. szám.
- Krekó Judit – Balogh Csaba – Lehmann Kristóf – Mátrai Róbert – Pulai György – Vonnák Balázs [2012]: Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei. MNB-tanulmányok 100., 2012. június.
- MNB [2018]: A rövid hozamokra ható nemkonvencionális monetáris politikai eszköztár jövőbeli stratégiai keretrendszere. Magyar Nemzeti Bank, 2018. szeptember 18.

- Neményi Judit* [2012]: A pénzügyi válság hatása központi bankok szabályozására. In: *Valentinyi–Kiss–Nagy* (szerk.): *Verseny és szabályozás 2011*. MTA KRTK, 167–209. o.
- Rudebusch, G. D.* [2018]: A Review of the Fed's Unconventional Monetary Policy. Federal Reserve Bank of San Francisco, 2018. december 3. Letölthető: <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2018/december/review-of-unconventional-monetary-policy/>
- Surányi György* [2016]: Cél és valóság. *Népszabadság*, 2016. május 14.
- Váry Miklós* [2018]: A hiszterézis közgazdasági jelenségéről posztkeynesi szemléletben. *Közgazdasági Szemle*, LXV. évf., 2018. október.