

Király Júlia

UGYANAZ, MÉGIS MÁSKÉPP

Mottó:

„A látható is csak fényes derengés

Az égi tér

Tenger alatti rengés

Lenni se készül ott a soha nem kész”

(Tandori Dezső: *Fut az örök tekinteteket unván*)

Az inflációs célkövetést (inflation targeting, rövidítve IT) 1989-ben egyetlenegy, 1999-ben közel egy tucat, 2009-ben közel három tucat, és most, 2019-ben több mint öt tucat ország vallotta a meghatározó monetáris keretrendszerének (*Hammond*, 2012 és *Central Bank News*). Nem mindenütt inflációs célkövetés van érvényben, ahol azt állítják, és nehéz két olyan országot találni, ahol az inflációs célkövetés minden részlete ugyanolyan. Ebből is látszik, hogy alapvetően rendkívül rugalmas, jól alakítható keretről van szó, ami nem a válság előidézője volt, nem halt meg a válság alatt, és – ádáz kritikusaik minden érve ellenére – valószínűleg még sokáig nem fog eltűnni (*Baldwin–Reichlin*, 2013). Az IT most már három évtizedes története alatt elméletileg sok új megoldás felmerült a nominális GDP-célkövetéstől kezdve az árszínvonal célzásáig, de a gyakorlatban eddig még mindig maradt az először éppen három évtizede Új-Zélandon kipróbált keret. *Mark Carney*, a kanadai jegybank korábbi elnöke, amikor hat évvel ezelőtt kinevezték a Bank of England élére, nagy hangon bejelentette, egyik első lépése az lesz, hogy a szigetországot áttéríti a nominális GDP-célzásra, az NGDPT-re – aztán minden maradt a régiben. Nem azért, mert nincs jobb. Hanem mert pillanatnyilag nincs jobb. A legtöbb mérés azt mutatja, hogy a kертrendszer alkalmazók átlagosan stabilabb gazdasági környezetet teremtenek, mint az alternatív megoldásokkal próbálkozók (*Baldwin–Reichlin*, 2013).

Az inflációs célkövetés nagyon egyszerűen annyit jelent, hogy a jegybank mint a gazdaságpolitika egyik centruma kellően kompetens, független és hiteles ahhoz, hogy a gazdaság stabilizálásához az árstabilitás megteremtésével járuljon hozzá, ezért megkísérli a gazdasági szereplők várakozásait az árstabilitást jelentő, célként publikált inflációs szintre horgonyozni; ennek révén az inflációt már középtávon le-

<https://doi.org/10.47630/KULG.2019.63.7-8.19>

Király Júlia, címzetes egyetemi tanár, 2007 és 2013 között a Magyar Nemzeti Bank alelnöke.
E-mail: juliakiraly99@gmail.com

hozni erre a szintre, és ott stabilizálni. A függetlenség és a hitelesség kulcsmomentum ebben a keretben. A magyarországi IT-válság előtti sikertelenséghez kétségtelenül az is hozzájárult, hogy számos ok (például a különböző színezetű és összetételű kormányok inflációt erősítő gazdaságpolitikája) miatt a jegybanki hitelesség nem tudott kellően megerősödni, továbbá a jegybank és a kormány közti permanens vita sem erősítette a független és hiteles jegybank képét. Ez a rendszer csak azokban az országokban lett valóban hiteles, ahol a jegybanki függetlenség és hitelesség ehhez hozzájárult.

Az árstabilitás elérésének nagy kérdése a *hogyan* is: milyen eszközökkel, milyen módon tudja a jegybank a mandátumát a leghatásosabban teljesíteni. Bebizonyosodott, hogy *a pénzmennyiségre nem igazán lehet támaszkodni*. Egyrészt, mert a gazdaság pénzkereslete nem stabil, másrészt a jegybankok többsége nem képes a pénzkínálatot autonóm módon szabályozni. Itt érdemes azonnal megjegyezni, hogy a modern monetáris elmélet (modern monetary theory, MMT) – amelyen ahány szerző, annyifélét ért – egyik legősibb alaptétele a pénzkínálat endogenitása, már-mint az, hogy a pénzt a bankrendszer teremti, és ezt a jegybank exogén módon nem tudja szabályozni. Jobb tehát nem a pénzmennyiségen keresztül stabilizálni.

Kis, nyitott gazdaságokban máris adódik egy másik remek, szabályozható nominális változó: az árfolyam. Amíg nincs szabad tőkeáramlás, addig az árfolyam valóban kiváló eszköznek tűnt a monetáris politikusok kezében (például Magyarországon a csúszó leértékelés 1995 és 2001 között), ám a gyakori valutaválságokkal sújtott fejlődő országok számára mégsem sokan javasolták ezt az eszközt. Amikor pedig a fejlődő országok is szabaddá tették a tőkeáramlást – például a kétezres évek elején a kelet- és közép-európai országok az uniós csatlakozásra készülve –, attól kezdve világos volt, hogy vagy áttérnek az árfolyamrögzítésre (nevezetesen a valutatanácsra), ám akkor elvesztik lehetőségüket az önálló monetáris politika megalkotására, vagy *ha önálló monetáris politikára törekszenek, akkor le kell mondaniuk az árfolyam-szabályozásról*.

Az inflációs célkövető rendszerek kialakításakor a fentieket gondosan számba véve úgy tűnt, hogy a jegybank leginkább egy általa meghatározott *irányadó eszköz* (legyen az a betét vagy a hitel) *kamatának szabályozásával* tud hatni a pénzügyi piacokra és azon keresztül a gazdaságra. Az irányadó kamat mozgását a feltevések szerint követi a többi rövid távú kamat, sőt, kissé vonakodva a hosszú távú kamatok és a reálkamatok egyirányú mozgása, az árfolyamok változása; ezáltal a pénz- és hitelmennyiség megváltozása, aminek eredményeképpen a gazdasági szereplők döntései is alkalmazkodnak a jegybank döntéséhez. Azonban a steril modellekben

tökéletes mechanizmus a valóságban gyakran számos súrlódással, rosszul működő csatornákkal, a vágyott céllal ellentétes hatással működik, perverz, a céllal ellentétes hatások jönnek létre. Ez történt például a válság előtt Magyarországon, amikor a devizahitelezés felfutása idején a jegybanki szigorítás (a kamatemelés és ennek nyomán az árfolyam erősödése) nem fogta vissza kellően a fogyasztást és a beruházást, vagy éppenséggel a devizahitel-csatorna felerősödésével a szándékolttal ellentétes hatást váltott ki.

A válság előtti viták és elmélkedések elsősorban a jegybanki függetlenség mi-benlétéről, a hitelesség megteremtésének mikéntjéről, az egyes transzmissziós csatornák erősségéről és működéséről folytak. Többé-kevésbé teljes volt az egyetértés, hogy az IT mint rendszer mindenképpen nagymértékben hozzájárult a kétezres évek csodás, teljes nyugalmához (*great moderation*). Bár kétségkívül azt sem lehet kizárni, hogy valamennyi országnak, amelyik sikeresen alkalmazta, csak pillanatnyi szerencséje volt, és a maga permanens kudarcaival Magyarország mutatja meg, mennyire elhibázott az IT – de lássuk be, ez a kevésbé valószínű eset. Valószínűbb, hogy az IT, ahol bevezették, minden hibájával együtt hozzájárult a gazdaság stabilizálásához, a legtöbb helyen *kis növekedési áldozattal sikerült elérni az árstabilitást*. Magyarország ebből a szempontból kétségtelenül ordas kivétel.

A 2007-től kibontakozó pénzügyi válság azonnal szétzilálta a normál működés egyik legfontosabb alapfeltételét: a likvid és jól működő pénzügyi rendszert. A korábban a jegybank üzeneteit hibátlanul közvetítő, mindig likvid pénzügyi piacok szabályosan lefagytak, a súrlódásmentesen működőnek tekintett bankrendszerek nemcsak a likviditás eltűnésével, hanem tőkéjük olvadásával is szembe kényszerültek nézni. A kialakult likviditási válságot a jegybankok – köztük a Magyar Nemzeti Bank is – 2007–2008-ban példaszerűen kezelték. Bővítették a rövid lejáratú hitelek skáláját, korlátlanul rendelkezésre álltak, swap ügyletekkel devizát juttattak a rendszerbe, csökkentették a kötelező tartalékrátát, bővítették partnereik táborát (erre leginkább a kevésbé bankvezérelt Egyesült Államokban volt szükség), bővítették a fedezetek körét, csökkentették a fedezetértéket, a haircutot, öntötték a likviditást a lefagyott piacokra. Sőt a magyar jegybank 2008 októberében az állampapírpiacon likviditási válságot is kezelte: az Európai Központi Bank (ECB) rosszallása ellenére belépett vevőként a másodlagos piacra (Király, 2019).

Ezeket a likviditásbővítő eszközöket a válság elmúltával fokozatosan fel lehetett függeszteni, és bármikor, bármilyen következő válság esetén újra elő lehet venni. A likviditáskezelés a jegybank természetes feladata, mindig voltak és lesznek is eszközei hozzá. Nem véletlen, hogy a modern eszköztárú bankokban, mint például az

ECB, ez sokkal kisebb megrázkódtatást és átalakítást okozott, mint a Fednél, ahol a lazító manőverek elnevezéséhez valóban „az abc minden betűjét gyakorlatilag fel kellett használni” (*Bernanke*, 2017).¹ A likviditási válság megoldása azonban nem segített a pénzügyi válság nyomán recesszióba zuhant gazdaságokon. Világossá vált, hogy a 2009-eshez hasonló, mély gazdasági válság idején a jegybanki alapkamat csökkentése nem elégséges eszköz; igen lassan hat, hiszen csak a nagyon rövid lejáratú forrásokat teszi relatíve olcsóvá, a bankokból pedig hiányoztak a hosszú lejáratú, olcsó források. Ráadásul egyre több jegybank ütközött bele a zéró kamatkörlatba; *a nulla közeli kamatlábak mozgatása már a legkevésbé sem hatásos*. A kommunikációs próbálkozás, az előretékinő iránymutatás (*forward guidance*) a hiteles jegybankok esetében ideig-óráig hatott, de jelenleg már a hosszú ideje uralkodó, negatív kamatlábak sem segítenek.

A válság alatt a jegybankok a világon mindenütt azt kezdték mérlegelni, hogyan lehet a befagyott hitelcsatornát újra működtetni, hogyan lehet hosszú lejáratú, olcsó forrást nyújtani, előteremteni a gazdaság szereplői számára, hogyan lehet leszorítani a hosszú kamatoakat, vagy milyen más módszerrel lehetne rávenni a bankokat arra, hogy olcsó, hosszú lejáratú hitelt nyújtsanak ügyfeleiknek. Azaz, hogyan lehet végrehajtani a hitelkönnyítést (*credit easing*), amit aztán a gazdasági sajtó meglehetősen félrevezetően mennyiségi lazításnak (*quantitative easing*) nevezett el (*Bernanke*, 2017).²

Ha a stagnáló vagy zsugorodó gazdaságban nincs olcsó (alacsony kamatozású), hosszú forrás, akkor a hitelezés nem tud beindulni, a gazdaság nem tud felpörögni. A jegybankok a válság előtt a rövid kamatokkal adtak jelzést, csak a hozamgörbe rövid végén avatkoztak be, feltételezve, hogy ez a monetáris transzmisszió során a hosszú kamatokra is hatással lesz. Elfogadott szabály volt, hogy a jegybank a hozamgörbét csak egy ponton támaszthatja meg, egyszerre több pontra nem tud hatással lenni. A válság során az egyik leglényegesebb kérdés ennek a hittételnek a felülvizsgálata volt. Magyarán annak eldöntése, hogy megkísérelje-e a jegybank valamilyen módon megváltoztatni a hozamgörbe hosszú végét, azaz a hosszú lejáratú hitelek kamatait.

¹ „A Bizottság néhány tagja kicsit feszengett a lassan az abc minden betűjét felemészítő hitelprogramjaink sokasága miatt.” (381. oldal)

² „Hiába próbáltam meggyőzni a médiát és a pénzügyi piacokat, hogy használják a hitellazítás kifejezést, amelyet Dave Skidmore talált ki a mennyiségi lazítás helyett. Ez utóbbit korábban, az évtized elején (a sikertelen) japán programokra használták, amelyek számos vonatkozásban különböztek a mi értékpapír-vásárlásainktól. Különösen abban, hogy a japán QE-program a pénzmennyiség növelésére irányult, míg a Fed azért vásárolt hosszabb lejáratú állampapírokat és jelzáloghitellel fedezett értékpapírokat, hogy csökkentse a hosszú lejáratú kamatoakat.” (381. oldal)

De ez egyáltalán jegybanki feladat? Van-e rá a jegybanknak felhatalmazása? – merült fel jegybanki körökben újra és újra a kérdés. Egy likviditási válság elhárítása akár új, nem szokásos jegybanki eszközökkel egyértelműen jegybanki feladat. De vajon a gazdaság élénkítésére is joga van-e a jegybankoknak, arra, hogy a felhatalmazásukat meghaladó, új eszközöket vessenek be? Hiszen minden ilyen lépés kockázattal és költséggel jár, ami a nap végén a költségvetést terheli. Joga van-e a jegybankoknak adófizetői pénzt költeniük? És ha rászánják magukat új eszközök alkalmazására, vajon sikerül-e bármit is elérniük, nem lesz-e drágább a leves, mint a hús, megtérül-e a beavatkozás költsége?

Az sem volt egyértelmű, van-e bármi hatása a hitelkínálat élénkítésének, ha a háztartások és a vállalatok hitelkereslete a túlzott eladósodás miatt esett vissza. Mert az adósságlebontás folyamatát nem lehet a banki hitelkínálat élénkítésével gyorsítani. Biztos, hogy van elégséges hitelkereslet az esetleg élénkülő hitelkínálat felszívására? Ez a vita minden egyes országban végigkísérte, sőt végigkíséri az úgynevezett nem konvencionális eszközökre vonatkozó döntéseket. Ezek releváns kérdések, és nem fognak eltűnni a válság, illetve az alacsony kamatok korszakának elmúlása után sem. A lehetőség megvan, hogy ezeket az eszközöket alkalmazzák, de ezt *gazdaságpolitikai felhatalmazáshoz kellene kötni*. Ha egy ország törvényhozása nem ért egyet a jegybankok ilyen irányú kompetenciájának bővítésével, gyakorlatilag bizonyos fiskális funkciók átvállalásával, akkor s ott nem kell ezeket az eszközöket alkalmazni. Vállalja magára a terheket és a cselekvést a fiskális politika, mint a balti országokban tette.

A válság során Európa rettegett attól az intenzív gazdasági beavatkozástól, amiről *Ben Bernanke*, a Fed válság alatti elnöke még könyve címét is kölcsönözte: „Volt merszünk cselekedni!” A Fednek és nyomában elsőként az angol jegybanknak valóban volt mersze beavatkozni nemcsak a hozamgörbe rövid végén (ami a jegybankok hagyományos feladata), hanem a hozamgörbe hosszú végén is, és nagy volumenű eszközvásárlási programjaikkal leszorítani a gazdasági hitelek szempontjából meghatározó, hosszú lejáratú kamatozat. Ha a Fed válság alatti lépését, illetve az ECB megkésett, 2013 utáni akcióit helyesen értelmezzük, akkor látjuk, hogy a jegybankok valójában a pénzügyi stabilitást helyezik a fókuszba. Ha figyelmesen olvassuk *Bernankét*, és aprólékosan elemezzük az összefoglalóan kvantitatív könnyítésnek nevezett lépéseket bármelyik országban, illetve országcsoportban, akkor azt látjuk, hogy ezek a lépések a hitelciklus kiegyensúlyozását, azaz a pénzügyi stabilitást célozzák. Azaz – *Caballero* kifejezését alkalmazva – megvalósítják a prudenciális monetáris politikát, röviden PMP-t. Ha a jövőben törvényi felhatalmazással a jegybank

elsődleges feladatává emelik a pénzügyi stabilitás megőrzését is, akkor az előbbiekben említett, külön válságkezelési eszközre vonatkozó felhatalmazásra nem lesz szükség.

Valószínűleg ezek a dilemmák nem fognak gyorsan feloldódni, és végül valamilyen pragmatikus megoldás alakul ki, amit aztán az akadémiai irodalom hosszú kínládással alátámaszt.

Mindezeknek a dilemmáknak azonban semmi köze ahhoz, hogyan alakult a magyar monetáris politika az elmúlt években. Magyarországon egyszerűen annyi történt, hogy *a monetáris politika anektálta a gazdaságpolitikát*, olyannyira, hogy a monetáris politikai döntések fiskális költségeit még csak említeni is illetlenség. Míg más, a cikk nagy részében elemzett problémákkal küzdő országokban a jegybankok transzparenciája továbbra is elsődleges, a magyar jegybank monetáris politikai eszköztárát a kutató legfeljebb a jegybank honlapjára 2019. augusztus 5-én kirakott prezentációból próbálhatja megérteni. Az ebből kikövetkeztethető gyakorlat lényege úgy summázható, hogy a jegybank minden felmerülő problémára bevezet egy-egy új eszközt, és egyre inkább kézi vezérléssel alakítja a szereplők viselkedését.

Egy tételes eszköztár választ adna arra az alapkérdésre is, hogy ezek mennyire konzisztensek, harmonikusan illeszkednek-e egymáshoz. Ennek az új rendszernek tényleg csak jelzésértékű eleme, hogy a jegybank irányadó eszköze gyakorlatilag megszűnt, és a „megcélzott kizorítási hatás elérése a jegybank kiemelt operatív célja” (Hoffmann–Kolosi, 2019), bármit jelentsen is ez a tohuvabohu kifejezés.

A mai magyar monetáris politikát a Monetáris Tanács meghökkentő egyetértése, egyhangúsága jellemzi. Ez a világban szokatlan teljes egység a kellő mélységű vita, a különböző nézőpontok ütközésének hiányára látszik utalni, de lehet, hogy ebben a külső szemlélő téved. Mindennek azonban semmi köze a világban folyó monetáris politikai vitákhoz.

Hivatkozások

- Baldwin, R. – Reichlin, L.* (szerk.) [2013]: Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis. Centre for Economic Policy Research.
- Bernanke, B.* [2017]: Volt merszünk cselekedni. Emlékirat egy válságról és annak utóéletéről. Budapest, Napvilág Kiadó.
- Caballero, R. J. – Simsek, A.* [2019]: Prudential Monetary Policy. NBER Working Paper, No. w25977. Central Bank News, Inflation Targets. Letölthető: <http://www.centralbanknews.info/p/inflation-targets.html>
- Hammond, G.* [2012]: State of the art of inflation targeting. Bank of England, Centre for Central Banking Studies.
- Hoffmann M. – Kolosi P. P.* [2019]: A megcélzott likviditási szint elérése érdekében a jegybanki swapállomány mindkét irányba változhat. *Portfolio.hu*, 2019. július 25. Letölthető: <https://www.portfolio.hu/gazdasag/a-megcelzott-likviditasi-szint-elere-se-erdekeben-a-jegybanki-swapallomany-mindket-iranyba-valtozhat.4.332065.html>
- Király J.* [2019]: A tornádó oldalszele. Szubjektív válságtörténet. Park Könyvkiadó, 2019.