

Erős Gyula Alapítvány

Erős Gyula Díj

Pályamű

A magyar monetáris politika elemzése 2001-től napjainkig

*Célszerű-e újragondolni a magyar monetáris politika alapelveit
a világgazdasági válság után?*

Készítette: Czibor Eszter
Budapest, 2010. április 30.

Tartalomjegyzék

Tartalomjegyzék	3
1. Bevezetés	5
2. Áttekintés	6
<i>2.1. Az inflációs célt követő rendszer elméleti háttere.....</i>	<i>6</i>
2.1.1. Monetáris politika és a reálgazdaság	6
2.1.2. Az infláció költségei	7
2.1.3. Az új-keynesi modell	7
2.1.4. Az inflációs célkövető rendszer	8
<i>2.2. Az IT rendszer működtetésének gyakorlati kérdései</i>	<i>10</i>
2.2.1. Előfeltételek	10
2.2.2. Optimális infláció.....	11
2.2.3. Az inflációs cél meghatározása – technikai kérdések.....	11
2.2.4. Az inflációs célkövetés optimális időhorizontja	12
2.2.5. A dezinfláció sebessége	12
2.2.6. Árfolyam az inflációs célkövetés rendszerében.....	13
<i>2.3. Az IT rendszer bevezetése Magyarországon</i>	<i>13</i>
2.3.1. Előzmények.....	13
2.3.2. A kezdetek	14
2.3.3. A rendszer felépítése.....	15
2.3.4. Nehézségek	16
3. Inflációs célkövetés 2001-2008 között.....	17
<i>3.1. Inflációs célok és teljesülésük</i>	<i>17</i>
<i>3.2. Az infláció alakulására ható tényezők</i>	<i>20</i>
<i>3.3. Az inflációs célkövetés értékelése egyéb szempontok alapján</i>	<i>29</i>
3.3.1. Túlzott reálfelértékelődés?	29

3.3.2. Kiszámíthatatlan jegybanki működés?	33
3.3.3. A fiskális és a monetáris politika kapcsolata	34
3.3.4. Lehetőségek	37
4. A nemzetközi pénzügyi válság és következményei.....	39
4.1. <i>Ingatlanpiaci buborékból nemzetközi pénzügyi válság.....</i>	39
4.1.1. Globális likviditásbőség.....	39
4.1.2. Hitelboom és eszközár-buborék.....	40
4.1.3. Az amerikai jelzálogpiac és a pénzügyi innovációk	43
4.1.4. A válság kibontakozása.....	44
4.2. <i>Magyarország és a válság</i>	46
4.2.1. 2008 őszének eseményei.....	46
4.2.2. Magyarország sérülékenységeinek okai.....	47
4.3. <i>Az MNB válságkezelő intézkedései</i>	53
4.4. <i>A válságkezelés értékelése</i>	59
5. Merre tovább?	63
5.1. <i>Új irányok a monetáris makroökonómiában</i>	63
5.1.1. Eszközár-buborékok és pénzügyi egyensúlytalanságok	64
5.1.2. Nem-hagyományos eszközök a monetáris politikában.....	65
5.1.3. A pénzügyi felügyelet átalakítása	66
5.2. <i>A magyar monetáris politika újragondolása</i>	67
6. Konklúzió.....	69
7. Mellékletek.....	71
8. Irodalomjegyzék.....	76

1. Bevezetés

Hogyan teljesített az inflációs célt követő rendszer Magyarországon?

A kétezres évekre nemzetközi konszenzus alakult ki a monetáris politika lehetőségei és céljai tekintetében: a széles körben elfogadott nézet szerint a jegybankok úgy tudják maximalizálni a társadalmi jólétet, ha az árstabilitás elérésére és fenntartására törekszenek. Ennek legjobb eszköze a várakozások lehorgonyozása, amelyre az inflációs célt követő (inflation targeting, IT) rendszereket tartották a legalkalmasabbnak. A 2007-ben kezdődő válság eseményei azonban világszerte felerősítették a kritikai hangokat az IT rendszerrel vagy annak alkalmazásával szemben.

A Magyar Nemzeti Bank 2001-ben kötelezte el magát az IT rendszer mellett. Az azóta eltelt közel 9 év tapasztalatai nem egyértelműek. Hazánkban az inflációs célkövetés gyakorlatát már a gazdasági válságot megelőzően is érték kritikák, a rendszer elfogadottsága szakmai körökben sem volt egyértelmű, a 2008 őszét követő drámai események pedig a korábbi intézkedéseket is új megvilágításba helyezték. Tanulságos lehet tehát az új információk birtokában újraértékelni a múltat, és levonni a szükséges következtetéseket.

Dolgozatom célja az inflációs célkövető rendszer hazai működtetésnek értékelése, és annak eldöntése, szükség van-e a válság tanulságainak tükrében a monetáris politika fő irányvonalainak felülvizsgálatára.

Dolgozatom első részében röviden ismertetem az inflációs célkövetés elméleti megalapozását és bemutatom a magyar bevezetés gyakorlati kérdéseit. A második rész a magyar monetáris politika normatív elemzését adja 2001 és 2008 között. A harmadik fejezetben a válság kialakulását, következményeit és a Magyar Nemzeti Bank válságkezelő intézkedéseit tekintem át, illetve felhívom a figyelmet azokra a (adott esetben már korábbi években kialakult) problémákra, amelyek a válság kapcsán kerültek előtérbe. Végezetül ismertetem azokat a nemzetközi szakmai javaslatokat, amelyek jelenleg a monetáris politika átalakítására irányulnak, és megvizsgálom, melyek lehetnek különösen hasznosak Magyarország szempontjából.

Szeretnék köszönetet mondani Neményi Juditnak, a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa tagjának a dolgozat elkészítésében nyújtott értékes segítségéért.

2. Áttekintés

2.1. Az inflációs célt követő rendszer elméleti háttere

Ha az ideális monetáris politika összetevőit szeretnénk meghatározni, először is a következő, legfontosabb kérdésre kell választ találnunk: ***Mit tehet a jegybank a társadalom jólétének maximalizálása érdekében?***

2.1.1. Monetáris politika és a reálgazdaság

Míg az 1960-as években még szilárdan tartotta magát az a meggyőződés, hogy létezik hosszú távú átváltás a munkanélküliség és az infláció között, napjainkra igazolást nyert, hogy a monetáris politika a gazdasági növekedés ütemére tartósan csak az árstabilitás elérésén keresztül képes kedvező hatást kifejteni. Az aktivista monetáris politika (azaz a foglalkoztatási célokat követő anticiklikus monetáris politika) diszkreditálódásához több felismerés is hozzájárult (Mishkin, 1996):

- A monetáris politikai intézkedések hatása gyakran hosszú és kiszámíthatatlan késleltetéssel jelentkezik, így a szándékolttól eltérő hatást fejthet ki, destabilizálva a gazdaságot (ha dekonjunktúra ideje alatt a gazdaság élénkítése céljából enyhít a központi bank a monetáris kondíciókon, előfordulhat, hogy a lépés teljes hatása csak jó néhány negyedévvel később mutatkozik meg, amikor a gazdaság már felszálló ágba került)
- A várakozásokkal kibővített hosszú távú Phillips-görbe függőleges (esetleg enyhén pozitív meredekségű), így hosszú távon nem lehet befolyásolni a munkanélküliség mértékét az infláció alakításával, nincs tehát átváltás a kettő között
- A diszkrecionális monetáris politika az ún. időinkonzisztencia problémája miatt magasabb inflációt eredményez (a gazdasági szereplők arra számítanak, hogy a jegybank „meglepetés-inflációval” akarja felpörgetni a gazdaságot – mivel ez a feltételezés beépül a várakozásokba, a megvalósuló infláció akkor is magasabb lesz, ha a központi bank végül nem hoz lazító intézkedéseket).

Ha tehát a jegybank reálgazdasági célokat próbál megvalósítani, több kárt okoz végül a gazdaságnak, mint hasznot. A monetáris politika az árszabályozás elérésével és fenntartásával járulhat hozzá a tartós növekedés feltételeinek megteremtéséhez.

2.1.2. Az infláció költségei

Az inflációnak számos statikus és dinamikus (növekedési áldozatban kifejezhető) költségét azonosították. Az előbbieket közül a legfontosabbak (Juhász, 2008):

- a „menüköltség” (az árváltoztatás költséges, ezért a vállalatok az indokoltnál ritkábban módosítják árakat, ezáltal a nominális merevségek megnőnek),
- a „cipőtalpköltség” (a készpénztartás költsége megnő, és a magasabb áron a gazdasági szereplők kevesebbet szeretnének tartani belőle – ez akár a tranzakciók csökkenéséhez is vezethet),
- az adórendszeren keresztül kifejtett torzító hatás (a jövedelemadó alapja általában nominális mennyiség, így az infláció hatására változatlan reálbér mellett nő az adóteher – holtteher elvesztés; ill. az amortizáció elszámolási módja miatt a rövidebb élettartamú beruházások vonzóbbá válnak)
- az árak információhordozó szerepe csökken (nehéz eldönteni, hogy az infláció miatt nőtt meg az adott termék ára, vagy relatív árváltozásról van szó)
- a befektetők által elvárt kockázati prémium megnő (különösen, hogy a hitelminősítő intézetek is figyelembe veszik az infláció alakulását besorolásaik során)

Mivel az infláció növeli a bizonytalanságot, a gazdasági növekedés ütemét is csökkenti, hiszen a kevésbé kiszámítható környezetben kevesebb beruházást valósítanak meg (dinamikus költség).

2.1.3. Az új-keynesi modell

Az árszabályozásra törekvő monetáris politika elméleti igazolását az új-keynesi vagy neowickselliánus elemzési keretből is levezethetjük. Ez a modell mikroökonómiai alapokkal, valamint a monetáris politika és a reálszféra között részletesen leírt kapcsolattal jellemezhető, és mint ilyen, a korábbi elemzési keretekhez képest sokkal inkább alkalmas

a különböző típusú monetáris politikák összehasonlítására és jóléti szempontból való osztályozására (Tóth, 2007). A modellben a monetáris politika rövid távon képes hatni a kibocsátásra: a nominális merevségek miatt a kamatláb változtatása hatással van az aggregált keresletre¹. Ebben az elemzési keretben a monetáris politika egyetlen reális célja az lehet, hogy a nominális merevségekből fakadó torzulások jóléti hatását kiküszöbölje, és ezt az infláció stabilizálásán keresztül tudja elérni. A modell standard, reálmerevségeket nem tartalmazó formájából az is következik, hogy az árstabilitásnak megfelelő infláció mellett lesz a kibocsátási rés (itt: a kibocsátás eltérése a „természetes” szintjétől, amely nominális merevségek hiányában valósulna meg) nulla, tehát az infláció lezorítása a kibocsátási rést is automatikusan „zárja”. Ez az „isteni egybeesés” (*divine coincidence*) akkor is fennmarad, ha a gazdaságot keresleti sokkok érik. Átváltás a két cél (az árstabilitás és a kibocsátási rés minimalizálása) között költségsokkok esetén merül fel, ekkor az optimális monetáris politika a sokk hatását megosztja a két változó között². A modellből emellett levezethető a várakozások fontossága: a monetáris politika jóléti előnyöket érhet el, ha hitelessége révén képes megfelelő irányba befolyásolni a gazdasági szereplők várakozásait (Tóth, 2007).

2.1.4. Az inflációs célkövető rendszer

Az új-keynesi modell implikációinak megfelelő monetáris politikai keretet jelent az inflációs célkövetés (inflation targeting, IT) rendszere. Ebben a megközelítésben a jegybank egy hivatalos, számszerű inflációs célt hirdet meg adott időhorizonton, és expliciten kijelenti, hogy elsődleges feladatának az alacsony és stabil infláció elérését tekinti. A rendszer fontos jellemzői közé tartozik még a közvélemény kiemelt tájékoztatása a központi bank terveiről és céljairól, és a monetáris hatóság elszámoltathatóságának megnövekedése (Bernanke-Mishkin, 1997).

A gyakorlatban általában az ún. rugalmas inflációs célkövetést (flexible inflation targeting) alkalmazzák a jegybankok, amely az inflációs cél teljesülésének veszélyeztetése nélkül figyelembe vesz reálgazdasági szempontokat is. Ebben a

¹ Az új-keynesi modellkeret részletes bemutatása megtalálható például: Tóth, 2007.

² Ha a modell alapváltozatát kiegészítjük reál merevségekkel (pl. ragadós reálbérek feltételezése), az „isteni egybeesés” szintén megszűnik, és szintén átváltás figyelhető meg a két cél között (Blanchard-Gali, 2007)

megközelítésben az inflációs célkövetést nem mechanikus döntési *szabályként*, hanem *keretrendszerként* értelmezhetjük: olyan „korlátozott diszkrécióként” (*constrained discretion*), amely igyekszik megtalálni az arany középutat a szigorú, rugalmatlan szabálykövetés és a fegyelmezetlenséget szülő teljesen diszkrecionális, folyamatos eseti döntéshozatal között (Bernanke, 2003). A jegybankok általában célfüggvényük nyilvánosságra hozatalával orientálják a várakozásokat (ez nagyobb rugalmasságot enged meg, mint egy adott döntési szabály vagy reakciófüggvény meghirdetése), és intézményi garanciákkal növelik hitelességüket, elkötelezettségüket a cél mellett (Csermely, 2006).

Mivel a monetáris politikai intézkedések jellemzően hosszabb időhorizonton fejtik ki hatásukat, ezért az inflációs célkövető rendszerben nem a múlt- és jelenbeli információk felhasználásával hoznak döntéseket, hanem előretekintő politikát folytatnak. A „közbülső cél” szerepét az inflációs előrejelzés tölti be, amely 1-2 éves időtávra előre igyekszik meghatározni az inflációra ható tényezők alakulását (és mint ilyen, reálgazdasági változókat is figyelembe vesz). Mivel a monetáris politikai döntéshozók az infláció feltételezett jövőbeli alakulásának, vagyis az inflációs előrejelzésnek a céltól vett eltérésére reagálnak, a rendszert gyakran *inflation forecast targeting*-nek is nevezik (Svensson, 1997).

Az IT rendszer megfelel az új-keynesi elemzési keret segítségével megfogalmazott elvárásoknak, hiszen:

- fő prioritása az árstabilitás elérése
- reálgazdasági szempontokat is figyelembe vesz, de nem próbál expliciten reagálni a nehezen megfigyelhető változókra
- „[...] egy középtávú célkritérium melletti hiteles elköteleződés formájában kihasználja a várakozások menedzselésének lehetőségét” (Tóth, 2007, 43. old.).

Az IT rendszer alkalmas a pénzügyi stabilitás előmozdítására is, hiszen az árstabilitás elérésével csökken az árszínvonal változékonysága, így kisebb eséllyel következnek be olyan váratlan, erős hullámzások az árszínvonalban, melyek pénzügyi válsághoz vezetnének (Mishkin, 1996). Az inflációs célkövető rendszer alkalmazói nem vitatják,

hogyan az ár- és a pénzügyi stabilitás kölcsönösen feltételezik egymást, hosszú távon egyik sem maradhat fenn a másik nélkül (Bernanke, 2003).³

2.2. Az IT rendszer működtetésének gyakorlati kérdései

2.2.1. Előfeltételek

Az inflációs célt követő rendszer sikeres bevezetésének és működtetésének komoly előfeltételei vannak (Jonas-Mishkin, 2004):

- kiegyensúlyozott, fegyelmezett költségvetési politika, erős fiskális pozíció
- erős, fejlett pénzügyi közvetítőrendszer
- a monetáris transzmisszió adott gazdaságra jellemző mechanizmusának pontos ismerete
- pontos, megbízható inflációs előrejelzések készítésére alkalmas apparátus
- transzparens és elszámoltatható monetáris politika
- jegybanki függetlenség, törvényi felhatalmazás az árstabilitást célzó monetáris politika folytatására
- egyéb nominális célkitűzések, „horgonyok” hiánya.

A gyakorlat azonban azt mutatja, hogy a fenti előfeltételek hiányában sem kell egy gazdaságnak feltétlenül lemondania az IT rendszer alkalmazásáról: az inflációs célkövetés számos fejlett vagy fejlődő országban sikeresnek bizonyult annak ellenére, hogy némely feltétel nem teljesült (Csermely, 2006).

Az IT keretrendszer megtervezésekor számos kérdésre kell választ találniuk a monetáris politika döntéshozóinak: Mekkora az adott gazdaságban az árstabilitásnak megfelelő számszerű inflációs cél? A célt pontként vagy sávként határozzák meg, és az infláció mely mérőszámát használják? Milyen időhorizonton reagáljon a jegybank az inflációs céltól eltérő előrejelzésekre? Magas kiinduló inflációs szintű országokban dönteni kell a dezinfláció sebességéről is. Kis, nyitott gazdaságok esetében a gyakorlatban fontos

³ A 2007-ben bekövetkezett gazdasági válság nyomán a pénzügyi stabilitás sokkal hangsúlyosabbá vált a monetáris politikai célok között. A témával részletesebben a későbbi fejezetekben foglalkozunk.

kérdés az árfolyam alakulása is. A következőkben ezeket a kérdéseket tekintjük át részletesebben.

2.2.2. Optimális infláció

Az infláció korábban számba vett költségei miatt a nulla infláció tűnhet optimálisnak. Léteznek azonban olyan szempontok is, amelyek **alacsony pozitív inflációt** tehetnek kívánatossá. Az első, hogy a gyakorlatban az árszínvonal emelkedését általában a fogyasztóiár-index segítségével mérik, amely *felülbecsüli* az infláció mértékét. Ennek oka, hogy az átlagszámítás módja eleve felfelé torzítja a becslést, és a fogyasztóiár-index nem veszi figyelembe a helyettesítés lehetőségét és a minőségjavulást. Emiatt tehát a tényleges infláció alacsonyabb lehet a becslétnél. A második érv a kismértékű pozitív infláció mellett a *likviditási csapda* elkerülése (a nominális kamatláb akkor sem csökkenhet nulla alá, ha a defláció elkerülése miatt arra volna szükség – a nulla infláció ilyen esetekben gyengítheti a monetáris politika hatékonyságát). A harmadik szempont az *aszimmetrikus nominális ár- és bérmerevségek* léte: ha a vállalatok nem szívesen csökkentik az árakat és a béreket akkor sem, ha a külső sokkokhoz való alkalmazkodás ezt kívánná meg, az a gazdaság kevésbé hatékony működéséhez vezet. Mivel inflációs környezetben ritkán van szükség az ár- vagy bércsökkentésre, a lefelé merev nominális változók kisebb hatékonyságvesztést okoznak. A kismértékben pozitív infláció tehát jóléti nyereséggel járhat, míg a magasabb infláció esetében már a korábban felsorolt költségek dominálnak. A szakirodalom az infláció kettős következményét (költségek és hasznok) „*grease and sand*” hatásnak nevezi. Az optimális infláció ott található, ahol a költségek és a hasznok kiegyenlítődnek (Juhász, 2008). Az IT rendszert működtető jegybankok általában 2-3% körül határozták meg ezt az optimális szintet (ld. 1. melléklet).

2.2.3. Az inflációs cél meghatározása – technikai kérdések

Az inflációs célt a jegybankok **sávként vagy pontként** határozhatják meg. A sáv kijelölése mellett szól, hogy egy viszonylag szélesebb tartomány esetén nagyobb eséllyel sikerül az inflációt a célsávban tartani, így a jegybank eredményessége ritkábban kérdőjeleződik meg – a túl széles céltartomány viszont nem alkalmas a várakozások lehorgonyzására, a gazdasági szereplők orientálására, így, különösen a hitelességi

problémákkal küzdő jegybankok számára, nem alkalmas eszköz. Ráadásul a közvélemény hajlamos a sáv tetejével azonosítani a célt, így nem is érvényesül a jegybank nagyobb rugalmassága. Célszerűbb lehet pontként meghatározni az inflációs célt, és amennyiben a tényleges infláció eltér a kijelölt pályától, elmagyarázni a közvéleménynek az eltérés okát (Jonas-Mishkin, 2004). Hasonló átváltás figyelhető meg az átláthatóság és az infláció szabályozásának lehetősége között abban a kérdésben is, hogy az **infláció mely mérőszámában** fejezze ki a központi bank a célját. Ha valamely tágon értelmezett mutatót választ, mint amilyen a fogyasztói árindex, akkor a közvélemény könnyen tudja értelmezni a célt, azonban a mutató alakulására a jegybank tevékenységén kívül sok más tényező is hat, így kisebb eséllyel teljesül a célkitűzés. Egy szűkebben értelmezett inflációs mérőszám esetén a jegybank jobban tudja befolyásolni a változó alakulását, azonban a nyilvánosság számára lényegesen nehezebb elmagyarázni a tartalmát. Mivel a jegybank hitelessége, átlátható működése révén tudja lehorgonyozni a várakozásokat, ezért célszerűbb a közvélemény számára érthető mutatót választani (Jonas-Mishkin, 2004).

2.2.4. Az inflációs célkövetés optimális időhorizontja

Ha az inflációs célkitűzés optimális időhorizontját szeretnénk meghatározni, két ellentétes szempont között kell egyensúlyt találnunk. Ha túl rövid időn belül akarja a jegybank az inflációt a céljának megfelelően alakítani, akkor túlzott kilengéseket generál a gazdaságban, és intézkedése komoly output-áldozattal jár – ha ellenben hosszabb az előretekintés mértéke, akkor tovább kell elviselni az infláció céltól eltérő alakulását, ráadásul megnő az előrejelzés bizonytalansága, és nehezebbé válik a várakozások befolyásolása is (Várpalotai, 2006). A jegybankok döntési horizontja (*policy horizon*) általában 5-8 negyedév (Csermely, 2006).

2.2.5. A dezinfláció sebessége

A dezinfláció ideális sebessége nehezen határozható meg. Ha túl gyors az infláció csökkenése, akkor az országnak aránytalanul nagy reálgazdasági áldozatot kell elviselnie, ha viszont túl lassú, akkor félő, hogy magas szinten állandósulnak, „beragadnak” az inflációs várakozások, és ez a későbbi dezinflációt még költségesebbé teszi. Mivel a

különböző sebességű dezinfláció különbözőképpen érinti a társadalom egyes csoportjait, a döntés elkerülhetetlenül politikai is lesz, ezért célszerű, ha a monetáris hatás egy politikai testülettel egyeztetve dönt a kérdésben (Jonas-Mishkin, 2004).

2.2.6. Árfolyam az inflációs célkövetés rendszerében

IT rendszert működtető kis, nyitott gazdaságok esetén az árfolyamnak több okból is kitüntetett szerepe van. Az árfolyam ezekben a gazdaságokban fontos (esetenként a legfontosabb) monetáris transzmissziós csatorna. Emellett az árfolyamon keresztül gyűrűzhetnek be az országba a külföldi gazdasági zavarok is. Fontos szempont az is, hogy (a külföldi devizában történő eladósodás miatt) a kis, nyitott gazdaságok igazán sérülékenyek az árfolyam nagy és váratlan kilengéseivel szemben, és pénzügyi stabilitásukat veszélyeztetné a hazai fizetőeszköz gyors leértékelődése. A jegybankok ún. aktív és passzív megközelítés közül választhatnak: az előbbi esetben a központi bank aktívan hatni kíván az árfolyam alakulására, hogy azt a kívánatos szinten tartsa, míg a második megközelítésben a monetáris politika csak annyiban foglalkozik az árfolyammal, amennyiben az az aggregált keresletre és az inflációra hatást gyakorol, és csak akkor avatkozik be, ha az árfolyam alakulása az inflációs célt veszélyezteti. Az aktív árfolyam-politika veszélyeztetheti az inflációs célkövetés sikerét, ha a monetáris politikai döntések időhorizontját lerövidíti, illetve ha az árfolyam válik nominális horgonnyá, amely elsőbbséget élvez az inflációs céllal szemben (Jonas-Mishkin, 2004).

2.3. Az IT rendszer bevezetése Magyarországon

2.3.1. Előzmények

Magyarországon 1995 és 2001 között „csúszó leértékeléses” (*crawling peg*) monetáris rezsimeket működtetett a Magyar Nemzeti Bank (MNB), amely a forint előre bejelentett mértékű leértékelésével az inflációs várakozások lehorgonyozását és egyben a túlzott reálfelértékelődéssel járó versenyképesség-romlás elkerülését tűzte ki célul (Jonas-Mishkin, 2004). A rendszer 1999-re 30%-ról sikeresen 10% körüli szintre szorította le az inflációt (MNB, 2001). A szűk sávós (kezdetben $\pm 0,5\%$, majd $\pm 2,25\%$) árfolyamrögzítés rendszerében azonban problémát jelentett a nagy mértékű tőkebeáramlás, amelyet az

ország sokáig a rövid távú tőkebefektetések korlátozásával igyekezett ellensúlyozni. Ez a megoldás azonban az európai uniós csatlakozás miatt nem maradhatott fenn hosszabb távon, és a korlátozások feloldásával az árfolyamrögzítés egyre nehezebben volt fenntartható. Spekulatív támadások érték a forint árfolyamsávjának felső határát, amelyre ritkán kamatcsökkentéssel, gyakrabban sterilizált intervencióval válaszolt a jegybank – az előbbi az infláció elleni küzdelmet nehezítette meg, míg az utóbbi egyre költségesebbé vált az évek során (Jonas-Mishkin, 2004). Ráadásul 1999-től az infláció 10% körüli szinten állandósult, sőt, 2001 elején újra növekedésnek indult. A dezinflációs folyamat megszakadásának hátterében részben exogén sokkok álltak (világpiaci olajár-emelkedés), azonban jelentős szerepet játszottak a hazai szereplők magas szinten beragadt, a bérmegállapodásokban megmutatkozó inflációs várakozásai is (inerciális komponens). Mindezen okok 2001-re elkerülhetetlenné tették a monetáris politika kereteinek átalakítását (Csermely, 2006).

2.3.2. A kezdetek

Az inflációs célkövetésre való áttérés Magyarországon (a radikális cseh és lengyel megoldással ellentétben) több lépésben, fokozatosan zajlott. Az új rendszer kialakításnak első elemeként 2001 májusában kiszélesítették a forint ingadozási sávját, 0,2%-ra mérsékeltek a leértékelődés havi ütemét, és júniusban eltörölték a még fennálló tőkekorlátozásokat. 2001. július 13-án lépett hatályba az új jegybanktörvény (2001. évi LVIII. törvény a Magyar Nemzeti Bankról), amely a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelölte meg. A központi bank működése során bármilyen egyéb szempontot (köztük a kormány gazdaságpolitikájának támogatását is) csak az akkor és olyan mértékben vehet figyelembe, ami nem veszélyezteti az árstabilitási cél elérését. A jegybank a kormánnyal egyeztetve 2001 decemberére a fogyasztói árindex 7%-os növekedést irányozta elő, $\pm 1\%$ -os toleranciasáv mellett, míg 2002 végére a cél a $4\pm 1\%$ -os infláció volt a kitűzött cél. 2001 októberében a forint előre meghirdetett ütemű leértékelését végleg megszüntették (MNB, 2001).

2.3.3. A rendszer felépítése

Az inflációs célkövetés kezdetén a Magyar Nemzeti Bank a 2%-os inflációs szintet tekintette optimálisnak (MNB, 2001).⁴ A megcélzott infláció mérőszámának a fogyasztói árindexet (a decemberi év/év árindexet) jelölte ki a jegybank. Az inflációs célt pontként adta meg, körülötte mindkét irányban 1%-os ún. toleranciasávval, amely lehetővé teszi, hogy váratlan, nem előrejelezhető sokkok hatására a megcélzott pályától átmenetileg eltérjen az infláció értéke. Mivel a monetáris politika csak hosszabb időtávon fejti ki teljes hatását, és mivel az infláció jelenlegi szintjének a céltól vett eltérésére azonnal reagáló monetáris politika a kibocsátás túlzott ingadozását okozná, az MNB csak az előrejelzett inflációnak a céltól vett tartós, 1-1,5 éves időtávon is fennálló eltérésére reagál. 2001-ben a kormány és a jegybank is az euró mielőbbi bevezetését szorgalmazta, ezért a gyors dezinfláció volt a cél: 2004-2005-re tervezték a maastrichti kritériumok inflációs előírásának teljesítését. Az infláció alakulását elsősorban irányadó kamatainak⁵ változtatásával kívánja befolyásolni az MNB, és a transzmissziós mechanizmusok közül az árfolyamcsatornát tekinti a leghangúlyosabbnak (MNB, 2001). Az irányadó kamat mértékéről a Monetáris Tanács, az MNB legfontosabb monetáris és árfolyam-politikai döntéshozó szerve dönt (MNB, 2006).

Magyarországon - az IT rendszert működtetők között egyedülálló módon - fenntartották a rögzített árfolyamrendszert, az euróval szembeni 15%-os ingadozási sávval. Ezt a döntést szintén a gyors euróövezeti csatlakozás reménye magyarázza: ez az árfolyamrendszer kompatibilis volt az euró előszobájának tekinthető ERM II rendszerrel (MNB, 2001).

A 2001 nyarán elfogadott új jegybanktörvény (2001. évi LVIII. Törvény a Magyar Nemzeti Bankról) biztosította az MNB intézményi függetlenségét: *„(a törvény) elejét veszi annak, hogy a jegybanki működést pénzügyileg ellehetetlenítsék vagy a döntéshozó testület, a Monetáris Tanács tagjait politikai okokból elmozdítsák. A jegybank nem kérhet, és nem is kaphat utasításokat a kormányzattól”* (Csermely, 2006, 1068. old.). A nagyobb átláthatóság és hitelesség kialakítása érdekében a jegybank rendszeresen tájékoztatja a közvéleményt az infláció alakulásával kapcsolatos prognózisairól (Jelentés

⁴ Ezt a célértéket később felülvizsgálták, és 3%-ra módosították. A magyar gazdaság számára az árstabilitást jelentő inflációs szintről részletes tanulmányt publikált Kiss-Krekó (2004).

⁵ Magyarországon az irányadó eszköz a jegybank banki és egyéb hitelintézeti partnerei által igénybe vehető kéthetes futamidejű jegybanki betét, amelynek kamata a jegybanki alapkamat (MNB, 2006)

az infláció alakulásáról c. kiadvány). A jegybanki kommunikáció fontos eszközei emellett a Monetáris Tanács közleményei, a kamatdöntések után tartott sajtótájékoztatók, a publikált jegyzőkönyvek és a tanácsi állásfoglalások, valamint a központi bank egyéb kiadványai (Jelentés a pénzügyi stabilitásról, Jelentés a konvergenciafolyamatokról, MNB-tanulmányok, MNB-füzetek, MNB-szemle).

2.3.4. Nehézségek

Bár a 2001-es jegybanktörvény megfelel a nemzetközileg elfogadott gyakorlatnak a pénzügyi, személyi és eszközfüggetlenség biztosításában, a célfüggetlenség garantálása nem egyértelműen szerencsés: miközben a legtöbb IT rendszert működtető országban az inflációs célt a jegybank a kormánnyal egyetértésben, esetleg a kormány egyedül határozza meg, Magyarországon a törvény nem ír elő egyeztetési kötelezettséget az MNB-nek (Csermely, 2006). Mint látni fogjuk, ez konfliktusokhoz vezethet, és csökkentheti a jegybanki célkitűzés hitelességét.

Az elmélet a lebegő árfolyamrendszer alkalmazását javasolja az inflációs célkövető rezsimeket bevezető országoknak, hiszen a fix árfolyamrendszer fenntartása problémás lehet akkor, amikor az inflációs és az árfolyamcél teljesítése egymástól eltérő intézkedéseket kívánna meg. A következő fejezetben több olyan alkalmat is kiemelünk, amikor a rendszer működtetése során a két cél valóban konfliktusba került egymással a magyar monetáris politikában.

Magyarországon a fejlett országokhoz képest az is megnehezítette az IT-rendszer sikeres alkalmazását, hogy átalakuló gazdaságként az infláció alakulására ható tényezőkről és a monetáris politika transzmissziós mechanizmusáról kevesebb információ állt rendelkezésre: a gazdasági átmenet állapotában az egyensúlyi kapcsolatok időben változhatnak, ráadásul a statisztikai adatszolgáltatás minősége sem feltétlenül éri el a fejlett országok szintjét (Jakab-Kiss-Kovács, 2006). Ilyen körülmények között nehéz megfelelő színvonalú inflációs előrejelzéseket készíteni.

3. Inflációs célkövetés 2001-2008 között

Ha az inflációs célt követő rendszer teljesítményét szeretnénk értékelni a kezdetektől napjainkig, érdemes két időszakra bontani az elmúlt közel 9 évet, és külön vizsgálni a jegybank tevékenységét a válság előtti „békeidőkben”, illetve a válság alatt/után. Teljesen más kihívásoknak kellett ugyanis megfelelnie az MNB-nek 2008 őszét⁶ megelőzően, mások voltak a lehetőségek, a prioritások, a figyelembe vett szempontok. A dolgozat második fejezetében ezért 2001 augusztusától 2008 augusztusáig tekintjük át a magyar monetáris politika működését, és a harmadik fejezetben térünk rá a válságkezelő intézkedésekre, majd a negyedik fejezetben foglalkozunk a válság által középpontba állított új megközelítésekkel.

A fejezet felépítése a következő: először összevetjük az inflációs célszámokat a megvalósult tényadatokkal, majd kronologikusan ismertetjük az inflációs cél teljesülését befolyásoló külső és belső folyamatokat, illetve a jegybank intézkedéseit. Ezek után egyéb szempontok alapján is értékeli a rendszer teljesítményét (hogyan alakult a kibocsátási rés, az infláció volatilitása; milyen reálgazdasági következményei voltak a magas kamatoknak és az erős árfolyamnak; konfliktusba került-e az inflációs- és árfolyamcél; érdemes-e laza fiskális politika mellett szigorú monetáris politikát folytatni).

3.1. Inflációs célok és teljesülésük

Ahogy már korábban láttuk, a Magyar Nemzeti Bank először 2001-ben, az új monetáris rezsim bevezetésekor fogalmazott meg explicit inflációs célokat, ekkor 2001 és 2002 decemberére határoztak meg 7%-os, illetve 4%-os célt, $\pm 1\%$ -os toleranciasávval. Ezt követően évente került sor inflációs cél kitűzésére, mindig legalább 2 évre előretekintve. 2005 augusztusában a defláció sikeressége lehetővé tette, hogy állandó, középtávú inflációs célt jelöljön ki a központi bank a kormánnyal egyetértésben: a 2007-től kezdődő időszakra a fogyasztói árindex 3%-os emelkedését irányozták elő. A középtávú inflációs célt időről időre célszerű felülvizsgálni, erre Magyarországon a

⁶ A nemzetközi pénzügyi válság már korábban is éreztette hatását Magyarországon, azonban igazán kritikussá csak a Lehman Brothers bukása után, 2008 őszétől vált a helyzet.

gazdaság tranzíciós és felzárkózó jellege miatt különösen szükség van: az első felülvizsgálatra 2008 augusztusában került sor, ekkor a célt változatlanul hagyták (MNB, 2010). Az inflációs célt 2007-ig a decemberi év/év árindexekkel határozták meg, ezt követően folyamatosan a 3%-os cél érvényes (Kovács, 2007).

A következő táblázat összefoglalja a jegybank inflációs célkitűzéseit a kezdetektől:

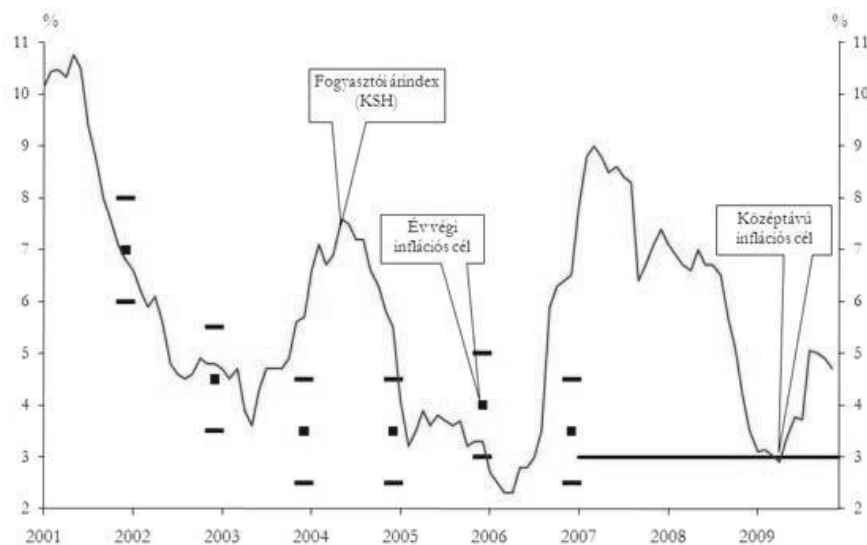
Táblázat 1

Cél értéke	Mikor kell elérni	Kitűzés időpontja
7% $\pm$ 1 százalékpont	2001. december	2001. június
4,5% $\pm$ 1 százalékpont	2002. december	2001. június
3,5% $\pm$ 1 százalékpont	2003. december	2001. december
3,5% $\pm$ 1 százalékpont	2004. december	2002. október
4% $\pm$ 1 százalékpont	2005. december	2003. október
3,5% $\pm$ 1 százalékpont	2006. december	2004. november
3%	folyamatosan	2005. augusztus

Forrás: Magyar Nemzeti Bank honlapja

Az alábbi ábra pedig az árindex alakulását hasonlíttja össze a kitűzött célokkal:

Ábra 1

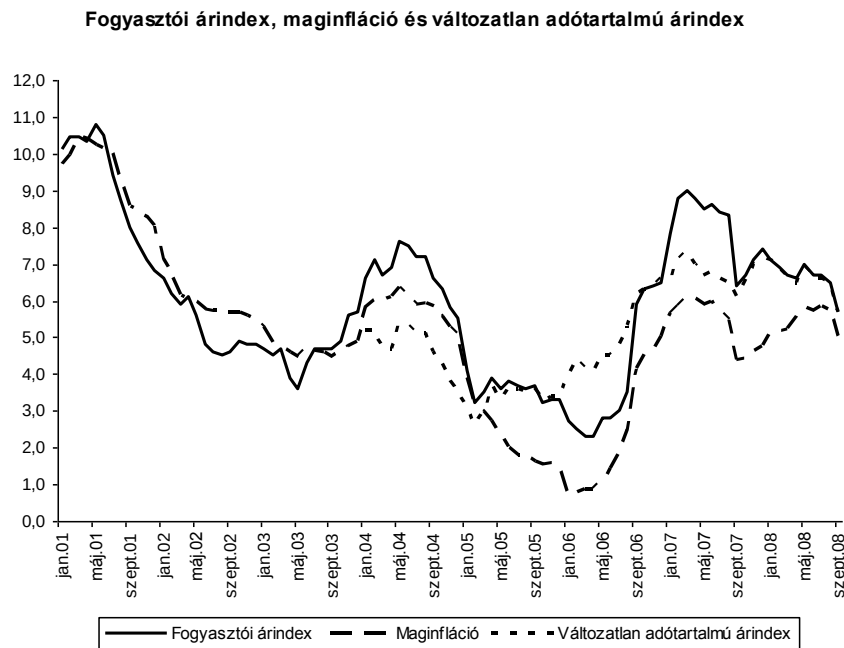


Forrás: Magyar Nemzeti Bank honlapja (Monetáris politika – Inflációs célok)

Az ábrából láthatjuk, hogy formálisan 2001-ben, 2002-ben és 2005-ben sikerült teljesíteni az inflációs célkitűzést, és a középtávú cél meghatározása óta csak rövid időre süllyedt az infláció 3% közelébe (és az is a fejezetben vizsgált időszakon kívül, a 2009-es év során történt).

A fogyasztói árindex alakulása azonban nem feltétlenül jó indikátora a jegybank antiinflációs tevékenysége sikerének. Az inflációs folyamatban az elmúlt években fontos szerepet játszottak olyan előre nem jelezhető tényezők, mint a hatósági árak változtatása, az olaj világpiaci árának alakulása vagy a feldolgozatlan élelmiszer árának ingadozása – mivel ezen sokkok bekövetkezését az MNB előrejelzésében nem tudja figyelembe venni, elsődleges hatásukat sem tudja simítani, legfeljebb az ún. második körös, tovagyrúzó hatásokat tudja mérsékelni (Csermely, 2006). A volatilis tényezők hatását kiszűrő **maginflációs mutató** ezért pontosabb képet adhat a központi bank eredményességéről (2. ábra).

Ábra 2



Forrás: Magyar Nemzeti Bank adatai alapján

Emellett az MNB hatáskörén kívül esik az árszintnek a közvetett adók gyakori változtatása miatti emelkedése vagy csökkenése, amely, ha nem épül be a várakozásokba,

az infláció egyszeri, nem tartós változását okozza. A jegybank ezért az áfahatásokra nem reagál a monetáris kondíciók változtatásával. Emiatt a jegybank tevékenységének értékelésekor a **változatlan adótartalmú árindexet** is érdemes elemezni. A 2. ábrából kiderül, hogy 2004-ben az áfaemelés hatására emelkedett az infláció a cél fölé, hiszen a változatlan adótartalmú árindex egybeesett a kitűzött 3,5%-os céllal. Ugyanígy nyomon követhető a 2006. január 1-jétől életbe lépő áfacsökkentés hatása.

3.2. Az infláció alakulására ható tényezők

2001 végére az infláció (a májusi csúcshoz képest 4%-os mérséklődést mutatva) 6,8%-ig, valamivel a kitűzött cél alá csökkent. A monetáris politika időhorizontja jóval hosszabb annál, mint hogy az inflációs célt követő rendszer augusztusi bevezetésével és az év második felének szigorú monetáris kondícióival magyarázhassuk a látványos csökkenést: sokkal fontosabb szerepet játszottak a kedvező külső hatások illetve a sertéshús árának nem várt esése. Ezzel együtt a cél teljesülése pozitívan járult hozzá az új rezsim elfogadásához, a hitelesség kiépítéséhez (Szapáry, 2006).

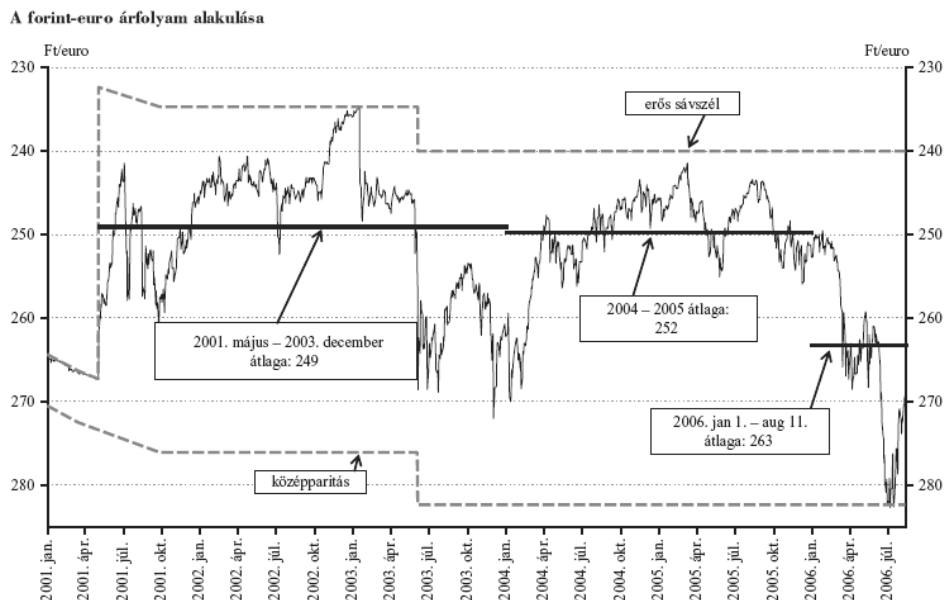
A **2002-es év** során a jegybank számára a legnagyobb kihívást a 2001-ben kezdődött **fiskális lazítás hatásainak ellensúlyozása** jelentette. A kormány (szükségesnél jóval nagyobb mértékben anticiklikus) költségvetés- és jövedelempolitikája mind keresleti, mind kínálati csatornákon keresztül az infláció megnövekedése irányába hatott. Az állami szektorban foglalkoztatottak béremelése, a minimálbér adómentessége és az oldódó likviditási korlátok egyaránt a lakossági fogyasztás növekedését idézték elő, miközben az állami alkalmazottak létszámának növelése a kínálati oldalról jelentett inflációs kockázatot (Szapáry, 2006). A megnövekvő kereslet a szolgáltató szektor munkaerő-igényét is megnövelte, amely magas bérinflációt és alig mérséklődő árnövekedést eredményezett a szektorban (Csermely, 2006). A korábbi évek felelős költségvetési politikája után bekövetkezett költekezés és a régiós összehasonlításban is kiugróan magas költségvetési hiány ráadásul a külföldi befektetők bizalmát is megingatta, romlott hazánk kockázati megítélése is (Várhegyi, 2006). Ezek a tényezők a 2002-es inflációs cél teljesülését ugyan még nem veszélyeztették, de a 2003-as cél már bizonytalanná vált. Az

árfolyam a nyár folyamán átmenetileg leértékelődött, amire az MNB kamatemeléssel reagált. A jegybank, hogy hitelességét megőrizze, az év további részében is fenntartotta a szigorú kamatkondíciókat, amelynek következtében a forint 2002 végére az árfolyamsáv erős széléig erősödött. A hazai valuta erősödéséhez a magas kamatok mellett a régióval kapcsolatos **befektetői optimizmus** is hozzájárult, amely az uniós csatlakozást lehetővé tevő ír referendum után vált igazán hangsúlyossá. Bár év végére az árfolyam már erősebb volt a jegybank által az inflációs cél eléréséhez kívánatosnak tartott szintnél, a fiskális politikai sokkok illetve az olajár emelkedése miatt mégsem csökkentett kamatot az MNB.

A **2003-as** év a forintárfolyam korábban sosem látott volatilitását hozta el. Januárban jelentős mennyiségű tőke áramlott az országba, amely a központi bank anti-inflációs elkötelezettségében bízva a forint erős szélének eltolására, esetleg az **árfolyamsáv feladására spekulált**. A sáv elleni támadáshoz a túl erős forintárfolyam mellett hozzájárult a jegybank nem kielégítő kommunikációja is: miközben az árfolyam jelentőségét hangsúlyozta az inflációs célkövetésben, nem tette egyértelművé, hogy az árfolyamrendszer módosítása nem az MNB kizárólagos hatásköre. A sáv eltolásához a kormány beleegyezésére lett volna szükség, a kormány azonban köztudottan meg akarta akadályozni a forint további reálfelértékelődését, így ehhez biztosan nem járult volna hozzá (Szapáry, 2006). A forint elleni spekulációra a jegybank az alapkamat 2 százalékpontos csökkentésével és az overnight kamatfolyosó kiszélesítésével válaszolt, mire a beáramlott tőke nagy része elhagyta az országot, 4%-kal gyengítve a forint árfolyamát. A támadás komoly károkat okozott az országnak, mivel rombolta a jegybank hitelességét: elemzők a történeteket az árfolyam- és az inflációs cél konfliktusában az előbbi győzelmeként értékelték (Neményi, 2004). Ilyen körülmények között került sor 2003 júliusában a **forint árfolyamsávjának váratlan módosítására**. A kormány és az MNB közös döntése alapján kis mértékben, 2,26%-kal gyengítették a forint középárfolyamát (3.ábra). A lépés értelmezhetetlennek tűnt a piaci szereplők számára, hiszen akkor került rá sor, amikor a forint már amúgy is gyengülni kezdett. A bizalom megingása az elvárt kockázati prémium megugrásához és az árfolyam gyengüléséhez vezetett. A jegybank (két lépésben összesen 3 százalékpontos) kamatemeléssel válaszolt az árfolyam leértékelődésére, holott az továbbra is a sáv erős oldalán mozgott.

Novemberben újabb spekulációs támadás bontakozott ki az MNB által kommunikált „belső”, 260 forintos sávhatár ellen, gyengítve az árfolyamot. Ráadásul erre az időszakra az általános befektetői eufória helyét átvette a hazánk rossz egyensúlyi helyzete miatt bizalmatlanság, ami szintén a kockázati prémium megnövekedése és az árfolyam gyengülése irányába hatott (MNB, 2006). November végén a jegybank újabb 3 százalékpontos szigorítást hajtott végre, 12,5%-ra emelve az irányadó kamatot. Összességében azonban a szigorú monetáris kondíciók sem bizonyultak elegendőnek az inflációs cél eléréséhez, a kitűzött $3,5 \pm 1\%$ -os cél helyett 5,7%-os volt a fogyasztói árindex növekedése az év végére. A defláció megtorpanásához a laza fiskális politika keresletnövelő hatásán kívül feltétlenül hozzájárult a **monetáris politika kiszámíthatatlansága** is: „meggyőző inflációs cél(pálya) nélkül, egyre magasabb inflációs előrejelzések mellett, szinte kizárólag az árfolyam aktuális változásaira reagálva születtek a Monetáris Tanács döntései” (Neményi, 2004, 9.old.). A megnövekedett kamatprémiumot nemcsak a magyar külső és belső egyensúlyi folyamatok romlása okozta tehát, hanem a fiskális és monetáris politika összehangolatlansága, a nyilvánosság előtt zajló konfliktusa, amely erodálta az inflációs célkövetés iránti bizalmat. Pozitív fejlemény volt ellenben, hogy a korábbi évek gyakorlatával szakítva a kormány és az MNB közösen jelölte ki a 2005-ös inflációs célt.

Ábra 3



Forrás: Szapáry (2006), 10.old.

2004-ben a jegybank szakított az implicit (néha nyilatkozatokban explicitté is tett) árfolyamcél követésével. A bejelentett költségvetési kiigazítás és a pénzügyminiszter menesztése a felelősebb fiskális politika ígérését hordozta, és optimizmusra adott okot. Ehhez hozzájárult a globális kockázati étvágy növekedése, amely lehetővé tette a monetáris kondíciók lazítását. A jegybank az **óvatos kamatcsökkentés** mellett döntött, hogy antiinflációs törekvéseinek hitelességét megőrizze. Ráadásul fontos szempont volt, hogy a 2004. január 1-jével életbe lépett áfaemelés másodkörös hatásait ellensúlyozni tudja a jegybank a várakozások lehorgonyzásával. A lazítás a piaci szereplők számára (az általános befektetői optimizmus és a kockázati prémiumok csökkenése fényében) megkésettnek és az indokoltnál lassabbnak tűnt (Várhegyi, 2006). Bár a költségvetés pozíciója nem javult érdemben, a forint mégis erős maradt a kamatcsökkentések ellenére a globális kockázathétség növekedése miatt (az alapkamat és az árfolyam alakulását mutatja be a *2. melléklet*). 2004 közepén markáns dezinfláció indult meg, amelyet főként a stabil és kiszámítható árfolyam segített elő (MNB, 2006). Ahogy korábban már láttuk, az év végi infláció csak az **áfaemelés** miatt haladta meg a célt, a változatlan adótartalmú árindex megegyezett a célkitűzéssel.

2005-re a monetáris politika hitelessége újra megszilárdult, úgy tűnt, az inflációs várakozásokat sikerült lehorgonyozni, ami a bérfolyamatokban is egyre inkább éreztette hatását. Az év végére az infláció az **árstabilitásnak megfelelő 3%-os szint közelébe** került (MNB, 2006). A lassuló infláció persze nem csak az MNB politikájának eredménye volt. Hozzájárult a globális dezinflációs környezet (az áruk és szolgáltatások kínálatának bővülése az ázsiai országok lendületes fejlődésének köszönhetően), az európai uniós csatlakozás antiinflációs hatása (a termékpiacon kiskereskedelmi és importverseny megnövekedése miatt), és a hazai szolgáltató szektor pozíciójának romlása (a fogyasztás lassabb bővülésének és a lakásberuházások mérséklődésének, illetve a szolgáltató és a külkereskedelemmel versengő szektor relatív pozíciójának változása következtében) (Csermely, 2006). Az év folyamán további kamatcsökkentésre nyílt lehetőség, amely nem gyengítette a forint árfolyamát. Szeptemberre az alapkamat 6%-ra csökkent, a további lazítást viszont a rossz makroadatok és a gyenge hitelességű konvergenciaprogram nem tették lehetővé. A befektetői hangulat romlásához hozzájárult

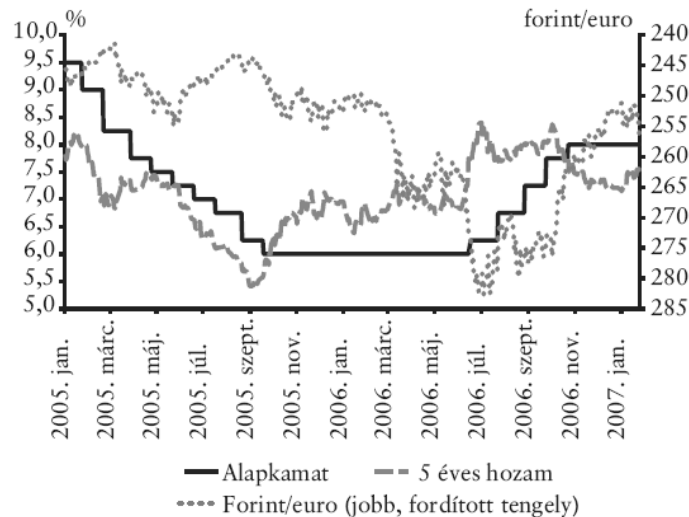
az MNB elnökének verbális intervenciója is, amelyben a Fitch hitelminősítő intézet novemberi leminősítését követően a befektetők hirtelen tőkekivonását és komoly piaci zavarokat prognosztizált (Várhegyi, 2006).

2006 elejére az infláció a 3%-os, árstabilitásnak megfelelő szint alá csökkent. Ebben a korábban ismertetett okok (lassuló bérinfláció, globális dezinfláció, EU-csatlakozás, átalakuló kereskedelmi struktúra) mellett a januári áfacsökkentés egyszeri hatása is szerepet játszott (MNB, 2007). A közvetettadó-csökkentés hatása azonban a vártnál kisebbnek bizonyult, és az év közepétől **az infláció trendje külső és belső okok miatt újra növekvőbe** fordult. 2005-2006-ban a világ vezető központi bankjai szigorításba kezdtek, és az addig jellemző globális kockázatvállalási kedv alábbhagyott. A romló nemzetközi befektetői környezet hazánkat különösen sújtotta, hiszen a magas költségvetési és folyó fizetési mérleghiány a feltörekvő országok között is különösen sebezhetővé tette gazdaságunkat. Ez megmutatkozott a forint árfolyamának márciusi és júniusi csökkenésében, amely meghaladta a régió többi országának devizájáét. A gyengülő árfolyam inflációgerjesztő hatásához év közepétől hozzájárult a feldolgozatlan élelmiszerek árának kiugró emelkedése is (MNB, 2007). 2006 szeptemberében a kormány bejelentette fiskális kiigazító programjának részleteit, amelyek nem feltétlenül egyeztek meg az elemzői várakozásokkal: az intézkedések túlzott mértékben támaszkodtak a bevételi oldalra, ráadásul a kiadásoldali intézkedések fenntarthatóságával kapcsolatban is erős volt a bizonytalanság (Szapáry, 2006). A program erős inflációs kockázatokat hordozott a termékek széles körét érintő közvetettadó-emelések és a szabályozott árak növelése miatt. A romló inflációs kilátások és a forinteszközök kockázati prémiumának megemelkedése miatt a Monetáris Tanács (MT) június és október között öt lépésben, összesen 200 bázisponttal emelte a jegybanki alapkamatot (MNB, 2007). Ennél drasztikusabb vagy gyorsabb szigorítást nem érzett szükségesnek az MNB, hiszen az infláció átmeneti emelkedését a monetáris politika csak nagy reálgazdasági áldozatok árán tudta volna megakadályozni, a másodkörös hatások kialakulásának veszélyét pedig csökkentette a kiigazító intézkedések növekedés-visszafogó hatása. A kamatemelés és a költségvetési kiigazítás bejelentése megnyugtatta

a befektetőket, ráadásul a régió megítélése is javult, így az árfolyam év végére visszaerősödött a 2006 eleji szintjére.

Ábra 4

Árfolyam- és hozamalakulás



Forrás: MNB (2007), 17. old.

Ezzel együtt az év végi infláció 6,5%-os szintje messze meghaladta a kitűzött célt, és az éves átlagos maginfláció is növekedést mutatott az előző évi értékhez képest (MNB, 2007). Bár az árszínvonal növekedési üteme részben a jegybank hatókörén kívül eső tényezők miatt emelkedett meg, több kritika is érte az MNB-t a 2006-os év túlságosan laza monetáris politikája, a nem megfelelő ütemű vagy mértékű szigorítások miatt: júniusig a központi bank nem tett semmit az árfolyamgyengülés megállítása érdekében, és akkor szigorított érdemben a kamatkondíciókon, amikor a kormány végre hitelesen elköteleződött egy fiskális kiigazítás mellett (Surányi, 2007).

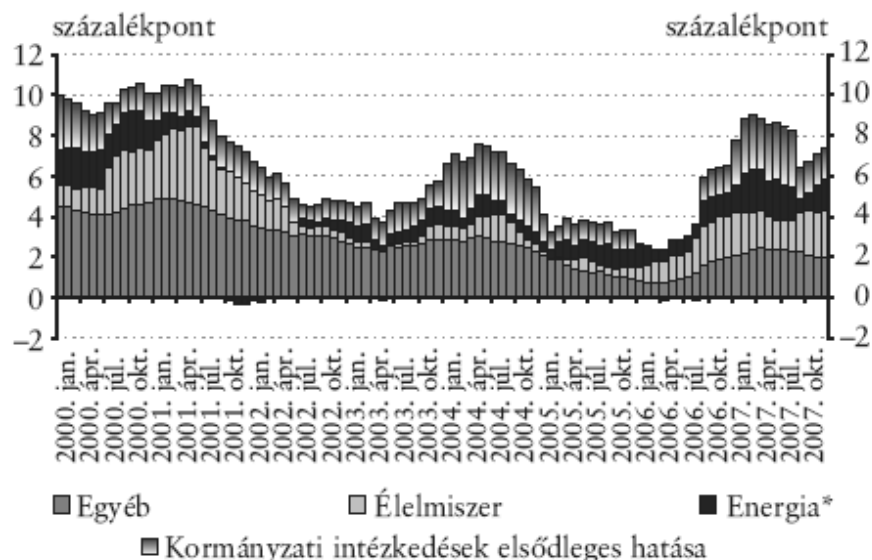
A **2007-es év** magas, a célkitűzést jelentős mértékben meghaladó inflációjáért elsősorban az előző évben elfogadott költségvetési kiigazítás inflációgerjesztő intézkedései és a nemzetközi olaj- és nyersélelmiszer-áremelkedés tehető felelőssé. Ahogy már elhangzott, a jegybank nem kívánta a megszorító intézkedések átmeneti, egyszeri inflációnövelő hatását ellensúlyozni, ehelyett a másodkörös hatásokat akarta elkerülni. A kiigazító intézkedések következményeit ugyanakkor számottevő bizonytalanság övezte, hiszen

egyszerre hatottak a gazdaság lassulása (a teljes előrejelzési időhorizonton a gazdaság kapacitások alatti bővülését prognosztizálta az MNB) és az infláció emelkedése irányába. A versenyszféra béradatainak elemzése ráadásul tovább nehezítette az elemzést, mert nem lehetett egyértelműen eldönteni, hogy a tapasztalt magas bérinfláció a várakozások emelkedő szintjét vagy a gazdaság kifehéredést jelzi (MNB, 2008).⁷ Mivel az infláció márciusban tetőzött, és egészen októberig csökkenő tendenciát mutatott, valamint a rövidbázisú, szezonálisan igazított maginfláció is csökkenő inflációs alappályát jelzett, júniusban a Monetáris Tanács 0,25 százalékponttal csökkentette az alapkamat szintjét. Az év augusztusától azonban újra romlottak az inflációs kilátások, ezúttal döntően külső sokkok következtében: az olaj és a feldolgozatlan élelmiszerek világpiaci árának megugrása mellett fontos kockázati tényezőt jelentettek az amerikai másodlagos jelzálogpiacról kiinduló pénzügyi zavarok, melyek (bár a magyar bankrendszer nem rendelkezett közvetlen kitettséggel) a befektetői kockázatvállalási hajlandóság csökkenésén, a forint árfolyamának gyengülésén keresztül veszélyeztették az inflációs cél elérését. A nemzetközi pénzügyi piaci turbulenciák ugyanakkor növekedési kockázatot is jelentettek hazánkban a hitelezési feltételek szigorodása és a mérséklődő európai konjunktúra miatt (MNB, 2007b). A **megnövekedett bizonytalanság** miatt az év további részében az MNB fenntartotta a szigorú kamatkondíciókat, csupán szeptemberben került sor 25 bázispontos kamatcsökkentésre, annak ellenére, hogy a kibocsátási rés végig negatív volt, és a piaci szereplők korábban beárazott várakozásainak alacsonyabb kamatszint felelt volna meg (MNB, 2008).

Az infláció az egész év során számottevően meghaladta az árstabilitásnak megfelelő értéket, azonban az előbb elmondottakból következik, hogy alakulásában a központi bank hatáskörén kívül eső tényezők domináltak. Az infláció dekompozícióját bemutató ábra alapján is látszik, hogy 2007 során az infláció magas szintjét elsősorban a jegybank döntési horizontján belül nem simítható sokkok okozták (MNB, 2008):

⁷ A béralkalmazkodás vártnál lassabb sebességére az MNB óvatos kamatpolitikával válaszolt, fenntartotta a magas kamatszintet, annak ellenére, hogy a kiigazító fiskális intézkedések kereslet-visszafogó, ezért deflációs hatása érzékelhető volt (MNB, 2007b).

Az infláció dekompozíciója



* Az energiaárak közvetlen és közvetett – szabályozott árakon keresztül érvényesülő – inflációs hatása.

Forrás: MNB (2008a), 17. old.

2008 első felében továbbra is döntően a hazai és nemzetközi eredetű **költségsokkok** tartották magasban az inflációt, melyet a lassuló gazdasági növekedés sem ellensúlyozott. 2008. február 26-án a Monetáris Tanács és a kormány megállapodása alapján a forint árfolyamsávját lebegő árfolyamrendszer váltotta fel, mely lehetővé tette a monetáris feltételek szigorítását az infláció leszorítása érdekében: három lépésben összesen 100 bázisponttal emelték az alapkamatot. A lépést a magas inflációs előrejelzések mellett a feltörekvő piaci kamatprémiumok kedvezőtlen alakulásával is magyarázta a jegybank.⁸ A szigorú kamatpolitika következtében jelentősen (júliusban a korábbi erős sávszélt jócskán átlépve 231,19 Ft/euró szintre) erősödött a forint árfolyama. Bár a jegybank megítélése szerint az erős árfolyam csak részben ellensúlyozta az inflációs környezet hatását, a **nemzetközi környezet bizonytalansága** miatt kiváráó álláspontra helyezkedett, nem folytatta a kamatemelést (MNB, 2009).

⁸ Továbbá már márciusban aggodalomra adtak okot az állampapírpiacon működési zavarai, melyek a magyar gazdaság fundamentumai mellett főleg a nemzetközi pénzügyi válság okozta turbulenciákkal függtek össze (globális likviditáshiány, veszteségek a különböző hedge fundoknál és befektetési alapoknál).

Összegzésképp elmondhatjuk, hogy 2008-ra a magyar gazdaság a jegybank szigorú antiinflációs politikája ellenére sem jutott el az árstabilitásnak megfelelő alacsony fogyasztóiár-növekedés szintjére, és az infláció a megelőző években is csak átmenetileg süllyedt 3% közelébe. Ráadásul a vizsgált időszakban nemcsak az árfolyam változékonysága nőtt meg, de az infláció és a hozamok volatilitása is. A jegybank politikáját azonban nem értékelhetjük csupán a célok számszerű teljesülése vagy elvétése alapján, hiszen a dezinflációt a vizsgált periódusban számos külső és belső sokk hátráltatta, melyek folyamatos inflációs nyomást jelentettek és megakadályozták a szereplők várakozásainak lehorgonyzását. A nemzetközi befektetői környezet változása és a külföldről importált nyersanyagár-emelkedések kedvezőtlen hatása mellett a dezinflációt nem támogató hazai fiskális politika jelentette a legnagyobb nehézséget a monetáris politika számára. A laza költségvetési és jövedelempolitika, mely növekvő eladósodáshoz vezetett, arra kényszerítette a jegybankot, hogy inflációs célja elérése érdekében gyakorlatilag a teljes vizsgált időszakban a nemzetközi trendeknek és az üzleti ciklusnak megfelelő politikával ellentétes módon működjön (Neményi, 2009).

A magyar monetáris politika értékelésekor tehát nem szabad figyelmen kívül hagynunk azt a környezetet, amelyhez a jegybanknak alkalmazkodnia kellett. A gazdaságot a vizsgált időszakban minden évben érte legalább egy, néha több olyan (külső vagy belső eredetű) sokk, mely átmeneti hatást gyakorolt az infláció szintjére. Ezen külső sokkok azonnali hatása felett a jegybank „átnézni” kényszerült a monetáris politika hosszabb időhorizontja és a szükségtelenül nagy reálgazdasági áldozatok elkerülésének kényszere miatt, és csak a másodkörös hatások elkerülését tűzhette ki céljául. A sorozatos inflatorikus hatások viszont a jegybank erőfeszítései ellenére magasan tartották a szereplők inflációs várakozásait. A várakozások lehorgonyzását megnehezítette a fiskális és monetáris politika közti hiányzó összhang: a két főhatóság eltérő céljai miatt nem volt lehetséges egy, a piaci szereplők számára is hiteles inflációs cél kijelölése. Emellett a forint árfolyamsávja, bár elméletileg a hitelesség növelését szolgálhatta volna, a gyakorlatban többször akadályozta az inflációs célkövető rendszer hatékony működtetését, különösen a rezsim bevezetését követő években.

3.3. Az inflációs célkövetés értékelése egyéb szempontok alapján

A vizsgált időszakban a jegybank működését illető kritikák három fő téma köré csoportosíthatók (melyek természetesen összefüggnek egymással):

- A defláció túlzott mértékű reálfelértékelődés árán valósult meg
- A jegybank döntései nem voltak kiszámíthatóak
- Laza fiskális politika mellett csak az infláció átmeneti, „művi” leszorítására van lehetőség

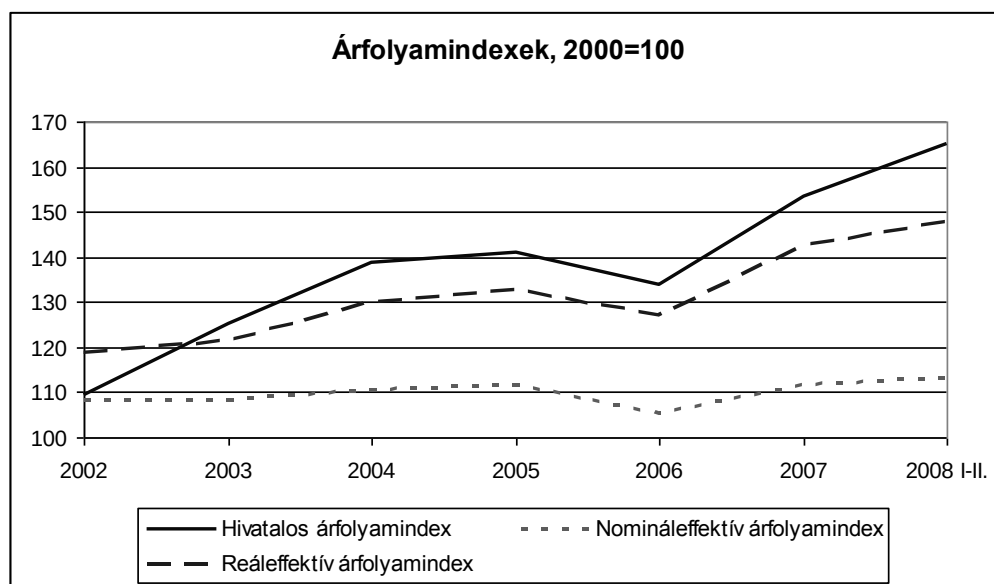
A következőkben ezeket a kérdéseket tekintjük át részletesebben.

3.3.1. Túlzott reálfelértékelődés?

Magyarország külkereskedelmi nyitottsága miatt az árfolyamcsatorna központi szerepet játszik a monetáris transzmissziós mechanizmusban (Vonnák, 2006). A jegybank ezért középtávú inflációs célja elérése érdekében kiemelten támaszkodott az **erős forintárfolyamra**. A jegybank 2006-ban becsült reakciófüggvényében is kimutatható az árfolyam-alakulás kiemelkedő hatása a kamatpolitikára (Hidi, 2006). A 2008 februárjáig működtetett $\pm 15\%$ -os árfolyamsáv ún. toleranciasávként működött, vagyis a központi bank a sávon belül akárhol meghatározhatta az inflációs céljával összhangban levő árfolyamot, nem volt célja az árfolyamot a sáv közepén tartani.

A 6. ábrából is jól látszik, hogy a 2001-et megelőző csúszó leértékeléses rezsimmel ellentétben az inflációs célkövetés a **forint reálfelértékelődése** mellett valósult meg. A felértékelődés nem a gazdaság fundamentumaival, javuló versenyképességével függött össze, hiszen a vizsgált időszakban a régió többi országához képest romlott hazánk nemzetközi befektetői megítélése, egyrészt a felelőtlen fiskális politika, másrészt a lassuló növekedés miatt, miközben 2005-től a termelékenység növekedése is lelassult (Eurostat, 2010). Az erős árfolyam hátterében a forinteszközök magas kamatfelára állt (az MNB és az EKB irányadó kamatlábjának különbségét mutatja be a 4. melléklet ábrája).

Ábra 6



Forrás: IMF, 2009 (adattábla: 3. melléklet)

Az MNB „erős forint”-politikájával szemben többféle kritika is megfogalmazódott. Az első, hogy az árfolyamcsatorna nem szektorsemleges: a felértékelődés az exportöröket hozza nehéz helyzetbe, mivel termékeik relatív ára megnő, versenyképességük romlik. A másik szempont az államadósság finanszírozhatósága: a központi kormányzat kamatkiadásait növeli az erős árfolyam és a magas kamatok. A harmadik kritika szerint a nagy kamatkülönbözet miatt a magánszféra devizában adósodik el, ami csökkenti a monetáris politika hatásosságát és pénzügyi stabilitási kockázatokat hordoz.

A fenti problémák vizsgálata során észre kell vennünk, hogy a magyar gazdaság felzárkózási folyamata miatt – a monetáris politikai intézkedésektől függetlenül is – egy hosszú távú reálfelértékelési pályán mozog, így az árfolyam esetleges túlértékeltségét nem egy korábbi szinthez, hanem a közvetlenül nem megfigyelhető egyensúlyi árfolyampályához képest kell vizsgálnunk (Szapáry, 2006). Emellett láthatjuk, hogy tízéves időtávon (1996 és 2006 között) Magyarország a reálfelértékelődés mértékét tekintve a régió többi felzárkózó gazdaságához képest a középmezőnyben helyezkedik el, a felértékelődés üteme tehát egyáltalán nem tűnik irreálisnak (Kovács, 2007).

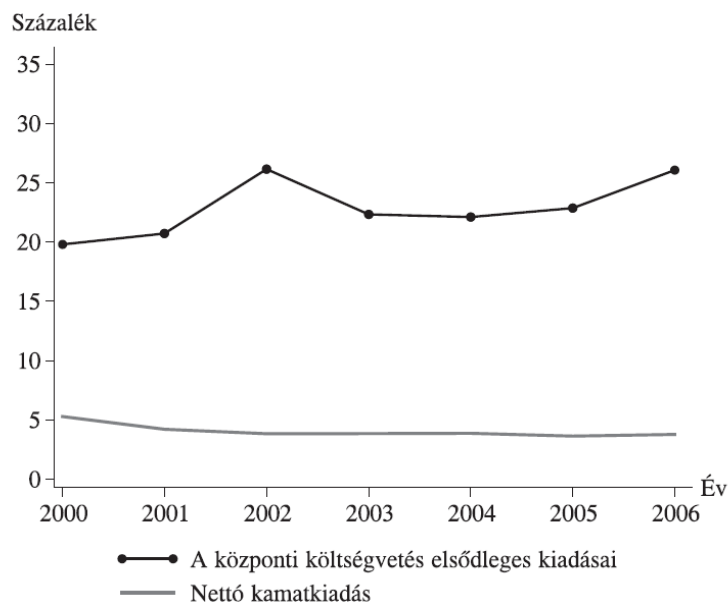
A tartósan magas árfolyam **exportra** gyakorolt negatív hatását részben semlegesíteni tudta a hazai termelékenység gyors növekedése a kétezres évek elején, majd 2006-ig a

kedvező világgazdasági konjunktúra, így a dezinfláció nagy növekedési áldozat nélkül mehetett végbe. Ráadásul nem egyértelmű, hogy az árfolyam mennyiben határozza meg az exportáló vállalatok versenyképességét, vagyis mekkora hatása van ezen a csatornán keresztül a monetáris politikának a növekedésre: empirikus becslések viszonylag gyenge hatást tulajdonítanak a reálfelértékelődésnek a magyar exportteljesítmény alakulásában, és a külső konjunktúra lényegesen fontosabb szerepét hangsúlyozzák (Kovács, 2007). Tovább árnyalja a képet, hogy a magyar exportőrök jelentős része olyan multinacionális nagyvállalat, mely képes az árfolyamváltozások ellen biztosítani magát (Várhegyi, 2006). Mindezek ellenére vitathatatlan, hogy a laza fiskális és szigorú monetáris politika keveréke a hatékonyságot csökkentő újraelosztást eredményezett, hiszen a legdinamikusabban fejlődő termelői szektortól csoportosított át jövedelmeket a kormány politikája által kedvezményezett csoportok felé.

Az „erős forint” bírálói azt is kiemelték, hogy a fundamentumoktól elszakadt árfolyam fenntartásához szükséges magas kamatszint megnöveli az **államháztartás kamatkiadásait** is. Ez a kritika azonban nem veszi figyelembe, hogy mivel az államadósság hosszú futamidejű, így a költségvetés kamatkiadásai nem az alapkamat szintjétől, hanem a 3-5-éves referenciahozamok pályájától függnének. A monetáris politika közvetlenül csak a hozamgörbe rövid végét képes mozgatni, a hosszú hozamok alakulásában a befektetői várakozások játszanak elsődleges szerepet, melyek a nemzetközi konjunktúra mellett a gazdaságpolitika és az infláció várható trendjét figyelembe véve formálódnak. Így a monetáris politikai szigorítás, ha az a hitelességet növeli, a hosszú hozamok csökkenéséhez is vezethet.⁹ Ráadásul a jegybank nem teheti meg, hogy figyelmen kívül hagyja a befektetők várakozásait, és nem reagál a hosszú hozamok alakulására, hiszen ez a forint árfolyamának leértékelődéséhez vezetne (amely az inflációs cél teljesítését veszélyeztetné). A jegybank tehát végső soron inkább leköveti, mint okozza a hosszú hozamok mozgását (Kovács, 2007). A központi költségvetés kamatkiadásai ráadásul 2001 és 2006 között gyakorlatilag stagnáltak növekvő összkiadási szint mellett (7. ábra).

⁹ Ahogyan például a 2003. év végi jelentős kamatemelés is (a gazdaságpolitika hitelességének növelése által) a hosszú hozamok csökkenését eredményezte (Kovács, 2007).

A központi költségvetés elsődleges kiadásai és nettó kamatkiadásai a GDP arányában



Forrás: Kovács (2007), 1114. old.

Érdeemes azonban nemzetközi kontextusban is megvizsgálni a kérdést: a magyar gazdaság éppen a páratlan globális likviditásbőség, alacsony euró- és dollárkamatok és magas kockázati étvágy időszakában kényszerült magas kamatokon finanszírozni működését. A felzárkózó országokat tekintve is kiugró volt a forint kamatprémiuma (a vizsgált időszakban végig meghaladta például a hasonló makrokockázatokkal rendelkező lengyel zloty kamatprémiumát). Nem szabad elfelejtenünk azt sem, hogy a régiós szinten is kiemelkedően magas kamatszint nem csupán az államháztartás finanszírozását drágította meg, hanem a vállalatokat is nehéz helyzetbe hozta: korlátozta hitelfelvételi lehetőségeiket, illetve magasabb profitkövetelményt támasztott velük szemben (Várhegyi, 2006).

A forint magas kamatfelára komoly pénzügyi stabilitási kockázatok felépüléséhez vezetett: az üzleti szektor és a lakosság tömegesen fordult a devizában denominált hitellehetőségek felé. A **jelentős valutahelyettesítés** lecsökkentette a monetáris politika mozgásterét: egy kamatemelés ahelyett, hogy visszafogná a belföldi keresletet, az árfolyam erősödésén keresztül inkább fűti azt. A szigorú monetáris politika így éppen a belföldi túlkereslet fenntartásához járul hozzá (Surányi, 2007). A lakosság ráadásul úgy

adósodott el devizában, hogy az árfolyamkockázatokat szinte teljesen figyelmen kívül hagyta, bízva a jegybank „erős forint”-politikájának fennmaradásában.

3.3.2. Kiszámíthatatlan jegybanki működés?

A sikeres inflációs célkövetés alapvető feltétele az **átlátható és előrejelezhető** jegybanki politika. A Magyar Nemzeti Bank a transzparencia tekintetében a világ élvonalába tartozik, különösen, hogy 2005 januárja óta a kamatdöntések jegyzőkönyveiből kiderül a Monetáris Tanács szavazatmegoszlása, sőt, 2005 októbere óta név szerint publikálják az egyes tanácstagok szavazatait. A még átláthatóbb működéshez a monetáris politikai döntések részletesebb indoklása és a jövőbeni kamatpályával kapcsolatos nyíltabb kommunikáció járulhatna hozzá.¹⁰ Problémát jelent viszont, hogy a közvélemény megfelelő tájékoztatása ellenére a magyar jegybank döntései nehezen előrejelezhetőek, a jegybank döntései többször is „meglepték” a piaci szereplőket a vizsgált időszak során. A jegybank kommunikációja ebben a megközelítésben nem tűnik hatásosnak, hiszen a közvélemény az MNB tájékoztatása ellenére sem képes a központi bank fejével gondolkodni, így a központi bank nem képes várakozásait a kívánt irányba befolyásolni. A kiszámíthatóságot a kamatdöntéseket követő átárazással mérve adódik, hogy bár a piaci szereplők többnyire tisztában voltak a várható kamatlépés irányával, annak időzítése sokszor meglepetést okozott (Marczell, 2007). Ha a 2003-as turbulens évet rendkívüli kamatdöntéseivel kihagyjuk az elemzésből, az MNB döntéseinek előrejelezhetősége akkor is elmarad más jegybankokétól (5. melléklet). Ezt főleg a **bizonytalan és külső sokkokkal terhelt makrogazdasági környezet** magyarázza: az előrejelzések nagyobb bizonytalansága és a gyors reagálások gyakori kényszere miatt volt kénytelen az MNB időről időre „meglepni” a közvéleményt. Ha abszolút értékelési keret helyett egy (kis, nyitott gazdaság jellemzőit figyelembe vevő) országspecifikus mércét alkalmazunk, az MNB teljesítménye lényegesen jobbnak tűnik (Marczell, 2007). A kiszámíthatatlan makrogazdasági környezet, mely komoly növekedési áldozatokkal járt, azonban nem kizárólag a monetáris politikától független sokkok következtében alakult ki. A jegybank választása, hogy a nagy kamatkülönbözet segítségével fenntartott erős árfolyamra fog támaszkodni az infláció leszorításában és alacsonyan tartásában,

¹⁰ A jegybanki transzparencia méréséről és az MNB részletes értékeléséről ld. Marczell (2007).

önmagában pénzügyi stabilitási kockázatokat hordozott. A magas kamatkülönbözet ugyanis, mivel Magyarország esetében is együtt járt a spekulációs tőke mozgások erősödésével, ezen tőkebefektetések ingadozásán keresztül megnövelte az árfolyam fundamentumoktól független ingadozásait, és rontotta a gazdasági környezet kiszámíthatóságát (Ábel-Kóbor, 2008).

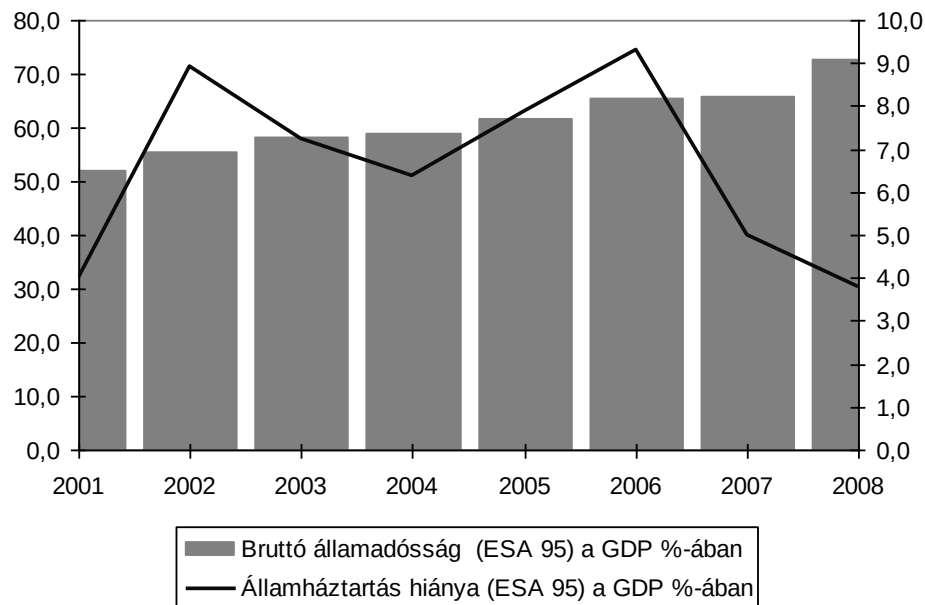
A jegybank intézkedéseinek előrejelezhetőségét egyes kutatások szerint az árfolyamsáv fenntartásának kötelezettsége is rontotta (Marczell, 2007). Ahogy az a korábbi áttekintésből is kiderült, a 2003-as év rendkívüli kamatdöntései a forint árfolyamsávja elleni spekulációs támadásokra válaszul születtek. Azonban nem önmagában a forint toleranciasávja tehető felelőssé a támadásokért, sokkal inkább az a monetáris politika, amely nem követte le a forint kockázati prémiumának csökkenését, és (az inflációs célokat figyelembe véve is) szükségtelenül erősen tartotta a forint árfolyamát. Egy árfolyamsáv, mely $\pm 15\%$ -os elmozdulást enged meg, és ráadásul toleranciasávként van megadva, kellően széles ahhoz, hogy ne akadályozza a monetáris politikát inflációs céljának követésében – feltéve, hogy jól van meghatározva. Ha azonban a sáv erős oldalán a jegybanki kommunikáció kívánatos árfolyamszintet jelöl ki, az természetesen felélénkíti a spekulációt. Az árfolyamsáv szerepe a hitelesség növelése és a várakozások lehorgonyozása lehet, ezt azonban nem tudja betölteni, ha a központi bank elnöksége a sáv eltörlésének kívánatosságát hangsúlyozza a nyilvánosság előtt (Neményi, 2008).

3.3.3. A fiskális és a monetáris politika kapcsolata

A korábbi évek kiszámítható, felelős költségvetési és jövedelempolitikájában 2001-ben gyökeres fordulat következett be. A minimálbér-emelési programok, a túlzottan kedvezményes lakásfinanszírozási rendszer, az állami alkalmazottak létszámának emelése, majd a „jóléti rendszerváltás” bér-és nyugdíjemelése mind a lakossági túlfogyasztás irányába hatottak. A 2001-2002-es és 2005-2006-os évek nagymértékű fiskális lazítása a politikai ciklusokhoz köthető, de a megelőző évek gyakorlatától eltérően 2003-2005-ben elmaradt az érdemi konszolidáció (MNB, 2007b). A 8. ábrán is látszik, hogy a deficit igazán 2001-2002 között nőtt meg drámai mértékben, ez azonban tekinthető a rossz globális konjunkturális környezetet ellensúlyozó (bár a szükségesnél

nagyobb mértékű) anticiklikus intézkedésnek. Ezzel szemben a további lazítás már gyorsuló világgazdasági növekedés közepette fűtötte tovább a hazai gazdaságot.

Ábra 8



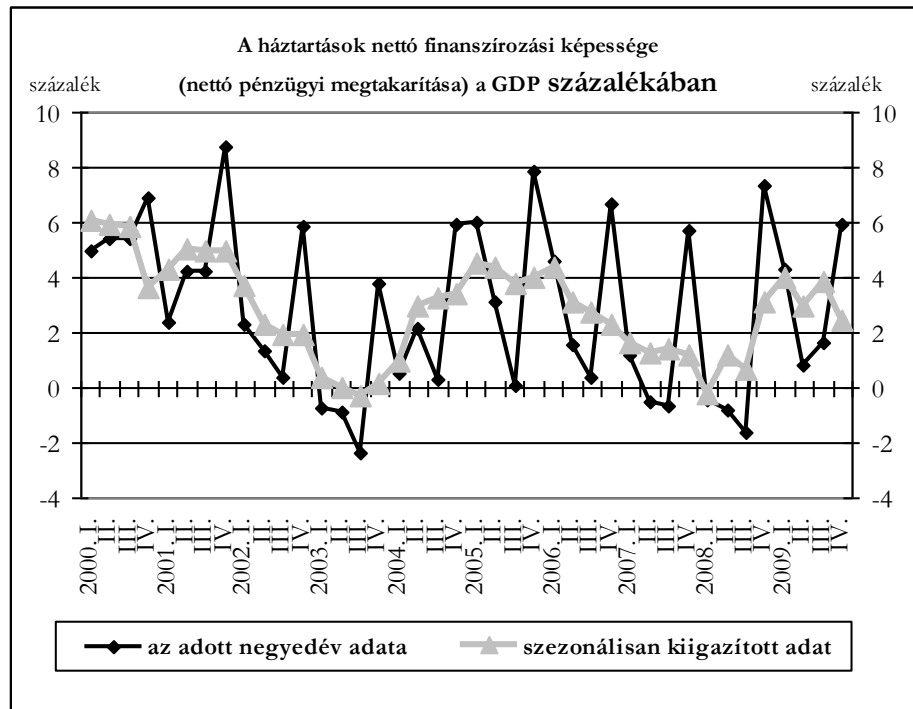
Forrás: A Pénzügyminisztérium adatai alapján

A felelőtlen fiskális politika következtében az államháztartás hiánya végig jelentősen meghaladta a maastrichti kritériumok teljesítéséhez szükséges 3%-ot, és 2005-re a bruttó államadósság, mely a vizsgált évek során folyamatosan nőtt, újra átlépte a GDP 60%-át. Miközben 2001 és 2006 között a költségvetés finanszírozási igénye jelentősen megnőtt, a lakossági pénzügyi megtakarítások szintje (többek között az államilag támogatott lakáshitelek következtében) gyakorlatilag nullára csökkent, majd 2004-2006 között továbbra is szerény szinten stabilizálódott (9. ábra). Így a belföldi finanszírozási forrásokra nem támaszkodhatott a költségvetés, az ország külső pénzügyi egyensúlyi helyzete szükségszerűen romlott (Surányi, 2007). A külső és belső eladósodottság, a termelékenységénél gyorsabban növekvő reálbérek,¹¹ az állandósuló belföldi túlkereslet mind erőteljes inflációs nyomást jelentettek, ráadásul a kialakult „ikerdeficit” (a költségvetés és a folyó fizetési mérleg együttes hiánya) a befektetők szemében is

¹¹ 2001 és 2006 között a reálkeresetek, a költségvetési és jövedelempolitikának is köszönhetően, közel kétszer gyorsabb emelkedést mutattak, mint a termelékenység (Surányi, 2007).

kockázatosabbá tették a magyar gazdaságot. Emellett a kormány intézkedései belső eredetű sokkokat jelentettek az inflációra (minimálbér, hatósági árak, áfakulcs változtatása), átmenetileg megnövelve annak szintjét és volatilitását.

Ábra 9



Forrás: Magyar Nemzeti Bank honlapja

2006-ra nyilvánvalóvá vált, hogy a magas hiány és az eladósodottság mértéke fenntarthatatlan egyensúlyi helyzetbe sodorták az országot, és a kiigazítás elkerülhetetlen volt. A 2006-ban bejelentett megszorítások mértéke megfelelő volt, szerkezetük azonban eltért a kívánatostól: a kiigazító program erősen a költségvetés bevételi oldalára koncentrált, és inflációgerjesztő intézkedéseket tartalmazott (szabályozott árak növelése, közvetettadó-és járulékemelés) (MNB, 2007).

Levonhatjuk a következtetést: bár a jegybank 2003 októberétől kezdve a kormánnyal közösen állapította meg az inflációs célt, a fiskális politika a vizsgált időszak egészében a célkitűzés megvalósítása ellen hatott túlzott lazításával, majd az inflatorikus hatású kiigazítással. A jegybankot ért kritikák közül a legtöbb azt vizsgálja, szabad-e, érdemes-e egyáltalán ilyen környezetben szigorú antiinflációs monetáris politikát folytatni.

Ha hiányzik a monetáris és fiskális politika összhangja, az inflációs célkitűzés könnyen hiteltelenné válhat. Magyarországon ez különösen a rendszer bevezetését követő években nyilvánult meg igazán súlyos formában, amikor a kormány és a jegybank számszerű inflációs célja is eltért egymástól. Bár ezt az állapotot sikerült 2003-ra felszámolni, a várakozások lehorgonyzását, és ezáltal az inflációs célkövető rendszer hatékony működését lehetetlenné tette, hogy a kormány programjában és intézkedéseiben nem köteleződött el az infláció csökkentése mellett.

A másik problémát az jelenti, hogy ha a túlzottan expanzív fiskális politikát monetáris eszközökkel akarja ellensúlyozni a jegybank, akkor egyrészt aránytalanul nagy terhet ró a gazdaságra az erős árfolyam és a magas reálkamatok miatt, másrészt az elért alacsony infláció nem lesz fenntartható. Állandósult belföldi túlkereslet mellett az inflációt csak a külső egyensúlyhiány megnövekedése árán lehet mesterségesen leszorítani, mely elkerülhetetlenül kiigazítást és az infláció újabb megugrását vetíti előre. *„Ha a pénzügyi egyensúlyi, megtakarítási és finanszírozási mutatók egyébként kedvezőtlen trendet mutatnak, akkor az infláció sem lassulhat, illetve csak olyan módon, hogy növekszik az elfojtásból fakadó feszültség”* (Várhegyi, 2006, 210. old.).

3.3.4. Lehetőségek

Nehéz eldönteni, milyen az optimális jegybanki viselkedés olyankor, amikor a kormány laza fiskális politikája nagy külső egyensúlyhiányt generál.¹² Ha a központi bank a költségvetés konszolidálását támogatva alacsonyabban tartaná a kamatszintet, és elviselné az árfolyam gyengülését az infláció megemelkedése árán is, saját hitelességét veszélyeztetné. A hitelvesztés megmutatkozna a befektetők által megkövetelt magasabb kockázati prémiumban, és végső soron az államadósság kamatterheit növelné, miközben a gyengébb árfolyam miatt a devizában denominált államadósságon is veszteség keletkezne. Ráadásul az infláció megemelkedése a későbbi újabb dezinflációs kísérletet egyre költségesebbé tenné (Szapáry, 2006). Ezért a jegybank a költségvetés hiányának monetizálása helyett ilyen körülmények között is saját hitelességnek fenntartásával és az infláció alacsonyan tartásával tehet a legtöbbet a társadalom jólétéért.

¹² „A felelőtlen fiskális alkoholizmus időszakában a jegybank lehetetlen feladat előtt áll, nincs jó választása” (Karvalits, 2010).

Az MNB kritikusainak többsége nem is a szigorú monetáris politikai szükségességét, hanem a szigorítás mértékét vitatja (Surányi, 2007). Valóban úgy tűnik, hogy egy lassabb dezinflációs folyamat sikeresebb és kevésbé költséges lehetett volna. Egyrészt könnyebb lett volna összhangba hozni a kormány és a jegybank inflációs célkitűzéseit, másrészt egyes vélemények szerint az MNB a vizsgált időszakban többször bizonyult túl óvatossáknak,¹³ és az inflációs kockázatok hangsúlyozása miatt nem csökkentett időben vagy a megfelelő mértékben kamatot, a szükségtelennél nagyobb mértékben fékezve ezzel a gazdaság növekedését.

A jegybank figyelmen kívül hagyta azt is, hogy az alacsonyabb kamatszint mellett csökkenthető lett volna a lakosság devizában történő eladósodása. Ahogy már korábban említettük, a tömeges devizahitel-felvétel mellett a szigorú monetáris kondíciók a jegybanki szándékkal ellentétes hatást váltanak ki: ahelyett, hogy a magas forintkamatok visszafognák a lakosság fogyasztását, az erős árfolyam inkább csökkenti a devizahitelek terheit, és növeli a belföldi keresletet. Ebben a megközelítésben a kevésbé szigorú monetáris politika hatékonyabban tudta volna hűteni a magyar gazdaságot (Surányi, 2007).

¹³ Ahogy korábban már láttuk, 2002-ben a jegybank nem követte le az ír referendum kockázatiprémiум-csökkentő hatását, 2004-ben is lassan építette le hatalmas kamatfelárat a kedvező globális befektetői környezet ellenére, és 2007-2008 során is túl óvatossággal reagált a lassan csökkenő bérinflációra.

4. A nemzetközi pénzügyi válság és következményei

4.1. Ingatlanpiaci buborékból nemzetközi pénzügyi válság

Bár Magyarországot szinte kizárólag a válság *közvetett* hatásai érintették, a tisztánlátás érdekében érdemes áttekinteni a válságot előidéző tényezőket és a folyamatot, ahogyan az Egyesült Államok eszközár-buborékjából nemzetközi pénzügyi turbulencia, majd hitelválság bontakozott ki.

4.1.1. Globális likviditásbőség

Ahogy a dolgozat korábbi részében már utaltunk rá, a kétezres évek első felét globális likviditásbőség és a kockázatéhség emelkedése jellemezte. Ennek háttérében azonban súlyos globális makrogazdasági egyensúlytalanság állt. Megfordult a globális finanszírozás iránya: a fejlett világ, különösképpen az Egyesült Államok tartósan magas külső finanszírozási igényét a fejlődő országok fizetésimérleg-többlete ellensúlyozta. A fejlődő országok szufficites külső mérlege mögött India és Kína esetében az export versenyképessé tétele érdekében mesterségesen alacsonyan tartott, dollárhoz rögzített árfolyam és a belső kereslet adminisztratív korlátozása állt, míg a közel-keleti országok nyersanyagbevételük egy részét takarították meg és fordították a fejlett országok finanszírozására (Csermely, 2009). Az Egyesült Államokba áramló bőséges likviditás a hozamok csökkenését okozta. A fejlődő országokból származó olcsó import és alacsony költségű munkaerő miatt az inflációs környezet tartósan kedvezőnek mutatkozott, ezért az USA jegybankjának szerepét betöltő Fed és a legtöbb nagy központi bank alkalmazkodó monetáris politikát folytatott, és alacsony jegybanki kamatot határozott meg (Király-Nagy-Szabó, 2008). A pénzbőség és az elmúlt évek stabil makrogazdasági környezete¹⁴ megnövelte a kockázatéhséget, a magasabb hozamok reményében a befektetők egyre kockázatosabb eszközöket kezdtek keresni, a kockázati felárak egyre csökkentek. A korszakban lazult a pénzügyi felügyelet és szabályozás szigora: az Egyesült Államokban eltörölték a Nagy Válság után 1933-ban hozott Glass-Steagall

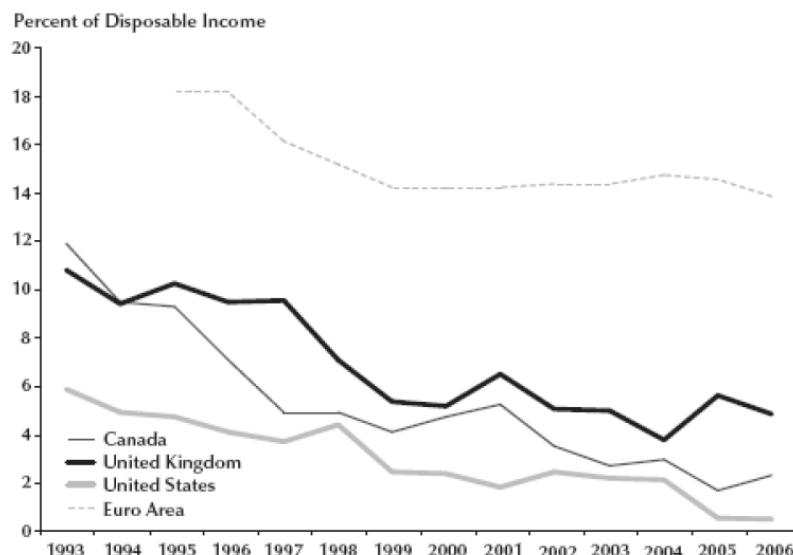
¹⁴ A globalizáció segítette az egyes szereplők közötti kockázatmegosztást, miközben a stabilizáció-központú gazdaságpolitikák is a makrogazdasági változók csökkenő volatilitását segítették elő.

törvényt (így a kereskedelmi bankok folytathattak befektetési banki tevékenységet is), miközben elhalasztották az ún. Basel-II. (a BIS mellett működő BCBS kockázatalapú, prudenciális tőkeszabályozásra vonatkozó ajánlásainak) végrehajtását. A különböző pénzügyi innovációk egyre nagyobb lehetőséget adtak a kockázatkezelésre és kockázatterítésre. Ezzel párhuzamosan a bankok hitelezési feltételei is folyamatosan lazultak.

4.1.2. Hitelboom és eszközár-buborék

A fentiek következményeképp egyrészt felfutott a hitelezés a banki forrástöbblet és az alacsony kamatkörnyezet okán, másrészt drasztikusan lecsökkent az amerikai háztartások megtakarítása (10. ábra). A megugró hitelkínálat eszközár-buborékok kialakulásához, az árak irracionális emelkedéséhez vezetett. Különösen az ingatlanok ára növekedett meg jelentősen¹⁵(a „dotcom lufi” kipukkanásának emléke miatt a részvények iránti kereslet kisebb mértékben emelkedett).

Ábra 10

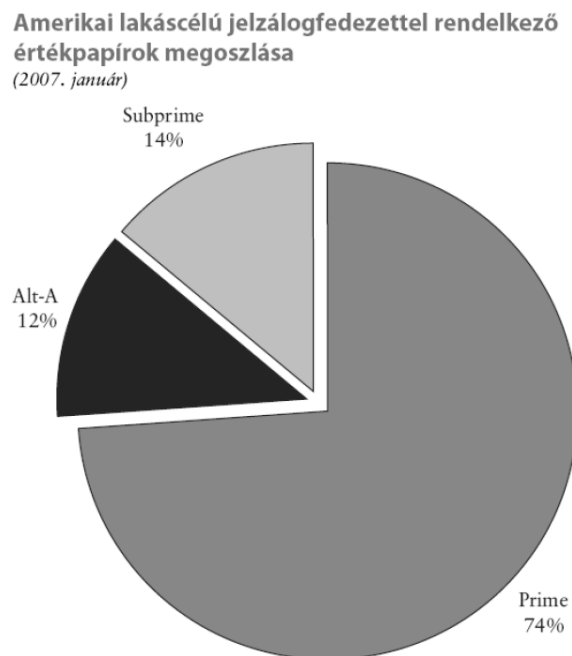


Forrás: Pál (2009), 7. dia

¹⁵ 2000 és 2006 között 126%-os emelkedést mutattak az ingatlanárak (Pál, 2009).

Az ingatlanárak töretlen emelkedése és a lazuló szabályozás következtében az amerikai jelzáloghitelezést egyre nagyobb mértékben kiterjesztették a kockázatosabb adósok felé is. A jó adósbesorolással rendelkezőknek nyújtott elsőrendű (*prime*) hitelek mellett a kilencvenes évek közepétől megjelentek az ún. másodrendű (*subprime*) és az Alt-A besorolású hitelek. Az előbbi kategóriába azok az adósok tartoznak, akik nem rendelkeznek megfelelő hiteltörténettel, esetleg a múltban már fizetési problémáik voltak, míg a második kategória olyan viszonylag jó adósokat foglal magába, akik nem rendelkeznek megfelelő jövedelemigazolással, vagy magas az adósságuk jövedelemhez viszonyított aránya (Nagy-Szabó, 2008). A másodrendű piac felfutása a kétezres évek elejére tehető: 2001 és 2007 között meghatszorozódott a másodrendű jelzáloghitelek volumene, és 2007-re a teljes jelzáloghitel-állomány 14%-át tette ki:

Ábra 11



Forrás: Nagy-Szabó (2008), 34. old.

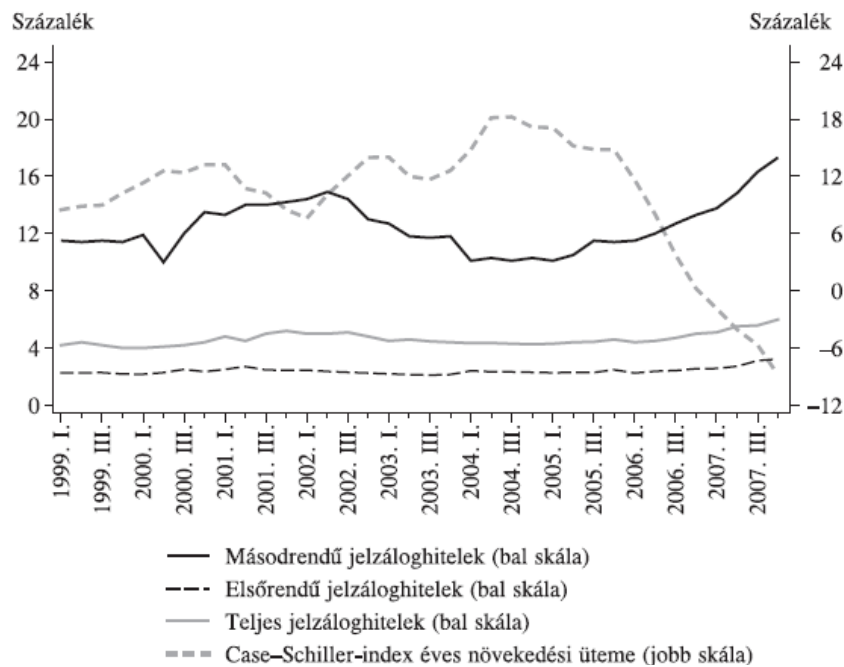
Az egyre kockázatosabb ügyfeleknek nyújtott hitelek esetében már nem az volt a szempont, hogy az adós jövedelme alapján képes lesz-e fizetni a törlesztőrészeket: az ingatlanárak jövőbeli töretlen emelkedését várva elegendő garanciának tűnt, hogy a további drágulás miatti tőkenyeresség biztosítja a visszafizetést. Ráadásul a hitelezők a kamatok 2003 végétől tapasztalható emelkedésére – amely a subprime adósok egy része

száma már túl nehézé tette volna a hitelfelvételt – a hitelezési feltételek további lazításával reagáltak. Ezek közé tartozott az elvárt önerő drasztikus csökkentése, a jövedelemigazolás nélküli hitelbírálat vagy az ún. negatív amortizációjú (az első években alacsony törlesztési terhet biztosító, változó kamatozású) hitelkonstrukciók nyújtása. A növekvő piaci környezetben mindenki alulbecsülte a kockázatokat: olyan feltételek mellett születtek hitelszerződések, melyek elfogadhatónak tűntek az adósok számára, de a kamatok emelkedésével fenntarthatatlannak bizonyultak.

Az első problémák 2006-ban kezdtek megmutatkozni, amikor a Fed két éve elkezdett kamatemelési ciklusának és a lakosság túlzott eladósodásának következtében lassult a hitelfelvétel üteme. A csökkenő hitelfelvétel a lakásárak növekedési trendjének végét jelentette, és elhozta a folyamatos árnövekedésre épülő modell válságát: a jelzáloghitelek nemteljesítési rátája már 2006-tól elkezdett emelkedni, és 2007 elejére több másodrendű hitelfolyósító is nehézségeket jelentett, majd tömeges csődök következtek be a piacon (Király et al., 2008).

Ábra 12

Fizetési problémákkal küszködő háztartások aránya az Egyesült Államok jelzáloghitel-piacán és a lakásárak negyedéves alakulása

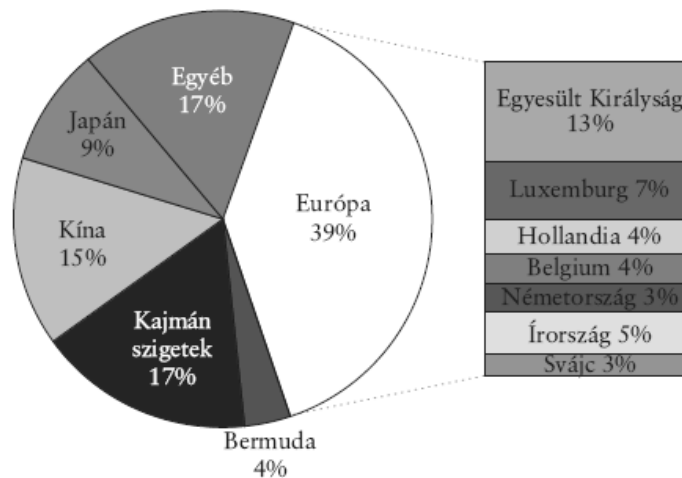


Forrás: Király et al. (2008), 582. old.

A fenti események első látásra nem különböznek egy klasszikus hitel által gerjesztett eszközár-buborék felépülésétől, majd kipukkadásától. A jelzálogpiac zavarai azonban gyorsan továbbterjedtek más pénzügyi eszközök piacára, és nem maradtak meg az Egyesült Államok gazdaságát érintő problémának (13. ábra). A „fertőzés” okainak elemzéséhez át kell tekintenünk az amerikai jelzálogpiac jellegzetes működését és a kilencvenes-kétezres évekre jellemző különböző pénzügyi innovációkat.

Ábra 13

Külföldi tulajdonban lévő (1500 milliárd USD) hosszú lejáratú amerikai eszközfedezetű értékpapírok (ABS) tulajdonosi megoszlása (2007. június)



Forrás: MNB (2008b), 15. old.

4.1.3. Az amerikai jelzálogpiac és a pénzügyi innovációk

Az amerikai jelzálogpiaci rendszer alapját a hetvenes évektől kezdve az ún. **értékpapírosítás** adja, amely során a bank jelzáloghitel-portfóliójából a befektetők számára piac- és forgalomképes kötvényt hoz létre, így az amerikai háztartások hosszú lejáratú hiteleit hosszú távú befektetők (köztük intézményi befektetők) finanszírozzák. Az értékpapírosításra épülő keletkeztető és szétosztó (*originate and distribute*) rendszerben a hitelnyújtó bank tehát szétosztja a kockázatot a befektetők között, „csökkenti a hitelek koncentrációs kockázatát, enyhíti a tőketerhelést, és likviditást biztosít a jelzáloghitelezőknek, valamint díjbevételezt generál az értékpapírosítónak, és befektetési termékválasztékot garantál az intézményi és magánbefektetőknek” (Király et al., 2008,

578. old.). A rendszer működésének alapját jelentette, hogy csak kiváló minőségű, kis kockázatú, magas likviditású értékpapírokat hozzanak létre a hitelnyújtó intézetek, vagyis csak a megbízható, jó adósok hitelét értékpapírosítsák. A másodrendű hitelek gyors terjedése azonban a rendszer romlását hozta el, a bankok egyre kevésbé ellenőrizték ügyfeleik kockázatát, és egyre rosszabb minőségű értékpapírokat is elkezdtek kibocsátani, „hozzákeverve” az elsőrendű hitelekre épülőkhöz. A **strukturált hiteltermékek**¹⁶ elterjedése erősítette ezt a folyamatot, hiszen ahogy egyre bonyolultabbá és ellenőrizhetetlenebbé vált az értékpapírok szerkezete és mögöttes jellemzői, úgy volt egyre könnyebb a gyengébb minőségű papírokra is jó hitelminősítést szerezni. Ráadásul a hitelminősítő intézetek esetében a módszertani problémák mellett az erkölcsi kockázat is megjelent, hiszen azok a cégek fizettek a minősítésért, akiknek a termékeit minősítették. Mivel a strukturált értékpapírokat nem maguk a bankok, hanem külön erre a célra létrehozott intézmények (special purpose vehicles) végzik, a kockázatok egy része nem jelenik meg a bankok mérlegében, így kikerül a banki felügyelet alól. A nagy tőkeáttétellel dolgozó, hitelarbitrázs céljából létrehozott strukturált befektetési társaságok (*structured investment vehicles, SIV*) szerepének növekedésével ún. „árnyék-bankrendszer” alakult ki. Ilyen körülmények között a subprime jelzáloghitelezéshez kötődő kockázatok szétterültek a gazdaságban – az integrált globális pénzügyi piacoknak köszönhetően nemcsak az Egyesült Államokban, de több fejlett országban is.

4.1.4. A válság kibontakozása

A következőkben Nagy-Szabó (2008) alapján áttekintjük a pénzügyi válság kibontakozásának lépéseit. Ahogy 2006-tól kezdve a magasabb kamatok és a csökkenő fedezetérték miatt emelkedni kezdett a nemfizetések aránya a jelzáloghitel-piacon, a hitelekhez kapcsolódó eszközfedezetű értékpapírok (ABS) és a strukturált termékek ára értelemszerűen esni kezdett, veszteségeket okozva ezzel a papírokat birtokló intézményi befektetőknek. Ennek következtében a befektetők beszüntették az ilyen típusú hiteltermékek vásárlását, amelyek így a bankok mérlegében maradtak. A bankok, hogy

¹⁶ A jelzálogfedezettel rendelkező értékpapírok kockázati és lejárat jellemzők alapján történő „feldarabolásával” és újracsomagolásával keletkeztetett papírok; collateralised debt obligations, CDOs (Nagy-Szabó, 2008)

csökkentsék kitettségüket és minimalizálják veszteségeiket, hitelderivatívák (CDS) vásárlásával próbálkoztak – a megnövekedett kereslet miatt a fedezés költsége ugrásszerűen megnőtt. A bankok ilyen környezetben nem akarták tovább finanszírozni magas tőkeáttételes ügyfeleiket, akik ezért tőkeáttételes pozícióik felszámolására (*deleveraging*) törekedtek: nagy eladási nyomás jelent meg bizonyos termékeken, köztük sok ABS és CDO terméken is, amely lenyomta az árakat. Az áresés következtében a befektetők az USA-ban és Európában is kénytelenek voltak az új, jóval alacsonyabb árakon átértékelni eszközeiket. Nyártól egyre több piaci szereplő jelentett veszteséget vagy csődöt. A befektetők igyekezetükben, hogy likviditáshoz jussanak, más piacokon is elkezdtek felszámolni pozícióikat, így a fertőzés a jelzáloghitel-piachoz nem kapcsolódó szegmensekre is áterjedt. A kockázati étvágy általános csökkenése és a likvid eszközökbe menekülés kényszere miatt a jelzáloghitelezés által egyáltalán nem érintett, de kockázatosnak vagy nem kellően likvidnek tekintett papírok ára is csökkent (spekulatív besorolású vállalati kötvények, pénzügyi szektor részvényei, feltörekvő országok állampapírai). A bankok közötti bizalom megingott, hiszen a többrétű potenciális kitettség miatt egyik intézményről sem lehetett tudni, milyen valójában a helyzete (a transzparencia hiányához nagyban hozzájárult a bankok „mérleg alatti” kitettsége, mely a különböző céltársaságok finanszírozásából eredt). A bankok és befektetési alapok mellett az amerikai hitelbiztosítók pozíciója is megrendült a válság következtében.¹⁷ A bizalomvesztés 2007 augusztusára a bankközi piacok kiszáradásához vezetett. A különböző jegybankok (Európai Központi Bank, amerikai, angol, svájci jegybank) egyedi, illetve összehangolt akcióikkal igyekeztek többletlikviditást juttatni a rendszerbe, és újra működőképpé tenni a pénzügyi piacokat. Közreműködésüknek köszönhetően a piacokat sikerült működésben tartani, de a zavarok sosem múltak el egészen: a bankközi kamatlábak tartósan elszakadtak az overnight hozamoktól (Király, 2008). A viszonylagos nyugalom a pénzügyi piacokon 2008. szeptember 15-ig, a Lehman Brothers csődjének bejelentéséig tartott – a világ egyik legnagyobb befektetési bankjának bedőlése pánikot váltott ki a befektetők körében világszerte. Mindenki igyekezett a biztonságosnak hitt piacokra menekülni a kockázatos befektetésekből: éles, határozottan

¹⁷ Ezek a biztosítók az ABS-ek és CDO-k piacára is kiterjesztették működésüket – a hitelbiztosítók tevékenysége tette lehetővé, hogy kockázatosabb befektetések is jó hitelminősítést kapjanak. Ha azonban egy hitelbiztosító bedőlt, az összes általa biztosított papír besorolása azonnal romlott.

nemlineáris törés alakult ki az amerikai és a német államkötvények és gyakorlatilag az összes többi értékpapír piaca között. A lavinaszerű eladási hullám következtében árfolyamzuhanás következett be, a legkockázatosabb piacokon pedig megszűntek az árjegyzések, a piaci likviditás gyakorlatilag megszűnt. A pénzügyi piacok zavarait átmenetileg a piacok befagyása váltotta föl.

4.2. Magyarország és a válság

4.2.1. 2008 őszének eseményei

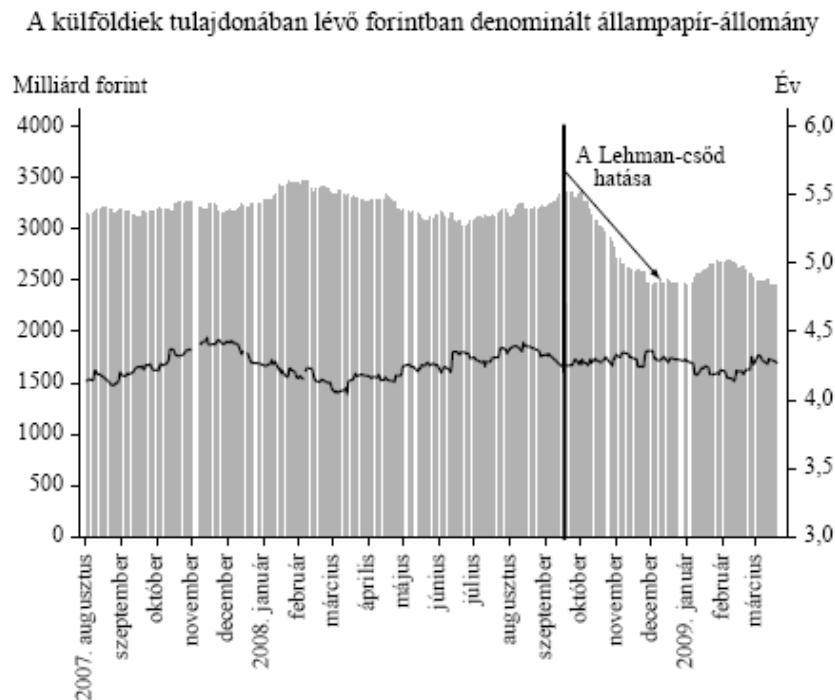
Mivel a hazai bankok portfóliójában nem voltak toxikus értékpapírok, a válság sokáig csak közvetetten, a külföldi források beszűkülésén és megdrágulásán keresztül érintette az országot. 2007 őszén még tartotta magát az ún. elszakadási (*decoupling*) teória, miszerint Európát (a felzárkózó kelet-közép-európai régiót beleértve) kevésbé fogja súlyosan érinteni a válság. A magyar bankrendszer a forrásdrágulás, az elérhető források rövidülése és a nemzetközi pénzügyi piaci zavarok ellenére töretlenül bővítette hitelezését. A kockázatalapú verseny egyre erősödött, enyhültek a lakás- és fogyasztási hitelek feltételei (akár jövedelemigazolás nélkül lehetett hitelhez jutni), és egyre kockázatosabb konstrukciók (pl. jen alapú hitelek) jelentek meg a piacon.

Az első igazi intő jel 2008 márciusában az állampapírpiacon mutatkozó zavar volt: kitágultak a keresleti-kínálati különbségek, és a külföldiek jelentős állampapír-állományt adtak el. A piac nyárra látszólag visszanyerte erejét, a külföldi befektetők visszatértek, de a likviditási zavarok nem múltak el teljesen (Király, 2008).

Magyarországon a válság igazán a Lehman-csőd bekövetkezte után járt súlyos következményekkel. Már szeptember végétől érezni lehetett a likviditás csökkenését: az állampapírpiacon működése akadozott, csökkenő kereskedési volumen mellett esett a BUX, a hazai bankok limitjeit lecsökkentették, a swap piacokon egyre nehezebben lehetett egynaposnál hosszabb forráshoz jutni. 2008. október 9-én aztán az egész pénzügyi rendszert megrengető likviditási sokk bontakozott ki: valamennyi piacon súlyos zavarok bontakoztak ki, zuhanni kezdtek a részvényárak, drasztikusan gyengült a forint árfolyama, meredeken csökkent a külföldiek tulajdonában levő, forintban denominált államkötvények állománya, és kiszáradt a bankközi swappiac (Király, 2008). Október 21-

22-én aztán olyan mértékű, fundamentális okokkal nem indokolható leértékelési nyomás nehezedett a forint árfolyamára, amelyet csak a jegybank 300 bázispontos kamatemelése tudott ellensúlyozni (MNB, 2009). A megugró árfolyamvolatilitás, a meredeken emelkedő CDS-spreadek¹⁸, a likviditás különböző mérőszámai mind egy klasszikus pénzügyi válság kibontakozását jelezték.

Ábra 14



Forrás: Neményi (2009), 407. old.

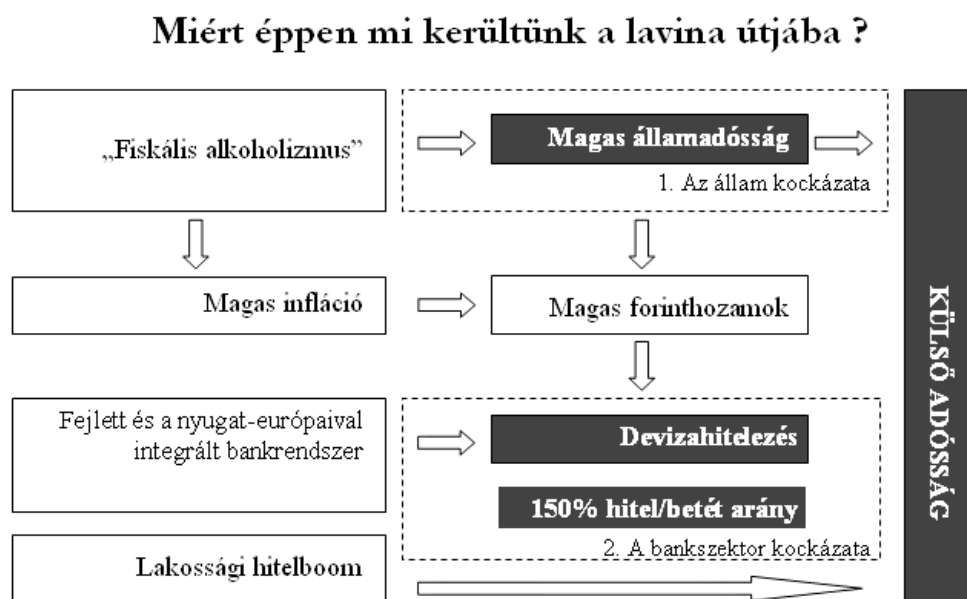
4.2.2. Magyarország sérülékenységeinek okai

Hogyan érthette a nemzetközi összehasonlításban tőkeerősnek számító magyar pénzügyi rendszert ilyen sokk? Mi okozta a magyar gazdaság sérülékenységét, amelynek következtében a válság régiós összehasonlításban is különösen súlyosan érintette az országot? Ahogy korábban már említettük, a hazai bankok portfólióját nem fertőzték meg toxikus értékpapírok, befektetési alapok is csupán elhanyagolható mértékben tartottak külföldi eszközfedezetű papírokat. Emellett a magyar gazdaságban nem épült fel

¹⁸ A magyar CDS.spread csaknem 500 bázispontig nőtt – több mint kétszeresen meghaladva korábbi legmagasabb értékét (Varga, 2009). A magyar szuverén hitelkockázati felár ekkor lényegesen magasabb volt, mint a régió többi feltörekvő országáé.

ingatlanár-buborék, nem alakult ki árnyék-bankrendszer, és nem volt jellemző a magas pénzüpiaci tőkeáttétel, vagyis az amerikai subprime válságot előidéző tényezők közvetlenül nem jelentkeztek. Sérülékenységenket elsősorban a felhalmozott **makrogazdasági** (az állam és a háztartások eladósodása) és **bankrendszeri** (lejárat és devizanembeli megfelelés elromlása, hitel-betét arány túlzott emelkedése) **egyensúlytalanságok** okozták (Csajbók-Király-Nagy-Vonnák, 2009). A folyamatot jól szemlélteti a 15. ábra:

Ábra 15



Forrás: Csajbók et al. (2009), 6. dia

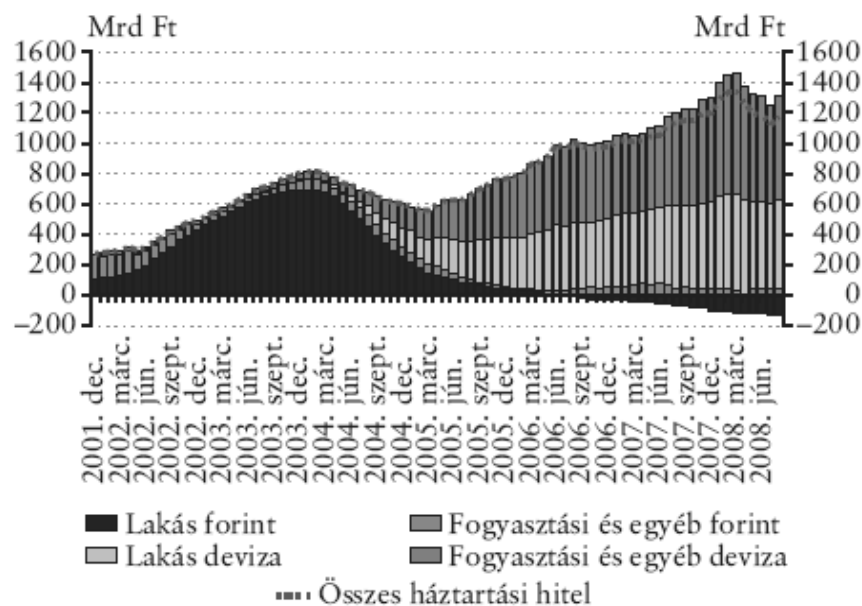
Ahogy az előző fejezetben már többször hangsúlyoztuk, a kétezres évek felelőtlen fiskális politikája magas költségvetési és fizetésimérleg-hiány mellett fenntarthatatlan méretű államadósságot halmozott fel (8. ábra). Bár 2008 végére a kiigazító intézkedéseknek köszönhetően a belső és külső deficit csökkent, az államadósság GDP-hez viszonyított aránya a lassuló növekedés és az árfolyamhatás következtében tovább nőtt: a Pénzügyminisztérium adatai alapján 2007-ben 65,9, 2008-ban 72,9%-ra. Feltörekvő országok esetében ez elfogadhatatlanul magas szintnek számít (6. melléklet). A helyzetet tovább rontotta, hogy a válság éppen a költségvetési kiigazítás közepén találta Magyarországot, amikor a megszorító intézkedések lassították a gazdaság növekedését,

és az államháztartás helyzete nem tett lehetővé anticiklikus fiskális intézkedéseket. Sok elemző szemében egyenesen a várttól elmaradó mértékű gazdasági növekedés vált a gazdaság sérülékenységét okozó elsődleges kockázati tényezővé. A nagy mértékű eladósodottság, az alacsony növekedés és a magas infláció miatt tehát mind hozzájárultak ahhoz, hogy a befektetők sokkal kockázatosabbnak ítélték meg a magyar gazdaság helyzetét, mint a régió más országaiét: a magyar állampapírpiaci hozamok gyakorlatilag a teljes vizsgált időszakban meghaladták a cseh és lengyel papírokét, és a különbség a válság kitörését követően tovább nőtt (Csajbók et al., 2009).

A nagy külső adósság felhalmozásáért nem csupán a magyar állam a felelős, a kialakult helyzet több volt, mint ikerdeficit: a lakossági túlfogyasztás és hitelboom is hozzájárult az egyensúlytalanság kialakulásához. Az uniós csatlakozást követően a háztartások simítani akarták fogyasztásukat a jövőbeli magasabb jövedelem reményében, 2006 után pedig a megszorító intézkedések fogyasztáscsökkentő hatását kívánták ellensúlyozni, ezért hitelt vettek fel. A magas forintkamatok az egyre könnyebben elérhető devizahitelek (elsősorban svájci frank) felé fordították a lakosságot (16. ábra).

Ábra 16

A háztartások banki hiteleinek éves állományváltozása



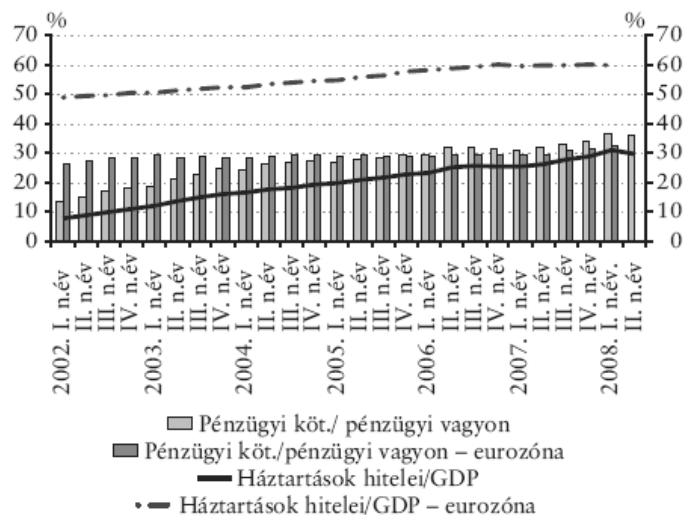
Forrás: MNB (2008b), 28. old.

A hitelfelvevők egy része egyáltalán nem törődött az árfolyamkockázattal, másokat pedig megtévesztett a „fix árfolyam” illúziója (az MNB kétezres évek során követett „erős forint” politikájából azt a következtetést vonták le, hogy az inflációs célok érdekében a jegybank „úgysem” fogja hagyni gyengülni az árfolyamot). Magyarországon tehát nem ingatlanpiaci, hanem „fx buborék” (Csajbók et al.) alakult ki.

Emellett az erősödő kockázat alapú banki verseny következtében a loan-to-value értékek megnöttek (7. melléklet), az ügynökértékesítés aránya megugrott, és megjelentek az ún. NINJA-hitelek is („no income, no job, no assets”) a legalacsonyabb jövedelmű rétegek körében, tipikusan igen magas törlesztőrészlettel. Miközben a háztartások eladósodottsága a dinamikus növekedés ellenére nemzetközi viszonylatban továbbra is alacsonynak számított, a jövedelemarányos törlesztőrészletek folyamatosan nőttek, 2006-ban az EU-átlag fölé emelkedtek, és 2008-ra megközelítették a válság előtti USA-ra jellemző szintet (17. és 18. ábra).

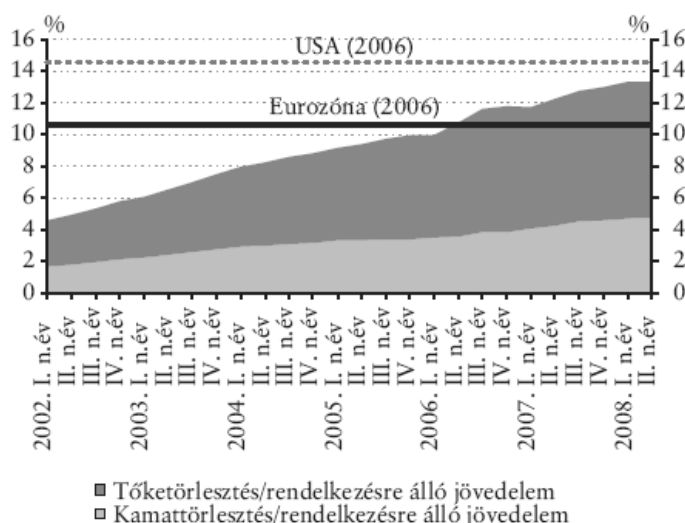
Ábra 17

A háztartások eladósodottsági mutatói nemzetközi összehasonlításban



Forrás: MNB (2008b), 62. old.

A háztartások tőke- és kamattörlesztése a rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyítva



Forrás: MNB (2008b), 62. old.

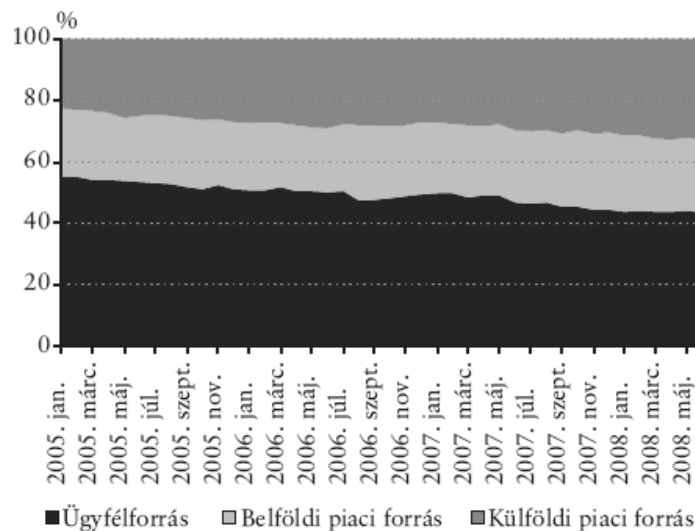
A hazai bankok sérülékenységét azonban nem elsősorban a romló minőségű hitelfortfolió okozta: a jövedelemarányos törlesztőrészlet emelkedése ellenére a nemteljesítés kockázata elfogadható maradt, a körülmények romlásával sem kellett a hitelek tömeges bedőléséből származó nagy veszteségekre számítani a hitelintézeteknek. A hazai bankok tőkehelyzete stabilnak és erősnek tűnt, jövedelmezőségük európai viszonylatban is kiemelkedő volt (MNB, 2008c). A probléma hátterében a hitel/betét arány folyamatos emelkedése állt, amely mutató 2008-ra elérte a nemzetközi összehasonlításban is kiugró 1,7-es értéket (Király, 2008). A magyar bankrendszer tehát nem a belföldi ügyfélbetétekre alapozva szolgálta ki a lakosság növekvő hitelígyényét, hanem – anyabankjain vagy egyéb forrásokon keresztül – az olcsó külföldi finanszírozási formák felé fordult (19. ábra).

A devizahitelezés felfutásához a forint magas kamatfelára mellett hozzájárult az is, hogy a bankok nem akartak árfolyamkockázatot vállalni, ezért azt áthárították ügyfeleikre – így azonban a piaci kockázat hitelkockázattá vált. A külföldi finanszírozásra való ráutaltság a globális pénzügyi válság elmélyülése után komoly kockázati tényezőt jelentett, ahogy az elérhető források volumene csökkent és költségük a kockázati felár emelkedése miatt megnőtt. Felborult a lejáratí egyensúly: mivel az elérhető források egyre rövidültek, a

hosszú távú hitelek a bankok egyre inkább rövid távú forrásokból kényszerültek finanszírozni (8. melléklet). A hazai hitelintézetek egyre inkább rá voltak utalva az fx-swappiacra (magas nyitott mérlegen kívüli devizapozíciójuk miatt), miközben a swapügyletek kisebb volumenben és drágábban álltak rendelkezésükre. Ráadásul a válság kitörésekor nem volt egyértelmű, hogy a külföldi anyabankok felelősséget vállalnak-e leányaikért. Ilyen körülmények között érthető, hogy az egyébként tőkeerős és kiemelkedő jövedelmezőségű magyar bankrendszer vált a sérülékenység egyik legfőbb forrásává a külföldi befektetők szemében.

Ábra 19

A hazai bankrendszer finanszírozási struktúrája



Forrás: MNB (2008c), 27. old.

A magas külső eladósodottság és a külföldi forrásokra ráutalt bankrendszer mellett a magyar gazdaság sebezhetőségét paradox módon nyitottsága és integráltsága okozta. A külföldi befektetők jelenléte a magyar állampapírpiacon¹⁹ normál körülmények között a megfelelő működést, likviditást segíti elő, turbulens időkben viszont növeli a sérülékenységet és a nemzetközi likviditási helyzetnek való kiszolgáltatottságot. A 2008. októberi tőkekivonásokat ráadásul spekulációs törekvések is felgyorsították, melyek több esetben a törvényes kereteket is átlépték (Soros Fund Management LLC, HSBC).

¹⁹ A forintban denominált állampapír-állományon belül 2008-ra 30% fölé emelkedett a külföldiek részaránya (Neményi, 2009).

Emellett a gazdaság – az elemzők által fő kockázati tényezőnek vélt – gyengülő növekedési képességét főleg az ország nyugat-európai exportpiacainak beszűkülése és ennek következtében a magyar kivitel drasztikus visszaesése magyarázta. Rövid távon tehát a drámai októberi események bekövetkeztében a rossz fundamentumoknál is fontosabb szerepet játszott az ország nagyfokú nyitottságából, exportorientáltságából és a pénzügyi piacok fejlettségéből fakadó érzékenysége, valamint a spekulációs támadásoknak való kiszolgáltatottsága (Neményi, 2009). A nemzetközi környezet ráadásul kettős negatív hatást jelentett Magyarország számára. A Lehman csődjét követő bizonytalanság miatt egyrészt minden befektető igyekezett a biztonságosnak vélt amerikai és német állampapírokba menekíteni pénzét, és likvidálta kockázatosnak tekintett egyéb befektetéseit (köztük a magyar papírokat).²⁰ Másrészt a válságenyhítő anticiklikus fiskális intézkedések következtében a fejlett országok finanszírozási igénye megnőtt, vagyis megnövekedett állampapír-kibocsátásukkal „elszívták” az egyébként is szűkös forrásokat a feltörekvő országok elől.

4.3. Az MNB válságkezelő intézkedései

2008 októberében a jegybanknak egyszerre több kihívásnak kellett megfelelnie. Rohamosan gyengült a forint árfolyama, miközben komoly zavarok mutatkoztak a devizaswappiacon és a bankközi piacon. A magyar állampapírpiacon a másodpiaci hozamok a magasba szöktek, és az újonnan kibocsátott kötvények iránt drasztikusan visszaesett a kereslet. Az árfolyamgyengülés, a tőkekiáramlás és a további leértékelési várakozások megállítása érdekében 2009. október 22-én, rendkívüli kamatdöntés keretében a jegybank az alapkamat 300 bázispontos emelésére kényszerült. Miközben tehát a legtöbb központi bank kamatcsökkentéssel próbálta ellensúlyozni a válság hatásait, az MNB 11,5%-os alapkamatot volt kénytelen meghatározni. A monetáris politika beszűkült mozgásterében a magyar pénzügyi rendszer likviditási problémái komplex megoldást igényeltek. Új, nem-hagyományos eszközökre volt szükség,

²⁰ Rontott a helyzeten, hogy az ECB nem vette be a kibővített fedezeti körbe a forintban denominált állampapírokat (szemben a szintén euróövezeten kívüli uniós tag Dánia koronában jegyzett papírjaival).

különösen annak fényében, hogy korábban likviditásfölösleg volt a jellemző, az MNB-től jellemzően csak egynapos hiteleket vettek fel, a tartalékperiódus végén.

Bár rendszerszinten végig elegendő forintlikviditás állt a bankok rendelkezésére, egyes bankok ideiglenesen forint forráshiánnyal szembesültek (a dráguló swapügyletek miatt egyre több forintlikviditásra volt szükségük). A hiányzó bizalom következtében alacsonyan tartott partnerlimitek megakadályozták, hogy a likviditáshiányos szereplők piaci tranzakciók keretében kielégítsék forintkeresletüket. Az MNB ezért különböző intézkedéseket hozott a forintlikviditás bővítésére (Kármán, 2009):

- Új, kéthetes és hathónapos fedezett jegybanki hitelt vezettek be még október folyamán, az előbbi fix kamatozású (alapkamat + 25 bázispont), mennyiségi korlát nélküli konstrukció volt, míg a hathónapos hitelből meghatározott mennyiséget (30 milliárd forint) hirdetett meg a központi bank, változó kamatozású tender keretében.
- Kibővítették a jegybank által elfogadható fedezet körét: a korábban is elfogadott állampapír, jelzáloglevél és MNB-kötvény mellett bevonták a körbe a bankcsoporton belüli jelzálogleveleket²¹ és a HUF/EUR/CHF önkormányzati kötvényeket is,²² valamint lehetővé tették a fedezetek felhasználhatóságát egészen lejáratig (korábban lejárat előtt 3 napig lehetett felhasználni – technikai okokból)
- A kötelező tartalékrátát decemberben 5%-ról 2%-ra csökkentették (összhangban az ECB politikájával)
- A forintlikviditást bővítette és az állampapírpiac zavarait mérsékelte a jegybank másodpiaci állampapír-vásárlása nyíltpiaci műveletek keretében október-novemberben (névértéken 243 milliárd forint értékben)
- Az egynapos jegybanki hitelek igénybevételét olcsóbbá tette a kamatfolyosó szűkítése 0,5%-ra (MNB, 2009b)
- Sor került az IMF/EU devizahitelek (ld. később) szükséges részének forintra váltására a MNB-nél a költségvetés hiányának és a lejáró forint állampapírok finanszírozása érdekében (a devizatartalékok megnőttek)

²¹ Tőzsdén nem jegyzett, nem likvid eszköz – az MNB nagy diszkonttal fogadja be.

²² Az egyetlen instrumentum, ahol nem forint fedezetet is elfogad az MNB.

Míg forintlikviditást elvileg korlátlan mennyiségben képes a jegybank előteremteni, a devizahiány oldásában a jegybanki tartalékok szintje korlátozza. Ezért a devizalikviditás zavarainak enyhítéséhez szükség volt más jegybankokkal és nemzetközi szervezetekkel együttműködni az MNB-nek.

- Kezdetben kétoldali, egynapos EUR/HUF tendert hirdetett a jegybank, ahol a partnerlimit problémát orvosolta, gyakorlatilag közvetített a hazai bankok között, garanciát adott a kereskedésben – ehhez nem volt szükség devizatartalékra, azonban a rendszerszinten fennálló devizalikviditás-hiányt ez az eszköz nem tudta orvosolni
- Az ECB-vel kötött 5 milliárd eurós repó megállapodás segítségével az MNB egynapos euró fx-swap rendelkezésre állást hirdetett. Az eszköz korlátlan mennyiségben állt rendelkezésre, de magas kamat ellenében, ezért csak végső megoldásnak számított
- Februártól a svájci jegybankkal kötött 5 milliárd eurós megállapodás lehetővé tette egyhetes svájci frank swapeszköz meghirdetését (euró ellenében, fix kamatozás mellett, mérsékelt feláron)
- Eleinte a saját devizatartalék terhére, majd az ECB-s keret felhasználásával három hónapos euró fx-swap eszközt vezetett be az MNB márciusban. Változó kamatozású tenderen egy héten egyszer hirdették meg az eszközt, amely bármely bank számára elérhető volt. Kamata legalább 50 bázisponttal meghaladta a hathónapos swapeszközét, a piaci kamathoz volt hasonló
- A vállalati hitelezés fellendítése és a hosszabb távú devizaforrások biztosítása érdekében a nemzeti bank a piacinál némileg kedvezőbb kamatozású hathónapos fx-swap eszközt hirdetett meg ugyancsak 2009 márciusában, melyet csak bizonyos feltételek teljesítése esetén vehettek igénybe a bankok: a hitel felvevőinek vállalniuk kellett a vállalati hitelállomány fenntartását és külföldi hosszú forrás felvételét.

A jegybank részt vett a Nemzetközi Valutaalap (IMF) és az Európai Bizottság által folyósított közel 20 milliárd eurós hitelkeret-megállapodás kidolgozásában. A

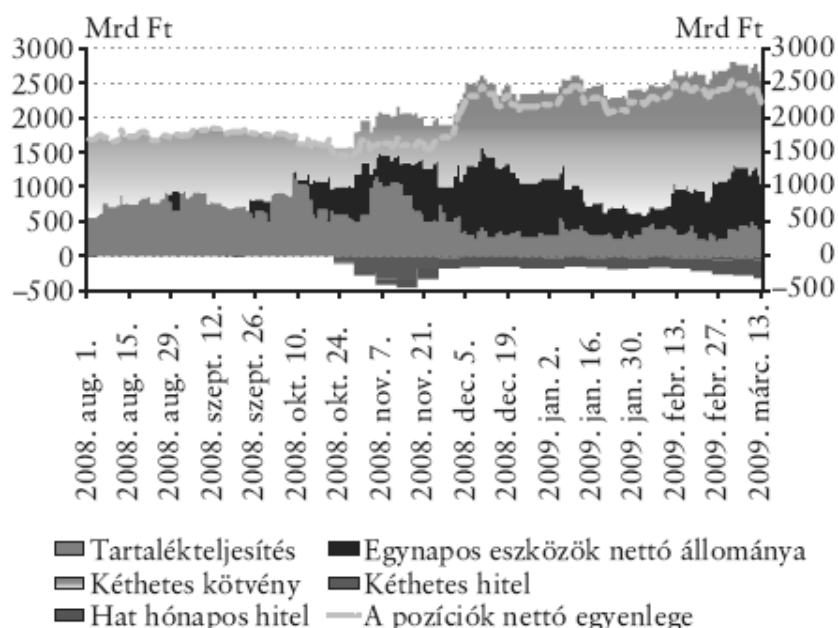
novemberben született megállapodás alapvetően három fő célt szolgált: a fizetési mérleg folyamatos finanszírozásának biztosítását és ennek érdekében a devizatartalék feltöltését, valamint a bankgarancia és feltőkésítési csomag forrásának megteremtését. A magyar állam a hitelkeret első részletét (6,9 milliárd eurót) 2008 negyedik negyedévében lehívta (ez a lépés az államadósság, illetve az adósságon belüli devizaarány emelkedését is okozta). Az Államadósság Kezelő Központ az Európai bizottság által rendelkezésre bocsátott keretből közel 2 milliárd eurót a költségvetési hiány finanszírozására fordított, az IMF hiteléből pedig kb. 2 milliárd eurót a bankok pénzügyi stabilitásának támogatása céljából különítettek el²³. A hitelösszeg fennmaradó része jegybanki devizabetétben maradt. (MNB, 2009b). A nemzetközi szervezetekkel kötött hitelmegállapodás és az annak előfeltételeként elfogadott kormányzati kiigazítási program növelte a befektetői bizalmat, és a kockázati prémium csökkenését a jegybanki alapkamat is lekövette (Karvalits, 2009).

A válságkezelő intézkedések következtében felduzzadt az MNB mérlege: a 2008. szeptemberi 4692,3 milliárd forinthez képest 2009 januárjára 7512,7 milliárd forintra, 2010 márciusára 9191,4 milliárd forintra nőtt a jegybanki mérlegfőösszeg. A növekedés mögött eszközoldalon a devizatartalékok szintjének sosem látott magasságokba emelkedése áll (9. *melléklet*).

A nemzetközi pénzügyi mentőcsomag és a jegybank intézkedései együttesen csökkentették az ország sérülékenységét. A forintlikviditás zavarai már 2008 végére elmúltak, a forint hitel instrumentumok igénybevétele lecsökkent, majd 2009 októberére a hosszabb távú hitelek kifutásával teljesen megszűnt. A devizapiac konszolidálódása hosszabb időt vett igénybe, 2009 márciusa után múltak el a zavarok. A jegybank által kínált swapeszközök igénybevétele elmaradt a várttól, de a hosszabb futamidejű eszközök ma is rendelkezésre állnak (20. *ábra*).

²³ A hazai banktámogató program kereteit a 2008. december 15-én elfogadott, 2008. évi CIV. törvény a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának erősítéséről (Stv.) teremtette meg. A forrásoldali támogatás az állam általi garanciavállalást és a tőkeemelést tette lehetővé (MNB, 2009b).

A jegybanki eszközök hitelintézeti igénybevétele

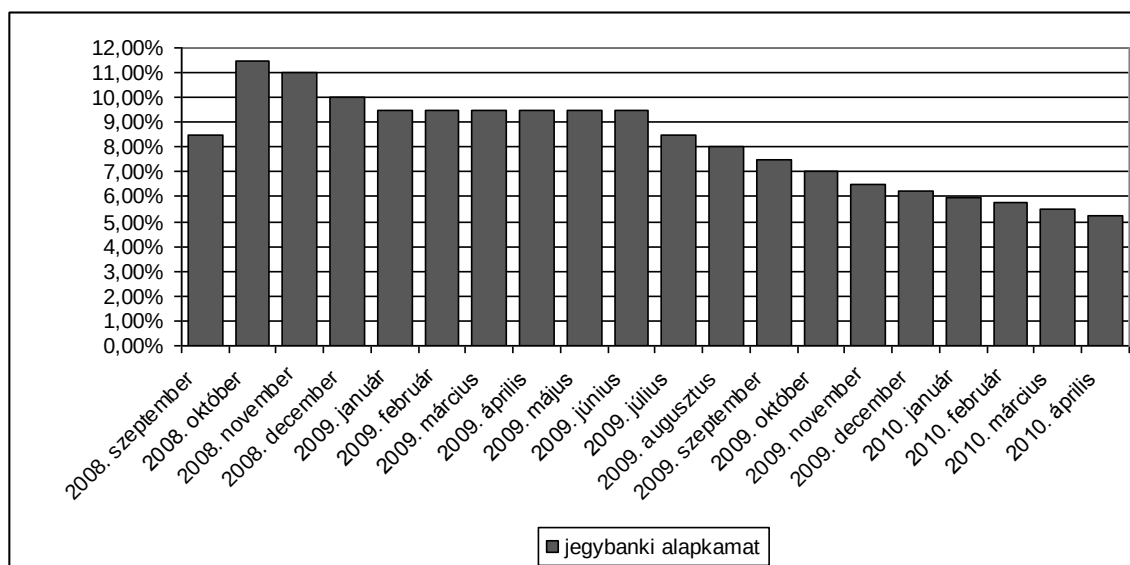


Forrás: MNB (2009b), 46. old.

2009 első negyedévében a pénzügyi stabilitás helyreállítását célzó újabb intézkedésekre volt szükség, amikor a forintra túlzott elértékelődési nyomás helyeződött. A január-február folyamán tapasztalt kockázati prímium-emelkedés és az árfolyam gyengülése – az októberi turbulenciával ellentétben – elsősorban regionális okokra volt visszavezethető („kelet-európai tavasz”): a globális befektetői kedv további csökkenése elsősorban a nemzetközi konjunktúrától és pénzpiacoktól függő országokat, köztük elsősorban a kelet-közép-európai régiót érintette.²⁴ Ekkor a cseh, a lengyel és a magyar jegybank elnöke közös szóbeli intervenciót alkalmazott az árfolyam védelme érdekében (Neményi, 2009), és piaci elemzők nem tartják kizártnak, hogy valódi devizapiaci intervencióra is sor került (Pintér, 2009).

A javuló nemzetközi befektetői környezet és az erősödő árfolyam az év közepétől kamatcsökkentést tett lehetővé: 2009 júliusától 2010 április végéig az MNB óvatosan, több kis lépésben historikusan alacsony szintre, 5,25%-ra csökkentette irányadó rátáját.

²⁴ A befektetők elfordulásához Magyar ország esetében vélhetően hozzájárult a megnövekedett belpolitikai bizonytalanság is, illetve az MNB kritikusai szerint a túl gyors kamatvágás és a jegybank vezetőségének nyilatkozatai is, amelyben az árfolyam alakulásának irrelevanciáját hangoztatták 2008 végén-2009 elején.



Forrás: az MNB adatai alapján

2010 tavaszára Magyarország befektetői megítélése sokat javult az alacsony külső és belső hiánynak köszönhetően, azonban a lassú, régiós társainktól elmaradó gazdasági növekedés (2011 előtt nem várható érdemi növekedés) és a még mindig magas szintű (bár csökkenő) államadósság továbbra is kockázati tényezőt jelent. A finanszírozási kockázat csökkenése irányába hat a folyó fizetési mérleg hiányának csökkenése mellett az IMF/EU védőháló, az anyabankok kinyilvánított elkötelezettsége magyar leánybankjaik irányába, illetve az újra meginduló állampapír-kibocsátás (az állam a 2009. április végén kezdett sikeres államkötvény-aukciókkal újra képes rendszeresen piaci finanszírozást igénybe venni). A bankrendszer tőkehelyzete erős, a stressz-tesztek alapján soktűrő képessége megfelelőnek tűnik, bár a külföldi forrásokra való ráutaltsága csak fokozatosan épül le. Problémát jelent, hogy a hitelezési feltételek szigorítása és a hitel/betét arány csökkentése miatt a jegybank törekvései ellenére a vállalati hitelezés jelentősen visszaesett (MNB, 2010c), amely visszafogja a gazdasági növekedést is. Az ország nemzetközi befektetői megítélése sokat javult, azonban ez főleg a kockázati felárak alakulásában látszik meg, jelentős tőkebeáramlást nem tapasztalunk, és továbbra sincs érdemi külföldi kereslet a magyar állampapírok iránt (Csermely, 2009).

4.4. A válságkezelés értékelése

A válság kitörése óta folyamatosan születnek a monetáris politika felelősségét boncolgató elemzések világszerte, melyek főleg az amerikai Fed kétezres évekre jellemző kamatpolitikáját kritizálják. Természetes, hogy Magyarországon is az érdeklődés fókuszába került a jegybank szerepe a válság hazai alakulásában. 2010 elején Surányi György tollából látott napvilágot egy elemzés a válsághoz vezető folyamatokról, illetve a válságkezelő jegybanki politikáról. Nagy szakmai visszhangot kapott cikkében a Nemzeti Bank volt elnöke felvetette, hogy Magyarország sérülékenységeért és a monetáris politika szűk mozgásteréért a válság kezdetén elsősorban a devizatartalékok alacsony szintje volt a felelős (Surányi, 2010). Úgy vélte, magasabb tartalékszint mellett nem kellett volna az országnak az elsők között a nemzetközi szervezetek „gyámságáért” folyamodnia, és így elkerülhető lett volna a hitelkeret előfeltételéül szabott, szerinte túl szigorú fiskális politika vitele.²⁵

Valóban igaz, hogy 2008 őszére a jegybanki tartalékok szintje az általánosan alkalmazott Guidotti-Greenspan-szabály alapján elvárnál alacsonyabb volt: a devizatartalék nem fedezte az éven belül lejáró kötelezettségeket (Neményi, 2009). A tartalékok elégtelennek ítélt szintje növelte az ország sebezhetőségét a külföldi befektetők szemében, és így hozzájárult a 2008. őszi tőke kivonáshoz. Nem szabad azonban figyelmen kívül hagynunk, hogy a megnövekedett tartalékgigény mögött a bankok külföldi finanszírozási forrásainak drasztikus rövidülése állt. Az elérhető külföldi források lejárat ideje pedig igen rövid idő (gyakorlatilag néhány hónap) alatt csökkent le, kevés teret hagyva a jegybanknak a reagálásra. Szintén nem egyértelmű, hogy milyen módon lehetett volna a rendelkezésre álló rövid idő alatt feltölteni a tartalékokat (választás a *borrowed* vagy a *bought reserves* között): ha adósságból, az a kockázati prémiumok megugrásához vezetett volna, a vásárlás pedig ellentmondott volna a magas kamatokkal fenntartott erős forint politikájának. Emellett valószínű, hogy a fiskális szigorra és a prociklikus politikára mindenképpen, az IMF-hitelcsomagtól függetlenül szükség lett volna a külföldi befektetők bizalmának visszaszerzése érdekében (Oblath, 2010). A devizatartalék

²⁵ Surányi Lengyelország példáját hozza, aki csak lényegesen később, 2009 tavaszán szorult IMF-támogatásra, és ekkor egy új konstrukció keretében speciális feltételek nélkül lehívható hitelvonalat hoztak létre számára (flexible credit line).

magasabb szintje tehát lényegesen nem növelte volna meg a magyar fiskális vagy monetáris politika mozgásterét, hiszen az ország ki volt szolgáltatva a nemzetközi befektetői környezet ítéletének, akik a több negatív tényező (magas külső adósság és sérülékeny bankrendszer, ráadásul felelőtlen költségvetési politika a megelőző években) együttes fennállása miatt ítélték különösen kockázatosnak hazánkat 2008 őszén. Ráadásul az IMF-hitelkeret aláírására nagy részben a magyar állam rövidtávú finanszírozási kockázatai miatt került sor: több, részben vagy teljesen sikertelen állampapír-kibocsátási aukció jelezte, hogy az állam átmenetileg nem képes a piacokon hozzájutni a működéséhez szükséges forintforrásokhoz (Karvalits, 2010).

Surányi a devizatartalékok elégtelen szintje mellett nem találta megfelelőnek az MNB likviditást biztosító intézkedéseit sem: úgy vélte, a jegybanki hiteleszközök bevezetésére túl későn, egyes instrumentumok esetén nem kellő mennyiségben, vagy irreális kondíciók mellett (túl drágán, vagy a hathónapos swap esetében teljesíthetetlen feltételekkel) került sor. Megítélése szerint a bankok elvesztették a bizalmat az MNB-ben mint végső hitelezőben, és ezért válaszoltak a válságra a hitelezés igen nagy mértékű, a gazdaság növekedését hátráltató visszafogásával (Surányi, 2010). Válaszában Karvalits Ferenc, a jegybank alelnöke kifejtette, az MNB-nek nem volt célja az anyabankok szerepét átvenni a lejáró források megújításában, sem megakadályozni a bankok fájdalmas, ám szükségszerű mérlegalkalmazkodását, csupán a folyamatot kívánta simítani, és az esetleges túllövéseket elkerülni (Karvalits, 2010). A vállalati hitelezés visszaesésében ráadásul nemcsak kínálati, de keresleti tényezők is közrejátszottak: a vállalatok az exportpiacok beszűkülésére és a hazai fogyasztás visszaesésére a beruházások elhalasztásával válaszoltak, így hiteligényük csökkent, emellett a válság miatt romlott a cégek mérlegpozíciója és ezáltal hitelképessége is (Kármán, 2009).

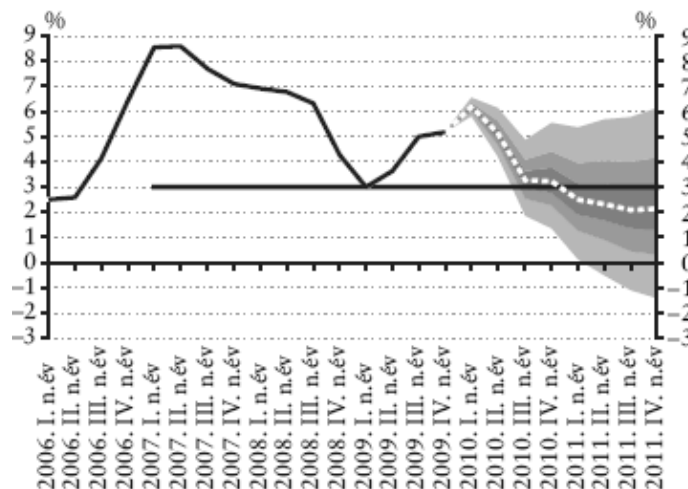
A válság eseményeinek tükrében feltétlenül jogosnak tűnnek azok a kritikák, amelyek a jegybank devizahitelezéssel kapcsolatos politikáját érintik. Az MNB, bár 2006-tól kezdve felhívta a figyelmet kiadványaiban a devizahitelezéssel, majd a kockázatalapú banki verseny következtében a romló minőségű portfóliókkal kapcsolatos stabilitási kockázatokra (első alkalommal a 2004. júniusi Jelentés a pénzügyi stabilitásról c.

kiadványban; a 2006. áprilisi stabilitási jelentésben még a fedezetlen devizahitelezés megfékezésének lehetséges eszközeit is sorra vették), mégsem kezdeményezte a hitelezés adminisztratív, mennyiségi vagy minőségi korlátozását (Róna, 2010). Emellett – ahogy már korábban kiemeltük – a magasan tartott forintkamattal és a fix árfolyam illúziójával maga is hozzájárult a devizahitelezés térnyeréséhez.

A válság egészen új kihívások elé állította a jegybankot: ahogyan a világon mindenütt, hazánkban is a pénzügyi stabilitás helyreállítása-fenntartása került a monetáris politika fókuszába. A kamatdöntések meghozatalakor az inflációs célkitűzés mellett más szempontok jelentek meg, vagy kaptak nagyobb hangsúlyt. Sem a 2008. októberi kényszerű, 300 bázispontos kamatemelést, sem a későbbi elhúzódó, óvatos, lassú kamatcsökkentést nem indokolták inflációs szempontok: az alacsonyabb kamatszint és a gyengébb árfolyam úgy élénkíthette volna a gazdaságot, hogy közben nem veszélyeztetni a középtávú inflációs cél teljesülését (a legfrissebb inflációs jelentés alapján 2010 végétől a teljes előrejelzési horizonton cél alatti inflációra számít a jegybank (22. ábra).

Ábra 22

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Forrás: MNB (2010c), 53. old.

Az erősen prociklikus monetáris politikát pénzügyi stabilitási szempontok kényszerítették ki. A bizalmatlan külföldi befektetői környezet és a továbbra is nagy sérülékenységet okozó eladósodottság és rossz növekedési mutatók miatt egy kamatcsökkentés könnyen

destabilizálhatja a pénzügyi piacokat. Ezenkívül a gyengülő árfolyam, mivel a devizahitelek terheit növeli, emelheti a nemteljesítés kockázatát, rontva ezzel a bankok portfóliójának minőségét (Csajbók et al., 2009). A devizahitelek magas szintje tehát erősen korlátozza a monetáris politikát hatékony működésében, hiszen rövid távon konfliktust okoz a jegybank inflációs és pénzügyi stabilitási célja között, és lehetetlenné teszi, hogy a válság hatásait anticiklikus kamatpolitika segítségével enyhítse az MNB. A kétezres évek során az infláció leszorítása céljából magasan tartott forintkamatok és a felértékelődött reálárfolyam, mely a devizahitelek felé fordította a hazai gazdasági szereplőket, beszűkítette a monetáris politika mozgásterét, és destabilizálta a gazdaságot. A 2007 nyarát, de főleg 2008 őszét követő események legfontosabb tanulsága tehát, hogy az inflációs célkövetés nem működhet megfelelően a pénzügyi stabilitási szempontok folyamatos, a korábbinál hangsúlyosabb figyelembe vétele nélkül.

5. Merre tovább?

5.1. Új irányok a monetáris makroökonómiában

Az 1980-as évek elejétől egészen a pénzügyi válság 2007-es kitöréséig tartó időszakot a kibocsátás és az infláció volatilitásának korábban sosem látott alacsony szintje jellemezte a fejlett országokban (ezeket az évek a Nagy Mérséklődés – *Great Moderation* – idejének is nevezik). Az időszakban előforduló eszközár-buborékok kipukkanása (az 1987-es tőzsdekrach, a Long Term Capital Management bedőlése és a dotcom lufi) a központi bankok megfelelő reakciója miatt nem taszította recesszióba a világ gazdaságot. Úgy tűnt, a monetáris politika képessé vált a gazdaságot érő különböző sokkok megfelelő tompítására. Az évtizedekig fennálló gazdasági stabilitás túlzott optimizmust szült: a befektetők mellett a monetáris politikai döntéshozók és szabályozók is hajlamossá váltak a makrokockázatok alulbecslésére. Emellett az optimális jegybanki viselkedésről kialakult konszenzus nem hangsúlyozta kellőképpen a pénzügyi stabilitás előmozdításának szükségességét. Leegyszerűsítve azt is mondhatjuk, hogy a fejlett országokban a monetáris politika elsődleges, ha nem egyedüli célja az infláció alacsonyan tartása volt, melynek eléréséhez egyetlen eszközt, a jegybanki alapkamatot használták fel (Blanchard, 2010).

A válság azonban élesen rávilágított a fenti konszenzus hiányosságaira. Tartósan alacsony infláció és stabil kibocsátási rés mellett is felépülhetnek olyan egyensúlytalanságok az eszközárakban, a hitelaggregátumokban vagy a kibocsátás szerkezetében, melyek később elkerülhetetlen, fájdalmas makroökonómiai alkalmazkodást kényszerítenek ki. Mivel ezek az egyensúlytalanságok a jegybankok 1-2 éves döntési horizontján gyakran nem okoznak inflációs nyomást, a szokásos modellek nem jelzik előre és nem képesek kezelni a kockázatokat (IMF, 2009b).

A válság középpontba állította az eszközár-buborékok, a pénzügyi egyensúlytalanságok és a makroszabályozás kérdéseit. Gyakorlatilag két törekvés fogalmazódott meg ezzel kapcsolatban:

- A monetáris politika vitelében az eddiginél lényegesen több figyelmet kell fordítani a pénzügyi egyensúlytalanságokra és az eszközárak túlzott növekedésére
- A pénzügyi közvetítőrendszer stabilitását makroprudenciális eszközökkel kell elősegíteni (Blanchard, 2010).

Fontos azonban látnunk, hogy a szükséges változásokat a meglévő monetáris politikai keretrendszer, konszenzus keretein belül, azt kiegészítve, nem felülírva kell végrehajtani. A monetáris politika alapvető célja továbbra is a stabil infláció és kibocsátási rés, emellett azonban figyelmet kell fordítani más, a pénzügyi stabilitásra esetleg veszélyt jelentő változókra is. Mivel az inflációs célkövetés rendszere kellőképp rugalmas, lehetőséget ad a stabilitási célok hangsúlyosabb figyelembe vételére, és a nem konvencionális monetáris politikai eszközök alkalmazásával is összeegyeztethető (Csajbók et al., 2009). Az IT-rezsim mint keretrendszer tehát nem vallott kudarcot, csupán a korábbinál sokkal rugalmasabban és több szempont figyelembe vételével kell működtetni.

5.1.1. Eszközár-buborékok és pénzügyi egyensúlytalanságok

Akkor beszélünk eszközár-buborék kialakulásáról, amikor egy adott eszköz ára tartósan és jelentősen meghaladja belső, valódi értékét, és nem fundamentális okokból, hanem a piaci várakozások miatt növekszik. A központi bankok hagyományosan nem foglalkoznak a buborékokkal az inflációra gyakorolt hatásukon túl.²⁶ Ennek oka, hogy a buborékokat nehéz azonosítani (senki nem tudja, mennyi is pontosan egy eszköz belső értéke), a jegybank nem rendelkezik megfelelő eszközökkel, hogy „kipukkassza” a buborékokat – és ha mégis megkísérelné, azzal csak rontana a helyzeten (Wyplosz, 2002). Az eszközár-buborékok azonban, melyek tipikusan a gazdaság túlfűtöttségéből, majd gyors korrekciójából fakadnak, a makrogazdasági változók volatilitását okozzák, és kibocsátási áldozattal járnak – a társadalmi jólétet maximalizáló jegybankoknak tehát lehetőségeikhez képest fel kell lépniük a kialakulásuk ellen.

²⁶ Ennek a megközelítésnek („do not lean, just clean”) a legprominensebb képviselője Alan Greenspan, a Fed elnöke 1987-2006 között.

5.1.2. Nem-hagyományos eszközök a monetáris politikában

A jegybanki alapkamat változtatása önmagában gyenge hatásfokú eszköz lenne a buborékok és pénzügyi egyensúlytalanságok ellen (mivel eltérő időhorizonton hat a buborékokra és a kibocsátási résre), így a hatékony monetáris politikának a korábbihoz képest szélesebb eszköztárra van szüksége a buborékok felismeréséhez és az általuk okozott problémák kezeléséhez. Az eszközár-buborékok azonosítása elméletileg többféleképpen történhet: a jegybanki célfüggvénybe nem a fogyasztói árindex növekedését, hanem egy eszközárakat is tartalmazó inflációs indexet illesztünk (Wyplosz, 2002); a központi banki előrejelző modellekben endogén módon szerepeltetjük az egyensúlytalanságok felépülését; vagy a meglévő modelleket kiegészítjük bizonyos indikátorokkal, melyek az egyensúly megbomlását jelzik megfelelő hatásfokkal (Blanchard, 2010). Mivel nehéz meghatározni, milyen súllyal szerepeljenek az eszközárak az inflációs cél mérőszámában, és a modellek továbbfejlesztése egyelőre csak a kezdeti szakaszban tart, a harmadik megközelítés, a jelzőszámok alkalmazása tűnik a legnépszerűbb megoldásnak. Az elmúlt 40 év eszközár-buborékjainak tanulmányozása alapján a legjobb „early warning” indikátorok a **hitelaggregátumok, a beruházás GDP-hez viszonyított aránya, a fizetési mérleghiány és az eszközárak növekedése**, miközben az infláció és a kibocsátási rés nem jelzi előre az egyensúlytalanságok felépülését (IMF, 2009b).

A jegybank a stabilitás fenntartása érdekében a nem-hagyományos eszközök két csoportjára is támaszkodhat: **a jegybanki mérlegesszűzőkre és az ún. ciklikus szabályozói eszközökre**. Az előbbire hagyományosan példa a devizapiaci intervenció, de a központi bank másodpiaci állampapír-vásárlással hasonló módon befolyásolhatja az adott piacon a kondíciókat az irányadó rövid kamat változtatása nélkül (Fischer, 2009). A válság előtérbe állította a prudenciális szabályozási eszközök monetáris politikai, stabilitási célú alkalmazását: a gazdasági ciklusoknak megfelelően változtatott kötelező hitel-fedezeti arány, banki tőkekövetelmény, likviditási korlátok, tevékenységi kör szabályozása mind képesek célzottan a túlzott hitelbővülés, eszközár-növekedés vagy kockázatvállalási kedv ellen hatni (Blanchard, 2010).

A nem-hagyományos eszközök gyakorlati alkalmazására rengeteg példát láthattunk a fejlett országok központi bankjai esetében: mások mellett a Fed, az ECB, a Bank of

England, valamint a japán, svéd és svájci központi bank is az irányadó kamat drasztikus csökkentése mellett számos egyéb, a jegybanki eszköztárban tradicionálisan nem szereplő intézkedéssel igyekezett helyreállítani a pénzügyi rendszer stabilitását. A pénzügyi rendszer likviditásának biztosítása érdekében enyhítettek a tartalékkövetelményeken, kibővítették a jegybanki eszközök igénybe vevőinek körét, és hosszabb távra vagy külföldi devizában is nyújtottak hiteleket. Több központi bank a pénzügyi piacok számos szegmensében közvetlenül beavatkozott: az állampapírpiacon mellett megjelentek vásárlóként a vállalati értékpapírok, a jelzálogalapú értékpapírok és az ügynökségek által kibocsátott kötvények piacán, valamint devizapiaci intervenciót is végrehajtottak (Cournede-Minegishi, 2010).

5.1.3. A pénzügyi felügyelet átalakítása

Ha a monetáris politikai és a szabályozói eszközöket a fent említett módon szeretnék együttesen alkalmazni, akkor a hagyományos felügyeleti és prudenciális kereteket is makrodimenzióval kell kiegészíteni. A válság rávilágított az eddigi mikroprudenciális felügyeleti rendszer hiányosságaira: bár az egyes szereplők „egészségesnek” tündek, rendszerszinten mégis olyan kockázatok épültek fel, melyek a teljes rendszer stabilitását ásták alá. Szükség van tehát a rendszerszintű felügyeletre: a kockázatok együttes bekövetkezésének, a kockázatok szektoronkénti megoszlásának és a kockázatok ún. idődimenziójának (a pénzügyi közvetítés esetleges prociklikusságának) vizsgálatára (Gyura-Szombati, 2009).

A látókör szélesítésének igénye az Európai Unión belül is megfogalmazódott: annak érdekében, hogy a bankszektoron kívüli, illetve a szektorok kölcsönhatása által felerősített kockázatokat, a prociklikus hatásokat és az Európán kívüli veszélyforrásokat a jövőben jobban figyelembe tudják venni, strukturális változásokat szorgalmaznak tagállami és közösségi szinten egyaránt. Uniós szinten a legnagyobb szervezeti változást az Európai Rendszerkockázati Tanács (European Systemic Risk Board) és az Európai Pénzügyi Felügyelet Rendszerének (European System of Financial Supervision) létrehozása jelenti: az előbbi testület fő feladata az EU pénzügyi stabilitását veszélyeztető rendszerkockázatok feltárása lesz, és működtetésében a jegybankoké lesz a meghatározó

szerep, míg az utóbbi a nemzeti mikroprudenciális felügyelet koordinálásáért fog felelni (Gyura-Szombati, 2009).

Az egyes tagországokban a pénzügyi felügyelet strukturális átalakítása főleg a stabilitásért felelős hatóságok közötti hatékonyabb kommunikációt, jobb koordinációt, sikeresebb együttműködést célozza meg, akár a mikroprudenciális felügyelet jegybankhoz delegálása árán is (pl. Írország, Belgium, Németország).

5.2. A magyar monetáris politika újragondolása

Kis, nyitott gazdaságokban a pénzügyi stabilitásra gyakran egzogén tényezők (a nemzetközi befektetői környezet alakulása, a kockázati prémium fundamentumokkal nem alátámasztható változása) hatnak, ezért különös figyelmet kell fordítani a devizakitettséggel kapcsolatos kockázatok kezelésére. Ezekben az országokban célszerű nagyobb hangsúlyt fektetni az árfolyam alakulására, hiszen itt az árfolyam nem csupán az inflációra gyakorol közvetlen hatást, de az exportszektor versenyképességén és a devizában eladósodott szereplők mérlegén keresztül a pénzügyi stabilitást meghatározó lényeges tényező is (Blanchard, 2009).

Hazánkban ingatlanpiaci eszközár-buborék nem alakult ki, ám jelentős egyensúlytalanságok épültek fel a pénzügyi rendszerben. Több jel is arra mutatott, hogy egészségtelen irányba mozdult el a gazdaság: a nemzetközi tőkeáramlásoknak való nagyobb kitettség, a gyors (a felzárkózás egyensúlyi pályájánál magasabb) hitelnövekedés, a devizában való eladósodás és az ennek következtében kialakuló mérlegsérülékenység, a folyó fizetési mérleg túlzott mértékű hiánya mind a gazdaság túlfűtöttségére utaltak. A jegybank kamateszköze azonban elégtelen volt a probléma kezelésére, sőt, a szigorú kondíciók és a forint magas kamatfelára éppen a devizában való eladósodás és így a sérülékenység növelése irányába hatott.

A megoldást Magyarország esetében is a nem-hagyományos monetáris politikai eszközök alkalmazása jelentheti. A jegybanki előrejelző modelleket célszerű kiegészíteni a pénzügyi egyensúlytalanságokat előrejelző indikátorokkal – körültekintő kutatói munkát igényel annak eldöntése, hogy feltörekvő országok esetében mely változók alakulása figyelmeztet a pénzügyi egyensúlytalanságok felépülésére (a hitelaggregátumok és a befektetés részaránya mellett valószínűleg hangsúlyos a nominális és reálárfolyam,

vaal mint a fizetési mérleg hiány szerepe). A jegybanki mérleg eszközei közül a sterilizált devizapiaci intervenció megfelelő eszköz lehet a stabilitási cél elérésében, miközben nem befolyásolja az inflációs célkövetést (Blanchard, 2009).²⁷ Emellett a makroprudenciális szabályozó eszközök stabilizációs célú felhasználása is hozzájárulhat a pénzügyi egyensúly fenntartásához.

Az utóbbi téren már konkrét lépések születtek: az MNB által kezdeményezett, a felelős hitelezés előmozdítását szolgáló rendeletet elfogadta a kormány. A rendelet értelmében 2010. március 1-jétől a hitel-fedezeti arány a forintban és a devizában denominált hitelek esetében eltérő mértékben került korlátozásra, és meghatározták a gépjárművásárlási hitelek maximális futamidejét is. Emellett június 11-étől az ügyfelek hiteltörlesztési képességére vonatkozó szabályozás is életbe lép, és a bankoknak forintban és devizában különböző „hitelezhetőségi limiteket” kell meghatározniuk (MNB, 2010c). Ezek a korlátok az MNB szándékai szerint hozzájárulnak egy fenntarthatóbb hosszú távú növekedéshez és a külső sérülékenység csökkenéséhez, mivel megakadályozzák, hogy a fellendülési periódus alatt újból felépüljenek a hitelezési feltételek túlzott fellazulásából és a háztartások túlzott eladósodásából származó kockázatok (MNB, 2009c).

Mivel az ország sérülékenységét és külföldi tőkepiacokra való ráutaltságát jelentős mértékben a hazai megtakarítások hiánya okozta, a jegybank kiemelt feladatának tekinti a hosszú lejáratú forint-megtakarítások piacának létrehozását (MNB, 2010c). Ennek érdekében az MNB megjelenik a forint jelzálogpiacon vásárlóként, és a 2010-es évben összesen 100 milliárd forint összegben, szigorú, piaci transzparenciára vonatkozó feltételek betartása mellett jelzálogpapírt vásárol az elsődleges, illetve a másodpiacon. Egyeztetések folynak továbbá a jelzáloglevél-kibocsátói kör kiszélesítésével kapcsolatban is.

A nemzetközi trendeknek megfelelően a hazai pénzügyi felügyelet szervezeti átalakítására is sor került a rendszerszintű kockázatok minél jobb kezelése, a felelősségi viszonyok egyértelmű meghatározása és a felügyeleti döntési mechanizmus gyorsítása érdekében. A 2009 decemberében elfogadott törvényjavaslat mind az MNB-t, mind a mikroprudenciális felügyeletért felelős Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletét

²⁷ Nem szabad azonban megfeledkeznünk arról, hogy az intervencióhoz szükséges magas devizatartalék közvetlen fiskális költségei magasak.

(PSZÁF-ot) hatékonyabb eszközökkel ruházza fel (Gyura-Szombati, 2009). A törvény tisztázza a felügyelő-szabályozó hatóságok szerepét és felelősségi körét: a Pénzügyminisztérium a kormányzati gazdasági stratégia pénzügy-politikai kereteinek megvalósításáért felel, a PSZÁF az egyedi intézmények mellett a szektorkockázatokra is odafigyel, és joga van az egyes intézményekkel szemben intézkedni, miközben a pénzügyi rendszer egészének stabilitásért az MNB viseli a felelősséget. A három hatóság együttműködésének támogatására létrejött a Pénzügyi Stabilitási Tanács (PST), melyben mindhárom szabályozó testület képviselteti magát. Mivel a PST a PSZÁF stratégiai irányítását végzi, lehetőség ad az MNB makroprudenciális szempontjainak hangsúlyosabb érvényesítésére a felügyelet tevékenységében. A törvény felhatalmazást ad továbbá az MNB elnökének, hogy ha a kockázatok gyors felépülése ezt megköveteli, egyes tevékenységek végzést, szolgáltatások nyújtását meghatározott időre korlátozhatja, feltételekhez kötheti vagy meg is tilthatja (előre tekintő beavatkozási jogkör). Emellett az elnök javaslatot tehet a kormánynak vagy a felügyeletnek a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitására vonatkozó jogszabály megalkotására (Gyura-Szombati, 2009).

6. Konklúzió

A válságot megelőző „békeidőkben” a kétezres évek kedvezőnek tekintett globális makrogazdasági környezete ellenére a magyar gazdaság nem érte el tartósan az árstabilitást, az időszakban a régiós országokhoz képest magas és volatilis infláció jellemezte. A Magyar Nemzeti Bank teljesítményét azonban nem értékelhetjük a gazdasági környezet, a fiskális politikai és a nemzetközi folyamatok által teremtett külső adottságok figyelembe vétele nélkül. A dezinfláció sikertelensége mögött a vizsgált időszakban leginkább külső tényezők álltak, a jegybank nem tudta és nem is akarta tompítani az előrejelzési horizontján belül bekövetkező sokkok inflatorikus hatását, csupán a másodkörös hatások letörésére törekedhetett. A sorozatos inflációgerjesztő sokkok azonban magasan tartották a gazdasági szereplők inflációs várakozásait, a

jegybank ilyen környezetben nem tudott élni az inflációs célkövető rendszer legfontosabb eszközével, a várakozások lehorgonyzásával.

Míg a jegybank nem hibáztatható az infláció céltól eltérő értéke miatt, a korszakban többször indokolatlanul magasán tartott kamatokat és a túlzott reálfelértékelődést hangsúlyozó kritikák jogosnak tűnnek. A szigorú kamatkondíciók az infláció leszorításához szükségesnél nagyobb mértékben lassították a gazdaságot, és a fix árfolyam illúziójával együtt hozzájárultak a devizahitelezés térnyeréséhez.

A devizahitelek magas szintje és a bankrendszer sérülékenysége a pénzügyi válság kapcsán komoly kockázati tényezőt jelentett, és felhívta a figyelmet a pénzügyi egyensúlyi szempontok fontosságára. Az elmúlt közel két év legfontosabb tanulsága, hogy az infláció alacsonyan tartása önmagában nem teremti meg a pénzügyi stabilitást a gazdaságban, és az inflációs és stabilitási célok rövid távon konfliktusba is kerülhetnek egymással. A jövőben ezért a jegybanki döntéshozatalba az inflációs előrejelzés mellett a pénzügyi egyensúlytalanságokat előrejelző indikátorokat is be kell építeni, és a jegybanki alapkamat mellett nem-hagyományos monetáris politikai eszközöket is alkalmazni kell.

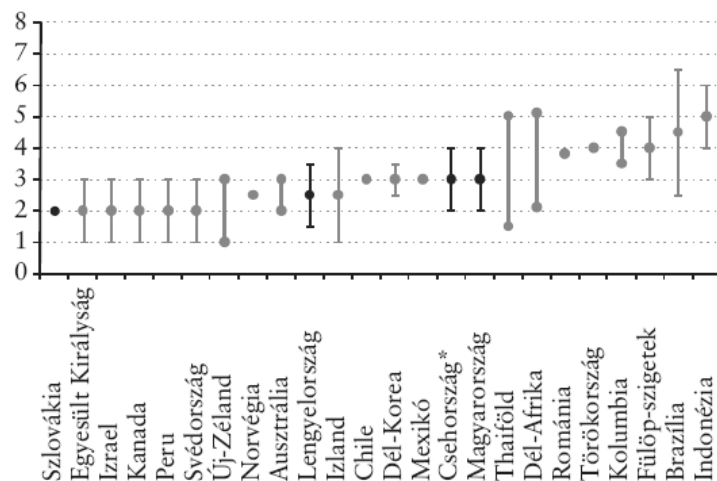
A pénzügyi stabilitási és az inflációs cél nem mondanak ellent egymásnak, épp ellenkezőleg: hosszabb távon kölcsönösen feltételezik egymást, nem maradhat fenn az árstabilitás pénzügyi egyensúlytalanságok mellett. Az inflációs célkövető rendszer, amennyiben nem mechanikusan alkalmazzák, alkalmas stabilitási szempontok figyelembe vételére, és kompatibilis a nem-hagyományos monetáris politikai eszközökkel is. A monetáris politika kereteit tehát nem szükséges átalakítani, a rezsim működtetésében viszont fel kell használni a válság során szerzett tapasztalatokat, és több információ felhasználásával, az inflációs és a stabilitási célok egyidejű figyelembe vételével törekedni a társadalmi jólét maximalizálására.

7. Mellékletek

1. melléklet

Inflációs cél az inflációs célt követő országokban

(2008. március-április)

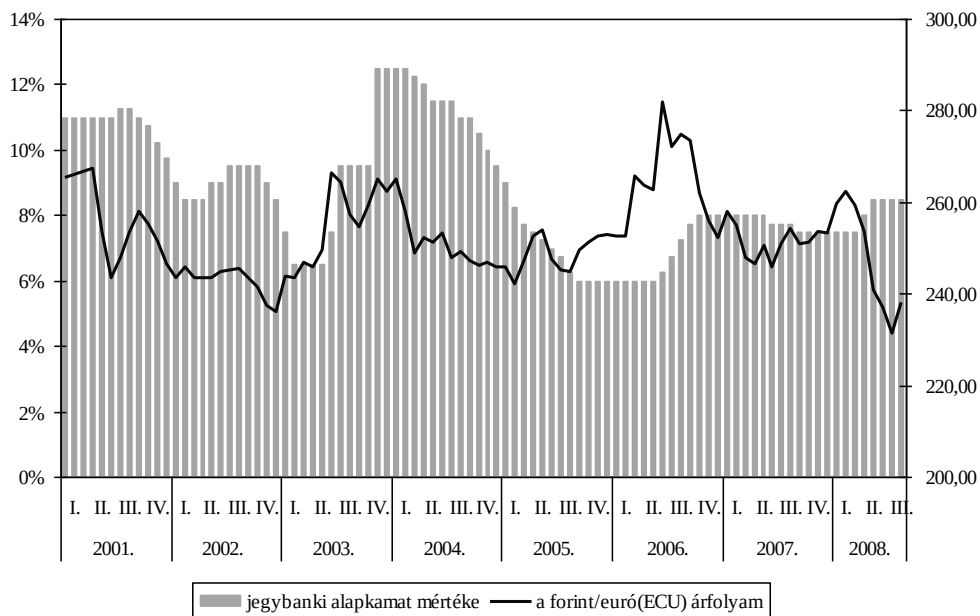


Forrás: jegybankok honlapja.

* 2007. tavaszi döntés alapján 2010 januárjától 2% lesz az inflációs cél.

Forrás: Juhász, 2007

2. melléklet



Forrás: MNB, 2010

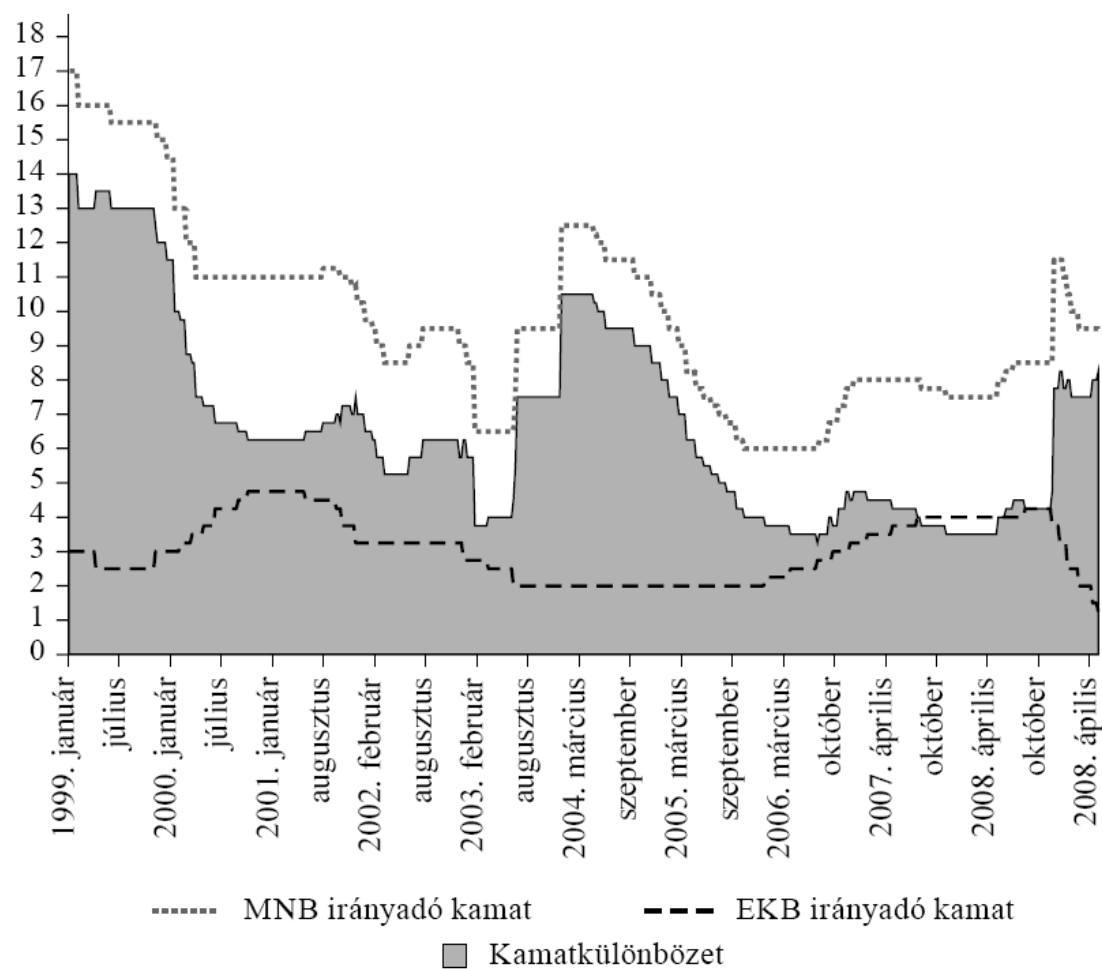
3. melléklet

		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Exchange Rates								
Official Rate.....	aa	306.110	308.963	279.992	305.263	288.273	272.767	289.432
		<i>Forint per SDR: End of Period</i>						
Official Rate.....	ae	225.160	207.920	180.290	213.580	191.620	172.610	187.910
		<i>Forint per US Dollar: End of Period (ae) Per</i>						
Official Rate.....	rf	257.887	224.307	202.746	199.583	210.390	183.626	172.113
		<i>Index Numbers (2000=100): Period</i>						
Official Rate.....	ahx	109.4	125.4	138.9	141.1	133.8	153.3	165.0
Nominal Effective Exchange Rate.....	nec	108.4	108.2	110.7	111.6	105.1	111.8	113.1
Real Effective Exchange Rate.....	rec	118.9	121.6	130.0	132.6	127.0	142.5	147.9

Forrás: IMF, 2009

4. melléklet

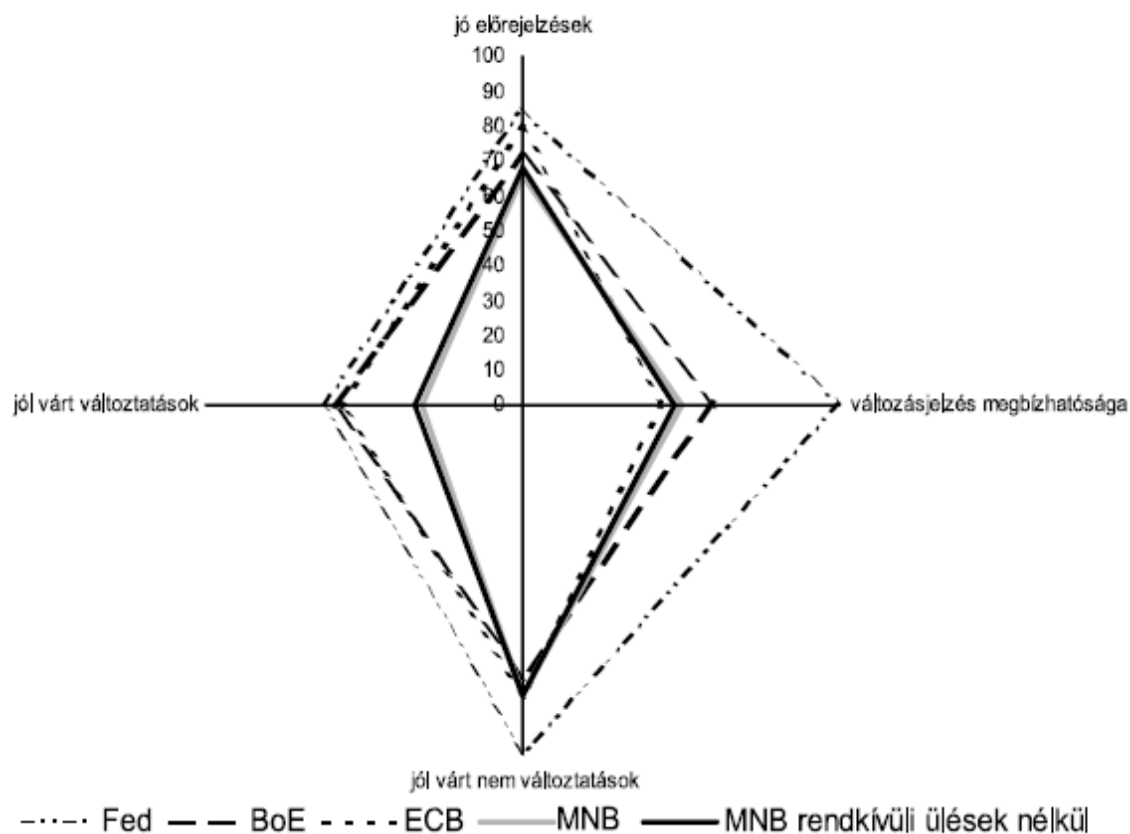
Százalék



Forrás: Neményi, 2009, 413. old.

5. melléklet

Az MNB és más jegybankok döntéseinek előrejelezhetősége



jó előrejelzések = jól előrejelzett döntések / összes döntés

jól várt változtatások = jól előrejelzett változtatások / összes változtatás

jól várt nem változtatások = jól előrejelzett nem változtatások / összes nem változtatás

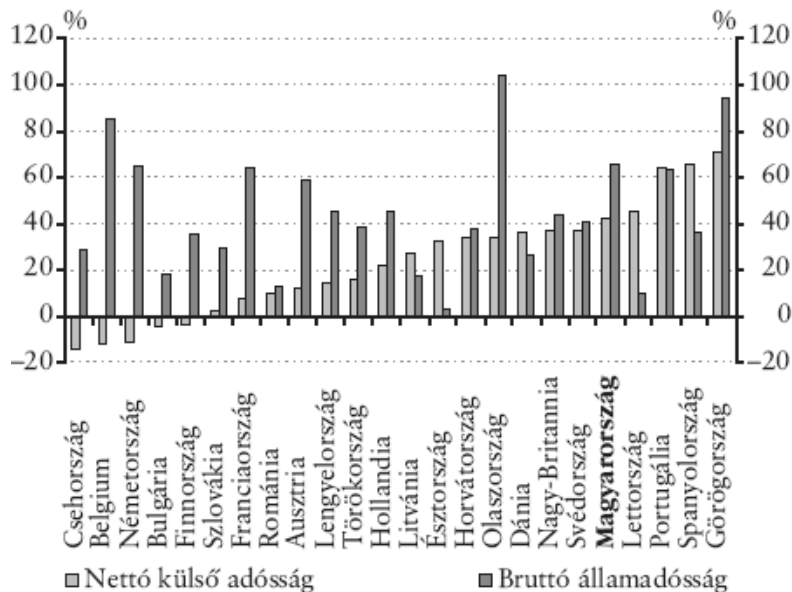
változásjelzés megbízhatósága = jól előrejelzett változtatások / összes várt változtatás

Forrás: Marczell, 2007 (214. old.)

6. melléklet

A nettó külső adósság és a bruttó államadósság GDP-arányos értéke

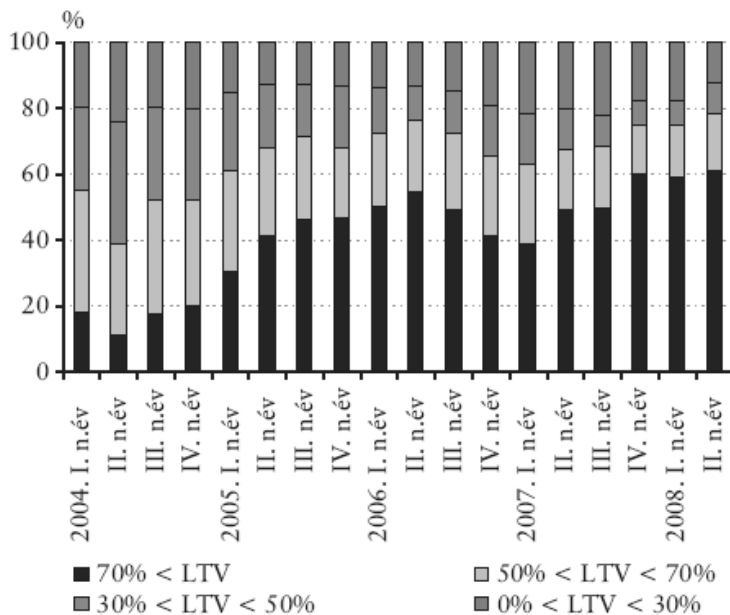
(2007. december 31-i adatok)



Forrás: MNB (2009c), 25. old.

7. melléklet

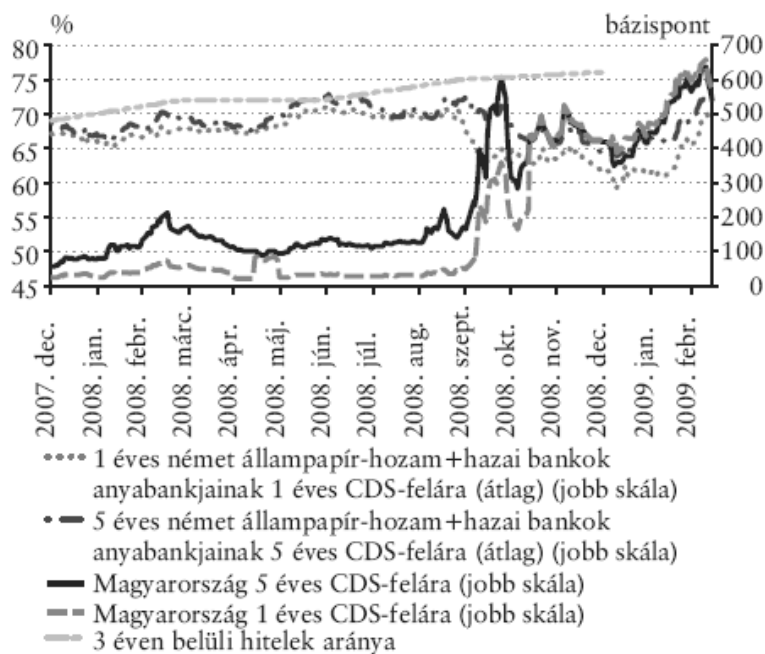
A háztartások új folyósítású lakáshiteleinek LTV szerinti megbontása



Forrás: MNB (2008b), 29. old.

8. melléklet

A külföldi források futamidő szerinti megoszlása és költsége



Forrás: MNB (2009b), 44. old.

9. melléklet

A devizatartalékok nagyságának alakulása

(milliárd euróban)



Forrás: MNB (2010d), 8. old.

8. Irodalomjegyzék

Ábel I. – Kóbor Á. (2008), „Kamatkülönbözet, spekulációs profit és árfolyam-változékonyság”, *Közgazdasági Szemle*, LV. évf., 2008. november, 941-961. old.

Bernanke, B.S. – Mishkin, F. (1997), „Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11. No. 2. 97-116. old.

Bernanke, B. S. (2003), *A Perspective on Inflation Targeting*, Remarks at the Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists, Washington, D.C., 2003. március 25.

Blanchard, O. – Galí, J. (2007), “Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 39, No.1, Supplement, 36-65. old.

Blanchard, O. – Dell’Ariccia, G. – Mauro, P. (2010), *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note, SPN/10/03

Cournède, B. – Minegishi, M. (2010), Monetary Policy Responses to the Crisis and Exit Strategies, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 753, OECD Publishing

Csajbók A. – Király J. – Nagy M. – Vonnák B. (2009), *No (more) free lunch*, Előadás, Heller Farkas Szakmai Hét, Budapest, 2009. november 24.

Csermely Á. (2006), „Az inflációs cél követésének rendszere”, *Közgazdasági Szemle*, LIII. évf., 2006. december, 1058-1079. old.

Csermely Á. (2009), *Egy előre bejelentett gyilkosság válság krónikája*, Előadás a Magyar Nemzeti Bankban, 2009. december 8.

Eurostat (2010), Growth rate of labour productivity per hour worked, Socio-economic development indicators,
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsdec310>, Letöltés ideje: 2010. április 5.

Fischer, S. (2009), *Preparing for Future Crises*, 33rd Annual Symposium of the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 2009. augusztus 21.

Gyura G. – Szombati A. (2009): „Fókuszban a rendszerkockázat – A pénzügyi felügyelés új irányai itthon és külföldön, *MNB-szemle*, 2009. december, 6-12. old.

Hidi J. (2006), „A magyar monetáris politikai reakciófüggvény becslése”, *Közgazdasági Szemle*, LIII. évf., 2006. december, 1178-1199. old.

International Monetary Fund (2009), Country Tables: Hungary, International Financial Statistics, May 2009, <http://www.imfstatistics.org/imf/>, Letöltés ideje: 2009. április 5.

International Monetary Fund (2009b), „Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations”, *World Economic Outlook 2009 October*, Chapter 3, 93-120. old.

Jakab M. Z. – Kiss G. – Kovács M. A. (2006), „Mit tanultunk? Az inflációs előrejelzések szerepe az inflációs cél követésének első öt évében Magyarországon”, *Közgazdasági Szemle*, LIII. évf., 2006. december, 1101-1134. old.

Jonas, J. – Mishkin, F. S. (2004), „Inflation Targeting in Transition Economies, Experience and Prospect” in Bernanke, B. S. – Woodford, M. (szerk.), *The Inflation-Targeting Debate*, University of Chicago Press, 353-422. old.

Juhász R. (2008), „Optimális infláció és az inflációs cél mértéke: Nemzetközi tapasztalatok és magyarországi szempontok”, *MNB-szemle*, 2008. szeptember

Karvalits F. (2010), Amit lehetett – és amit nem. A Jegybank a válság idején, *Élet és Irodalom*, LIV. évf. 6. szám

Kármán A. (2009), *Nem hagyományos monetáris politikai eszközök a válságkezelésben*, Előadás a Magyar Nemzeti Bankban, 2009. december 10.

Király J. (2008), „Likviditás válságban (Lehman előtt – Lehman után), *Hitelintézeti Szemle*, VII. évf. 2008/6, 598-611. old.

Király J. – Nagy M. – Szabó E. V. (2008), „Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei”, *Közgazdasági Szemle*, LV. évf., 2008. július–augusztus, 573–621. o.

Kiss G. – Krekó J. (2004), Optimális infláció Magyarországon, MNB Háttér tanulmányok, 2004. április

Kovács M. A. (2007), Mit csinál a monetáris politika az inflációs célkövetés rendszerében?, *Közgazdasági Szemle*, LIV. évf., 2007. december, 1103-1120. old.

Magyar Nemzeti Bank (2001), Jelentés az infláció alakulásáról, 2001. augusztus

Magyar Nemzeti Bank (2006), Monetáris politika Magyarországon, 2006. augusztus

Magyar Nemzeti Bank (2007), Beszámoló az MNB 2006. évi tevékenységéről, Éves Jelentés 2006.

Magyar Nemzeti Bank (2007b), Jelentés az infláció alakulásáról, 2007. november

Magyar Nemzeti Bank (2008), *Beszámoló az MNB 2007. évi tevékenységéről*, Éves Jelentés 2007.

Magyar Nemzeti Bank (2008b), Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2008. április

Magyar Nemzeti Bank (2008c), Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2008. október

Magyar Nemzeti Bank (2009), Beszámoló az MNB 2008. évi tevékenységéről, Éves Jelentés 2008.

Magyar Nemzeti Bank (2009b), Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2009. április

Magyar Nemzeti Bank (2009c), Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2009. november

Magyar Nemzeti Bank (2010), Az inflációs célkövetéses rendszer, URL: http://mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbhu_monetarispolitika&ContentID=2857, letöltés ideje: 2010. január 2.

Magyar Nemzeti Bank (2010b), Jelentés az infláció alakulásáról, 2010. február

Magyar Nemzeti Bank (2010c), Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2010. április

Magyar Nemzeti Bank (2010d), *Devizatartalékok*. Negyedéves jelentés. 2010. április 15.

Marczell K. (2007), „Transzparencia a monetáris politikában. A Magyar Nemzeti Bank működésének átláthatósága és monetáris politikai döntéseinek előrejelezhetősége”, *Hitelintézeti Szemle*, 2007. 6. évf. 3. szám, 197-220. old.

Mishkin, F. S. (1996), „What Monetary Policy Can and Cannot Do” in Oesterreichische Nationalbank, *Monetary Policy in Transition in East and West: Strategies, Instruments and Transmission Mechanisms*, Vienna, 13-32. old.

Nagy M. – Szabó E. V. (2008), „Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és hatásai a magyar bankrendszerre”, *MNB-szemle*, 2008. április, 34-43. old.

Neményi J. (2004): „Hullámok hátán – monetáris politika befektetői szemmel”, *Hitelintézeti Szemle*, 2004. III. évf. 1. szám, 1-17. old.

Neményi J. (2008): „A monetáris politika keretei Magyarországon”, *Hitelintézet Szemle*, 2008. VII. évfolyam 4. szám, 321-334. old.

Neményi J. (2009), „A monetáris politika szerepe Magyarországon a pénzügyi válság kezelésében”, *Közgazdasági Szemle*, LVI. évf., 2009. május, 393-421. old.

Oblath G. (2010), Ki, miben felelős? Észrevételek Surányi György diagnózis- és terápia-kritikájához <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=3&i=130109> Letöltés ideje: 2010. március 22.

Pál T. (2009), *Monetáris politika – pénzügyi válság és kezelése*, Előadás a Heller Farkas Szakkollégiumban, Budapest, 2009. december 3.

Pénzügyminisztérium (2010), Főbb makrogazdasági jelzőszámok (éves), <http://www1.pm.gov.hu/>, Letöltés ideje: 2010. április 7.

Pintér A. (2009), „Beavatkozott az MNB a forintért?”, *Napi gazdaság*, 2009. április 2.

Róna P. (2010), „Héják, galambok és libák”, *Népszabadság*, 2010. február 27.

Surányi Gy. (2007), A magyar „csoda”, *Népszabadság*, 2007. január 21.

Surányi Gy. (2010), Téves diagnózis, téves terápia, *Népszabadság*, 2010. január 30.

Szapáry Gy. (2006), Az inflációs célkövetés tapasztalatai Magyarországon, Magyar Nemzeti Bank, Budapest, 2006

Svensson, L.E.O. (1997), „Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets”, *European Economic Review*, Elsevire, 41(6)

Tóth M. B. (2007), „Monetáris politikai szabályok és a jegybanki célfüggvény normatív megközelítésben”, *MNB-szemle*, 2007. november

Varga L. (2009), „A magyar szuverén hitelkockázati felár alakulása a pénzügyi válság kitörése előtt és után nemzetközi összehasonlításban”, *MNB-szemle*, 2009 július, 43-51. old.

Várhegyi É. (2006), A monetáris politika hitelességének növelése, in Vízi E. Sz. – Teplán I. – Szentpéteri J. (szerk.), *Előmunkálatok a társadalmi párbeszédhez*, Gazdasági és Szociális Tanács, Budapest, 202-215. old.

Várpalotai V. (2006), „Az inflációs cél követésének optimális horizontja Magyarországon”, *Közgazdasági Szemle*, LIII. évf., 2006. december, 1135–1154. old.

Vonnák B. (2006), „A magyarországi monetáris transzmissziós mechanizmus fő jellemzői”, *Közgazdasági Szemle*, LIII. évf., 2006. december, 1155-1177. old.

Wyplosz, C. (2002), Asset and Property Prices and Monetary Policy, Briefing Notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, http://www.europarl.europa.eu/comparl/econ/pdf/emu/speeches/20021008/20021008_wyplosz.pdf, Letöltés ideje: 2010. március 2.