

OTDK-DOLGOZAT

Molnár Gergő

BSc

2013

Merre tovább monetáris politika?

Which way to go, monetary policy?

Molnár Gergő

Kézirat lezárva: 2011. május 02.

Tartalomjegyzék

1. Bevezetés	- 1 -
2. A monetáris politika szerepe	- 2 -
2.1. Monetáris politikai rendszerek.....	- 2 -
2.2. Az inflációs célkövetés	- 4 -
2.3. A transzmissziós mechanizmus	- 7 -
3. A monetáris politika válaszai a válságra	- 10 -
3.1. „Great Moderation” és APFI-k	- 10 -
3.2. Nem-konvencionális eszközök csoportosítása.....	- 12 -
3.3 A vezető jegybankok által használt eszközök a válságkezelésben	- 15 -
4. Monetáris politika Magyarországon	- 17 -
4.2. A magyar pénzügyi piac kockázatai és a válság begyűrűzése	- 22 -
4.3. A válság hatására megjelent új jegybanki eszközök, a válságkezelés hatékonysága .-	24 -
4.4. Jogosak-e az MNB-t ért kritikák?	- 25 -
5. Mire számítsunk a monetáris politika vitelében a jövőre nézve?	- 28 -
6. Zárszó	- 31 -
7. Hivatkozások	- 32 -
8. Felhasznált irodalom.....	- 34 -

1. Bevezetés

Jegybankárnak lenni néhány éve már, nem egyszerű feladat. A pénzügyi válság kezelése cseppet sem irigylendő kihívások elé állította őket. A klasszikus eszköztár adta lehetőségek hamar kimerültek, így új, vagy eddig csak ritkán használt eszközökhöz kellett folyamodniuk. Ahogy a gyakorlott darts játékosnak sem egyszerű a megszokottnál nehezebb nyilakkal a táblára pontosan dobálnia, úgy a jegybankárnak sem könnyű az eddigieknél „nehezebb fegyverekkel” lőnie a gazdaságra.

A kezdeti turbulens környezetben a pénzügyi stabilitás biztosítása volt a legfontosabb feladat, majd a recesszió okozta jóléti veszteségek tompítása. Ma már mindenhol a gazdasági növekedés támogatását várják el a központi bankoktól.

A válságkezelés alatt számos kérdés felmerült a jegybankárokból eddigi ténykedésüket illetően, valamint jövőbeli politikájukkal kapcsolatban. Az elmúlt évtizedben sikeresen leküzdötték az inflációt, és részben ennek köszönhetően stabil, tartós növekedés volt jellemző világszerte. 2007-ben mégis az amerikai másodlagos jelzálogpiacról indult pénzügyi válság súlyos gazdasági visszaesést okozott a világ gazdaság nagy részében. Így nem kerülhették el a monetáris politika felülvizsgálását és a fejlesztésére való törekvést.

Dolgozatommal célom megvizsgálni, hogy milyen változtatásokra volt és lesz szükség a monetáris politika vitelében. Sorra veszem milyen nem-szokványosnak nevezhető eszközöket kellett bevetnie a monetáris politikai döntéshozóknak, ezek hogyan csoportosíthatóak és milyen célra alkalmasak. Érdekes megnézni, hogy a meghatározó jegybankok ezek közül miket használtak. A globális kitekintés után a fókuszát áthelyezem Magyarországra. A fejlett piacoktól részben eltérő intézkedések megértéséhez elengedhetetlennek tartom a hazai kockázatok ismertetését. Az MNB által válságkezelésre használt eszközök ismertetése után megvizsgálom, hogy a jegybank fellépése hatékony volt-e, illetve jogosak-e a gazdaság élénkítéséért tett intézkedések elégtelenségét hangoztató vélemények. Végül arra a kérdésre keresem a választ, hogy mire számíthatunk a közeljövőben a monetáris politika implementálásában? Szükséges-e a továbbfejlesztése, és ha igen, akkor miképpen. A várható fejlesztések szükségességének megértéséhez viszonylag részletesen ismertetem a monetáris politika egyes részeinek technikai hátterét,

kifejezetten az inflációs célkövetéses rendszert, a transzmissziós mechanizmust, az MNB működési keretét és a rendelkezésére álló eszközöket.

2. A monetáris politika szerepe

Szűk értelemben a monetáris politika alatt a pénzkínálat szabályozására irányuló gazdaságpolitikát értjük. Megvalósításáért a központi bank felel. Alaprendeltetése a társadalom pénzzel való ellátása bankjegyek kibocsátásával és forgalomba hozatalával. A pénzérték-változás komoly következményekkel járhat a gazdaságban, ezért a társadalom részéről a pénzpolitikával szemben elvárás az árstabilitás, a pénz értékének megtartása (Bod, 2006). Ebből is következik, hogy a jegybankok számára cél az árstabilitás elérése és fenntartása. Két intézményi megoldás fejlődött ki ennek elérése köré. Az egyik szerint az elsődleges cél az árstabilitás elérése, és másodlagos a kormány gazdaságpolitikájának támogatása¹. A másik változat kettős céllal rendelkezik, az árstabilitással egyenrangúan megjelenik a teljes foglalkoztatás elérése².

2.1. Monetáris politikai rendszerek

A monetáris politika a célját különböző módokon, többféle eszközzel is elérheti. A történelem során ezek a megoldások, stratégiák kifinomultak, így megkülönböztethetünk néhány keretrendszert, vagy más néven monetáris politikai rezsimet. Mishkin (1998) az alábbi rendszereket különbözteti meg:

- árfolyamcél (exchange-rate targeting)
- pénzmennyiség szabályozás (monetary targeting)
- inflációs célkövetés (inflation targeting)
- monetáris politika implicit céllal, explicit nominális horgony nélkül (monetary policy with an implicit but not an explicit nominal anchor)

Árfolyamcél esetén a nominális horgony szerepét a hazai fizetőeszköz árfolyama tölti be, amit általában egy alacsony inflációval rendelkező, nagyobb ország valutájához

¹ Ebben a megközelítésben működik a Magyar Nemzeti Bank.

² Az USA központi bankja hivatalosan ennek megfelelően működik.

vagy egy adott áruhoz³ kötnek. A rendszer előnye, hogy egyszerű, könnyen érthető a társadalom számára, elkerülhető vele az időinkonzisztencia problémája és hitelt érdemlő cél kitűzésekor az inflációs várakozások megegyeznek a horgonyként használt ország inflációjával (Mishkin, 1998). Az említett erősségek ellenére komoly problémák léphetnek fel e rendszer használatakor, mint ahogy azt a nemzetközi tapasztalatok is mutatják. Először is, alkalmazója gyakorlatilag elveszti monetáris politikájának függetlenségét (Obstfeld – Rogoff, 1995), nem lesz képes választ adni az esetleges hazai sokkokra, emellett a horgonyként funkcionáló országban fellépő inflációs sokkokat gyakorlatilag importálja. A második probléma pedig, hogy az ország fizetőeszköze folyamatosan ki van téve spekulációs támadásoknak.

Pénzmennyiség szabályozás használatakor a központi bank egy kiválasztott monetáris aggregátum növekedési ütemét próbálja meg a kívánt szinten tartani. Ezzel az árstabilitás fenntartása mellett lehetősége van a kibocsátás ingadozását is csökkenteni. Előnyei közé tartozik még, hogy könnyen kommunikálható, elkerülhető az időinkonzisztencia probléma és gyorsan jelezhető a monetáris politika iránya a piacoknak és a társadalomnak (Mishkin, 1998). A rendszerrel szemben felmerülő legnagyobb kérdés a monetáris aggregátumok és a célváltozók közti erős kapcsolat létezése. Ugyanis, ha csak gyenge kapcsolat van köztük, akkor értelemszerűen a pénzmennyiség szabályozás nem fog megfelelően működni. Másik felmerülő probléma a monetáris aggregátumok méretének szabályozhatósága. Egy szűk aggregátum könnyen kontrollálható a központi bank által, viszont tágabbak esetén már nem ez a helyzet.

Az Amerikai Egyesült Államok jegybankjának szerepét betöltő Fed⁴ által folytatott monetáris politika nem céloz meg konkrét értéket árfolyamra, inflációra vagy monetáris aggregátum növekedésre. Nevezhetjük „**just do it**” rendszernek, fő érv mellette, hogy eddig jól működött, és miért is változtatnának rajta, ha nincs vele gond (Mishkin, 1998). Látni kell viszont, hogy ez a rendszer nem transzparens, nehéz megítélni a hosszú távú orientációt és erőteljesen egy embertől függ. A mindenkor Fed elnök⁵ beszédeit, gazdaságról alkotott véleményét kiemelt figyelemmel kíséri a piac, várakozásai meghatározzák az általános befektetői hangulatot. Kritikaként hozható még fel, hogy egy törvényileg kitűzött explicit cél hiányában a monetáris politikát alakítók döntéseiket

³ Az aranystandard rendszer tipikusan ilyen volt.

⁴ Federal Reserve.

⁵ Jelenleg Ben Bernanke.

önkényesen hozhatják meg, vagy befolyásolva a kormányzat által. Így ellentmondás alakulhat ki a demokratikus jegybanki függetlenség elvével szemben.

Napjainkban az **inflációs célkövetés** használata a legnépszerűbb a modern jegybankok körében, ezért külön fejezetet szenteltem a rendszer tárgyalására.

2.2. Az inflációs célkövetés

Inflációs célkövetést (inflation targeting, továbbiakban IT) először 1990-ben vezettek be Új-Zélandon, majd hamar teret hódított Kanadában, Svédországban, az Egyesült Királyságban és Ausztráliában is. Ma már több mint 20 ország ezt a keretrendszert alkalmazza, köztük Magyarország is 2001 óta.

Hasonlóan az említett rendszerekhez, az inflációs célkövetés is két alapelve épül. Az egyik, hogy a monetáris politika hosszútávon nem képes hatni a gazdaság növekedési ütemére, emiatt célja az árstabilitás fenntartása. A második értelmében, a leghatékonyabb működés a várakozások befolyásolásán keresztül érhető el. Az árstabilitás fenntartásának egyértelműen eleget téve, e keretrendszerben a jegybank célja közvetlenül az infláció valamely mérőszámára⁶ vonatkozik. Le kell szögezni, hogy az árstabilitás eléréséhez a jegybankok nem nulla, hanem kis, pozitív értékű fogyasztói árnövekedést tartanak elfogadhatónak. Ennek két oka van, egyrészt az infláció mérése felfelé torzít, másrészt a pozitív infláció teret ad a likviditási csapda elkerülésére. A kijelölt cél (általában 1-3 % között) körül egy szűk sávot szokás kijelölni, amibe, ha beleesik a tényleges infláció, akkor általában nincs szükség jegybanki reakcióra.

A rendszer bevezetéséhez három kulcselem megléte szükséges: a jegybank függetlensége, számszerű inflációs cél és transzparens, átlátható működés (Csermely, 2006). A transzparens politika vitele a jegybank célját is szolgálja, az előre bejelentett, hiteles középtávú inflációs cél hozzájárul a várakozásoknak a célhoz való konvergálásához, ami így önbeteljesítő jóslatként elősegíti a gazdasági folyamatok kiszámíthatóságát. Az inflációs célkövetés fő instrumentuma a jegybanki alapkamat, a központi bank ennek módosításával képes az egész gazdaságra hatni a transzmissziós mechanizmuson keresztül. Ennek mikéntjét a következő fejezetben taglalom.

Svensson (1996) az IT modellt a következő alapegyenletekkel definiálta:

⁶ Általában a fogyasztói árindex (CPI) vagy a maginflációs mutató tölti be ezt a szerepet.

$$\pi_{t+1} = \pi_t + \alpha_1 y_t + \alpha_2 x_t + \varepsilon_{t+1} \quad (1)$$

$$y_{t+1} = \beta_1 y_t - \beta_2 (i_t - \pi_t) + \beta_3 x_t + \eta_{t+1} \quad (2)$$

$$x_{t+1} = \gamma x_t + \theta_{t+1} \quad (3)$$

ahol π_t az inflációs ráta a t . évben, y_t endogén változó, a kibocsátást méri, x_t egy exogén változó, i_t az irányadó eszköz kamata, ε_t , η_t és θ_t független, azonos eloszlású sokkokat jelölnek, amik nem ismertek a $t-1$. évben. α_1 és β_2 pozitív együttthatók, míg a többi koefficiens nemnegatív, illetve $\beta_1 < 1$, $\gamma < 1$. Az első egyenlet az inflációt írja le az előző időszaki infláció, kibocsátás és az x_t változó függvényében. A második egyenlet a kibocsátást az előző időszaki kibocsátás, a reálkamatláb és x_t változó függvényében fejezi ki. A harmadik egyenlet pedig önmaga egy időszakkal késleltetett értéke. Mindhárom egyenlet kiegészül még egy eseti sokkal.

A modellben szükség van egy célfüggvényre, amit legtöbbször a jegybankok explicit módon az inflációs és kibocsátási rés négyzetösszegének diszkontált jelenértékeként írnak fel (Csermely, 2006):

$$L = - \sum \beta^t [\alpha(\pi_t - \pi^*)^2 + (1 - \alpha)(y_t - y^*)^2] \quad (4)$$

ahol $(\pi_t - \pi^*)$ az inflációs rés, $(y_t - y^*)$ pedig a kibocsátási rés. A célfüggvény átláthatóvá és érthetővé teszi, hogy a jegybank törekszik a kibocsátás ingadozásait simítani. Ez követelmény is a modern jegybankokkal szemben a nominális horgony biztosításán kívül. Az egyes közgazdasági iskolák eltérően vélekednek a monetáris politika növekedésre gyakorolt hatásosságáról. Manapság a központi bankok nagy része neokeynes-i felfogásban képzei el a gazdaság működését. Erre a keretre jellemző az időszakonkénti árfelülvizsgálat, így a nominális alkalmazkodás hosszabb időt vesz igénybe, viszont a gazdaság szereplői előretekintően határozzák meg a jövőre vonatkozó várakozásaikat. Ebből következően a monetáris politikának nincs hosszú távú reálgazdasági hatása, rövidtávon az aggregált kereslet alakításán keresztül tudja befolyásolni a kibocsátást a nominális merevség miatt. Ebben a modellkeretben vizsgálva a (4) célfüggvénnyel meghatározott társadalmi jólét maximalizálására törekvő jegybankot, azt lehet látni, hogy a jegybank feladata az infláció stabilizálására való törekvés (Csermely, 2006). Ez a

megállapítás, tehát, hogy a jegybank az infláció stabilizálásával maximalizálja a társadalmi jólétet, az inflációs célkövetéses rezsím alaptétele.

Elméletben a rendszer működése úgy jellemezhető leegyszerűsítve és röviden, hogy, ha a várt infláció 5-8 negyedéves időhorizonton nagyobb, mint a célként kitűzött, akkor kamatemelésekkel szigorít a jegybank, restriktív politikát folytat. Ha az infláció jövőben várható pályáját megfelelőnek ítéli, akkor lehetőség szerint csökkenti az alapkamatot. A gyakorlatban ez ennél bonyolultabb. Az infláció előrejelzéséhez megfelelő elemzői gárdával és eszközökkel kell rendelkeznie a jegybanknak. Maga az előrejelzés nem egy pontérték, hanem egy valószínűségi eloszlás, amit legyezőábrán lehet jól szemléltetni. A monetáris politika döntéshozóinak minden kamatdöntésnél az előrejelzés mellett figyelembe kell venniük a sokkok természetét, a piaci hangulat feszültségét, a várakozások várható alakulását és még további egyéb meghatározó tényezőket. Ráadásul a döntéseket úgy kell meghozni, hogy az infláció stabilizálása a lehető legkisebb növekedési áldozattal járjon.

Az IT legfőbb erőssége, hogy közvetlenül a végső célra koncentrál, azt a változót befolyásolja, amelynek a társadalmi jólétre közvetlenül a legnagyobb hatása van (MNB, 2006). Az inflációs cél közzétételével jól lehorgonyozhatóak a várakozások hiteles működés esetén. Az árszínvonal általános emelkedésének mérőszáma mindenki számára könnyen érthető, várt értékének megfelelően fogják az árakat és béreket meghatározni. A jegybank lépései jelentős késéssel hatnak csak az inflációra, ezért előrejelzéseket készít, publikál. Utóbbiak előretékinő jelleggel mutatják be a várható inflációs pályát övező kockázatokat, világosan elmagyarázva a központi bank döntéseinek okait a piacok és a nyilvánosság számára. Az inflációs célkövetés rugalmas, a rezsím lehetővé teszi a jegybank számára, hogy ne csak az inflációs cél teljesülését figyelje, hanem foglalkozhasson a kibocsátás ingadozásainak mérséklésével illetve a pénzügyi stabilitás megteremtésével. A rendszer igényelte aktív kommunikáció még tovább növeli a rugalmasságot, ugyanis a cél elmulasztása nem jár a hitelesség automatikus elvesztésével köszönhetően annak, hogy a jegybank rendszeresen megmagyarázza az infláció alakulását és folyamatosan felhívja a figyelmet a döntéseit meghatározó folyamatokra.

Számos előnye mellett azonban hátrányai is vannak a rendszernek, ami elsősorban az inflációs előrejelzés nehézségében rejlik. A megbízható előrejelzéshez a jegybanknak széles ismeretekkel kell rendelkeznie a komplex transzmissziós mechanizmusról. Ez különösen nehéz feltörekvő országokban, mivel a hatékony transzmisszió viszonylag fejlett pénz- és tőkepiacokat igényel. A jegybanknak nincs ráhatása a gazdaságpolitika

nem monetáris részeire. Kiszámíthatatlan fiskális és strukturális politika mellett nem lehet árstabilitást elérni.

Továbbá az inflációs célkövetés komoly hiányossága, hogy nem képes kezelni a fogyasztói árakban nem lecsapódó gazdasági túlhevüléseket. A világgazdaságban olyan változások mentek végbe az előző évtizedben, amelyek megakadályozták a jól bevált mechanizmusok megfelelő működését és buborékok kialakulásához vezettek. Mielőtt erre részletesen rátérnék, ismertetem a monetáris politika hatékonysága szempontjából nagyon fontos szerepet betöltő transzmissziós mechanizmust.

2.3. A transzmissziós mechanizmus

Transzmissziós mechanizmusnak azt a komplex folyamatot nevezzük, amelyen keresztül a jegybank befolyással van az aggregált keresletre, árfolyamra, kibocsátásra és az inflációra. A monetáris transzmisszió öt csatornáját lehet megkülönböztetni: kamatcsatorna, árfolyamcsatorna, eszközárak, hitelezés és várakozások csatornája (MNB, 2006). A következőkben sorra veszem az egyes csatornák működését, megnézem, hogyan továbbítják a monetáris politikai lépéseket.

Kamatcsatorna: amikor a központi bank kamatot emel, akkor a kereskedelmi bankok drágábban tudnak jegybanki forráshoz jutni, emiatt magasabb kamatok mellett nyújtanak hitelt ügyfeleiknek. Cserébe természetesen a betétekért fizetett kamat is megnő. A drágább hitelek és a megnövekedett betéti kamatok a lakosságot megtakarításra ösztönzik, így csökken a fogyasztásuk. Egy kamatemelés illetve csökkentés a vállalatok beruházási döntéseire van hatással elsősorban. Magasabb kamatok mellett megnő a tőkeköltség, így a vállalati projektek kisebb része lesz pozitív nettó jelenértékű, ezért a beruházások száma csökken. A kamatcsatorna hatékonysága a bankszektoron múlik. Ahhoz, hogy a monetáris politikai döntések sikeresen elérjék céljukat, gyors kamatátgyűrűzésre van szükség. Fontos még megjegyezni, hogy amíg a jegybanki eszköz rövid lejáratú, addig a háztartások és vállalatok hosszú távra vesznek fel hitelt, illetve helyeznek el betéteket. Az eltérő lejáratok között a várakozások teremtenek kapcsolatot. A hozamgörbe várakozási hipotézise szerint a hosszú kamatok a jövőben várt rövid kamatok átlagaként adódnak (Csermely – Rezessy, 2007). Egy jegybanki kamatemelés annál jobban növeli a hosszú lejáratú kamatokot, minél tartósabbnak gondolják az emelést a piaci szereplők.

Árfolyamcsatorna: az árfolyam és a kamatok között a kamatparitás teremt kapcsolatot. Egy befektető számára a hozamot, ha valamilyen devizába fektet, a kamat és az árfolyamváltozás határozza meg. Az eltérő pénznemben realizált hozamok hosszú távon nem térhetnek el egymástól. Tartósan egy deviza sem lehet relatíve erős, ha alacsony kamatot kapnak érte a befektetők, mert akkor inkább eladják más deviza ellenében, elfordulnak tőle. A csökkenő kereslet miatt gyengülés következik be. Mindaddig alacsony lesz a kereslet iránta, amíg a kamatok vagy az árfolyam-erősödés nem teszi ismét vonzó befektetési célponttá. Az árfolyamcsatorna szerepe különösen fontos kis, nyitott gazdaságok esetén. A fizetőeszköz felértékelődése esetén az exportra szánt javak drágulnak, viszont az importált javak olcsóbbá válnak, így az árak mérséklődnek. Leértékelődés esetén az export és ezzel együtt a gazdaság teljesítménye javul, az importált javak viszont drágábbak lesznek, ezért áremelkedés következik be.

Eszközárcsatorna: a monetáris politikai intézkedések nemcsak a devizaárfolyamokra és a kamatozó eszközök árára vannak hatással, hanem egyéb befektetésre alkalmas eszközök árára is, mint pl. a részvényeké. Egy kamatemelés esetén a részvények várható hozama kevésbé lesz magasabb, mint a kötvényeké, ezért nagyon átcsoportosítás zajlódhat le a kötvények javára. Ennek következtében a részvényárfolyamok csökkenni fognak. Csökkenő árfolyamok mellett a vállalatoknak nem éri meg új részvények kibocsátásával növelni tőkeállományukat, ezáltal kevesebb beruházásra lesz lehetőségük. A háztartások vagyona is veszít értékéből, így kevesebbet fognak fogyasztani. A részvények mellett fontos szerepe lehet még az ingatlanárak alakulásának.

Hitelcsatorna: tulajdonképpen a kamatcsatorna hatását erősíti. Két formája létezik. Az egyik a bankhitelezési csatorna, amely mechanizmus arra épül, hogy kamatemelés után csökken a látra szóló betétek állománya, ugyanis érdemes lesz lekötni a megtakarított pénzeket. Ezáltal a bankok forrásai drágábbak lesznek, több kamatot kell fizetniük a lekötött pénzek után, mint a látra szóló betétekre. Újabb források egyre drágább kamatok mellett vonhatók be számukra, így kénytelenek lesznek a hitelek kamatait a jegybanki kamatemelésnél erőteljesebben emelni, hogy fenn tudják tartani kamatmarginukat. A másik a mérlegcsatorna, amely mechanizmus lényege, hogy a magasabb kamatok miatt a vállalati eszközök leértékelődnek, amik fedezetként szolgálnak a hitelfelvételhez. A csökkenő fedezetnek köszönhetően a vállalatok jóval magasabb kamaton tudnak hitelhez jutni.

Várakozások csatornája: kulcsfontosságú a monetáris politika hatékonysága szempontjából. Ha a monetáris politika célja hiteles, akkor a gazdasági szereplők várakozása megegyezik azzal. Ebben az esetben a központi bank nem kényszerül a szükségesnél jelentősen szigorúbb politikát folytatni ideiglenes inflációs sokkok esetén, mivel a racionális szereplők bíznak a monetáris politika saját célja iránti elkötelezettségében, az annak megvalósítására való törekvésben. Hiteltelen politika csak számottevő reáláldozatot okozó restriktív magatartással képes kezelni a sokkok miatt fellépő árazási és bérkövetelési magatartás megváltozását és az ennek köszönhető plusz inflációs nyomást. A várakozások lehorgonyzásának sikeressége emiatt kritikus egy inflációs célkövetéses rendszerben.

Látható, hogy egy kamatemelés illetve kamatsökkentés különböző módokon érintheti a vállalatokat és háztartásokat. Egy ország esetén melyik csatorna mekkora mértékben képes közvetíteni a monetáris politika szándékát, azt az adott gazdaság nagysága, nyitottsága, szerkezeti felépítése, szereplőinek preferenciája és jegybankjának hitelessége határozza meg leginkább. A leírt transzmissziós mechanizmus tehát nem általánosítható teljesen, érdemes ország specifikusan vizsgálni azt.

3. A monetáris politika válaszai a válságra

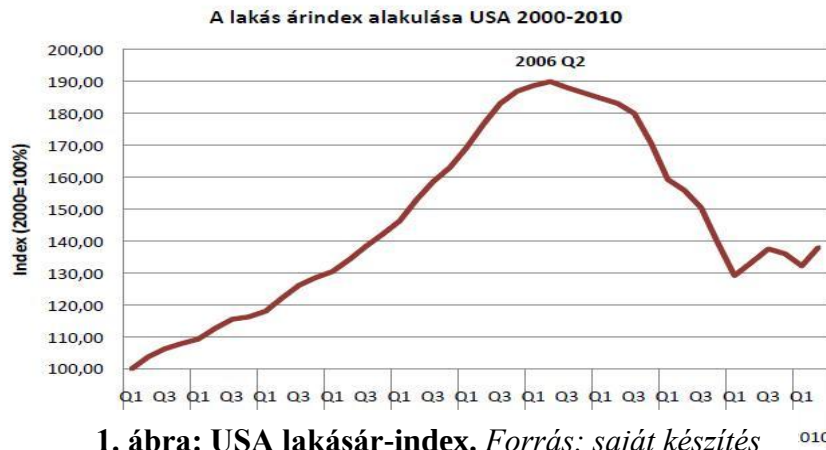
Az elmúlt évtizedben, kifejezetten az elmúlt években jelentős pénzügyi változásokon ment keresztül a világgazdaság. A fejlett világ eladósodása globális egyensúlytalanságot szült, ami 2007 nyarán egy régóta nem látott pénzügyi válság kitörésében csúcsosodott ki. A pénzügyi szféra gondjai hamar átgyűrűztek a reálgazdaságba, recessziót és óriási fejtörést okozva a gazdaságpolitikusoknak. Jó ideje nem látott teher hárult a válságkezelésben a monetáris politikára, ezáltal a jegybanki döntéshozókra. Elsődlegesen a válság hatásainak tompítása, a jóléti veszteségek minimalizálása volt a feladatuk, majd a helyzet javulásával a gazdasági növekedés mielőbbi, tartós beindítása. Mivel már rengeteg szakmai cikk, TDK és szakdolgozat született a válság természetének bemutatásáról, én most ettől eltekintnék, csak néhány mondatot fogok említeni róla. A hangsúlyt inkább a tartós növekedés beindításához és a likviditásteremtéshez használt jegybanki eszközökre helyezem.

3.1. „Great Moderation”⁷ és APFI-k

A válságot megelőző időszakot „Great Moderation”-nek nevezik a szakirodalomban. Az elnevezés arra utal, hogy árstabilitás melletti, relatíve gyors és huzamosabb ideig tartó növekedés szemtanúja lehetett mind a fejlett és mind a feltörekvő országok lakossága (Csermely - Szalai, 2010). A makrogazdasági stabilitás általában nem járt együtt pénzügyi stabilitással. Szokatlannak hatott, hogy a pénzügyi instabilitás alacsony infláció mellett alakult ki. Ez többek között a szerkezetileg megváltozott gazdaságok és átalakuló gazdaságpolitikai rezsimeknek volt köszönhető. Az inflációs nyomás természete is megváltozott: lassabban, hosszabb időtávon épült fel. A fogyasztói társadalom térnyerése a lakosság komoly mértékű eladósodottságát okozta. A világ elsőszámú gazdaságában az alacsony kamatoknak köszönhető olcsó pénz erőteljesen hozzájárult a krízis kialakulásához. Az alacsony reálkamatok vonzóvá tették a hiteleket, a befektetők pedig inkább ingatlanba helyezték el pénzüket az alacsony hozamú pénzpiacok helyett. Idővel így egy eszközár buborék alakult ki az ingatlanpiacon, ennek nagysága látható az 1. ábrán. Hogy miért voltak ilyen alacsonyak a kamatok, az más kérdés, itt most elég annyit megjegyezni, hogy ha a Taylor-szabály szerint határozták volna meg a kamatokat, akkor

⁷ Nagy mérséklődés.

az ingatlanpiaci boom alacsonyabb szinten tetőzött volna (Taylor, 2007). Az amerikai ingatlanpiacon kialakult lufi tankönyvi APFI (Asset Price Booms and Financial Imbalances⁸) példa. Az APFI-k gyakran egyszerre okoznak problémákat egy ország



pénzügyi és makrogazdasági stabilitásában. Vagy ha esetleg külön, akkor is idővel az egyik problémája a másikéhoz vezethet kellő nagyságú sokk esetén. Emiatt a jegybankoknak kitüntetett szerepet kellene tulajdonítaniuk az APFI-knak, nemcsak a pénzügyi stabilitás elérése szempontjából. Csermely – Szalai (2010) szerint az APFI-k által okozott makrogazdasági stabilitási problémák a gazdaság túlfűtöttségéből, majd annak nagyon gyorsan lezajló korrekciójából fakadnak. A korrekció deflációhoz, recesszióhoz vezethet súlyos jóléti veszteségeket okozva. Korábban jól észre lehetett venni a gazdasági ciklusok okozta túlfűtöttséget, mert az megjelent inflációs nyomásként, így az előrejelzés megfelelő segítséget nyújtott a döntéshozóknak. A jelen gazdaságaiban viszont a túlfűtöttség APFI-kban (kiváltképpen ingatlan- és részvényárakban) jelenik meg, inflációs nyomást általában nem okozva. Mint említettem, fény derült rá, hogy az alacsony infláció kedvez az instabilitásért felelős pozíciók felépüléséhez. Csermely és Szalai (2010) az alábbi APFI-k okozta allokációs problémákat különböztetik meg:

- **Túlzott beruházás bizonyos ágazatokban:** ha hitelből valósultak meg a beruházások, akkor tömeges csődök is bekövetkehetnek (lásd: építőipar).
- **Fogyasztás túlzott mértékűvé válása:** a pénzügyi megtakarítások alacsony szintje miatt, felesleges kapacitások jöhetnek létre. A lufi kipukkanásakor ez prociklikus pénzügyi magatartást válthat ki.

⁸ Eszközár-buborékok és pénzügyi egyensúlytalanságok

- **Kormányzati költségvetési bevételek:** túlfűtöttségből adódó fellendülés esetén a kormányzat nem tudja megkülönböztetni a ciklikus és tartós bevétel növekedést, és emiatt magasabb kiadási szintet enged meg magának. Visszafordítása prociklikus, emiatt nehezen megvalósítható.
- **A bankrendszer prociklikusan hitelez:** fellendülés esetén, amikor már nem lenne szükség annyi hitelre, akkor az eszközárak és ezzel együtt fedezeti értékük növekszik. A vállalatok így könnyebben, több hitelhez juthatnak további beruházásaikhoz, még tovább fűtve a gazdaságot. Korrekció idején az eszközárak és a fedezeti értékük csökken, így amikor szükség lenne rá, akkor már nem jutnak hitelhez a vállalatok.

Az APFI-k tehát hasonlóan az inflációhoz makrogazdasági volatilitást okoznak, ezért a monetáris politikának törekednie kell a simításukra.

Az ingatlanpiaci lufi kidurranása rengeteg lakáshitel bedőlését eredményezte. Az óriási mennyiségben, különböző, bonyolult módokon értékpapírosított jelzáloghitelek elértéktelenedése akkora sokkot okozott a pénzügyi- majd reálszférában, amit a Fed nem volt képes a klasszikus kamatpolitikával hatásosan kezelni. A jóléti veszteségek csökkentése és a gazdaság mielőbbi talpra állítása érdekében úgynevezett nem-konvencionális eszközök bevetéséhez folyamodott.

3.2. Nem-konvencionális eszközök csoportosítása

Nem-konvencionális (nem-szokványos) monetáris politikának illetve eszközöknek egyszerűen azokat az eszközöket nevezzük, amiket normál körülmények között általában nem használ a jegybank, csak néhány esetben. Mint már említettem, a válság okozta kihívások leküzdéséhez nem voltak elégségesek a szokványos eszközök, így a jegybankoknak világszerte új, vagy nem használt eszközökhöz kellett folyamodniuk.

A szakirodalomban többfajta szemlélet él a nem-konvencionális eszközök csoportosításáról. Egységes, tankönyvi besorolással így nem tudok szolgálni.

Csermely – Szalai (2010) szerint alapvetően két nagy csoportra oszlanak: prudenciális szabályozás monetáris politikai célú alkalmazása, illetve a mérlegesszerek („balance sheet instruments”). A prudenciális célokból használt szabályozási eszközök olyan működési keretnek tekinthetők, amelyek a gazdasági ciklusoktól függetlenül

korlátok közé szorítják a gazdaság szereplőinek tevékenységét, és korlátozzák a bankrendszer által előidézett felgyorsító hatásokat. Csak felsorolásszerűen, a teljesség igénye nélkül, szabályozási eszközök lehetnek: likviditási korlátok megszüntetése, intézmények méretének korlátozása, a tőkekövetelmények abszolút szintjének növelése és anticiklikus változtatása, devizanyitottság korlátozása a mérlegekben, intézmények tevékenységi körének korlátozása, hitel-fedezeti arányok szabályozása stb. Ezek értelmezése és használatuk egyértelmű, kevésbé izgalmas, mint a mérlegesszűkítő. Utóbbiak a monetáris politika transzmisszióját hivatottak javítani. Lehetővé teszik a jegybank számára, hogy függetlenül a rövid kamatoktól, azokat nem befolyásolva változtasson adott piacok monetáris kondícióin („decoupling”). Szokványosnak számít a devizapiacra alkalmazott intervenció a kamatkülönbözet változatlanul hagyásával (Csermely – Szalai, 2010). A mérlegesszűkítő formai klasszifikációjára ugyancsak több módosítás és elnevezés használatos. Számomra Borio – Disyatat (2009) csoportosítása tűnik a legjobbat mondónak, ezért ezt fogom használni.

Az eszközök csoportosítása két kritériumon alapszik: kiváltott hatás a privát szektor mérlegstruktúrájára illetve az intézkedéssel megcélzott piaci szegmens. Ezek alapján négy széles kategória különíthető el: árfolyam politika, kvázi-hitelezési politika, hitelezési politika és bankközi tartalék politika⁹. Az 1. táblázaton szemléletesen látható a besorolás.

		Hatás a magánszektor mérlegére		
		Változás a nettó devizakitevességben	Változás az állammal szembeni követelésekben	Változás a magánszektorral szembeni és/vagy az állam magánszektorral szembeni követeléseiben
Mecélzott piac	Deviza	①		
	Állampapír		②	
	Magánszektor hitel és értékpapír			③
	Bankközi tartalék			
Árfolyam politika ①, Kvázi-hitelezési politika ②, Hitelezési politika ③, Bankközi tartalék politika (szürke terület)				

1. táblázat: Mérlegesszűkítő politikák csoportosítása. Forrás: Borio – Disyatat (2009)

Árfolyam politika esetén a jegybank a magánszektor nettó devizakitevességén változtat devizapiaci intervencióval, így hatva az árfolyam szintjére vagy volatilitására. Ez

⁹ Exchange rate policy, quasi-debt management policy, credit policy, bank reserves policy (saját fordítás).

szokványos intézkedésnek számít, gyakran élnek vele a központi bankok, főleg feltörekvő országokban.

Kvázi-hitelezési politika alatt a jegybanki állampapír vásárlásokat illetve eladásokat értik. Elsődleges célja az állampapír-piaci hozamgörbére, és azon keresztül az eszközárakra és finanszírozási költségekre hatni.

Hitelezési politika esetén a központi banki intézkedések módosítják a magánszektor mérlegösszetételét úgy, hogy a jegybank megváltoztatja kitettségét a magánszektor felé. Ez kétféleképpen lehetséges: adott összegben vesz, illetve ad el a magánszektor által kibocsátott papírokat vagy a magánszektor által tartott értékpapírok összetételén változtat (átrendeződés a magán és állami követelések között). Ezen változtatások sokféleképpen elérhetőek, a következő fejezet 2. táblázata tartalmazza legnépszerűbb módjait. A hitelezési politika elsődleges szándéka a magánszektor finanszírozási feltételeit (lazítani) módosítani.

Bankközi tartalék politika esetén a jegybank konkrét célt állapít meg a banki tartalékokra, eltekintve attól, hogyan ellentételezi ezt mérlegének eszközoldalán.

A mérlegesszükség csak akkor emelik meg a jegybanki mérlegfőösszeget, ha finanszírozásuk jegybanki kötelezettség (fedezett vagy fedezetlen) kibocsátásával jár.

A válság során több kifejezés is meghonosodott a központi bankok akcióinak leírására. A legelterjedtebb a „*quantitative easing*” (mennyiségi lazítás, továbbiakban QE) elnevezés, ami alatt egy olyan politikát kell érteni, mely három fő jellemzővel rendelkezik: explicit banki tartalék cél kijelölése, feltételes kötelezettségvállalás a magas banki tartalékszintek fenntartására és megnövelt állampapír vásárlások az előző két cél elérése érdekében (Borio – Disyatat, 2009). Az előbb tárgyalt besorolás szerint a QE tehát a bankközi tartalék és kvázi-hitelezési politika keveréke. Hatásmechanizmusa a következő lehet: a jegybank hosszúlejáratú állampapírok vásárlásával csökkenti azok hozamát, ami azt eredményezi, hogy a magánszektor egyrészt olcsóbban jut hitelekhez a csökkenő kamatkörnyezetnek köszönhetően, így többet fogyaszt és beruház. Másrészt felértékelődnek a részvénybefektetések az államkötvényekkel szemben, így kisebb kockázatvállalási kedv esetén is részvényekbe csoportosul át vagyon, ami a részvénypiaci árfolyamok emelkedését okozva többletfogyasztást eredményez. Végül pedig, az alacsony alapkamat és hosszú távú állampapírhozamok eredményeképpen a hazai deviza gyengül, elősegítve az export felfutását. A hatásmechanizmus eléggé szövevényes, nem egyértelműen olvasható ki a gazdaság élénkítése.

Másik elterjedt elnevezés a „*credit easing*” (hitelezési lazítás, „qualitative easing”, továbbiakban CE), amit Bernanke használt először különböző hitelprogramokra és értékpapír vásárlásokra. A kifejezés magában foglalja a magán- és bankszektor hiteleinek meghosszabbítása mellett az állami- és magánvállalatok hiteleinek és eszközeinek megvásárlását. Így tulajdonképpen a CE a hitelezési és kvázi-hitelezési politika egyvelege. Eredményeképpen a jegybanki mérleg eszközállományának összetétele módosul.

3.3 A vezető jegybankok által használt eszközök a válságkezelésben

A nem-szokványos eszközök csoportosítása és jellemzése után röviden bemutatom, hogy néhány, a világgazdaság szempontjából meghatározó gazdaság jegybankja milyen eszközökhöz folyamodott eddig, először a bankközi likviditási problémák megoldása majd a gazdasági növekedés könnyebb finanszírozhatósága érdekében.

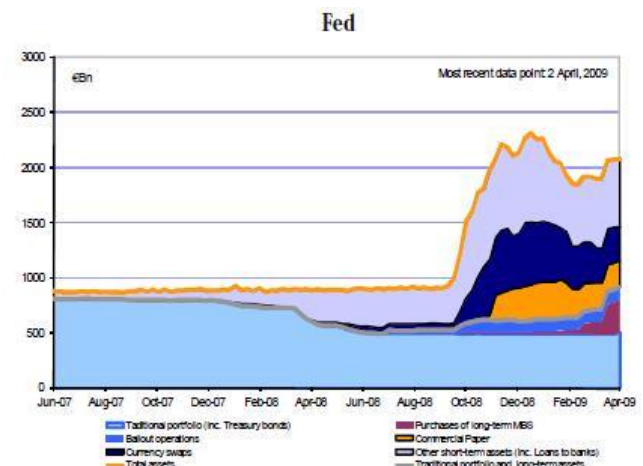
Mérlegeszköz típusa	Intézkedések	Fed	ECB	BoE
Hitelezési politika	<i>Hatás a bankközi piac kondícióira</i>			
	• Futamidő meghosszabbítása, kamatrátá csökkentése	✓	✓	✓
	• Fedezeti kör bővítés	✓	✓	✓
	• Ügyfélkör bővítés	✓		✓
	• Központi bankok közti FX-swap	✓	✓	✓
	• Hitelezési kondíciók könnyítése	✓		✓
	<i>Hatás a nem banki hitelpiacra</i>			
	• CP vásárlás, elfogadása fedezetként	✓		✓
	• ABS vásárlás, elfogadása fedezetként	✓	✓	✓
	• Vállalati kötvény vásárlás, elfogadása fedezetként			✓
	• Egyéb értékpapírok vásárlása	✓		
Kvázi-hitelezési politika	Állampapír vásárlás	✓		✓
Bankközi tartalék politika	Célkitűzés a banki tartalékokra			✓
Árfolyam politika	Külföldi devizavásárlás			
Fed = Federal Reserve, ECB = European Central Bank, BoE = Bank of England, CP = Commercial Paper, ABS = Asset-backed securities				

2. táblázat: Mérlegeszközök használata 2009. novemberig. Forrás: Borio – Disyatat (2009)

Federal Reserve:

A Fed 2007. szeptember 18-án kezdett bele a monetáris lazításba. 2008. december 16-ra 5,25%-ról gyakorlatilag nullára csökkentette az irányadó kamatot. Az 2007. decemberétől kezdve a „Term Auction Facility” program keretében rövid lejáratú hitelek biztosított főleg befektetési bankoknak úgy, hogy fedezetként MBS-eket¹⁰ is elfogadott.

FX-swap ügyleteket kötött vezető jegybankokkal a dollár likviditásának biztosítása érdekében. Egyes bajba jutott pénzintézeteket, biztosítókat (pl. AIG) bankmentő hitellel segítette ki. Az ún. QE1¹¹ keretén belül 2008. októberétől kezdve közel 2000 milliárd dollár értékben vásárolt CP-ket¹², rossz helyzetbe került kormányzati háttérű vállalatok kötvényeit, jelzálogleveleket és állampapírokat. 2010 novemberében jelentette be a QE2-t¹³, ami keretében 600 milliárd dollár értékben vásárolt állampapírokat nyolc hónap alatt. Az intézkedések hatására a Fed mérlegébe bekerült eszközök megoszlása látható a 2. ábrán.



2. ábra: A Fed mérlege. Forrás: DGTP(2009)

Bank of England:

2009. februárig az angol jegybank által folytatott monetáris politika hasonló volt az ECB által alkalmazotthoz: likviditást pumpált a rendszerbe, meghosszabbította a lejáratokat banki refinanszírozással és bővítette a fedezetként elfogadható eszközök körét (DGTP, 2009). Márciustól kezdve értékpapír vásárlásokba kezdett, többek között CP-ket és állampapírokat vett.

¹⁰ Mortgage-backed securities: jelzálog-fedezetű értékpapír.

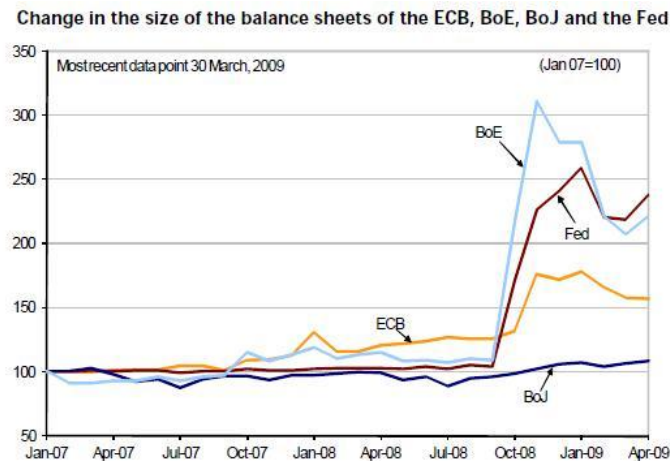
¹¹ Quantitative easing 1, gyakorlatilag inkább credit easing.

¹² Commercial Paper: 8 hónapnál rövidebb lejáratú vállalati hitelpapír.

¹³ Quantitative easing 2: mennyiségi lazítás 2.

European Central Bank:

2008. szeptember előtt az eszköztár finomhangolása zajlott, ezek után az alapkamat csökkentésébe kezdett, 4,25%-ról 1%-ra lazította 2009 nyarára. Közben a fedezetként elfogadott papírok köre kiszélesedett egészen BBB besorolásig, és fix kamatozású, korlátlan mennyiségű ajánlatokat fogadott be.



3. ábra: Jegybanki mérlegfőösszegek alakulása. Forrás: DGTP(2009)

Az intézkedések hatására a monetáris bázis és a jegybankok mérlegfőösszege nem látott méreteket ért el. Ezt mutatja a 3. ábra.

4. Monetáris politika Magyarországon

A globális kitekintés után áttérnénk Magyarországra. Feltörekvő gazdaság lévén speciális helyzetben van, amit gyakran külső tényezők határoznak meg, megnehezítve a gazdaságpolitikai döntéseket. A 2008 októberében begyűrűző pénzügyi válság nem kis kihívás elé állította a hazai monetáris politikai döntéshozókat. Mielőtt rátérnénk a magyar jegybank válságkezelésére, érdemes megnézni, milyen eszközök állnak a rendelkezésére illetve mely tényezők határozzák meg merőben a mozgásterét.

4.1. AZ MNB feladatai, ellátásához használható eszközei

Magyarországon a monetáris politika viteléért a Magyar Nemzeti Bank, rövidítve MNB felel. Törvény¹⁴ szerinti elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. Elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a mindenkori magyar kormány gazdaságpolitikáját. Célja elérése érdekében az inflációs célkövetés stratégiát alkalmazza 2001 óta.

A monetáris politika megvalósításán kívül alapvető feladatai a következők:

- **Emissziós tevékenység:** a gazdaság készpénzigényének kielégítése törvényes fizetőeszköz biztosításával.
- **Deviza- és aranytartalék képzés:** az MNB már nem rendelkezik aranytartalékkal, devizatartalékot likviditásszabályozás és a túlzott árfolyam-ingadozások kivédése (piaci intervenció) érdekében tart fent.
- **Fizetési és elszámolási rendszerek kialakítása, illetve működtetése:** a gazdaság szereplői között lezajló pénz és értékpapír forgalom megbízhatósága kritikus a gazdaság megfelelő, olajozott működése érdekében, ezért a jegybank törekszik a rendszerkockázat minimalizálására.
- **Statisztikai információk gyűjtése a gazdaságról:** pénzügyi számlákhoz és a fizetésimérleg-statisztikához kapcsolódóan adatok feldolgozása és nyilvánosságra hozása.
- **Pénzügyi rendszer stabilitásának támogatása**

Az utolsó pont szorosan összefügg az elsővel (monetáris politika meghatározása és megvalósítása), szervesen kapcsolódnak egymáshoz. A pénzügyi stabilitás fogalma nem annyira egzakt, mint az árstabilitásé, nehezen mérhető, emiatt csak nagyon általánosan írható körül. Az MNB a következőképpen értelmezi: „*A pénzügyi stabilitás olyan állapot, amelyben a pénzügyi rendszer, azaz a kulcsfontosságú pénzügyi piacok és a pénzügyi intézményrendszer képes ellenállni a gazdasági sokkoknak, és zökkenőmentesen tudja ellátni alapvető funkcióit: a pénzügyi források közvetítését, a kockázatok kezelését és a fizetési forgalom lebonyolítását*” (MNB, 2006, 48. old.). Többek között megfogalmazódik benne a gazdaságot érő sokkok kezelése és az azokra való felkészültség. Ezek szerint a

¹⁴ Magyar Nemzeti Bankról szóló 2001. évi LVIII. törvény.

stabil pénzügyi rendszeren nem a sokkok hiányát érthetjük, hanem a sokkokhoz való megfelelő alkalmazkodást, jelentős reálgazdasági költségek nélkül.

A pénzügyi- és árstabilitás eléréséhez illetve fenntartásához széles eszköztár áll rendelkezésre a jegybanknak. Ezeket az eszközöket több szempont szerint is szokás csoportosítani, jellemzésükhöz nagyban támaszkodtam Balogh (2009) eszköztárról adott kéziratára. Funkciójuk szerint a következőket különböztetjük meg:

- irányadó instrumentum
- bankközi kamatok volatilitását csökkentő eszközök
- sterilizációs eszközök
- árfolyam direkt befolyásolását szolgáló eszközök

Az irányadó eszköz: szerepét Magyarországon a kéthetes futamidejű MNB-kötvény tölti be, melynek kamata a mindenkori jegybanki alapkamat. Utóbbi mértékéről a Monetáris Tanács dönt havonta egyszer. Arra szolgál, hogy a jegybank közvetítse az általa optimálisnak vélt kamatszintet a piac számára a pénzpiaci kamatokon keresztül. Így a jegybank képes hatni a lakossági és vállalati szempontból releváns kamatszintekre, befolyásolva ezzel az aggregált keresletet és a megtakarítási illetve fogyasztási döntéseket. A rövid lejárat miatt a hozamgörbe rövid végére tud közvetlenül hatni, de a határidős kamatparitás felhasználásával közvetetten a gazdasági folyamatok szempontjából meghatározóbb hosszabb hozamokat is képes befolyásolni, utóbbiakat az irányadó kamat jövőbeli alakulására vonatkozó várakozások szabják meg. Az alapkamat változtatása jelzés a piac számára a jövőben várható kamatok alakulásáról. Ha egy csökkentés vagy emelés akkora mértékű, amekkorát a piac vár, akkor az azt jelenti, hogy a jegybank és a piaci szereplők elképzelése egyforma a gazdasági folyamatokról. Ha a várakozásoktól eltérő mértékű változtatás történik, akkor a gazdaság szereplői kénytelenek átértékelni saját kamatvárakozásaikat, aminek általában egy erőteljes hatás az eredménye a pénzügyi piacokra nézve. Fontos még megjegyezni, hogy az irányadó kamat változtatása elmozdítja a devizaárfolyamot.

Kamatok volatilitását csökkentő eszközök: a jegybankoknak két módon van lehetőségük beavatkozni a bankközi likviditásmenedzsmentbe. Diszkrecionálisan, azaz meghatározzák, hogy mekkora mennyiségben hajlandóak a bankrendszer számára likviditást adni, vagy közvetlenül, nem a mennyiségen keresztül. Az MNB az utóbbi

módozatot használja, partnereinek korlátlanul van lehetőségük igénybe venni a jegybanki eszközöket előre meghatározott kamaton. Megjegyzendő, hogy az MNB-nek lehetősége van diszkrecionális elemek használatára is (állampapírvétel, tenderek). Jelenleg két eszközt használ a likviditás és a kamatok volatilitásának megfelelő szinten tartására: a kamatfolyosót és a kötelező tartalékrendszert.

Az MNB által alkalmazott *kamatfolyosó* szimmetrikus az irányadó eszköz kamatára. A 2008. őszi pénzügyi történések óta $\pm 0,5$ százalékpont szélességű. Célja, hogy a bankközi kamatok az alapkamat körül maradjanak egy meghatározott szűk sávban. A folyosó teteje az a hitelkamat, amelyen a jegybank egynapos futamidővel hitelt nyújt partnereinek értékpapír-fedezet mellett. Ha a bankközi piacon nem tudja egy hitelintézet beszerezni a számára szükséges rövid likviditást, akkor sem fognak a kamatok irreálisan magas szintekre emelkedni, mivel mindig lehetősége van a jegybanktól az említett hitelkamat forráshoz jutnia. Az egynapos bankközi piacon megfigyelhető kamatszint emiatt nem lesz magasabb a folyosó plafonjánál. Az előbb említettekkel hasonló módon kamatpadlónak nevezzük azt a kamatszintet, amelyen az ügyfélkör jogosult bármekkora mennyiségben egynapos futamidővel betétet elhelyezni a jegybanknál. Likviditásbőség esetén a bankközi betéti kamatok lecsökkennek, de egyik szereplőnek sincs érdekében a jegybank által nyújtott lehetőségnél alacsonyabb kamaton betétet elhelyeznie, ezért a bankközi kamatok nem csökkennek a kamatpadló alá.

A *tartalékkötelezettség* azt jelenti, hogy alanyai kötelesek idegen forrásaik adott hányadát a jegybanknál vezetett számlájukon tartani. Erre a jegybank az alapkamattal megegyező mértékű kamatot fizet. Jelenlegi célja az egynapos kamatok simításának elősegítése. Ez annak köszönhetően valósul meg, hogy a kötelezetteknek egyhavi átlagban kell megfelelniük a tartalékra vonatkozó előírásnak, így lehetőségük van likvid eszközeik hónapon belüli átcsoportosítására.

Az MNB-nek még egyéb likviditáskezelő eszközök is rendelkezésére állnak, arra az esetre, ha hirtelen sokk érné a bankközi piacot. Ezekről részletesen szó esik a válságkezelés résznél.

Sterilizációs eszközök: használatukkal a jegybank képes sterilizálni a bankrendszerben lévő fölösleges likviditást. Hazánk, kis, nyitott gazdaság lévén pozitív strukturális likviditási pozícióval rendelkezik, köszönhetően a külföldi tőkebeáramlásnak és a devizapiaci intervencióknak. A strukturális likviditási pozíció a jegybank hitelintézetekkel szembeni követeléseinek és kötelezettségeinek egyenlege, amelynek alakulása olyan jegybanki mérlegtételektől függ, amire az MNB-nek közvetlenül nincs

ráhatása. Mivel esetünkben ez a pozíció pozitív, az irányadó eszköz betét oldali, azaz likviditást von el a bankrendszerből. A felesleges likviditás lekötésére több pénzüpiaci eszköz is a jegybank rendelkezésére áll.

Formai jellemzők alapján a következőket különböztetjük meg: jegybanki betét, fedezett hitel, végleges értékpapír műveletek, repó, kötelezettséget megtestesítő értékpapírok kibocsátása és FX-swap. A repók, swapok és outright műveletek likviditást nyújtó és kivonó eszközök is lehetnek egyben, míg a többi kizárólag egyoldali, annak megfelelően, hogy a bankrendszer nettó likviditási pozíciója pozitív (likviditást kivonó) vagy negatív (likviditást nyújtó). Normál piaci környezetben a kötvénykibocsátást és a hitel- illetve betétműveleteket alkalmazza csak a jegybank rendszeresen. Később kitérek rá, hogy ez mennyiben változott meg 2008-ban.

Kötelezettséget megtestesítő értékpapírok kibocsátása alatt az irányadó eszköz alkalmazását kell érteni. A *jegybanki betétről* már szoltam, egynapos változata szolgál kamatpadlóként, de emellett létezik hosszabb futamidővel is. A futamidő lejártá előtt nem lehet felmondani. Az egynapos *fedezett hitel* tölti be a kamatplafon szerepét, napon belüli változata pedig a napközbeni pénzforgalmat segíti. *Végleges állampapír adásvétel* alkalmával a jegybank klasszikus nyíltpiaci műveletet hajt végre a másodlagos piacon azzal a céllal, hogy a likviditás kínálatát szabályozza. *Repó ügylet*, más néven értékpapír visszavásárlás esetén a jegybank értékpapírt (jellemzően állampapírt) ad el vagy vásárol a jelenben, majd egy megadott időpontban visszavásárolja, illetve eladja azt. A két ár különbsége a repókamat. Az aktív repó szerepét már átvette a fedezett hitel. *FX-swap ügyleten* egy olyan tranzakciót kell érteni, amely során a jegybank a jelenben prompt árfolyamon külföldi devizára cseréli forintját, majd egy jövőbeli időpontban előre meghatározott árfolyamon visszacseréli azt. 2008 őszétől kezdve fontos szerepet kaptak az FX-swap ügyletek, ezért később még lesz róluk szó.

Árfolyam direkt befolyásolását szolgáló eszközök: ide soroljuk a devizapiaci és verbális intervenciót. Utóbbi akkor fordul elő, ha a jegybank nem kívánatosnak, fenntarthatatlannak tartja a kialakult árfolyamszintet vagy a várható árfolyampályát. Sikere a hitelességen múlik, ehhez kudarc esetén be kell vetni egyéb eszközöket is a cél eléréséhez.

Devizapiaci intervencióval közvetlenül fel- illetve leértékelhető a hazai fizetőeszköz. Ha a jegybank célja a forint árfolyamának felértékelése, vagy leértékelésének megelőzése, akkor külföldi devizát kell eladnia forint ellenében. Ellentétes esetben, külföldi deviza vételével megnövelheti a forgalomban lévő forint mennyiségét, ezzel gyengítve annak

árfolyamát. Intervenció célja lehet a pénzpiac likviditásának befolyásolása is swap- vagy repó-ügyletek keretében. Utóbbiak közvetlenül nincsenek hatással az árfolyamra. 2008-ban az MNB áttért lebegő árfolyamrendszerre, azóta a devizatartalékból megvalósuló intervenciók célja nem a sávszéltől való elmozdulás, hanem általában a volatilitás mérséklése.

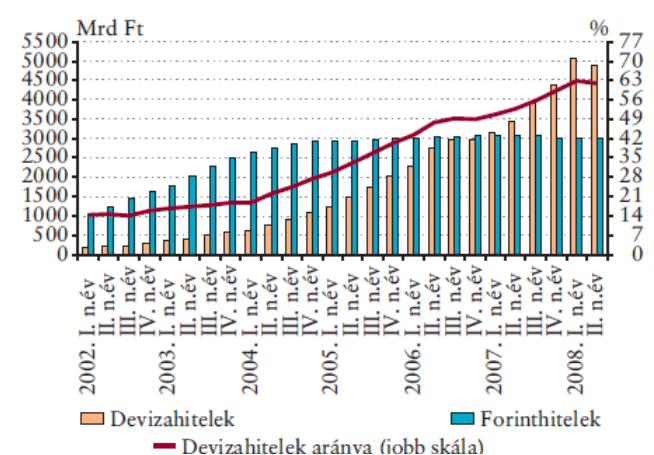
Ahogy néhányszor már utaltam rá, az eszköztár folyamatosan fejlődik, az egyes eszközök szerepének súlya változik a gazdasági kihívásoknak megfelelően. A következő fejezetben kifejtem, hogy a válság begyűrűzése milyen hatással volt azt MNB eszköztárára, és hogyan bánt vele a jegybank a stabilitás fenntartása érdekében.

4.2. A magyar pénzügyi piac kockázatai és a válság begyűrűzése

Kis, nyitott gazdaságokban a devizában fennálló adósságok azt eredményezik, hogy komoly kockázatok jelentkeznek a gazdaság legtöbb szektorában. Az árfolyam változásai sok szereplőnél gyorsan gondokat idézhetnek elő a mérlegekben emiatt. Míg fejlett országokban az APFI-k általában endogén módon keletkeznek, addig a feltörekvő országok esetén a kialakuló egyensúlytalanságok gyakran külső tőkeáramlási- és kockázatiprémium-sokkoknak köszönhetőek. Ezeknek nincs köze az ország fundamentumaihoz, hanem a nemzetközi kockázatvállalási kedvből adódnak (Csermely – Szalai, 2010).

Így történt ez Magyarország esetében is. A jelentős kockázati prémium miatti forint-deviza kamatkülönbözet és az erős banki hitelkínálat miatt 2004-től kezdve a háztartások főleg devizában adósodtak el. 2008 harmadik negyedévére a háztartások hitelein belül a devizahitelek aránya elérte a 65%-ot, ahogy azt a 4. ábra mutatja. Az emberek nagy része nem számolt a jelentős árfolyamkockázattal (a bankok sem hívták fel rá a figyelmet megfelelően), fedezet hiányában érzékennyé váltak a forint árfolyamának alakulására. A bankok pedig jókora kockázatot vállaltak így, mivel egy tartós forintgyengülés jelentős mértékű nemfizetés kockázatát rejtette magában.

Háztartások hiteleinek denominációs szerkezete



4. ábra: Devizahitelek/Hitelek aránya. Forrás: MNB

2008 őszén hirtelen a befektetők feltörekvő piacokkal szembeni kockázatvállalása lecsökkent, aminek hatására a külföldi szereplők folyamatosan levágták a hazai pénzpiaci szereplőkkel szembeni limiteket és magasabb kockázati felárat vártak el. Ezek a fejlemények a négy kulcsfontosságú pénzügyi piac likviditásának beszűküléséhez vezettek októberben (MNB, 2009a):

- **Devizaswap-piac:** a hazai bankok mérlegen belüli pozícióik menedzselésére használják, az egyik devizában rendelkezésre álló likviditást cserélik el a kihelyezésekhez szükséges devizanembeli likviditásra.
- **Azonnali devizapiac:** külföldi és nem banki ügyfelek tranzakciós igényeinek kielégítésére szolgál.
- **Fedezetlen bankközi piac:** a meglévő forintlikviditás újraelosztására használatos.
- **Állampapírpia:** ugyancsak a bankok forintlikviditásának újraelosztásához nyújt lehetőséget.

A főleg svájci frankban, euróban és japán jenben eladósodott lakosság miatt a devizaforrásokra ráutalt bankrendszer egyre nagyobb mértékben vette igénybe a devizaswap-piacot, hogy biztosítsa devizalikviditását. A külföldi befektetők - akik jellemzően ezen a piacon jutottak hozzá a számukra szükséges forintlikviditáshoz – jelentős mértékű állampapír eladásba kezdtek kockázatvállalási kedvük alábbhagyása miatt. Ezzel csökkent a részvételük az állampapír- és swappiacon, likviditási nehézségeket okozva. A swappiaci feszültségek átcsaptak a fedezetlen bankközi piacra is. A hazai hitelintézetek magas nyitott devizapozíciója és az ezt fedező magas devizaswap-állománya miatt a forintgyengülés a lejáró swapügyletek újrakötésén keresztül megemelte a forintlikviditás-igényt (MNB, 2009a). A bizalom csökkenése miatt azonban a bankközi forintpiacon lecsökkentek az egymással szembeni limitek. Ennek hatására a likviditáshiányos szereplők nem tudtak elégséges mennyiségű forinthez jutni.

A rendszerben kialakult pénzügyi egyensúlytalanság mellett az eszközárakban nem látszódott az indokoltnál nagyobb növekedés, tehát az APFI-ból csak „FI”-k alakultak ki (Csermely – Szalai, 2010). A pénzügyi rendszer stabilitása veszélybe került, ezért az MNB-nek gyorsan és hatékonyan lépnie kellett. A következő részben a pénzügyi rendszer helyrerázása érdekében felhasznált eszközöket veszem sorra.

4.3. A válság hatására megjelent új jegybanki eszközök, a válságkezelés hatékonysága

Az első lépések közt a jegybank 2008. október 22-én 300 bázisponttal 11,5%-ra emelte az irányadó eszköz kamatát a forint árfolyamának túlzott gyengülése és a tőkekiáramlás további erősödésének megfékezése érdekében.

A devizaswap-piaci feszültségekre reagálva az MNB még októberben bevezette a kétoldali, egynapos EUR/HUF FX-swaptendert (Mák – Páles, 2009). A partnerkockázat mérséklése érdekében közvetítőként beállt a piaci szereplők közé. Később az Európai Központi Bankkal kötött egyezségnek köszönhetően egyoldalú három illetve hat hónapos EUR/HUF swapeszközt bocsájtott rendelkezésre. A Svájci Nemzeti Bankkal 2009. februárban kötött megállapodás keretében egyhetes EUR/CHF FX-swap tendert vezetett be 5 milliárd euró keretösszegig. Ezek az intézkedések megerősítették a bankrendszer stabilitását az FX-swap piac likviditásának helyreállításával (biztosítottá vált a devizaforrások megújítása).

Mint már említettem a globális válság hatására kialakult bizalmatlanság egymással szemben a bankközi forintpiacon a limitek csökkenését okozta. A forintkeresletet még tovább növelte, hogy a bankok devizalikviditás-igényüknek azt a részét, amit közvetlen devizaforrásból nem tudtak előteremteni, devizaswapokon keresztül próbálták meg beszerezni. Amelyik bank nem jutott megfelelő mennyiségű forinthez a bankközi piacon, az, az egynapos fedezett hitel eszközt igénybe véve pótolhatta hiányát. Ezen eszköz költségét csökkentette a kamatfolyosó alapkamathoz viszonyított $\pm 1\%$ -os sávjának $\pm 0,5\%$ -ra csökkentése 2008. október 22-én.

Az MNB további lépéseket is tett a bankközi piac feszültségeinek oldására: bővítette az elfogadható fedezetek körét és 2%-ra csökkentette a kötelező tartalékráta mértékét. Emellett még a továbbra is forintlikviditási problémákkal szembenező bankok számára sor került a kéthetes és hathónapos (megnövelt futamidő) futamidejű fedezett hitelek bevezetésére.

A bankrendszer forintlikviditását bővítették a jegybank 2008. október közepétől november végéig tartott másodpiaci állampapír-vásárlásai is. A forintlikviditás bővítése mellett az MNB célja a kiszáradt állampapírpiacon likviditásának növelése is volt.

A 3. táblázatba belefoglalt, itt felsorolt intézkedések – kiegészítve kormányzati és anyabanki beavatkozással – eredményeképpen már 2009 novemberére a pénzügyi piacok működése normalizálódott, a likviditási kockázatok jelentősen lecsökkentek (MNB,

2009b). A rendszer azóta bőséges forintlikviditással rendelkezik, a devizaswap-piacok rendbejövetele lehetővé teszi a különböző devizanemek közti zavartalan átjárást.

Mérlegeszköz típusa	Intézkedések	MNB
Hitelezési politika	<i>Hatás a bankközi piac kondícióira</i>	
	• Egyes eszközök futamidejének meghosszabbítása	✓
	• Fedezeti kör bővítés	✓
	• Ügyfélkör bővítés	
	• Közvetítői szerep az FX-swapoknál	✓
	• Hitelezési kondíciók könnyítése	✓
Kvázi-hitelezési politika	Állampapír vásárlás	✓*
Bankközi tartalék politika	Célkitűzés a banki tartalékokra	
Árfolyam politika	Külföldi devizavásárlás	✓
*Az állampapír vásárlás csakis stabilizációs céllal történt, nem tekinthető mennyiségi lazításnak.		

3. táblázat: MNB általi nem-szokványos eszközök használata. Forrás: Saját készítés

A vázolt nemzetközi helyzetet és Magyarország jelentős extrakockázatait figyelembe véve, a jegybank által a válság kritikus időszakában a pénzügyi stabilitás helyreállítása és megőrzése érdekében tett lépései véleményem szerint teljesen helyénvalóak és hatékonyak voltak. Nem került kifejtésre, de az említett eszközökön kívül különböző törvényjavaslatokkal is hozzájárult az MNB a pénzügyi stabilitás biztosításához.

4.4. Jogosak-e az MNB-t ért kritikák?

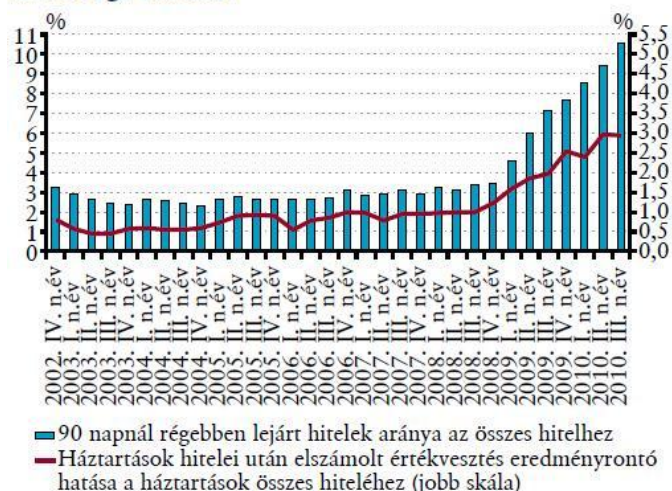
Sokan azzal a kritikával lépnek fel az MNB-vel szemben, hogy a fejlett országok jegybankjaihoz hasonlóan az inflációs félelmek háttérbe szorításával minden lehetséges eszközzel törekednie kellene a monetáris lazításra, hogy elősegítse a gyorsabb gazdasági növekedést. Ebben a részben megvizsgálom, hogy jogosak-e a kritikák, lenne-e értelme magyar QE-nek, illetve milyen lehetséges eszközök állnak a gazdaságpolitika rendelkezésére a növekedés felgyorsításához.

A hazai monetáris politikai döntéshozóknak döntéseiknél figyelembe kell venniük, hogy a külföldi tőke bizalma törékeny a magas adósággal rendelkező feltörekvő piacok

irányába, a kockázatvállalási kedv válság előtti szintje nem tért még vissza. Bármilyen fegyelmezetlenségre utaló jel a kockázati prémiumok megnövekedését okozhatja.

A lakosság hiteleinek közel 70%-a továbbra is devizahitel. Leértékelődő hazai deviza és növekedő országkockázati felár a megnövekedő törlesztőrészeknek köszönhetően tovább rontaná a háztartások hitel-visszafizetési képességét, ami az 5. ábrán láthatóan már jelenleg is aggasztó szinteket mutat. Egy monetáris lazítás az alapkamat jelentős csökkentésével valószínűleg a forint leértékelődéséhez vezetne már rövidtávon is. A svájci frank a jelenlegi kamatszint mellett is erős szinteken tartózkodik az arab világban felszínre törő feszültségek és a japán katasztrófa miatt. A

A háztartások bankrendszeri hiteleinek portfólió minőségi mutatói



5. ábra: Nemfizetés növekedése. Forrás: MNB

leértékelődéssel a kamatterhek tovább nőnének és velük együtt a nemteljesítés aránya is. Az alacsonyabb kamatok ellenére ez a hitelezés még markánsabb visszaszorulását okozná. Véleményem szerint egy kamatsökkentési sorozat eredménye jóléti szempontból veszteség lenne, mivel a bankok hitelezési viselkedésében inkább ellentétes hatást váltana ki a megnövekedett kamatterhek okozta nemfizetés elburjánzása miatt.

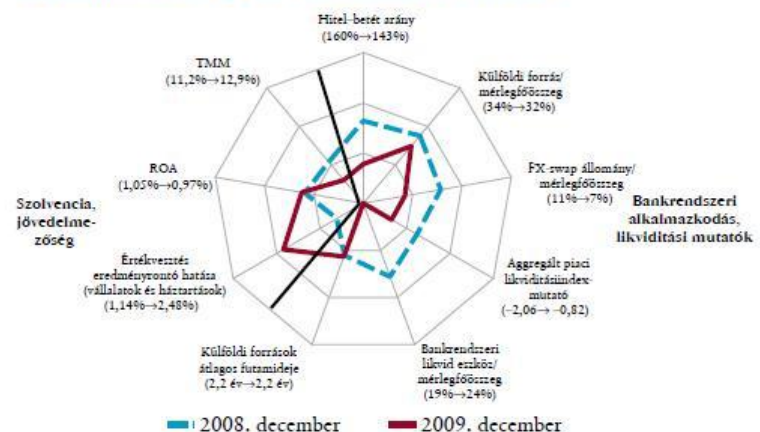
Többen elvárnák a jegybanktól, hogy a Fed-hez hasonló állampapír-vásárlásokkal bővítse a gazdaság likviditását. Ennek azonban semmi haszna nem lenne, mivel bőven elégséges forintlikviditással rendelkezik a bankrendszer. Negatív hatása viszont lehetne: a csökkenő hosszú távú állampapírhozamoknak köszönhetően a forint leértékelődne (kevesebb külföldi akarna magyar állampapírt venni a kisebb hozam miatt), ami az előbb említett nemteljesítést fokozná.

Másrészt a gyenge hitelkínálatért nem a forintlikviditás mérete a felelős – hiszen az elégséges – hanem más tényezők okozzák.

A vállalati hitelezés a korábban vártnál nagyobb mértékben esett vissza a recesszió okozta erőteljes hitelkereslet visszaesés miatt. A keresleti tényezők mellett azonban a kínálati korlátok is visszafogják a hitelkibocsátást. A bankok kockázatvállalási hajlandósága alacsony szinten maradhat a hitelvesztések és bizonytalan növekedési kilátások miatt, egészen addig, amíg meg nem erősödik a konjunktúra. Láthatóan a 6. ábrán ez nagyban hozzájárul a szigorú nem árjellegű hitelezési feltételekhez, a bankok a korábbiaknál csak jobb hitelképességű ügyfeleket hiteleznek meg (MNB, 2010).

A vállalati hitelállomány érdemben valószínűleg csak ez év második felében fog növekedni. A kínálati korlátok hosszabb távon való fennmaradása lassíthatja a gazdaság fellendülését, ami a vállalati fizetőképesség és a

Legfontosabb kockázati mutatók alakulása 2008 decembere és 2009 decembere között



6. ábra: Hitelezést hátráltató kockázatok. Forrás: MNB

bankok vállalati hitelportfólióinak romlásához vezethet. A kis- és középvállalatok finanszírozási feltételei javíthatóak lennének a hitelezési kockázatok bankoktól való részleges átvállalásával. Ez megoldható állami kezességvállalás vagy garanciaprogramok meghirdetésével illetve a kamattámogatásos hitelnyújtás feltételeinek javításával.

Az MNB támogatja a forintalapú jelzáloghitel- és jelzáloglevél-piac fejlesztését. Ennek keretében már vásárolt is forintalapú jelzálogleveleket kis mennyiségben (MNB, 2010).

A leírtak alapján úgy gondolom, hogy az MNB-nek jelenleg nincs értelme – a fejlett országok jegybankjaihoz hasonlóan – lazítania a monetáris kondíciókon. Tennivalója inkább a fiskális és strukturális politikának van. Eladósodott feltörekvő piac lévén, az ebből fakadó sérülékenységek legfontosabb forrásainak, a költségvetés és a magánszektor magas eladósodottságának gyors csökkentése az észszerű. Mindez növekedési áldozatokkal jár rövid távon, viszont javítja a hosszú távon fenntartható növekedés lehetőségeit.

5. Mire számítsunk a monetáris politika vitelében a jövőre nézve?

A pénzügyi válság kihívásai számottevő változásokat eredményeztek a monetáris politika vitelében világszerte. Sok kérdés felmerült múltjával és jövőjével kapcsolatosan. Leszűrve a tanulságokat és látva a fejleményeket, egyértelmű, hogy a válság előtti gazdasági teljesítmény elérését követő időszakban eltérő politikára kell számítani a válság előtt alkalmazotthoz képest. Természetesen nem kell merőben új keretekre gondolni, csakis az eddigiek kiegészítésére, továbbfejlesztésére.

A három leglényegesebb kérdés szerintem a monetáris politika jövőjével kapcsolatban:

1. Mit kezdjen a monetáris politika az APFI-kkal, kezelje-e egyáltalán őket?
2. Jelenlegi formájában megfelelő keretrendszert biztosít az inflációs célkövetés, vagy újragondolásra szorul?
3. A nem-konvencionális eszközök konvencionálissá váljanak-e?

Az első kérdés már többször is felmerült a történelem folyamán, de most vált igazán égetővé a megválaszolása. Több, elfogadott válasz is létezik jelenleg.

Az egyik a szakmában a „do not lean just clean” hívei által vallott megoldás. Ez az ortodox megközelítés azt javasolja, hogy a jegybankok reaktív módon csak a buborék kipukkanását követő problémák kezelésére figyeljenek, mivel technikai és egyéb akadályok miatt a buborékok egyértelműen nem előrejelezhetőek a jegybankárok által, így nincs is értelme megelőzésükkel foglalkozni. Ezzel a nézettel szemben több érv is felhozható: egyrészt, ha nem is pontosan, de más elfogadott mutatókkal megegyező pontossággal kimutathatóak az APFI-k (Cecchetti – Genberg - Wadhwani, 2000). Másrészt a mostani válság megmutatta, hogy az utólagos „mopping up” („felmosás”) iszonyatosan költséges lehet. Harmadrészt ez az álláspont növeli az erkölcsi kockázatot, a piaci szereplők jogosan számíthatnak a jegybank megmentő fellépésére.

A másik felmerült megoldás az ún. „leaning against the wind” („széllel szemben fújni”) felfogás, amely proaktív monetáris politikát takar. Hívei preemptív módon megelőznék a buborékok kialakulását. Ha a buborékot azonosították, akkor a jegybanknak kamatemeléssel vagy egyéb eszközzel kellene a keresletet visszafognia, és így lehűtenie a túlértékelt piacot, mielőtt az összedőlné. Ez a megelőző jellegű politika abban különbözne az előbb említett megközelítéstől, hogy APFI-k felépülését látva előbb szigorítana, és ha

mégsem sikerülne a buborék felfújódását és kidurranását megelőznie, akkor hamarabb és intenzívebben lazítana (Csermely – Szalai, 2010). Természetesen ez a viselkedés sem mentes a problémáktól. Legfőbb gyengesége az lehet, hogy túlzottan széllal szemben fúj, tehát sok esetben érezhető inflációs nyomás hiányában szigorítana, költségeket okozva a gazdasági szereplőknek. Ez nehezen elfogadtatható a kormánnyal és a társadalommal. Másrészt az inflációs célkövetés megváltoztatását, kibővítését igényli.

Egyik megközelítés mellett sem tették még le végérvényesen voksukat a döntéshozók, de több kezdeményezés is a második irányába hat. Véleményem szerint – okulva a mostani válságból – az eszközár-felértékelődéseket és pénzügyi egyensúlytalanságra utaló jeleket igenis be kell építeni valamilyen módon a monetáris politikai döntéshozatalba. Máskülönben nem látok garanciát arra, hogy a nem olyan távoli jövőben ismét egy hasonló méretű és természetű válság ne bontakozna ki.

A második kérdés szorosan kapcsolódik az elsőhöz, ugyanis ha figyelmen kívül akarják hagyni az APFI-k megelőzését, akkor nincs értelme nagyon változtatni az inflációs célkövetésen, mivel az meglehetősen hatékonyan működött az elmúlt időszakban az infláció leküzdése szempontjából. Azonban, ha igény mutatkozik az APFI-k megelőzésére, akkor, ahogy írtam, fejleszteni kell az inflációs célkövetéses rendszert.

Az alapprobléma, hogy a pénzügyi egyensúlytalanságok vagy eszközár-felértékelődések olyan túlfűtöttséget eredményeznek a gazdaságban, amik nem feltétlenül látszódnak az inflációban. Így a jegybankoknak olyan új eszközöket kellene kifejleszteniük, amelyek képesek megragadni az egyensúlytalanságok felépülése mellett keletkező kibocsátási rést (Csermely – Szalai, 2010). Az erre képes modellek azonban egyelőre gyerekcipőben járnak. A közeljövőben érdemes lenne közvetlenül az egyensúlytalanságot jelző mutatókból előrejelző indikátorokat alkotni, amelyeket figyelembe kellene venniük a monetáris politikai döntéshozóknak. Egyes tesztek alapján fejlett országokban jó előrejelzést adott a lakásárindexből, részvénytőzsdei indexből és a hitelnövekedés üteméből álló összetett indikátor. Valószínűsítem, hogy feltörekvő gazdaságokra is lehetne hasonlóan jól működő indikátorokat összerakni, a fő kockázatokra kihegyezve.

Ezek alkalmazása nem igényli a jegybanki célok megváltoztatását, csak az implementáció változna. Az eddig kevésbé figyelt tényezők jelentős súlyt kapnának a változatlan cél hatékonyabb elérése érdekében.

A harmadik kérdés azt veti fel, hogy a gyors válságkezelésre és mielőbbi gazdasági élénkítésre használatba jött nem-konvencionális eszközök kiterjedten alkalmazva legyenek-e a jövőben is. Úgy gondolom, hogy ezt a kérdést az egyes országokban a gazdasági növekedés és a kormányzati eladósodottság mértéke fogják meghatározni. Egyes eszközökre már jó ideje nincs szükség, egy részük már kivezetésre is került. Általános jelenség, hogy a fiskális mozgástér beszűkülése miatt csak a jegybanki politika képes gazdaságösztönzésre. Ahol erre van lehetőség, ott nyilvánvalóan ezzel élni is fognak, így még sokáig használatban maradhatnak a hitelezési vagy mennyiségi lazításhoz használható eszközök.

Fontosnak tartom még, hogy néhány szót ejtsek a Fed-nél és az MNB-nél tapasztalható legújabb fejleményekről.

A nem-szokványos eszközök várható használatban maradását megerősíti, hogy egyre többen tartják valószínűnek a QE3 bejelentését a Fed részéről (nagyban függ a Japán katasztrófa következményeitől).

Eddig főleg az inflációs célkövetéses rendszer jövőjéről szóltam, holott a Fed elméletileg nem ebben a rendszerben tevékenykedik. Igaz, hogy nem fogalmaz meg explicit célt, de az általa folytatott politika implicit módon mégis inflációs célkövetésnek tekinthető (nem minden szakember gondolja így). Az IT felé való tendálást jól mutatja, hogy ezentúl a Fed minden egyes kamatdöntése után sajtótájékoztatót fog tartani (évente négyszer), ahol a jegybankelnök megindokolja a döntést és megosztja a jegybanki stratégiát a közvéleménnyel. Ez az intézkedés az IT-re leginkább jellemző aktív kommunikációt vezeti be. Erre még nem volt példa a Fed történetében, eddig a gazdasági szereplőkkel folytatott kommunikációja eléggé inaktív volt.

Az MNB 2011. március 23-án jelentette be, hogy kifejlesztett egy új modellt az infláció előrejelzésére, amely endogén kamat- és árfolyampályával számol. A legjobbnak tűnő nemzetközi gyakorlathoz igazodva így új kódszavakat tanulhatnak meg ennek köszönhetően a piaci szereplők (Portfolio.hu, 2010). Ezzel még informatívabbá válhat a jegybanki kommunikáció.

Ezek a fejlemények is jól mutatják, hogy a monetáris politika fejlesztése folyamatosan zajlik annak érdekében, hogy minél hatékonyabban érje el célját. Valószínűsítem, hogy a közeljövőben több újításra is számíthatunk még.

6. Zárszó

Jelen dolgozatban a globális pénzügyi válság által életre hívott kihívásokra adott reakciókat vizsgáltam a monetáris politika vonatkozásában. A hangsúlyt a bevetett eszközökre helyeztem. Az átláthatóság kedvéért csoportosítottam a használatba került nem-konvencionális eszközöket, majd ismertettem, hogy az egyes jegybankok milyen módon alkalmazták őket stabilitás- majd gazdasági növekedés-teremtésre.

A magyar helyzetet részletesen ismertetve végignéztem az MNB által folytatott pénzügyi stabilitás fenntartását szolgáló intézkedéseket. Utóbbiakat véleményem szerint sikeresen használta. A jegybankot ért egyes kritikákat megalapozatlannak találtam.

Az eszközár-buborékok és pénzügyi egyensúlytalanságok nehezen megfigyelhető kialakulására illetve kezelésére különböző módszerek léteznek. Én magam azt tartom követendőnek, amelyik proaktív módon próbálja meg kezelni az APFI-kat.

A jövőben további változások várhatóak a monetáris politika vitelében, de csak finomhangolásról lesz szó, semmiképpen sem új keretek lefektetéséről. Az inflációs célkövetéses rendszer kiigazításokkal képes lehet az APFI-k kezelésére, így még hatékonyabb monetáris politikai keretrendszerre válva. A nem-konvencionális eszközök valószínűsíthetően továbbra is használatban maradnak a gazdasági növekedés fenntartása és gyorsítása érdekében.

Összegzésül elmondható, hogy a válság hatására jelentősen kibővültek a jegybanki eszközök, megfogalmazódott az igény a keretrendszerek továbbfejlesztésére és további újdonságok várhatóak még a monetáris politika vitelében a közeljövőben. Továbbá ezen fejleményeknek köszönhetően, a gazdaságpolitikusok, köztük a jegybankárok egyre hatékonyabban kezelik a válságokat. A gazdaság szerkezetének állandó változása miatt tökéletes politika sosem lesz, amivel teljes mértékben kiigazíthatóak lennének a gazdasági ciklusok és elkerülhetőek lennének az időközönkénti kisebb-nagyobb válságok. Viszont egyre kisebb jóléti veszteségekkel lendülhetünk túl az egyes kríziseken, köszönhetően többek között a pénzügypolitika állandó fejlődésének.

7. Hivatkozások

BALOGH CSABA (2009): Az MNB monetáris politika eszköztára. Kézirat.

BOD PÉTER ÁKOS (2006): Bevezetés a gazdaságpolitikába. Aula Kiadó, Budapest

BORIO, CLAUDIO AND PITI DISYATAT (2009): Unconventional monetary policies: an appraisal. *BIS Working Papers*, No. 292.

CECCHETTI, S., H. GENBERG, J. LIPSKY AND S. WADHWANI (2000): Asset prices and Central Bank Policy. *Geneva Reports on the World Economy*, no. 2.

CSERMELY ÁGNES (2006): Az inflációs cél követésének rendszere Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, LIII. évfolyam, 2006. december, 1058-1079. old.

CSERMELY ÁGNES – REZESSY ANDRÁS (2007): Kamatsimítás az elméletben és a gyakorlatban. *MNB Szemle*, 2007. november, 6-14. old.

CSERMELY ÁGNES – SZALAI ZOLTÁN (2010): Mi a szerepük a pénzügyi egyensúlytalanságoknak a monetáris politika vitelében? *MNB Szemle*, 2010. június, 6-12. old.

DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR ET DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE (2009): Unconventional monetary policies, an appraisal. *Trésor Economics*, 2009. április, No. 56.

MAGYAR NEMZETI BANK (2009a): Jelentés a pénzügyi stabilitásról. 2009. április.

MAGYAR NEMZETI BANK (2009b): Jelentés a pénzügyi stabilitásról. 2009. november.

MAGYAR NEMZETI BANK (2010): Jelentés a pénzügyi stabilitásról. 2010. április.

MAGYAR NEMZETI BANK (2006): Monetáris politika Magyarországon.

MÁK ISTVÁN – PÁLES JUDIT (2009): Az FX-swap piac szerepe a hazai pénzügyi rendszerben. *MNB Szemle*, 2009. május, 23-32. old.

MISHKIN, FREDERIC S. (1998): International Experiences with Different Monetary Policy Regimes, *paper for Sveriges Riksbank-IIES Conference on Monetary Policy Rules*, Stockholm, 1998. június 12-13.

Hozzáférhető:

http://www.budgetspeechcompetition.co.za/download_files/PG%20Article%202.pdf

Letöltve: 2010. november 10.

OBSTFELD, MAURICE, AND KENNETH ROGOFF. (1995): The Mirage of Fixed Exchange Rates. *Journal of Economic Perspectives* 9, no. 4, 73-96 old.

Hozzáférhető: <http://www.nber.org/papers/w5191.pdf>

Letöltve: 2011. március 3.

PORTFOLIO.HU (2010): Nagy újítás az MNB-től – Új kódszavak jönnek. 2010. március, szerző nélkül. Hozzáférhető: http://www.portfolio.hu/gazdasag/nagy_ujitas_az_mnb-tol_uj_kodszavak_jonnek.146992.htm

Letöltve: 2011. március 23.

SVENSSON, LARS O. E. (1997): Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring Inflation Targets, *European Economic Review* 41, 1111-1146. old.

TAYLOR, J. B. (2007): Housing and Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*, No. 13682.

8. Felhasznált irodalom

BORIO, C. AND P. LOWE (2002): Asset Prices, financial and monetary stability: exploring the nexus. *BIS Working Papers*, No. 114.

CECCHETTI, S., H. GENBERG AND S. WADHWANI (2002): Asset Price in a Flexible Inflation Targeting Framework. *NBER Working Paper Series*, No. 8970.

DISYATAT, P. (2005): Inflation targeting, asset prices and financial imbalances: conceptualizing the debate. *BIS Working Papers*, No. 168.

FELCSER DÁNIEL – KÖRMENDI GYÖNGYI (2010): Bankválságok nemzetközi tapasztalatai: kezelési eszközök és makrogazdasági következmények. MNB Szemle, 2010. június, 13-21. old.

GRUEN, D., M. PLUMB AND A. STONE (2003): How should monetary policy respond to asset-price bubbles? Research discussion paper at the ECB workshop on „Asset Prices and Monetary Policy”.

Hozzáférhető: <http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/gruen-plumb-stone.pdf>

Letöltve: 2011. február 13.

MISHKIN, FREDERIC S. (2004), *Why the Federal Reserve Should Adopt Inflation Targeting*, working paper for Columbia University and NBER

Hozzáférhető: <http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/04if.pdf>

Letöltve: 2010. november 21.

SVENSSON, LARS E. O. (2009): Flexible Inflation Targeting: Lessons from the Financial Crisis, Konferencia előadás, Towards a new framework for monetary policy? Lessons from the crisis. Amsterdam, 2009. szeptember 21.

Hozzáférhető: <http://people.su.se/~leosven/papers/090921e.pdf>

Letöltve: 2011. január 14.

SVENSSON, LARS E. O. (2010), *Inflation targeting after the financial crisis*. Konferencia előadás. Challenges to Central Banking in the Context of Financial Crisis. Mumbai, 2010. február 12-13.

Hozzáférhető: <http://people.su.se/~leosven/papers/100212e.pdf>

Letöltve: 2011. február 25.