

MAGAS ISTVÁN

JEGYBANKI ÚTKERESÉS A VÁLSÁG UTÁN

Kifejezetten vaskos, közel ezer oldalas, tekintélyt sugárzó, a jegybanki munka fontosságát és szinte kötelező konzervatizmusát tükröző tudományos produktumot kap kezébe az az olvasó, aki kíváncsi a jegybanki gondolkodás magyar útjának az MNB vezető elemzői által, kitüntetett alaposággal megírt részleteire. A cím – A magyar út – már önmagában is figyelemfelhívó, és persze szakmai kíváncsiságot is ébreszt egy olyan világgazdasági környezetben, amelyet a 2008-as válság utáni helyzet teremtett a közgazdaságtudomány művelői, a monetáris politika formálói számára, még a legfejlettebb jegybanki kultúrával rendelkező országokban – beleértve az USA-t – is.

Lehmann K. – Palotai D. – Virág B. (szerk.): *A magyar út – célzott jegybanki politika* (MNB, 2017, 955 oldal)

Nehezen vitatható, ahogy maguk a szerkesztők is fogalmaznak: „2017-ben, közel tíz évvel a globális gazdasági válság kirobbanását követően, immár egyértelmű, hogy a világ gazdaságai egy gazdaságtörténeti szempontból is kivételesnek tekinthető időszakot tudhatnak maguk mögött” [p. 13]. „A válság – mint minden hasonló időszak – komoly közgazdasági és gazdaságpolitikai tapasztalatokkal is járt” [p. 13]. Az általános megfigyelés szintjén igen, részleteiben azonban talán kevésbé elfogadható állítás, hogy a jegybank a számára is részben új helyzetben „A gazdaság indulóhelyzetét és sajátosságait is figyelembe véve, a MNB nemhagyományos eszköztárában a nemzetközi trendtől lényegileg eltérő stratégiát követett” [p. 14]. Az eltérés számos lépést illetően valóban fennállt és a külső megfigyelők által is megerősíthető, hogy a magyar jegybank az általánosan követett, a mérlegek bővítésével járó lépések helyett újszerű, célzott és mérlegszűkítés mellett is kivitelezhető lépéseket tett a „gazdaság sérülékenységének csökkentése, a monetáris transzmisszió javítása, a gazdasági növekedés erősítése és a versenyképesség fokozása érdekében.” [p. 14].

A vaskos tanulmánykötetben a MNB stabilizáló, növekedéstámogató és bankrendszerszintű, nem-hagyományos lépéseinek köszönhető eredmények értékelésére vállalkozik a fiatal, de nagyfokú szakmai érettséget mutató elemzőkből álló kollektíva. A produktum pedig egy imponálóan gazdag, jól szerkesztett, kiforrott, igényes illusztrációkkal, ábrákkal, kiegészítőkkal, tudományos igénnyel megírt tanulmánygyűjtemény, amely nemcsak a szűkebb szakmának, hanem a kevésbé beavatott olvasóknak és egyetemi hallgatóknak is hasznos szakmai olvasmányt kínál.

A kötet három nagy témakört dolgoz fel.

Az I. részben „Egy nemhagyományos válság nemhagyományos következményei – útkeresés a nemzetközi monetáris politikában” címmel először a monetáris politikák látószögéből kapunk egy alapos történeti és analitikus áttekintést a globális válság követ-

kezményeiről, az új közgazdasági megközelítések hatásairól. Kiemelt figyelmet kapnak a válság utáni, a FED által követett és az EKB „whatever it takes”, a „kerül, amibe kerül” szöfordulattal jellemezhető monetáris politikák. Ebben a részben megérthetjük a japán jegybank deflációval folytatott küzdelmét is.

A II. rész a „*Kihívások és válaszok a hazai monetáris politikában*” – sokat sejtető – címet kapta. Ez a rész a magyar jegybanki politikát tekinti át a maga válság utáni történetiségében, a 2000-es évek első évtizedétől a máig is ható problémákat részletesen vizsgálva, kezdve az örökölt költségvetési és államadósság-helyzetet stabilitásba átfordító fiskális folyamatokkal, folytatva a sérülékeny és prociklikus bankrendszer megszilárdításáig. Ezt követően az új, célzott, innovatív eszközökről kapunk áttekintést (pl. a célzott hitelösztönzés, NHP, NTP; a devizahitelek forintositása; az önfelfinanszírozási program; a bankközi piac fejlesztése, a három-hónapos betét mennyiségi korlátozása). A II. rész záró tanulmánya a monetáris transzmisszió javításának hazai eszközeit mutatja be, mégpedig világos és kellően adagolt, meggyőző erővel. Ebben a pénzügyi infrastruktúra fejlesztéséről éppúgy szó esik, mint a tőzsde és a monetáris politika összefüggéseiről. Ez utóbbi téma új felvetései miatt – talán – még az átlagosnál is nagyobb figyelemre számíthat, hiszen az értékpapírpiacok és a jegybankok szerepe a válságkezelésben jelentősen átalakult.

A III. rész „*A magyar szabályozói politika változása*” címmel a magyar szabályozási politika változásait elemzi, összességében kiegyensúlyozottan, az átalakulási lépést illetően meggyőzően is. A mértékadó nemzetközi gyakorlatokkal való összevetésben viszont nem mindenhol evidens az egyik vagy másik nemzeti modell típus előnye, főleg az átalakuló európai bankszabályozás tükrében. Részletes elemzést kap az olvasó a MNB megújult makroprudenciális politikájáról; a szanalási funkciók átvételéről és a megújuló felügyeleti politikáról. Különösen az új funkciókat – így a MNB-t mint szanalási hatóságot valamint a megújuló felügyeleti politikát – bemutató és értékelő tanulmányok lehetnek kiemelt szakmai figyelemre érdemesek.

A továbbiakban a recenzius röviden áttekinti és értékeli a kötet elején felvonultatott főbb következtetéseket, majd a saját kutatási területéhez közelebb eső fejezethez (I. rész „*A globális válság következményei a nemzetközi monetáris politikában*” címet viselő tanulmányhoz) fűz részletesebb megjegyzéseket.

1. Az első fontos következtetést tartalmazó általános megállapítással, miszerint „*A 2007-2008-ban kibontakozó gazdasági és pénzügyi válság közel egy évszázada nem látott súlyos és mélyreható problémákat okozott a világgazdaság működésében.*” [p. 15], nyugodt lelkiismerettel egyet lehet érteni. Továbbá azzal a jóval konkrétabb állítással is, hogy a válság felszínre hozta az alacsony termelékenységbővülés, a visszaeső beruházások és a fejlett világban egyértelműen romló demográfiai folyamatok következményeinek vizsgálatát. Ezek valóban fontos régi-új tényezők, amelyek túlmutatnak a pénzügyi válságértelmezéseken. Ugyanakkor a második fő következtetés, amelynek lényege, hogy a válság csakis és kizárólag újszerű, komplex gazdaságpolitikai lépésekkel volt kezelhető, némiképp túlzó, mert valójában nem volt minden megvalósult védekező lépés újszerű (így pl. az USA-ban a banki konszolidációkban és a munkapiacra vonatkozó mechanizmusok). Egyébként a tanulmány az újszerűsége vonatkozó állítását részben azaz is indokolta, hogy a pénzügyi rendszert érintő reálgazdasági problémák globálisan

szinkronizáltak voltak. Nos, ez eléggé pontatlan megfogalmazás, hiszen a válság éppen hogy nem volt szinkronizált, hanem gyorsan és meglepetésszerűen terjedt, szinte járványszerűen. A szinkronizáció szándékolt egybehangolást jelent, ez pedig aligha történt meg. Az ellenlépéseknél viszont annál inkább.

A válsággal érintett országok induló helyzetének különbségét fontosnak tartjuk, ahogy azt is, hogy a magyar kiinduló gazdasági alaphelyzet más volt, kiemelten például a kamatszintekben is (lásd 1. táblázat [p. 17]). A 2. táblázat [p. 18] tanúsága szerint pedig a magyar jegybanki mérleg GDP-arányos mérlegváltozása kiugróan ellentétes irányú és előjelű volt, mint a vizsgált nagy jegybankok esetében (FED, EKB, BoE, BoJ). Az MNB 2009-2014 között valóban egyedül állt a mérlegcsökkentéssel (-8,2% a GDP arányában), és számottevő szűkítés mellett tudta a monetáris lazítást megvalósítani és a célzott eszközöket csatasorba állítani. De az összehasonlítás az országméreték és főleg az értékpapírpiacon jelentőségének különbsége okán nem igazán szerencsés. A mérlegzsugorodás ténye valóban egyértelmű, de emellett az is kétségtelen, hogy a három másik eszköztár-elem (ti. a lazítás hagyományos eszközökkel; lazítás nem hagyományos eszköztárral; a hitelezési támogatási programok) az összehasonlításba bevont négy másik nagy jegybankban is megjelentek, tehát a többi jegybanki élénkítő-kiegyenlítő eszközökben nem volt valójában különbség.

A monetáris politika igazi sikerének pontos beazonosítása, a gazdasági növekedés segítségével elért eredményességének az igazolása, illetve annak precíz mérése talán a legnehezebb elemzői feladat. A pénzügyi stabilizációs folyamatok sikeressége kvantitatív értelemben mindenképp megállapítható, akár a bankrendszer, akár a devizakitettségi csökkentésének ügyét tekintjük. Az MNB eszköztár-átalakításának eredményeit sem lehet elvitatni, így pl. az irányadó eszközök – a kéthetes kötvény és a három hónapos betét – szerepeinek a növekedését sem, azt, hogy a kereskedelmi bankok fölös likviditásait a MNB az értékpapírpiacon és főleg a belföldi tulajdonú államkötvények felé terelte, enyhítve a külső adósság-kitettséget.

Ugyanakkor, tisztán a jegybank által eszközölt lépéseknek köszönhető növekedési hozzájárulás mértékének megállapítása már jóval nehezebb elvi és módszertani kérdés. Az állítás, hogy az NHP (növekedési hitelprogram) önmagában 2013-2016 között mintegy 2 százalékponttal járult hozzá a gazdasági növekedéshez (A legfontosabb következtetések összefoglalása, [p. 19]) reálisnak tetszik, bár a témát részletesen tárgyaló, a II. rész 12. tanulmányában [Bodnár István – Hegedűs Sándor – Plajner Ádám – Pulai György: *Célzott hitelösztönzés: NHP-től az NTP-ig*, p. 395-419] a 12-8. ábrában [p. 411] nem egyértelmű a tartós növekedési átütőerő (csak 2014 mutat GDP számbavételi hibahatáron túli, 0,5% feletti növekedést: 0,8%-ot). Továbbá nem ismert a használt kvantitatív modell érzékenysége az egyes paraméterekre, főleg az állam által kezdeményezett és EU-forrásból finanszírozott beruházásokkal kapcsolatosan. Nem szerencsés egy, a vállalati hitelezés szempontjából viszonylag normális, vagyis nem extrém növekedéshiányos periódussal összevetni a kérdéses éveket. Az persze nem vitatható, hogy az MNB egy időre a hitelkínálatban a kedvező kondíciójú növekedési hitelek szétosztásával kvázi a kereskedelmi bankok helyére lépett. A részletes elemzés leginkább megkérdőjelezhető aspektusa, hogy nem látszik tisztán és elkülöníthetően a bőséggel beáramló és az állam, illetve a bankrendszer által szétosztott EU-s források növekedésben játszott

jelentősége. A kormány által megrendelt KPMG-GKI tanulmány szerint 2007-2013 között EU-források nélkül -1,8%-kal kisebb lett volna – azaz csökkent volna – a 2006-hoz viszonyított növekedés. Intuitíve nehezen belátható, hogy akkor a 2013-2016-os időszak – az arányokat tekintve – egészen más lett volna, vagyis, hogy önmagában az NHP ekkora hozzájárulásra képes lett volna, ennyi „növekedést termelhetett”. A részletes elemzés indoklasként az MNB saját kutatásaira [Tamási–Világi, 2011] hivatkozik, amelyben – 2011(!)-ben – a 2011 előtti időszakra a kutatók azt találták, hogy a vállalati hitelállomány 1 százalékpontos növekedése 0,2 százalékponttal nagyobb GDP-növekedést eredményez. De ezt a tapasztalatot a 2013-2016-os időszakra adaptálni – egyéb megerősítés nélkül – nem lehet, mivel a 2011 előtti évek, az akkori gazdasági környezeti hatások, egészen mások voltak. A mérési bizonytalanságot támasztja alá Virág Barnabás írása is, melyben megállapítja: „Általános vélemény, hogy a jegybankok az elmúlt évtizedben sikeresen hártották el a válság tartós elmélyülését, bár a növekedéstámogató hatások megítélésében országonként is jelentős eltérések mutatkoznak. A globálisan meghatározó nagy jegybankok esetében megfigyelhető óvatosság egyik oka, hogy a válság után kialakuló új monetáris rendszer hatásmechanizmusainak feltérképezése még zajlik.” [Virág, 2017: 8]

2. Az I. részben Kollarik András és Szalai Zoltán szerzők jegyzik „A 2008-2009-es válság és az új nemzetközi gazdasági környezet” c. tanulmányt [p. 27-71].

Az írás egyik fontos megállapítása – a szakirodalommal egyébként jobbra összehangban [Borio–Disyat, 2015] –, hogy a korábbi, nemzetközi válságokkal ellentétben, a 2007-2008-as globális krízist nem a felduzzadt folyó fizetési mérleg-deficitekkel és az azzal összefüggő valutaválságként lehet értelmezni, tehát nem a hagyományos fizetési mérleg-kiigazítási és tőkeáramlás-elméletekkel lehet leírni, hanem egyéb alternatív magyarázatokat kell találni, főleg a pénzügyi piacok működését illetően. A szerzőpáros kellő alaposítással veszi számba a korábbi magyarázatokat. Jól illusztrálja a válságokról kialakult képek változását, és főleg az USA fizetési mérleghiányának magyarázatát kínáló leírásokat, a mainstream felfogásokat az 1-2. ábra [p. 24], ahol Palley [2014] alapján részletes képet kaphatunk a globális egyensúlytalanságok magyarázatáról. Noha a nettó megtakarító (hitelező) és nettó felhalmozó (beruházó) országok közötti megkülönböztetés nem tűnt el, sőt, bizonyos értelemben a ma is hasznos distinkció megmaradt, mégis, muszáj volt alternatív magyarázatokat is találni. Ilyen alternatív magyarázatról számol be részletesen a tanulmány [p. 35-39], amikor szót ejt az ún. Dark matter (sötét anyag) teóriáról; arról, hogy más országok részben „fekete” vagy láthatatlan megtakarításai a kedvezőbb befektetői környezetbe – az USA-ba, de európai bankokba is – vándoroltak. Hausmann és Sturzenegger [2005] becslése szerint ezen „sötét anyag” áramlások mértéke az USA-ban a 2000-es évek elején elérte a GDP 5,6%-át [p. 38].

De szó esik a FED korábbi elnöke, Ben Bernanke túlzott globális megtakarítások elméletéről is (savings glut), amely az USA-ban akadályozta a hosszú távú hozamemelési kísérleteket még Greenspan idejében (hozamérzékenységi jelensége). Olvashatunk a biztonságos vagyontárgyak iránti fokozott globális keresletről is – asset shortage vagy safe asset-hiánynak nevezték el Caballero [2006] nyomán, még jóval a válság előtt.

Fontos megállapítás, hogy a folyó fizetési mérlegegyenlegeket már nem lehet hagyományos (savings-investment) reál-erőforrások országok közötti allokációjaként értelmezni, mert azok lehetnek más pénzáramlások eredményei is, például kizárólag

finanszírozási célú hitelfelvetelek és azok továbbadásával keletkező strukturált pénzügyi műveletek. Ilyeneket nagy európai bankok az USA piacán – a válság előtt – sokszor felvállaltak, ezekben pedig nem az anyaországokban keletkezett betéteket használták fel, hanem az USA piacán vettek fel hitelt, és azt továbbhitelezték (részletesen elemzi a kérdést az 1-1. keretes rész [p. 42-45]).

Ennél is fontosabb, de nehezebb kérdés annak tisztázása, hogy az elhúzódó stagnálásból („secular stagnation”) való kilábalásra adott magyarázatok közül melyiket tekintetjük leginkább reálisnak és az adatokkal is egyeztethetőnek. Ebben a fontos kérdésben a szerzőpáros egyértelműen nem foglal állást. Ugyanakkor jó összefoglalóját kínálja a lehetséges átmeneti vagy tartós output-stagnálási folyamat értelmezéseknek az 1-11. ábra [p. 56], amely a reál-okokat és a kifejezetten pénzügyi okokat különíti el, és legalább 12 befolyásoló tényezőt azonosít. A tartós stagnálás felfogás szerint (eredetileg Hansen [1939], majd később Summers [2014] munkája nyomán) a meglévő szabad forrásokhoz képest alacsony beruházások a nyomott növekedés legfőbb okozói. Az aggregált kereslet élénkítése ezért is található meg változatlanul a helyesnek tartott gazdaságpolitikai lehetőségek között, ahogy azt sokan hangsúlyozzák. A lehetséges pénzügyi okok között a szerzők egy tucatnyi tényezőt sorolnak fel, így pl. a tartósan rossz erőforrás-elosztást, a short-termism vagyis a túl rövid megtérülési horizont problematikáját, a magasabb megtérülési küszöbököt (hurdle rate), a hitelből visszafizetett osztalékok káros jelenségét, továbbá a túl magas vállalati kötvény reálkamatot. Ennek elemzése azonban, hogy ezek a tényezők milyen arányban és kvantitatív értelemben hogyan befolyásolták a tartós stagnálás folyamatát, elmaradt. Mint ahogy az is, hogy a szerzők saját maguk vajon mit gondolnak vagy látnak kellően bizonyítottnak a kérdésben.

A továbbiakban a válságot követő időszak erőteljes monetáris lazítását jól illusztrálja a tanulmány, döntően itt is a Csontos–Szalai [2015a] munkájában feltártakra hivatkozva, és megerősíti azt a vélekedést, amely szerint – a kritikák ellenére – az inflációs célkövetés rezsimjét továbbra is a legfontosabb jegybanki gyakorlatnak tekinthetjük. Egészében véve az 1. tanulmány modern szemléletben, jól mutatja be a válság utáni nemzetközi gazdasági környezet változásait, és a jegybanki gondolkodási gyakorlat megújításának, változásainak kérdéseit.

3. A tanulmánykötet egészével kapcsolatosan megfogalmazható érdemi kritika kevésbé tartalmi, mint inkább műfaji jellegű, abban az értelemben, hogy nem világos, ki volt az eredeti szándék szerinti célközönség. Úgy tűnik, hogy diákoknak, egyetemi hallgatóságnak is szánták, a szakmai háttéranyagokból tananyagot kívántak formálni. Ezt sejtetik a részletesebben elemzett tanulmány keretes írásai (pl. a *Kamatelméletek*, amelyben nehezen érthető – angolból tükör-fordított – megfogalmazások vegyülnek), és a végén felsorolt kulcsfogalmak [p. 63-65], de tankönyvnek nem eléggé didaktikus, és nem tisztázott, milyen előismereteket feltételez.

Mindazonáltal az MNB szakkönyv sorozatának ez a kötete azt bizonyítja, hogy egy jól felkészült elemző gárda nemcsak a monetáris politika döntéstámogatását tudja ellátni magas színvonalon, hanem tudományos igényű dolgozatok készítésében is kellő jártassággal rendelkezik.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Borio, C. – Disyatat, P. (2015): „Capital flows and the current account: Taking finance (more) seriously” *BIS Working Papers* 525
- Caballero, R. J. (2006): „On the Macroeconomics of Asset Shortages” *NBER Working Paper* 12753
- Csontos O. – Szalai Z. (2015a): „A globális pénzügyi válság kezelésének nehézségei: elméleti és gazdaságpolitikai tanulságok” *Hitelintézeti Szemle* 14 (3): 5-38.
- Csontos O. – Szalai Z. (2015b): „Az alacsony inflációs környezet és a visszafogott beruházási aktivitás lehetséges magyarázatai” *Hitelintézeti Szemle* 14 (4): 29-56.
- Eichengreen, B. (2015): „Secular Stagnation: The Long View” *American Economic Review: Papers & Proceedings* 105(5):66-70
- Frankl, J. K. (2009): „What’s in and out of Global Money. Things are hot, then they are not, in the world of international money” *IMF Finance and Development* September (2009)
- Hansen, A. H. (1939): „Economic Progress and Declining Population Growth” *American Economic Review* 29(1): 1-15
- Lehmann K. – Palotai D. – Virág B. (szerk., 2017): A magyar út – célzott jegybanki politika Magyar Nemzeti Bank. Budapest
- Palley, Th. (2014): *The theory of global imbalances: mainstream economics vs. structural Keynesianism* http://www.thomaspalley.com/docs/research/theory_of_global_imbalances.pdf Letöltve: 2017. augusztus 30.
- Summers, L. H. (2014): *U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the zero Lower Bound* <http://larrysummers.com/wp-content/uploads/2014/06/NA-BE-speech-Lawrence-H.-Summers1.pdf>
- Tamási B. – Világi B. (2011): „Identification of credit supply shocks in a Bayesian SVAR model of the Hungarian Economy” *MNB Working Papers* 2011/7
- Virág B. (2017): „A monetáris politika változó világa” *Világgazdaság* 49 (178): 8.