

VÁLTOZÓ IDŐK – A REÁLGAZDASÁGI SZEMPONTOK KORUNK MONETÁRIS POLITIKÁJÁBAN

VIRÁG BARNABÁS

Tamással kapcsolatos legélénkebb emlékeim – pénzügy szakos hallgatóként – a Közgázos éveimre, majd a jegybanki közös időszakra datálódnak. Az alábbi rövid írásom leginkább ezen utóbbi, közös évekhez kapcsolódik. Jegybanki munkáimban a kezdetektől fogva részt vehettem az MNB makrogazdasági és döntéselőkészítői munkáiban. Ezen feladatoknak a „csúcspontját” a Monetáris Tanács számára tartott prezentációk és azt követő konzultációk jelentették, melyekben a legnagyobb kihívást jelentő hozzászólásokat több alkalommal is Bánfi Tamás Monetáris Tanácstagtól kaptuk. Észrevételeiben rendre a szigorúan az inflációs cél elérésére fókuszáló monetáris politikát vette osztály alá. Megállapítása szerint a döntések előkészítésében sokkal nagyobb súlyt kellene adni a reálgazdasági megfontolásoknak. Egy olyan gazdaságban, ahol a fegyelmetlen költségvetési politika időről időre jelentős mértékű inflációs sokkokat generált, az önmagában az inflációra fókuszáló jegybank monetáris eszközökkel azt nem lesz képes kompenzálni. Ugyanakkor a laza költségvetési politika és szigorú monetáris politika a lehető legrosszabb kombináció egy felzárkózni kívánó kis, nyitott gazdaság számára. Most már tudjuk, hogy nagyon sok megfontolandó igazság volt ezen állításokban. És az is látjuk, hogy a nemzetközi és a hazai monetáris politika is képes volt tanulni a válság előtt elkövetett hibákból.

Az inflációs célkövetés rendszerének megjelenésétől kezdve csaknem teljes körű konszenzus mutatkozott abban, hogy a rugalmas célkövetés a megfelelő stratégia a rezsimet választó jegybankok számára [Svensson 1997; Kuttner et al., 2012; Palmqvist 2007]. A rugalmas inflációs célkövetés rendszere oldja rövid távon az inflációs célkövetésének kizárólagosságát. Így egyéb tényezők, például reálgazdasági, illetve pénzügyi szempontok is hangsúlyossá válnak a jegybanki döntéshozatalban, továbbra is szem előtt tartva hosszú távon az árstabilitás megteremtését.

A válságot megelőző jegybanki gyakorlatban a rugalmasság leginkább a monetáris politika ütemezésében jelent meg. Egy rugalmas rendszerben a jegybank egy, a gazdaságot érő sokkot követően, amennyiben az átváltásra kényszerül az infláció, illetve a reálgazdaság – kibocsátási rés – stabilizációja között (pl. negatív kínálati vagy költségcsökkentés), nem a célra való mielőbbi visszatérés stratégiáját alkalmazza, hanem egy fokozatosabb, így transzparensabb lépéssorozatot hajt végre, implicit módon kerülve el a hirtelen lépésből adódó nagyobb reálgazdasági kilengéseket. Blanchard megállapítása szerint a 2000-es évek elején a szigorú inflációs célkövetés melletti érvek azon téves vélekedésen alapultak, miszerint az infláció stabilizálása ekvivalensnek tekinthető a reálgazdaság – kibocsátási rés – stabilizációjával [Blanchard 2003]. Ugyanakkor az inflációs célkövetés rendszerének története a 2000-es évek első évtizedében a „nagy mérséklődéssel” (Great Moderation) kísérve a rugalmas rendszerrel kapcsolatban is nö-

velte a hitet, hogy a rendszer hatékony az árstabilitás elérésében, egyidejűleg biztosítva a makrogazdasági stabilitást.

Az inflációs célkövetés tapasztalatai ugyanakkor ebben az időszakban Magyarország esetében jelentősen eltérőek voltak. A hosszantartó fiskális „alkoholizmus” okozta inflációs nyomás, az egyre terjedő devizahitelezés transzmissziót torzító hatása, valamint a 2007-ig alkalmazott árfolyamsáv egyaránt csökkentették a jegybank mozgásterét. Az emelkedő államadósság és a magas szinten álló költségvetési hiány az ország kockázati megítélését rontotta, ugyanakkor az intézkedések támogatták az egészségtelesen fogyasztási szerkezet kiépülését is. Így a monetáris politikára hárult a fiskális politika által generált, az árstabilitásra nézve kockázatos intézkedések hatásainak csillapítása is. Az inflációs célkövetés első éveiben nem valósult meg a megfelelő mértékű összhang a monetáris és fiskális politika között [Matolcsy – Palotai, 2016]. A fiskális politika hatásait ellensúlyozni törekvő jegybank szigorító irányultsága a kamatkülönbözet növekedésével épp ellenkező hatást váltott ki: ösztönözte a keresletet a deviza-hiteleszközök iránt, tovább erősítve a felépülő egyensúlytalanságokat. Az inflációs cél követésében nagyban korlátozott jegybanknak a válság kitörésével az árstabilitással szemben a pénzügyi stabilitás erőteljes fenyegetettségével is szembe kellett néznie, a globális mintának megfelelően átértékelve a korábbi jegybanki cél- és eszközrendszerét.

A válság kitörése óta egyre több érv halmozódott fel egy még rugalmasabb inflációs célkövetés mellett. A korábbi vélekedéssel szemben nyilvánvalóvá vált, hogy az árstabilitás megteremtése nem elégséges feltétele a makrogazdasági, illetve pénzügyi stabilitásnak [Ábel et al. 2014]. A válságot megelőző időszak korlátlan optimizmusa szemet hunyt a felépülő pénzügyi egyensúlytalanságok felett, így kormányozva hosszan tartó recesszióba a világgazdaságot. A makrogazdaság stabilitása nem elégséges feltétele a pénzügyi stabilitás kialakulásának, fenntartásának. Ennek következményeként tapasztalható a mikro- és makroprudenciális politikák erősödése az utóbbi időben. A pénzügyi stabilitási szempontok különböző formákban jelennek meg a monetáris politikában. Indirekt formában erősödhet az ezirányú jegybanki kommunikáció, miközben a pénzügyi stabilitás a makroprudenciális hatóság hatásköre marad; ez a gyakorlat a svéd jegybanknál figyelhető meg. Erősebb elköteleződést mutat az intézményrendszer átalakítása, amikor a pénzügyi felügyeleti hatóság beolvad a központi bank intézményébe, mint az történt az Egyesült Királyságban és Magyarországon.

A megváltozott monetáris politikai keretrendszer megkérdőjelezi az inflációs cél elsődlegességével kapcsolatos korábbi konszenzust, amikor a reálgazdaság válságból való kilábalása fontos szemponttá válik. Az inflációs várakozások kellő horgonyozottsága elengedhetetlen feltétele a rugalmasabb rezsím kialakításának. A Phillips-görbe 1990-es évektől való egyre laposabbá válása kérdésessé tette, hogy az inflációs célkövetés rendszerében az infláció súlyának feltétlenül nagyobbak kell lennie a reálgazdaság – kibocsátási rés – súlyánál. A rugalmasabbá váló cél- és eszközrendszer támogatta a reálgazdasági stabilizáció szerepének növelését a monetáris politikában. A válság kitörését követően a munkaerőpiaci indikátorok is helyet kaptak a jegybanki kommunikációban, amelyek könnyen értelmezhető, transzparens mutatóként hatékonyan küszöbölhetik ki a kibocsátási rés mérési problémái által okozott bizonytalanságot.

Az inflációs célkitűzés rendszerének rugalmasabbá tételén kívül további tényezők is szükségessé tették a monetáris politikai eszközrendszer átalakítását. Míg a

fejlett országok esetén kezdetben nagyrészt a hagyományos monetáris politikai mozgástér megszűnése motiválta a nemkonvencionális eszközök bevezetését a monetáris kondíciók további lazításának szükségessége miatt, a feltörekvő gazdaságok az alapkamat effektív tartományában alkalmaztak nem-hagyományos eszközöket. Ezen eszközök hatékonyságának feltétele, hogy az inflációs várakozások kellőképp horgonyoztak legyenek, ugyanis csak megfelelő hitelesség mellett teljesíthetik be feladatukat. A hozamcsökkenés gazdaságélénkítő hatására alapozva a nagyobb jegybankok eszközvásárlási programokat (Fed, EKB, BoE, BoJ) vezettek be. Pénzügyi turbulenciák idején hasznosnak bizonyultak ezek a programok, ám a tapasztalatok alapján a program időtartamának növelésével párhuzamosan csökken annak hatásossága. A hagyományos monetáris politika térvesztését kiküszöbölendő, több európai, illetve a japán jegybank is a negatív kamatok alkalmazásához folyamodott. Az előre tekintő iránymutatással számos jegybank igyekezett az alapkamat tartós alacsony szinten tartását kommunikálva csökkenteni a hosszú hozamokat. A recesszió tartósan vetette vissza a hitelkeresletet, a gazdasági szereplők adósságállományuk leépítésében, portfóliójuk tisztításában voltak érdekeltek, így több jegybank hitelösztönző programokat dolgozott ki, a hitelezés és az aggregált kereslet élénkítése érdekében (például az EKB TLTRO eszközei, a BoE FLS programja és az MNB Növekedési Hitelprogramja). Ezek az eszközök egyre inkább a jegybanki eszköztárak szerves részeivé váltak.

Egyes országok a válság során a rugalmas inflációs rendszer hagyományosabb, már válság előtt is ismert elemeit kezdték alkalmazni. A toleranciasáv bevezetése egy inflációs pontcél körül jelezheti a gazdasági szereplőknek, hogy a jegybank tolerálja a cél körüli ingadozást egy meghatározott sávon belül, elkerülve a nem kívánt kilengést a reálgazdaságra nézve. A Magyar Nemzeti Bank 2015-től tartós költségsokkok esetén 1 százalékpontos eltérést tolerál a 3 százalékos inflációs cél körül. A cseh jegybank nem veszi figyelembe bizonyos típusú sokkok elsőkörös hatásait, így tolerálja az ezen okból történő céltévesztést.

A Magyar Nemzeti Bank a válság kitörését követően, megszabadulva az inflációs célkövetés rendszerét korábban erőteljesen gátló tényezőktől, cél- és eszközrendszerének rugalmasabbá tételével nagymértékben hozzájárult a magyar gazdaság válságból való kilábalásához. A devizahitelek forintosításával kiküszöbölte a magyar lakosság árfolyamkitettséget, valamint kiiktatta a transzmisszió kamatcsatornájának torzulását okozó legmarkánsabb tényezőt. Ezen kívül az utóbbi évek fiskális politikai gyakorlata nem akadályozta, sőt inkább támogatta az inflációs cél hatékonyabb követését. A Magyar Nemzeti Bank az Önfelújítási Program keretében csökkentette a külföldi szektor szerepét a magyar állam finanszírozásában, valamint jelentős mértékben hozzájárult az ország külső sérülékenységének csökkenéséhez. Hitelösztönző programjával, a Növekedési Hitelprogrammal támogatta a kis- és középvállalatok hitelkeresletének kielégítését, ezáltal a magyar gazdaság bővülését. A pénzügyi stabilitási szempontok beépítését illetően az MNB intézményi átalakításokat hajtott végre a pénzügyi felügyelet jegybanki hatáskörbe olvasztásával. Összességében a jegybank a globális trendeknek megfelelően, innovatív módon tette rugalmasabbá cél- és eszközrendszerét, megőrizve horgonyzó szerepét az inflációs várakozások terén, mindvégig fenntartva az árstabilitás elérésének elsődlegességét és célzott módon beavatkozva javította a monetáris transzmisszió korábbi töredezettségét.

HIVATKOZÁSOK

- Ábel I. – Csontos O. – Lehmann K. – Madarász A. – Szalai Z. (2014): „Az inflációs célkövetés megújulása a válság után.” *Hitelintézeti Szemle*. 13(4): 35-56.
- Blanchard, O. (2003): *Comments on Jiri Jonas and Frederic Mishkin's "Inflation targeting in transition economies: experience and prospects"*, NBER Conference on Inflation Targeting, Florida.
- Kuttner, K. N. (2004): *A Snapshot of Inflation Targeting in its Adolescence*. <https://www.rba.gov.au/publications/confs/2004/pdf/kuttner.pdf> Letöltve: 2017.03.28.
- Kuttner, K. N. – Posen, A. S. (2012): „How Flexible Can Inflation Targeting Be and Still Work?” *International Journal of Central Banking*. 8(1): 65:101. <http://www.ijcb.org/journal/ijcb12q0a3.pdf>
- Matolcsy Gy. – Palotai D. (2016): „A fiskális és a monetáris politika kölcsönhatása Magyarországon az elmúlt másfél évtizedben.” *Hitelintézeti Szemle*. 15(2): 5–32.
- Palmqvist, S. (2007): *Flexible inflation targeting – how should central banks take the real economy into consideration?* Sveriges Riksbank Economic Review, 2007/2. http://www.riksbank.se/Pagefolders/42667/07_2eng_palmqvist2.pdf Letöltve: 2017.03.28.
- Svensson, L. E. O. (1997): *Inflation targeting in an open economy: Strict or flexible inflation targeting?* <http://www.rbnz.govt.nz/-/media/ReserveBank/Files/Publications/Discussion%20papers/1997/g97-8.pdf> Letöltve: 2017.03.28.