

**Monetáris politika a válság idején**  
Simor András MNB-elnök előadása a Corvinus Egyetemen

*Idén második alkalommal került sor a Közgazdaságtudományi Kari Napok rendezvénysorozatra a Budapesti Corvinus Egyetemen. A K-kari napok keretében, 2012. április 11-én, Simor András, a Magyar Nemzeti Bank elnöke tartott előadást „Monetáris politika a válság idején” címmel.*

Az előadás célja a hazai monetáris politika jelenlegi helyzetének ismertetése volt. Ennek keretében Simor András elsőként a válság előtti egyensúlytalanságok kialakulásának, majd a válság következtében végbemenő alkalmazkodási folyamatoknak az okait és főbb tendenciáit mutatta be. Ezt követően kitért a magyarországi kilábalás megtorpanását okozó nemzetközi és hazai gazdasági körülmények értékelésére. Végül bemutatta a hazai pénzügyi rendszert érintő legfőbb kockázatokat, illetve áttekintést adott a gazdasági helyzet javítása érdekében alkalmazható jegybanki eszközökről.

A magyar gazdaság egyensúlytalanságai nemcsak jelenünket, hanem várhatóan még az elkövetkező néhány évet is meghatározzák. A GDP növekedési ütemét tekintve Magyarország 2005-ig nagyjából egy bolyban mozgott a régiós versenytársakkal, ám mindeközben a magyar költségvetés folyamatosan plusz keresletet támasztott, ami éveken keresztül nagymértékű deficitet okozott. 2006-ot követően a költségvetést kezdték kiigazítani. A korábbi fiskális stimulus hiányában Magyarország gazdasági növekedése meredeken visszaesett, s ettől kezdve elmaradt a régiós versenytársakétól.

Eközben jelentős pénzügyi egyensúlytalanságok jöttek létre: 2001-től kezdődően az államadósság és a külső adósság GDP-hez viszonyított aránya is erőteljesen emelkedett. Ezek együttese máig komoly problémát jelent, mivel aláássa a potenciális növekedést. Legdinamikusabban a háztartások eladósodása nőtt: a külső adósság együtt járt a háztartások fedezetlen nyitott devizapozíciójának tágulásával. A régiós országokkal összehasonlítva Magyarország mind a nettó külső adósság, mind az államháztartás bruttó adósságának GDP-hez viszonyított aránya tekintetében messze a legrosszabb helyzetben van.

A válság nyomán a hitelezők adósságfinanszírozási hajlandósága visszaesett, ami szükségessé tette bizonyos hazai szektorok gyors alkalmazkodását, hogy a magyar gazdaság új pályára állhasson. 2008-ról 2009-re folyó oldalon nettó hitelezővé váltunk és az előrejelzések szerint ez a tendencia 2013-ig fokozódni fog. Bár az állam 2006 után nagy erőfeszítéseket tett a deficit csökkentésére, nem érezhető számottevő javulás. Sőt, 2011-ben jelentősen romlott az államháztartás pozíciója. Ehhez képest a privát szektor alkalmazkodása sokkal drasztikusabb volt az államinál. Különösen hátrányos a gazdaság szempontjából, hogy a vállalati szektor megtakarítása következtében a beruházások jelentősen visszaestek.

Az államháztartás strukturális egyenlege 2007-től folyamatosan javult, viszont 2011-ben óriási strukturális lazításra került sor. Ezt semlegesítette a magánnyugdíjpénztárak államosítása és egyéb egyszeri intézkedések. Ellenben nem sikerült meredeken csökkenő

pályára állítani a GDP-arányos államadósságot, csupán stabilizálni. Annak ellenére, hogy a lakossági hitelezés 2009-re negatívba fordult, a hitelállomány a jövedelmekhez képest nem tudott csökkenni; a forint leértékelődése következtében szinten maradt.

A magyar bankrendszer jelentős mértékben rá van utalva a külföldi forrásokra. Egyedül a balti államokban volt tapasztalható a hitelezés drámaiabb visszafogása, azonban a visegrádi országokhoz képest sokkal negatívabban alakult a magyar helyzet. Míg a visegrádi országokban 2010-ben növekedésnek indult a hitelezés, Magyarországon nemcsak, hogy csökkent, hanem még gyorsult is a visszaesés az utolsó években.

Az alkalmazkodás ára a belső kereslet visszaesése. A háztartások fogyasztása 2008-tól csökkent, míg az államháztartás kiadási szintje 2009 végétől kezdett mérséklődni. Ezzel szemben a beruházási aktivitás brutálisan visszaesett, ami hosszú távon jelentősen visszafogja a potenciális növekedést. A beruházások élénkülését gátolja, hogy a bankok által nyújtott vállalati hitelek kínálata erősen visszaesett és ezt a tendenciát tovább erősíti a külföldi források kiáramlása.

2012-ben igazán csak az exporttól várhatunk növekedést, bízva a felvevőpiacok élénkülésében. A belföldi kereslet azonban a hitelezés és a reálberek visszaesésének, illetve a keresletet visszafogó költségvetési intézkedéseknek köszönhetően várhatóan továbbra sem indul emelkedésnek.

Ahhoz, hogy a magyar gazdaság gyorsabb növekedési pályára álljon, feltétlenül szükség van az adósságállomány-probléma megoldására. A magas adósságállományból következő nehézségeket ráadásul fokozta az európai helyzet: a szuverén és banki kockázatok egymást erősítették. 2011 második felében a

CDS-felárak megnöttek és egyúttal az eurózóna államainak az adósságfinanszírozása is jelentősen megnehezedett. Ennek eredményeképpen a bankok refinanszírozási költségei a magasba szöktek, ami hitelezésük visszafogásához vezetett. Mindez negatív hatást gyakorolt a magyar helyzetre is azáltal, hogy a magyar bankok rászorulnak az európai anyabankok forrásaira.

Az Európai Központi Bank 2011 végén új eszközöket alkalmazott, amivel elsődleges célja a likviditásbővítés, a bankrendszer mérlegzsugorodásának ellensúlyozása volt. Egyrészt 40 milliárd euró értékben 1 éves fedezett kötvényszeresítést indított az elsődleges és másodlagos piacon. Másrészt kétszer körülbelül 500 milliárd euró értékben 3 éves hitelt nyújtott a hitelintézeteknek 1 százalékos kamatláb mellett. Az intézkedések következtében a finanszírozási helyzet stabilizálódott: csökkentek a szuverén felárak és egyúttal a bankok refinanszírozási költségei is.

Nyugat-Európa gazdasági növekedésének lassulása és egyes államok adósságválsága komoly hatással volt a magyar gazdaságra. Exportpiacaink beszűkültek. Romlott az általános kockázati megítélés, aminek révén a kockázati felárak megemelkedtek. Ráadásul Magyarországon nagyobb mértékben, mint a nyugat-európai államokban, mivel a magyar gazdaságot sérülékenyebbnek tartja a piac. Ez az árfolyam további leértékelődéséhez és a magyar államadósság magasabb finanszírozási költségeihez vezetett. Emellett az anyabankok forrásainak szűkülése szigorúbb hitelezési feltételeket eredményezett. A csökkenő külső és belső kereslet veszélye, hogy a beruházási hajlandóság és a foglalkoztatás visszaeséséhez vezet. Az export, részben az autóipari beruházások következtében, a következő években várhatóan

megaladja az importot, de a romló európai gazdasági körülmények miatt a növekedési üteme a korábbinál lassabbnak ígérkezik.

A magyar állampapírok kockázati felárának növekedése miatt a költségvetés finanszírozása 2011 végén jelentősen drágult, így a Monetáris Tanács 50 bázisponttal megemelte a jegybanki alapkamatot, ami hozzájárult ahhoz, hogy januárra stabilizálódott a helyzet. Ellenben érdemes megjegyezni, hogy a romló kockázati megítélés nem kizárólag a Nyugat-Európai helyzet eredménye, hanem abban jelentős szerepe volt országkockázati tényezőknek. Magyarországon rendkívül nagy az adósságállomány, és a rövid futamidők, gyakori lejáratok következtében folyamatos a refinanszírozási igény. A magas hozamszint azonban nem tartható fenn hosszú távon a jelenlegi csekély növekedési ütem mellett.

Az EU-IMF megállapodás szükségességét támasztja alá, hogy a nagy adósságállomány, a nulla közeli gazdasági növekedés és a magas reálkamat következtében fenntarthatatlanná vált a jelenlegi adósságpálya. Az adósságállomány és a kockázati felárak csökkentéséhez emelni kellene a gazdasági növekedést és csökkenteni a magas reálkamatokat. Az EU-IMF megállapodás áttörést hozhatna, mivel a szervezet által biztosított pénzügyi védőháló megkönnyítené Magyarország finanszírozását. A megállapodásra nem elsősorban a pénz miatt van szükség, hanem sokkal inkább azért, hogy a piac számára hitelessé váljon az államadósság csökkentésére törekvő költségvetési politika. A megállapodás nélkül a magyar gazdaságpolitikának kellene megküzdenie hitelessége javulásáért, hogy csökkenjenek a finanszírozási költségek és a kockázati prémium-sokknak való kitettség.

A növekedési kilátásokat rendkívüli mértékben rombolja a folyamatos külföldiforrás-kiáramlás, ami régiókban Magyarországot sújtja leginkább. A nyugat-európai anyabankok számára a meglévő forrásaik leánybankok közötti allokációjáról való döntéskor az egyik legfőbb szempont a bankrendszer nyereségessége. Azonban nyugat-európai és régiós összehasonlításban is Magyarországon a legrosszabb a bankok jövedelmezősége. Ez elsősorban a bankadónak és a végtörlesztéseknek tulajdonítható, mivel ezzel a két tényezővel korrigálva az értékeket, a magyar bankok adózás utáni jövedelmezőségi mutatói meggyeznek a német bankok azonos mutatóival.

A következő években jelentős hitelek fognak lejárni: évente körülbelül 10 milliárd euró értékben. Emiatt különösen nagy problémát okoz a kockázati felárak emelkedése. Ráadásul nemcsak a kockázati prémiumok mutattak jelentősebb növekedést hazánkban, hanem a forint is jobban gyengült az euróval szemben, mint a régiós devizák.

A tavalyi évet költségvetési lazítás jellemezte, amit főként egyszeri intézkedésekkel ellensúlyoztak, azonban ezek 2012-ben már nem nyújtanak forrásokat, emiatt idén pénzt kell kivonni a gazdaságból. Míg 2011-ben a 2,7 százalékos pozitív fiskális impulzus mellett 1,5 százalékos volt a gazdasági növekedés, kérdéses, hogy a 2012-ben várható 2,2 százalékos negatív impulzus hatására hogyan alakul a növekedés.

Javulást a foglalkoztatás bővülésétől lehetne várni, azonban csak kismértékű növekedés figyelhető meg az aktivitási rátában. Mindeközben nő a munkanélküliség, hiszen a gazdaság szűkülése miatt visszaesett a munkaerő iránti kereslet. 2012-re a reáljövedelmek visszaesése jellemző, ami csökkenti a ház-

tartások fogyasztását és ezáltal gátolja a belföldi kereslet élénkülését. Ha 2013-ban nem marad fenn az állami hozzájárulás, akkor nem várható a reálbér emelkedése, és a bérkompenzációt is valószínűleg az egyéb juttatások visszafogása fogja kísérni.

Az év elején a vártnál erősebben gyorsult az infláció. Az alapvetően romló inflációs folyamatokat jelentősen erősítette az áfát és a jövedéki adót módosító intézkedések hatásainak begyűrűzése, az erősödő költségsokkok, illetve a 2011 második felében tapasztalható árfolyamgyengülés. Pozitívum, hogy a márciusi érték már megegyezett az MNB előrejelzéseivel. Valószínűleg az év elején csak átmeneti hatás jelentkezett, és bízhatunk benne, hogy a vállalatok nem tartósan hártják át a költségeket a fogyasztókra.

Mindezek alapján 2012-ben a magyar gazdaság stagnálására, 2013-ban pedig visszafogott növekedésére lehet számítani. A kibocsátás a következő időszakban nem éri el a potenciális szintjét. 2012-ben az infláció várhatóan a 3 százalékos cél fölött marad, de 2013-ra az indirekt adók hatásainak gyengülésével és a költségsokkok lecsengésével valószínűleg mérséklődik, a célérték közelébe kerül. Ehhez azonban szükséges, hogy Magyarország kikerüljön a túlzott-deficit-eljárás alól, csökkenjenek a kamatfelárak és a költségvetési kiigazítást ne adóemeléssel valósítsák meg. Amennyiben az adóbevételek növelése elkerülhetetlen, akkor fontos, hogy minél kisebb torzítást okozó adónemek alkalmazására kerüljön sor.

A Magyar Nemzeti Bank elsődleges célja az árstabilitás elérése. Emellett alapvető cél a pénzügyi stabilitás és kiszámítható környezet biztosítása, illetve az árfolyam túllövésének elkerülése a gazdasági növekedés elősegítése céljából.

Az MNB ezen célok veszélyeztetése nélkül támogathatja csak a reálgazdaságot. Ennek keretében próbálják simítani az alkalmazkodást: nem hirtelen, hanem mérsékelt monetáris politikával kívánják visszahúzni az inflációt. Monetáris lazításra viszont a jelenlegi helyzetben, amikor magas az infláció és bizonytalan a kockázati megítélés, nincs lehetőség, mivel az a pénzügyi stabilitás veszélyeztetésével járna.

Az MNB eddigi intézkedéseinek középpontjában a deviza- és forintlikviditás bővítése állt. A devizalikviditás különösen fontos, mivel a hitelállomány 65 százaléka devizában van és a devizahiány komoly problémákat okoz, különösen piaci sokkok idején. A devizalikviditás fokozásának azonban korlátai vannak, mivel a devizatartalékok csökkenésével jár, ami kockázatot jelent.

A válságot követően több központi bank is alkalmazott nem konvencionális eszközöket. Alapvető céljuk ezzel a defláció elkerülése, a nulla kamatszint mellett további monetáris lazítás, illetve a transzmisszió javítása volt. Ezt egyrészt likviditás nyújtásával, a piaci súrlódások enyhítésével, másrészt vállalati kötvények és állampapírok vásárlásával kívánták elérni. Viszont mindeztől eltérő helyzetben lévő, főként fejlett országok használták, ahol megfelelő vállalati értékpapírpiac működik. A feltörekvő országokban a monetáris lazítást kamatcsökkentéssel is el lehet érni, ami ráadásul előnyösebb, mivel a hitelátvállalásnak fiskális költsége van, hiszen kockázatos a visszafizetés. Ezzel kapcsolatban éri a legtöbb kritika a Fed-et, mivel a mennyiségi lazítás (quantitative easing) következtében a bank mérlegében olyan követelésállomány jelent meg, amely nem számíthat biztos megtérülésre.

A magyarországi hitelezés megindulásához a következő problémák orvoslására van szükség. Alacsony a bankok hitelezési hajlandósága, ami egyrészt a romló gazdaságpolitikai hitelesség következtében kialakult magas kockázatkezelési magatartással magyarázható. Másrészt a vállalati hitelportfólió romló minősége az esetleges nemteljesítés miatt likviditási kockázatot és a jövedelmezőségi kilátások további csökkenését jelenti. A jegybanki eszközök azonban nem alkalmasak az ilyen típusú problémák kezelésére. A megoldást általános bizalomépítés és a kiszámíthatóság megteremtése jelentené, továbbá a növekedési potenciál és a versenyképesség erősítése.

Az elmúlt néhány hónapban nemcsak a hitelezési hajlandóság visszaesése okozott problémát, hanem a hitelezési képesség beszűkülése is, amihez hozzájárult a bankok devizaswap-állományának rendkívüli növekedése és a hosszabb lejáratú források hiánya. Mivel a kiemelkedően magas swapállomány pénzügyi stabilitási kockázatokkal jár, ilyen helyzetben érdemes a jegybanknak beavatkoznia.

A szűkülő finanszírozási források okozta probléma megoldását a központi bank likviditás biztosításával képes támogatni. Éppen ezért a bankrendszert

érintő stabilitási veszélyek mérséklése céljából és a bankok hitelezési képességeinek további romlását megelőzendő az MNB új monetáris politikai eszközt vezetett be. A központi bank a hosszú lejáratú forintlikviditás biztosítása érdekében 2 éves refinanszírozási lehetőséget nyújt a mindenkori jegybanki alapkamaton, hogy ezáltal a hitelintézetek lecserélhessék rövid lejáratú forintforrásaikat. Mindezt feltételhez kötik: a forrásokért cserébe a bankoknak legalább szinten kell tartaniuk a vállalati hitelállomány nagyságát. Ezen kívül a fedezeti kör bővítése is a bankok likviditási helyzetének javítását szolgálta. A lakossági hitelezés támogatása és a piaci likviditás növelése érdekében pedig új jelzáloglevél-vásárlási program indul, aminek előfeltétele az univerzális jelzáloglevél-kibocsátási jog megteremtése.

Megállapítható tehát, hogy a jelenlegi helyzetben rendkívül fontos lenne egy fenntartható adósságpálya kialakítása, amihez a gazdaságpolitikának mindekelőtt javítania kellene az elsődleges egyenleget. Ehhez elengedhetetlen a finanszírozási költségek csökkentése, amihez egy gazdaságpolitikai fordulatra lenne szükség. Ennek hitelességét biztosíthatná egy EU-IMF megállapodás.

**VÁGÓ NIKOLETT**