NEMZETI KÖZSZOLGÁLATI EGYETEM
Közigazgatás-tudományi Doktori Iskola

TÉZISFÜZET

Czeczeli Vivien

A monetáris politika lehetőségei a 2008-as globális pénzügyi válság után

Témavezető: Prof. Dr. Halmai Péter

Budapest, 2021

1. A kutatás jelentősége és célkitűzései

A kutatás középpontjában azok a változások és monetáris politikai fejlemények állnak, melyeket a 2008-as globális pénzügyi és gazdasági krízis hívott életre. Ezek a változások a 2020-as évtized gazdaságpolitikájában, így a központi bankok tevékenységében is meghatározó jelentőséggel bírnak. Még hangsúlyosabb, hogy a kialakult folyamatok szélesebb perspektívában is újfajta irányvonalakat jelölnek ki, melyek egyúttal a közgazdasági gondolkodás egészének formálását is előidézik.

A kutatás célja azoknak a monetáris politikára, s szélesebb értelemben a monetáris makroökonómiai folyamatokra ható tényezőknek az egységes keretbe foglalása, melyek egy „új normál" időszak kialakulásához vezettek. A kérdéskör elméleti megalapozása részletesen számba veszi a monetáris politikai működés alapelveinek historikus evolúcióját. Az áttekintő egészen a 2020-as évtized legfontosabb (technológiai, globalizációs stb.) vívmányaira is kiterjed. A disszertáció módszertani része a fenti összefüggések további alátámasztásául szolgál, s további árnyaltabb következtetések levonását teszi lehetővé.

A kutatás jelentőségét adja, hogy a problémakör kibontakozása bár 2008-ra vezethető vissza, a 2020-as évtized elején továbbra is releváns kérdéseket feszeget. A hosszú távú következmények azonosítása érdekében elengedhetetlen a múltbeli folyamatok minél teljesebb megismerése, s azok megfelelő értelmezése. Az újfajta vívmányok (ide értve számos egyéb tényező mellett a negatív kamatpolitikát, vagy a mennyiségi lazítási programok normál monetáris politikai működés elemévé válását) a megelőző évtizedekhez képest új vizekre sodorták a közgazdaságtant. E folyamatok működésének pontos megértése a jelen kor feladataként értelmezendő. Különösen fontos a hangsúly az egyes lehetséges mellékhatások, nem szándékolt tovagyűrűző hatások (túlfűtöttség, jövedelmi egyenlőtlenségek, stb.) azonosításán.

2. A kutatási kérdések és a hozzájuk tartozó hipotézisek

A disszertáció felépítése öt fő kutatási kérdés mentén történik. A megfogalmazott kutatási kérdések, s ennélfogva a disszertáció teljes egészének fókusza a fejlett országok monetáris politikája, elsősorban a Federal Reserve (FED) és az Európai Központi Bank (EKB) gyakorlata. A kutatási kérdéseket és a hozzájuk tartozó hipotéziseket az 1. ábra foglalja össze:

K1: *Milyen változások figyelhetőek meg a 2008-as globális pénzügyi és gazdasági válságot követően a monetáris politika szerepkörében?*

- **H1:** A jegybanki szerepkör a 2008-as globális pénzügyi és gazdasági válságot követően új paradigmák mentén zajlik.

K2: *Milyen hatásokkal, kockázatokkal járt a 2008-at követő időszakra jellemző monetáris expanzió?*

- **H2:** A globális pénzügyi válságot követő bő tíz év expanzív monetáris politikai irányvonala túlfűtöttséget okozott a pénzpiacokon.

K3: *Negatív nominális (NIRP) és nulla közeli (ZIRP) kamatkörnyezetben hogyan működik a monetáris transzmisszió?*

- **H3:** A nulla közeli és negatív kamatlábak időszakában a rövid lejáratú kamatok alakítása már elégtelennek bizonyult az inflációs célok elérésében.

K4: *Hogyan hatnak a nulla közeli és negatív kamatlábak a bankok profitabilitására?*

- **H4:** A bankok profitabilitását kedvezőtlenül érintik a negatív kamatlábak.

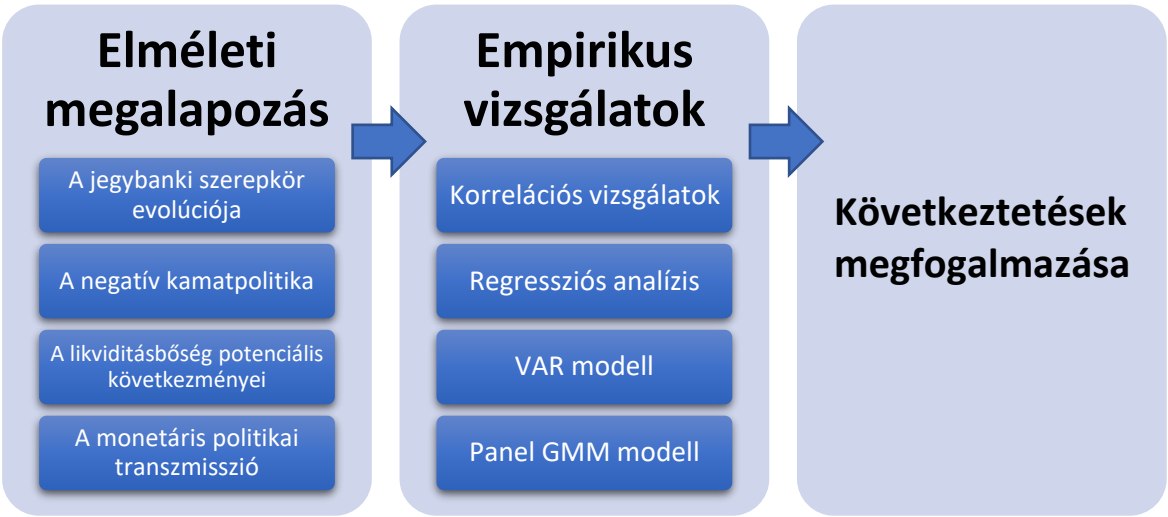
K5: *Hogyan érinti a monetáris politika a társadalmi jövedelmi különbségeket?*

- **H5:** A monetáris politika elosztási hatásokkal jár, és befolyásolja a jövedelmi egyenlőtlenségek alakulását.

1. ábra: A disszertáció kutatási kérdései és hipotézisei
Forrás: saját szerkesztés

3. A disszertáció felépítése

A kutatás három fő részre tagolódik: a vizsgált témakör elméleti megalapozása, az elméleti összefüggések empirikus alátámasztása, illetve a következtetések megfogalmazása (ld. 2. ábra). A részletes, szakirodalmi áttekintőt is magában foglaló elméleti háttér, további négy fő fejezetből áll.



2. ábra: A disszertáció felépítése
Forrás: saját szerkesztés

Az első fejezet a ***jegybanki szerepkör evolúcióját*** veszi górcső alá. A témakör a 2008-as krízist megelőző időszak legfontosabb vívmányainak áttekintésével indít, különös figyelmet fordítva azon alapelvekre, amelyek a megelőző évtizedekben a fejlett országok jegybanki működésének alapjait jelentették. 2008-ban a válság kirobbanásával párhuzamosan olyan folyamatok kezdtek el kibontakozni, melyek messzemenő következményekkel jártak a monetáris politika működésére. A kutatás kiemelt hangsúlyt fordít ezen változások számbavételére, s annak meghatározására, hogy mely területek a leghangsúlyosabban érintettek. A de facto értelemben vett átalakulások a jegybankok működési és intézményrendszerében szinte valamennyi korábbi alappillért (pl. függetlenség, célok prioritása, eszközrendszer stb.) érintik, habár azokat eltérő intenzitással. A jegybanki eszköztár kibővülése, s minden eddiginél szélesebb tárháza egyúttal a jegybankok szerepkörét is újradefiniálta. A jegybank által ellátandó feladatok tehát azok eszköztárának, illetve a jegybanki mérlegfőösszegek bővülésével párhuzamosan emelkedtek. A megelőző évtizedek „egy cél, egy eszköz" elvére épülő monetáris politikája mára a homályba veszett. A 2008-as események következtében megváltozott gazdasági környezetben érkezett meg a koronavírus okozta exogén sokkhatás. A negatív gazdasági fejlemények tovább fűtötték az eddigi trendeket, s a normalizálódás lehetőségét is tovább késleltették. A monetáris politikai szerepkör szélesedése, s a jegybanki függetlenség gyengülése egyúttal a fiskális politikával vett szorosabb interakciót is eredményezi, ami a modern monetáris elmélet (Modern Monetary Theory, MMT) előretörésének ad teret. A minden eddiginél aktívabb jegybanki szerepvállalás egyúttal elosztási hatásokkal is jár, így a monetáris politika a jövedelmi egyenlőtlenségek témakörét is egyre hangsúlyosabban érinti. A technológiai változások a jegybankok oldaláról is megkövetelik az új fejleményekkel való lépéstartást, s egyre hangsúlyosabb szerepet kapnak a digitális jegybankpénz bevezetéséhez kapcsolódó intézkedések. A fentieken túl napjaink meghatározó kérdésköre a klímaváltozás, és az azzal összekapcsolható fenntarthatósági kérdések.

A disszertáció következő fejezete ***a negatív kamatlábpolitikára*** helyezi a hangsúlyt. A közgazdasági elméletek korábban kizárólag pozitív kamatokra építkeztek. Ez az uralkodó szemlélet 2012-ben indult változásnak, amikor Dánia elsőként alkalmazott negatív nominális kamatlábat. A negatív kamatokat alkalmazó országok csoportjához csatlakozott a későbbiekben Svájc, Svédország, Japán, és az euróövezet is. A negatív kamatok alkalmazásának motivációja az inflációs célok (euróövezet, Japán) mellett az árfolyam és kamatkülönbözőségek (Svájc, Dánia) kordában tartása. Az egyes országok kapcsán a negatív kamatok alkalmazásának indítékait *esettanulmányok keretében* szemlélteti a kutatás. A negatív kamatok mögöttes

gondolatainak alapja a források alternatív módon történő felhasználása (reálgazdaságba történő kihelyezése), melynek eszköze valójában a megtakarításokkal, illetve többlettartalékokkal rendelkező gazdasági szereplőkre kivetett extra költség. Az intézkedésnek, a többi nem konvencionális intézkedéshez hasonlóan, a szándékolt következményeken túlmenően számos nem szándékolt mellékhatása jelentkezhet. A kutatás kiemelt hangsúlyt fektet e tényezők azonosítására, illetve minél teljesebb számbavételére. Itt említhetőek meg a negatív kamatok banki profitabilitást érintő hatásmechanizmusai, ezzel szoros összefüggésben a kockázatvállalási szintre kifejtett hatások. Hangsúlyos kérdés, a monetáris politikai transzmissziós mechanizmus negatív kamatok melletti működése, mely egyúttal a kapcsolódó empirikus elemzés alapjait is képezi.

A következő egység fókusza ***a likviditásbőség potenciális következményeire*** irányul. A több mint egy évtizede tartó extrém laza monetáris kondíciók likviditásbőséget eredményeztek a pénzpiacokon. Ez a többletpénz ugyanakkor számos esetben nem volt képes elérni a kívánt célokat, mivel az nem a reálgazdaságban, hanem a pénzpiacokon csapódott le, hozzájárulva potenciális buborékok kialakulásához. A mennyiségi lazítás szerepe, és az alacsony kamatkörnyezet tartós fennállása fontos motívumok, s az eszközárak rekordmagas szintre növelésén keresztül pénzügyi stabilitási problémákat is felvetnek. E kockázatok azonosítása és szem előtt tartása kiemelt fontosságú a jövőbeli pénzügyi gazdasági egyensúly fenntartása, illetve elérése szempontjából. A témakör másik fontos aspektusa az inflációhoz kapcsolódik. Az infláció hiánya, illetve annak célszinttől való elmaradása a jegybanki kihívások legfontosabb eleme. A korábbi közgazdaságtani összefüggések jelen feltételrendszerben eltérő módon érvényesülnek. E folyamatok tovább fűtik a pénzpiacokat, s csekély mértékben járulnak hozzá az inflációs célok eléréséhez. A problémakör komplex módon történő értékelése érdekében a dolgozat az egyéb (globalizációs, reálgazdasági, pénzügyi) tényezők figyelembe vételére is igyekszik hangsúlyt fektetni.

Az elméleti rész utolsó szakasza a ***monetáris politikai transzmissziós mechanizmust*** veszi górcső alá. Áttekintem a különböző (konvencionális és nem konvencionális) intézkedésekkel jellemezhető monetáris politikai periódusokra jellemző legfontosabb átviteli közegeket. A kutatás felhívja a figyelmet az egyes monetáris politikai intézkedések esetén jelentkező tovagyűrűző hatások jelentőségére. Kontextusba helyezi azokat a hatásokat, melyek a nem konvencionális intézkedések alkalmazása esetén sokkal hangsúlyosabban jelennek meg a gazdaság egyes területein. A hagyományos csatornák mellett kiemelt hangsúlyt fordít a

mennyiségi lazítási intézkedések belföldi és külföldi hatásmechanizmusára, illetve a negatív nominális kamatok időszakában megfigyelhető eltérésekre, azonosságokra.

3.1. Kutatási módszerek

*Az **empirikus rész négy fő ökonometriai vizsgálaton alapul**.* A monetáris politikai transzmissziós mechanizmus vizsgálata egy alap ***VAR (Vektor Autoregresszív)*** modell segítségével történik. Két periódus (a krízis előtti, illetve utána következő ZIRP és NIRP) időszak adatai alapján a vizsgálatok középpontjában a legfontosabb monetáris politikai indikátorok közötti interakció számbavétele történik. A havi bázison alapuló, euróövezetre vonatkozó adatok magukban foglalják a rövid lejáratú pénzpiaci kamatlábat, az euró dollárhoz viszonyított árfolyamát, a részvénypiaci árindexet, a háztartásoknak nyújtott hiteleket, a harmonizált fogyasztói árindexet, illetve az ipari termelés árindexét. Az elemzés elsődleges célja, hogy néhány pénzügyi, makroökonómiai változó közötti interakciót tárjon fel euróövezeti adatok alapján. A vizsgálatok két időszak fejleményeinek összehasonlításán alapulnak: a 2008-as globális pénzügyi és gazdasági válságot megelőző és az azt követő időszakon. A kutatás tehát megkülönbözteti egymástól az alacsony, nulla közeli, illetve negatív kamatlábakkal jellemezhető, és a normál, hagyományos működésen alapuló időszakot. Arra próbál választ adni, hogy felfedezhető-e különbség az egyes változók közötti interakciók során, vagyis másfajta hatásmechanizmusok érvényesülnek-e a pozitív, illetve a nulla közeli, vagy negatív kamatok időszakában.

A második empirikus vizsgálat az egyenlőtlenségek problémakörére fókuszál. Bár az elosztási hatásokat, így az egyenlőtlenségeket elsősorban a globalizációs és költségvetés-politikai folyamatokkal szokás összekapcsolni, az utóbbi évtized kiemelten laza monetáris politikájának számos mellékhatása is érinti a kérdéskört. A kutatás paneladatbázison végzett elemzések (***GMM modell***) segítségével azt próbálja feltárni, hogy az egyes monetáris politikai változók milyen irányú és mértékű hatást fejtenek ki a Gini-mutatóval mért egyenlőtlenségre. Az elemzés központjában az eurózóna országai, illetve három másik negatív kamatlábat alkalmazó európai ország (Dánia, Svédország, Svájc) áll.

A kutatás további részében ***korrelációelemzés*** keretében vizsgálom, hogy egyes makroökonómiai, illetve pénzügyi változók milyen kapcsolatban állnak az inflációval, illetve a részvénypiaci árindexszel az euróövezeti adatokra fókuszálva. A kutatás kiindulópontja, hogy az inflációs folyamatok a 2008-as krízist követően szintén eltérő módon alakultak, mint azt a közgazdasági logika diktálta volna. Az elemzés szintén két időszakot állít szembe egymással:

a krízis előtti és krízis utáni időszakot. Cél, annak feltárása, illetve igazolása, hogy számos esetben az előzőekben érvényben lévő kapcsolatok megfordultak. A részvénypiaci árindex bevonását az elemzésbe az indokolja, hogy a jegybanki tevékenységek az alacsony kamatok okán a tőzsdékre terelték a befektetőket, s a fogyasztói árindex helyett eszközár inflációt generáltak. Az összefüggések további alátámasztását szolgálják az euróövezeti és USA-ra vonatkozó adatokon elvégzett ***töréspont regressziók***. A 2000-2021-ig tartó időszakot lefedő adatokon, a pénzkínálat és a kamatlábak adatsorára alkalmazott Bai-Perron töréstesztek nyomán a vizsgált időtáv több szakaszra bontható. Az így meghatározott időszakok összehasonlítási alapot nyújtanak annak meghatározására, hogy az említett monetáris politikai változók mekkora magyarázóerővel bírnak a különböző időszakokban az S&P500 és a Dow Jones EuroStock50 részvénypiaci indexek alakulásában.

Az utolsó vizsgálati egység ***OLS regresszióval*** becsüli a bankok profitabilitására kifejtett hatásokat. Az euróövezet bankrendszerére fókuszálva az elemzés célja annak megállapítása, hogy a releváns változók közül melyeknek van szignifikáns hatása a bankok profitabilitásának alakulására a negatív kamatok időszakában. Vajon igazolható-e, hogy a negatív kamatok kedvezőtlenül hatnak a bankok profitabilitására? Az elemzés kiterjed a különböző méretű bankok csoportjaira is.

A disszertáció utolsó pillére a következtetések megfogalmazása, s a dolgozat elején megfogalmazott hipotézisek értékelése. Az elméleti összefüggések, illetve empirikus vizsgálatok alapján az elmúlt egy, másfél évtized tanulságai kerülnek feltárásra. A következtetések célja olyan jövőbeli iránymutatások megfogalmazása, melyek vezérvonalként szolgálhatnak a következő évtized gazdaságpolitikája számára.

4. Kutatási kérdések és hipotézisek értékelése

A következő részben a dolgozat elején megfogalmazott kutatási kérdések és hipotézisek értékelése történik.

- **Az első kutatási kérdés és hipotézis:**

1. kérdés: Milyen változások figyelhetőek meg a 2008-as globális pénzügyi és gazdasági válságot követően monetáris politika szerepkörében?

1. hipotézis: A jegybanki szerepkör a 2008-as globális pénzügyi és gazdasági válságot követően új paradigmák mentén zajlik.

Az első kutatási kérdés a jegybanki szerepkör változására irányult. A kutatási kérdés megválaszolása a szakirodalmi bázis, illetve az elméleti összefüggések mély és alapos feltárása segítségével történt. Az előzetesen megfogalmazott gondolatmenet alapján a monetáris politika elméletében és gyakorlatában a globális pénzügyi és gazdasági válságot követően egy új fejezet nyílt, mely a jegybanki működés paradigmaváltásaként is értelmezendő. Az első fejezet egyes alpontjai különböző szempontok mentén haladva nyújtott bizonyosságot a fenti állításokról, vagyis **a hipotézis, miszerint *„A jegybanki szerepkör a 2008-as globális pénzügyi és gazdasági válságot követően új paradigmák mentén zajlik”* igazolásra került**, s az alábbi tézis megfogalmazását tette lehetővé.

1. Tézis: A Globális Pénzügyi és Gazdasági válság vízválasztó jelentőségű volt a monetáris politikai gyakorlatra nézve, mely egy „új normál” kialakulásához vezetett. A korábbi, függetlenség elvének sérthetetlensége mellett megvalósuló, elsősorban inflációs célkövetésre fókuszáló jegybanki működést felváltott egy sokkal összetettebb tevékenységi kört és eszközrendszert magában foglaló monetáris politikai gyakorlat. A megelőző évtizedek monetáris politikájának alapvető elméleti összefüggései már nem magyaráznak megfelelően bizonyos jelenségeket, mely az uralkodó paradigmában történő változást támasztja alá. A létrejött változások várhatóan tartósan velünk maradnak.

A kutatás során igazolást nyert, hogy a 2008 előtti évtizedek jegybanki működése jelentős átalakuláson ment keresztül. A krízist megelőző időszak pénzügyi innovációs fejleményei nyomán világossá vált, hogy a problémák megfelelő kezelésére kizárólag a jegybankok alkalmasak, akik rendelkeznek a korlátlan likviditás biztosításának képességével. A központi bankok immár egy sokkal összetettebb feltételrendszerben fejtik ki működésüket. A korábbi,

elsősorban kamatláb módosításokra építkező monetáris politika a megváltozott gazdasági környezetben már nem bizonyul hatékony eszköznek, s a legfontosabb alappilléreken módosulások mentek végbe. A régi elméletek tehát - a kuhn-i megközelítésmódban foglaltakkal összhangban - már korlátozott mértékben képesek magyarázni a jelen összefüggéseit, mely egyúttal egy új érához is vezetett a monetáris politika működésében. A jegybankok azonban megfelelő rugalmassággal alkalmazkodtak az új fejleményekhez.

Világossá vált, hogy az *„egy cél, egy eszköz”* megközelítésmód érvényét vesztette. A jegybanki működés immár egy sokkal szélesebb eszköztár alkalmazása mentén, a nem konvencionális intézkedések dominanciája mellett valósul meg. A nem konvencionális intézkedések széles körben történő alkalmazása nyomán, azok tulajdonképpen már konvencionális intézkedéseknek tekinthetők. A jegybanki célrendszert tekintve az inflációs célkövetés elsődlegessége továbbra is megmaradt, mindazonáltal új feladatokat támasztott a jegybankok számára a pénzügyi stabilitási célok megnövekedett szerepe. A korábbi, inflációs célokra fókuszáló rendszer már nem biztosította a pénzügyi stabilitást, az infláció formálására (s szélesebb értelemben a makrogazdasági célok elérésére) a korábbi összefüggések már elégtelennek bizonyultak. Új feltételrendszer jött létre, mely nagyfokú alkalmazkodást és új szemléletmódot követelt meg a jegybankok oldaláról. Mindemellett a központi bankok elkezdtek olyan kérdéseket is előtérbe helyeztek, melyek korábban kívül estek tevékenységi körükön (ld. egyenlőtlenség, klímaváltozás, digitális pénz stb.).

A monetáris politikai eszköztár teljesen új elemeként jelentek meg a negatív kamatlábak. E jelenség egyúttal szélesebb közgazdasági értelemben is új mérföldkőnek tekinthető, hiszen a negatív kamatok alkalmazása a racionális közgazdasági gondolkodás alapelveit is cáfolja.

Az inflációs célkövetést tekintve a jegybankok rugalmassága nőtt, s a 2008-as krízist követő időszakban toleránsabbak lettek az inflációval szemben. Ezt igazolja az átlagos inflációs célkövetés adaptálása az USA-ban, illetve az EKB inflációs céljának szimmetrikussá válása. Az infláció és a defláció okozta potenciális veszélyekre tehát egyre inkább azonos súllyal tekintenek a jegybankárok.

A jegybanki függetlenség de facto sérült a fiskális és monetáris politika közötti szorosabb koordináció nyomán. A központi bankok (habár kimondatlanul) monetáris finanszírozást folytatnak, s egyre hangsúlyosabb szerepet kapnak a modern monetáris elmélet elvei.

Az extrém laza monetáris kondíciók a korábbinál erőteljesebb elosztási hatásokkal járnak. Az alacsony kamatkörnyezet okozta árváltozások az egyes eszközök piacán aránytalanul növelték a társadalom egyes rétegei közötti vagyoni és jövedelmi egyenlőtlenséget.

Fontos a 2020-as évtized elején jelentkező megatrendekhez való jegybanki alkalmazkodási kényszer. E tényezők (digitalizációs trendek, fenntarthatósági kérdések, demográfiai tényezők stb.) tovább formálják a jegybanki implementáció feltételrendszerét. A klímaváltozás okozta kihívások a jegybankokat is cselekvésre késztetik, a digitalizációs fejlemények pedig a digitális valuták, a digitális jegybankpénzek jövőbeli fontosságára hívják fel a figyelmet.

Az 1970-es években kibontakozó, jegybanki működés alapjait lefektető elvek tehát 2008-at követően új köntöst kaptak. Az itt felsorolt változások alapján a 2008-as krízis mind a jegybanki cél-és eszközrendszert, illetve intézményi jellemzőit is átalakította, formálta. Ezek a változások a 2020-as évtized elején olyan meghatározó jelentőségűeknek tekinthetőek, mint az 1970-es évek friedmani vívmányai. A monetáris politika működése teljesen új alapokra helyeződött. A krízist követő időszakban még központi szerepet foglalt el a normalizálódás kérdése, ám a negatív kamatok érájában a normál működéshez való visszatérés egészen biztosan elhúzódó folyamat lesz. Ha várható is a jövőben, hogy ismételten visszatérjünk a normál, nulla közeli kamatoktól távolabb eső kamatkörnyezetbe, teljes egészében a krízis előtti állapothoz nem fogunk visszatérni. A változások (kibővített jegybanki eszköztár és tevékenységi kör) velünk maradnak, bár azok mértéke egyelőre nyitott kérdés.

- **A második kutatási kérdés és hipotézis**

2. kérdés: Milyen hatásokkal, kockázatokkal járt a 2008-at követő időszakra jellemző monetáris expanzió?

2. hipotézis: A globális pénzügyi válságot követő bő tíz év expanzív monetáris politikai irányvonala túlfűtöttséget okozott a pénzpiacokon.

A 2020-as évtized kezdetén, egy újabb recesszióból való kilábalás útján, a monetáris politikában továbbra is jelen vannak a 2008-as krízis nyomai. A jegybanki működés máig távol áll a konvencionális formájától: egyfajta „új normál” van jelen, ahol a folyamatos monetáris ösztönzés a normál gazdasági működés feltételévé vált. Ám mindez mellékhatásokkal jár, illetve sok esetben ezek az impulzusok sem bizonyultak elégségesnek a kívánt célok eléréséhez. Az egyik legjelentősebb mellékhatás a pénzpiacokon jelentkező túlfűtöttség. A releváns elméleti összefüggések azonosítása és empirikus kutatás eredményeképpen **a hipotézis, miszerint *„A globális pénzügyi válságot követő bő tíz év expanzív monetáris politikai irányvonala túlfűtöttséget okozott a pénzpiacokon”* igazolásra került,** s a fentiek nyomán az alábbi tézis került megfogalmazásra.

2. Tézis: Az euróövezeti és USA-ra vonatkozó, korrelációs és töréspont regressziós vizsgálatokon alapuló kutatás, a szakirodalomban foglaltakkal összhangban igazolta, hogy a krízist követő bő másfél évtized expanzív monetáris irányvonala nagymértékben hozzájárult a vizsgált (S&P500 és Dow Jones Eurostock 50) tőzsdeindexek felfutásához. A monetáris expanzió egy jelentős hányada tehát a pénzpiacokon csapódott le, egyfajta nem szándékolt mellékhatásként.

A pénzügyi és makroökonómiai folyamatok közötti kölcsönhatás a válságot követően jóval erősebb, mint előtte volt (Mishkin, 2011), vagy mint azt korábban feltételezték. A rendkívül laza monetáris politika okán kialakult magasabb kockázatvállalás rendszerszintű, a makrogazdaságra tovagyűrűző problémák gyökereként szolgálhat. A pénzügyi és monetáris stabilitás érdekében tehát a monetáris szigorítás útján történő elindulás lenne indokolt. Ennek megvalósulása az USA-ban részben elindult, ám a koronavírusválság ott is megszakította e folyamatot. Az Európai Központi Bank nullás kamatkörnyezetben lépett be a Covid-19 válságba.

A monetáris intézkedések hatásai számos esetben az inflációs mutatókon kívüli más indikátorok értékeiben nyilvánultak meg számszerűen. Kiemelt szereppel bírnak e téren az inflációs mutatók által egyelőre figyelembe nem vett eszközárak. A mennyiségi lazítás, illetve a meglehetősen expanzív monetáris politikai irányvonal komoly kockázatokat vetett fel egy fenntarthatatlan eszközár növekedés, így egy eszközár buborék kialakulása kapcsán. E veszélyek az intézkedést alkalmazó ország határain túlmutatóan, nemzetközileg is jelen lehetnek. Bár a részvény-, kötvény-, és ingatlanpiacokon is egyaránt megfigyelhető egy évek óta tartó növekedési trend, mégsem igazolható egyértelműen egyik területen sem a buborék

jelenléte. A buborékok azonosítása nagyon bonyolult a kialakulásuk szakaszában, és ritka, amikor egy ilyen azonosítást magabiztossággal tehetünk. Napjainkban a buborékok kialakulásának szakaszát sok esetben gazdasági stabilitás, illetve alacsony inflációs időszak jellemzi. Kashkari (2017) szerint emiatt biztosítani kell a pénzügyi rendszer rugalmasságát, hogy az megfelelő ellenállást tudjon produkálni a jövőbeni korrekciókra. Ez azt jelenti, hogy a nagyobb bankokat arra kell késztetni, hogy sokkal több tőkét halmozzanak fel, amikor a piacok erősek. Bár a buborék jelenléte sosem igazolható egyértelműen, a túlfűtöttség a jelenlegi helyzetben mindenképp alátámasztottnak tekinthető. A koronavírusválság nyomán a buborékokok veszélye, illetve a részvénypiacok túlfűtöttsége ismételten középpontba került. Számos mutatószám utal a potenciális veszélyek jelenlétére.

A disszertációban alkalmazott korrelációelemzés szintén azt igazolja, hogy a pénzügyi, monetáris változók jóval magasabb korrelációt mutatnak a részvénypiaci indexekkel, mint az infláció alakulásával. A pénzügyi indikátorok esetében a korrelációs együtthatók előjelei a legtöbb esetben megfordultak. A különböző lejáratú kamatok inflációs mérőszámokkal való kapcsolata az utóbbi években már nem a konvencionális monetáris politikai összefüggések mentén valósul meg. A kamatok csökkenése nem járt együtt az infláció emelkedésével, illetve ezzel párhuzamosan az árindexek értékei tovább csökkentek. Az M2 és M3 pénzkínálat kapcsán szintén ez az ellentétes irányú kapcsolat figyelhető meg. A monetáris politika működése nem a megszokott módon történt, s a korábbi összefüggések korlátozott módon tudtak csak érvényesülni. Számos olyan tényező volt jelen, melyek gyengítették a jegybankok inflációs célok elérésére tett törekvéseit. A makrogazdasági teljesítmény általános szintjéről információt nyújtó mutatók, mint a termelési index, a GDP növekedési ráta, illetve a végső fogyasztói kiadások, gyengébb együttmozgást mutatnak a részvénypiaci indexszel a krízist követően. Ez egy alátámasztásául szolgál annak a feltevésnek, hogy a reálgazdasági teljesítmény elkezdett elszakadni a tőzsdepiacok szárnyalásától. A pénzpiaci indikátorok esetében a kötvényhozamok csökkenése a krízist követően magasabb részvénypiaci emelkedést vont maga után. Ez konzisztens a jegybankok hosszú kamatokat célzó tevékenységével és a vele párhuzamos részvénypiaci árfolyamok emelkedésével. A pénzkínálat növekedése szintén ezeket a hatásokat erősíti. A hitelezés bővülése rendszerint a kedvezőbb gazdasági feltételekkel jár együtt, vagyis, normál körülmények között a jobb gazdasági teljesítmény magasabb hitelezéssel, illetve magasabb tőzsdeindexekkel jár együtt. A korrelációs együttható alacsonyabb értéke e kapcsolat gyengülésére utal, vagyis ismételten alátámaszthatja a gondolatot, miszerint a reálgazdasági folyamatoktól egyre inkább elszakadtak a részvénypiaci folyamatok.

Szintén a fenti hatásokat igazolta az euróövezeti és USA-ra vonatkozó (2000 január – 2021 augusztus közötti időszakot lefedő) adatok alapján elvégzett töréspont regressziók. Mindkét térségre vonatkozóan igazolást nyert, hogy a globális pénzügyi és gazdasági válságot követően a monetáris expanzió (ami jelen esetben a pénzkínálat bővülése és a kamatláb csökkenése által került mérésre) jelentősen nagyobb magyarázóerővel bírt a tőzsdeindexek alakulásában.

Összességében megállapításra került tehát, hogy a jegybanki intézkedések a krízist követően korlátozott eredményességgel jártak az inflációs célok elérésében, s igazolásra került, hogy a jegybanki műveletek sokkal inkább a pénzpiacokat, és a részvénypiaci indexeket fűtötték.

- **A harmadik kutatási kérdés és hipotézis**

3. kérdés: Negatív nominális (NIRP) és nulla közeli (ZIRP) kamatkörnyezetben hogyan működik a monetáris transzmisszió?

3. hipotézis: A nulla közeli és negatív kamatlábak időszakában a rövid lejáratú kamatok alakítása már elégtelennek bizonyult az inflációs célok elérésében.

A kutatás komplex keretrendszerben vizsgálta a monetáris politikai transzmisszió működését, vagyis azt a folyamatot, amelynek során az egyes monetáris politikai lépések befolyásolják a makrogazdasági változók alakulását, különös tekintettel az árszínvonalra. Lényegében tehát a jegybanki lépések és a makrogazdasági folyamatok közötti kapcsolatot írja le. A témakör vizsgálata nyomán, az elméleti és empirikus összefüggések alapján **a hipotézis, miszerint „*A nulla közeli és negatív kamatlábak időszakában a rövid lejáratú kamatok alakítása már elégtelennek bizonyult az inflációs célok elérésében*” igazolásra került,** s az alábbi tézist állítottam fel.

3. Tézis: Az alkalmazott VAR keretrendszer, a szakirodalomban taglaltakkal összhangban alátámasztotta, hogy míg korábban a központi bank által megvalósított kamatemelések hatékonyan járultak hozzá az infláció csökkentéséhez (illetve fordítva), addig a krízist követő időszakban a rövid lejáratú kamatok alakulása már elégtelen ösztönzőként bizonyul az infláció hatékony menedzselésében. A monetáris politika hagyományos működésének korlátjai új (pl.: hosszú lejáratú kamatok oldaláról történő) beavatkozásokat tettek szükségessé.

2008-at követően, amikor a nem konvencionális intézkedések vették át a főszerepet, a monetáris politikai transzmissziós mechanizmus is árnyaltabb képet kezdett el kirajzolni. A jegybankok a

rövid kamatokon túl egyre nagyobb hangsúlyt fektettek a hosszabb kamatok menedzselésére. A nulla közeli kamatlábak időszakában kiemelt fontosságot kapott a mennyiségi lazítási intézkedés. Működésének alapja a portfolió egyensúlyi hatásokon keresztül a hosszabb lejáratú hozamok csökkentése. A befektetők hozamszerzésre irányuló törekvése, a kereslet árfelhajtó hatása révén e folyamatok más eszközök kamatszintjére is hatással vannak. A kamatok azonban nem csak az értékpapírok esetében csökkenhetnek. A bankszektorban végbemenő folyamatok szintén jelentősek, különös tekintettel Európára, ahol a banki finanszírozás jóval meghatározóbb, mint az angolszász országokban. A hatások a banki kamatokra is képesek begyűrűzni. Ugyancsak megjelennek az árfolyam-, illetve a várakozási hatások. A várakozásokat formáló előre tekintő iránymutatások a krízist követően az egyik leghangsúlyosabb jegybanki intézkedéssé váltak, melyek látszólag örökre bent maradtak a jegybanki eszköztárban. A negatív kamatlábak melletti monetáris transzmisszió hatékonyságát alapvetően határozza meg, hogy a negatív kamatok mennyire képesek tovagyűrűzni más kamatok értékébe. A tapasztalatok azt mutatják, hogy a betéti kamatok ragadóssága gátat szab e folyamatnak. A bankok rendszerint vonakodnak attól, hogy negatív kamatot vessenek ki betéteseikre, félve attól, hogy ez esetben kivonják a betétjeiket, ami jelentősen rontaná a bankok likviditási pozícióját, különösen a betéti finanszírozásra erősebben támaszkodó bankok esetében. Mivel viszont a betéti kamatok megragadnak a nullás szinten, a bankok kamatmarzsa elkezd csökkenni, vagyis romlásnak indulhat a profitabilitásuk. A legkedvezőtlenebb forgatókönyv, ha a bankok, annak érdekében, hogy megőrizzék korábbi kamatmarzsukat, növelik a hitelezési kamatokat. Ebben az esetben a negatív kamatok valójában kontrakciós hatásokat fejtenek ki, ami ellentétes a kezdetben meghatározott célokkal. A betéti kamatok ragadóssága különösen igaz azon bankok esetében, melyek erősebben támaszkodnak a betéti finanszírozásra. Ha ugyanis a banki ügyfelek elkezdenék tömegesen kivenni a pénzüket a bankból, az jelentősen rontaná az érintett bankok likviditási pozícióját, jelentősen hozzájárulva a kockázati szintek növekedéséhez.

Svédország kapcsán megállapítható, hogy miután a jegybank 2015 februárjában a negatív tartományba csökkentette az irányadó kamatlábát, bizonyos mértékben gyengült a monetáris transzmisszió. A 2 és 5 éves lejáratú jelzálogkötvények hozamára nem, illetve csak csekély mértékben hatott a jegybanki kamat negatív tartományba történő eltolása. Mindazonáltal a 6 hónapos kincstárjegy és a 2 éves lejáratú kormányzati kötvény hozamának alakulása szépen követte a jegybanki alapkamat pályáját. Svájcban a különböző lejáratú jelzálogkamatok kis mértékben követték az irányadó kamat csökkenését, azonban az egyes lejáratokhoz kapcsolódó

kamatok szintje egyre közelebb került egymáshoz. Az 1% körüli alsó határt azonban egyetlen esetben sem lépték át a negatív tartományban. Megfigyelhető ugyanakkor, hogy a negatív kamatok alkalmazásának időpontjában egyes kamatok emelkedésnek indultak. Mindez összefüggésben lehet azzal, hogy a bankok így próbáltak védekezni a csökkenő kamatmarzsok ellen. A kontrakciós hatások azonban átmenetinek bizonyultak, és a kamatok a következő időszakokban egy mérsékelt ütemű csökkenési pályára álltak. Megfigyelhető továbbá, hogy 2020-ban Dániában a jelzáloghitelek 26%-át negatív kamatok mellett nyújtották.

A monetáris politikai transzmissziós mechanizmus vizsgálata során egy VAR keretrendszer került felépítésre, melynek során a következtetések megfogalmazásakor elsődlegesen az impulzusválasz függvényekre támaszkodtam. Az elemzés két időszakot vett alapul: a 2000 januárjától 2006 decemberéig tartó időszakot, illetve a 2012 januárjától 2020 decemberéig tartó időszakot. Az első időszak tehát azt az állapotot reprezentálja, amikor még nem voltak jelen a nem konvencionális monetáris politikai intézkedések, vagyis a monetáris politika normál körülmények között működött. A válság évei egyik elemzési időszakban sem szerepelnek, kiszűrve ezzel a turbulens hatásokat. A második időszak azt az periódust fedi le, ami alatt az EKB nullás, illetve negatív kamatkörnyezetet teremtett

A harmonizált fogyasztói árindex rövid lejáratú kamatokra adott válasza alapján megállapítható, míg korábban a központi bank által megvalósított kamatemelések hatékonyan járultak hozzá az infláció csökkentéséhez (illetve fordítva), addig a krízist követő időszakban a rövid lejáratú kamatok alakulása már elégtelen ösztönzőként bizonyul az infláció hatékony menedzselésében. Ez ismételten a monetáris politikai mozgástér korlátozottabb jellegét igazolja, illetve arra enged következtetni, hogy más műveletek, illetve a hosszabb kamatok oldaláról történő beavatkozás mindenképp indokolttá válik a jegybanki célok elérése érdekében. Az árfolyamokat tekintve a krízist megelőző időszak során jóval erőteljesebb hatások érvényesülnek. Az árfolyamhatások ugyanakkor az eurózóna esetében visszafogottabb hatásokat mutathatnak, tekintettel az egyeséges valutaövezetre. E hatások magyarázatául szolgálhat, hogy az eurózónán belüli kereskedelem jóval nagyobb volumeneket ölt, mint az övezeten kívüli partnerekkel megvalósított kereskedelem. Fontos tényezőként van jelen továbbá, hogy a krízist követően az USA és az EKB egyaránt intenzív monetáris lazítást folytatott, sőt az USA esetében ezek a lépések még hangsúlyosabbnak tekinthetőek. Az EKB monetáris lazításának USD árfolyamra kifejtett hatását tehát bizonyos mértékben ellensúlyozza (s ellensúlyozza a koronavírus válságot követő időszakban is) a FED tevékenysége. A részvényárfolyamokra adott reakció szintén eltérő folyamatokat reprezentál a két időszakot

alapul véve. A részvényárfolyamok emelkedésére az infláció a krízist megelőző időszakban csökkenéssel reagált, míg a válságot követő időszakban emelkedéssel. Az emberek a magasabb részvénypiaci hozamok láttán a pénzüket a tőzsdékre, pénzpiacokra áramoltatták, s a költekezések volumene nem tudott a kívánt mértékben bővülni. A hitelezésben bekövetkezett sokkhatás mindkét időszakban az árak emelkedését vonja maga után, ami a normál monetáris politikai transzmissziós összefüggések érvényesülését igazolja. Megállapítható ugyanakkor, hogy a krízist követően ez a hatás jóval mérsékeltebb. A hitelezés bővülése tehát 2008-at követően nem tudott olyan hatékonyan hozzájárulni az árszínvonal emelkedéséhez az aggregált kereslet bővülésén keresztül, mint a megelőző időszakokban.

- **A negyedik kutatási kérdés és hipotézis**

4. kérdés: Hogyan hatnak a nulla közeli és negatív kamatlábak a bankok profitabilitására?

4. hipotézis: A bankok profitabilitását negatívan érintik a negatív kamatlábak.

A bankok a rendelkezésükre álló források jövedelmező felhasználására törekednek, mely magában foglalja a hitelezési tevékenység révén szerzett szpredet, illetve az alternatív (pénzpiaci) befektetések megvalósítását is. További jelentős bevételként szolgálnak a különféle banki tevékenységek után felszámított díjak. A negatív kamatok a bankok bevételi és költség oldalát egyaránt érintik. Ezek mértéke azonban változik az egyes banki jellemzők függvényében. Fontos szempont a kockázatvállalási szándék, a kamatmarzsok mértékét pedig nagymértékben befolyásolja az is, hogy a bankok a negatív kamatokat mennyire képesek áthárítani ügyfeleikre. Megemlíthető a bankok üzleti modellje, a versenyhelyzet erőssége, az általános gazdasági helyzet, illetve a megtakarítási többlet, ami alacsony befektetési szinttel járt együtt. Kedvező gazdasági feltételek mellett jellemzően a hitelezési tevékenység aktív, a nem teljesítő hitelek aránya pedig alacsonyabb szinteken van, ami kedvezően hat a banki teljesítményre, illetve fordítva.

A negatív kamatok csökkentik a kamatmarzsok értékét, melyet a bankok különféle módon igyekeznek kompenzálni. Ennek egy módja a nem kamatjellegű bevételek növelése. Amennyiben a bankoknak kellő mozgásterük van erre, úgy az azt is jelenti, hogy a bankok nincsenek olyan mértékben rákényszerítve a magasabb kockázatvállalásra. Hasonlóan, ha a bankok az egyéb bevételi forrásokon, mint az értékpapírokon keresztül magasabb bevételeket

képesek realizálni, az ismételten a nyereségességük növekedése irányába képes hatni. Az alacsonyabb kamatok továbbá az adósságszolgálat enyhítését is jelentik, vagyis a banki ügyfelek számára könnyebb a törlesztőrészletek visszafizetése, mely a nem teljesítő hitelek alacsonyabb arányát is jelenti. Mivel ugyanakkor a negatív kamatok elsősorban a többlettartalékok után generálnak extra költségeket, a bankok igyekeznek ezeket a pénzösszegeket csökkenteni, mely eszköz- és forrásoldali műveleteket egyaránt magában foglalhat.

A hosszú távú hatások mindazonáltal nem egyértelműek, s szem előtt tartandó a mellékhatások idővel történő potenciális felerősödése. Itt említendőek meg a koronavírusválság hosszú távú hatásai is, melyek szintén több irányba elmozdíthatják a fennálló folyamatokat.

A bankok profitabilitásának vizsgálata a disszertációban az euróövezeti bankok adataira vonatkozóan, OLS regresszió alkalmazásával történt, a 2014Q4-2020Q3 időszakot lefedve. A vizsgálatok alapján összességében megállapításra került, hogy a negatív kamatlábak, illetve a többlettartlékok alakulása (mely egyúttal a negatív kamatok egy proxijaként is értelmezhető) nem feltétlenül járulnak hozzá a romló banki profitabilitáshoz. Ez arra enged következtetni, hogy a bankok, az így jelentkező többletköltségüket képesek más csatornákon keresztül kompenzálni. A profitabilitás alakulásához más tényezők is szignifikánsan hozzájárulnak. Fontos a nem teljesítő hitelek aránya, a hitel/betét arány, illetve a hitelkockázat magasabb szintje, mely indikátorok már igazoltan kedvezőtlen hatásokat fejtenek ki, szemben a fentiekkel. A gazdaság általános teljesítményét megragadni kívánó GDP növekedési ráta azonban egyetlen esetben sem mutatott szignifikáns hatásokat. A különböző méretű bankokra vonatkozó alapján elvégzett elemzések szintén a fenti hatásokat igazolják.

A negyedik hipotézist, miszerint „A bankok profitabilitását negatívan érintik a negatív kamatlábak" nem sikerült egyértelműen igazolni, így itt nem született tézis.

- **Az ötödik kutatási kérdés és hipotézis:**

5. Kérdés*:* Hogyan érinti a monetáris politika a társadalmi jövedelmi különbségeket?

5. Hipotézis: A monetáris politika elosztási hatásokkal jár és befolyásolja a jövedelmi egyenlőtlenségek alakulását.

Az ötödik kutatási kérdés a napjainkban egyre fontosabb szerepet magáénak tudható egyenlőtlenség témaköre irányult, mely számos aspektusból megközelíthető. A globalizációs folyamatok, a technológiai fejlődés, és a krízist követő sok szempontból újdonságokat magában rejtegető időszak egyaránt meghatározó jelentőséggel bír. Ez utóbbi kapcsán a fiskális politikai intézkedések mellett a monetáris politika szerepe is aláhúzható, különös tekintettel annak nem szokványos működésére. Az elméleti összefüggések részletes feltárása és az empirikus becslések nyomán az alábbi tézis került felállításra:

5. Tézis: Az elméleti és empirikus összefüggések nyomán igazolást nyert, hogy a monetáris politikai változók mérsékelt, ám szignifikáns hatással vannak az elosztási folyamatokra. A negatív kamatlábat alkalmazó országokra vonatkozó, 2008-2019 időszakot lefedő adatok alapján végzett vizsgálatok a közvetett hatások jelentőségét igazolták. Megállapításra került, hogy a monetáris lazítás az infláció és az egy főre jutó GDP növekedésén keresztül a Gini mutatóval mért jövedelmi egyenlőtlenségek csökkenését eredményezi. Az összesített pozitív hatások ellenére ugyanakkor az extrém laza monetáris politikai irányvonal aránytalanul részesítette előnyben a leggazdagabb társadalmi rétegeket.

A problémakör súlya globális méreteket ölt, ám szűkebb keresztmetszetét tekintve jelen kutatás elsősorban Európára, azon belül is kiemelt hangsúllyal az euróövezet országaira fókuszálva igyekezett megválaszolni a kérdést. Európában a 2020-as évtizedben a jövedelmi és a vagyoni egyenlőtlenség is egyre nagyobb mértékű, s az utóbbi évek tendenciái ennek erősödését mutatják. A rendkívül laza, negatív kamatlábakat is magában foglaló monetáris politikai irányvonal számos olyan mechanizmussal rendelkezik, melyek az egyes jövedelmi helyzettel rendelkező háztartásokat eltérő mértékben érintik. Mindezek függvényében a szakirodalmi bázis alapján hat fő csatornát emeltünk ki, melyek szerepet játszanak a monetáris politika egyenlőtlenséget érintő hatásaiban: inflációs adó csatorna, megtakarítási újraelosztási csatorna,

kamatláb kitettség csatorna, bevételek heterogenitása csatorna, a jövedelem összetétel csatorna, illetve a közvetlen és a közvetett hatások.

A jelen kutatás feltárta, hogy az empirikus szakirodalom milyen következtetésekre jut arra vonatkozóan, hogy a monetáris politika egyes eszközei és csatornái hogyan hatnak a jövedelmi egyenlőtlenségre. A meglévő kutatások erős heterogenitást mutatnak az eredményeket illetően, mely a vizsgálat tárgyában történő eltérésekkel magyarázható, illetve a háztartások jövedelmi szerkezetének részletes ismeretének hiányának tudható be. Ezen megközelítések szembeállítását követően panel adatbázison végzett elemzések (GMM modell) segítéségével került feltárása, hogy az egyes monetáris politikai változók milyen mértékben befolyásolják a GINI mutatóval mért egyenlőtlenség alakulását.

A kutatás alapját az euróövezeti tagállamok és további három, negatív kamatláb politikát folytató ország (Dánia, Svédország, Svájc) képezi. A vizsgálatokba öt, elsősorban monetáris politikai változó (infláció, rövid lejáratú kamatok, megtakarítások, munkanélküliségi ráta, egy főre jutó GDP) kerül bevonásra, a 2008-2019 közötti periódust lefedve.

Összességében megállapítható, hogy a monetáris politika egyenlőtlenségekre kifejtett hatása mérsékelt, ám nem elhanyagolható. A kapott eredmények összességében megerősítik azt a tényt, hogy a mérsékelt, stabil inflációt célzó monetáris politika pozitívan hat az egyenlőtlenségek alakulására. Az árszínvonal mérsékelt növekedési üteme (mely összhangban van a fejlett jegybankok 2-3% körüli inflációs célkitűzésével is), az egyenlőtlenségek csökkenése irányába hat. Az egy főre jutó GDP pozitív hatása a közvetett hatások jelentőségét erősítheti. Szintén alátámasztják az adatok, hogy a munkanélküliségi ráta változása eltérő mértékben érinti az egyes jövedelmi helyeztű csoportokat, így annak növekedése felerősíti az egyenlőtlenséget. Az alkalmazott modell eredményei alapján továbbá a rövid lejáratú kamatlábak növekedése az egyenlőtlenségek növekedése, míg a megtakarítások növekedése az egyenlőtlenségek csökkenése irányába hat.

A monetáris politika irányultsága számos változón keresztül képes hatni az egyenlőtlenségekre. Egy monetáris lazítás az infláció és a GDP emelkedését, illetve a rövid lejáratú kamatok, a munkanélküliségi ráta és a megtakarítások csökkenését eredményezi. A vizsgálatokba bevont valamennyi változó együtthatója információkat nyújt a monetáris politika hatásáról. A kutatás főbb következtetései alapján megállapítható, hogy egy monetáris lazítás az infláció és az egy főre jutó GDP növekedésén keresztül a jövedelmi egyenlőtlenségek csökkenését eredményezi.

Számos kutatás alátámasztotta, hogy a pénzpiacokon lejátszódó folyamatok, az egyes eszközárak növekedésén keresztül, a legnagyobb mértékben a felső 1% jövedelmét gyarapította. A kedvező hatások tehát nem azonosan érintették az egyes társadalmi rétegeket, mely tovább növelte a szegények és gazdagok közötti szakadékot.

5. Következtetések

A történelem során az egyes gazdasági krízisek rendszerint olyan változásokat hoztak magukkal, melyek valamilyen mértékben a közgazdasági gondolkodás megreformálásához is hozzájárultak. A legjelentősebbek között említhető meg többek között az 1930-as évek elején kibontakozó Nagy Gazdasági Világválság, vagy az 1970-es évek olajválsága, s a hozzá kapcsolódó stagflációs jelenségek. A 2008-as globális pénzügyi és gazdasági válság szintén hasonló jelentőséggel bír, mely ismételten változásnak indította az uralkodó közgazdasági paradigmákat. Míg az 1930-as évek eseményei elsősorban a fiskális politika dominanciáját eredményezték, addig az 1970-es évek történései a monetáris politika számára jelentettek térhódítást. A 2008-at követő évtizedekben egy olyan időszak látszik kibontakozni, ahol a fiskális és a monetáris politika közötti határvonal a gyakorlatban elhomályosodni látszik.

Szűkebb értelemben a monetáris politika irányváltásaira fókuszálva, ahogy a megelőző időszakokban, úgy most is meghatározó szempont a jegybanki politikák fiskális politikához való viszonya. A 2008-as válságot követően elinduló, s a 2020-as koronavírusválság által felerősített változások a modern monetáris elmélet kibontakozását eredményezték, mely tulajdonképpen a fiskális és monetáris politika közötti aktív együttműködésre épül. Az elméletben a korábbi, keynesi elvek jelennek meg, miszerint a kormányzatnak aktívan kell bővítenie költségvetését annak érdekében, hogy a gazdaságot a teljes foglalkoztatottság irányába mozdítsa el. Mindaddig, amíg a gazdaság rendelkezik szabad kapacitásokkal, addig az inflációs nyomás elmarad. Az MMT lehetővé teszi a költségvetési hiány elszabadulását, s mellette a jegybankok számára is lehetővé teszi a kormányzati adósságok vásárlását. A fenntarthatóság nem a deficitek mértékétől, hanem a kamatláb szintjétől függ. A koronavírusválság következtében kialakuló gazdasági feltételrendszer tehát egyfajta szükségként hívta életre a fenti összefüggések gyakorlatba ültetését.

A globális pénzügyi és gazdasági krízisből való elhúzódó kilábalási szakaszt az exogén, keresleti és kínálati sokkot magában foglaló 2020-as krízis követte, ami az állami szerepvállalás növekvő befolyását eredményezte. A minden eddiginél nagyobb méreteket öltő fiskális intervenciók a költségvetési egyenlegek és államadóssági szintek ugrásszerű emelkedéséhez

vezettek. A 2008-as krízist követő nulla közeli kamatkörnyezet egyelőre támogatóan hat az adósságok finanszírozhatóságára, s fenntarthatóságára. Ugyanezeket a mechanizmusokat erősíti a jegybankok mennyiségi lazítási tevékenységei is, mely párhuzamba állítható a monetáris finanszírozás jelenségével. Ez valójában szintén az MMT keretrendszerébe illik, és a jegybanki függetlenség korlátozott voltát is maga után vonja. A több évtizedes múltra visszatekintő jegybanki függetlenségen bár jogi szempontból nem esett csorba, de facto mégis jelentős változásoknak lehetünk szemtanúi. A jegybanki szerepkör egyre szélesebbé vált, s ezzel párhuzamosan a jegybanki eszköztár is jelentősen kiszélesedett, a központi bankok mérlegfőösszegei pedig soha nem látott magasságokba szöktek. A 2010-es, illetve várhatóan 2020-as évtized monetáris politikája a nem konvencionális intézkedéseken fog alapulni, s várhatóan nem fog megvalósulni a konvencionális eszközökhöz való teljes egészében történő visszatérés, s ugyanez igaz a monetáris politika normalizálódási folyamatára is. A jegybanki célok bár továbbra is az inflációs célok mentén épülnek fel, itt is megjelentek olyan változások, mint pl. az USA-ban az átlagos inflációs célkövetés, vagy elméleti szinten a magasabb inflációs célok kitűzése. Az árstabilitás jelentőségét ma is fontos szem előtt tartani. A mennyiségi lazítási, és más nem konvencionális intézkedések bebizonyították, hogy a jelenlegi gazdasági környezetben olyan folyamatok érvényesülnek, ahol függetlenül attól, hogy mekkorára duzzadnak a jegybanki mérlegfőösszegek, az inflációs nyomás korlátozott marad. Akkor is, ha az MMT azt mondja, hogy a jelenlegi tevékenységek nem járnak inflációs veszélyekkel, mégis néhány korábbi, illetve utóbbi évekből származó negatív tapasztalat mindenképp szem előtt tartandó, amikor a jegybanki függetlenség gyengülése, a felelőtlen fiskális politikával karöltve súlyos inflációs nyomást generált (pl. Törökország, Venezuela stb.). Figyelembe kell venni továbbá, hogy a koronavírus válság nyomán a keresleti és kínálati tényezők együttes jelenléte bizonytalanná és kiszámíthatatlanná teszi a jövőbeli inflációs trendek alakulását.

A 2020-as évtized további jelentős, globális szintű kihívásokat rejteget magában. A klímaváltozás korunk egyik legnagyobb megoldásra szoruló problémája, mely küzdelemben a jegybankok is aktív szerepet tudnak, illetve kell, hogy vállaljanak. A klímakockázatok a pénzügyi stabilitásra is kihatással lehetnek, illetve a jegybankok célját az inflációt is formálják. A zöld pénzügyek, zöld finanszírozás témaköreinek minél hangsúlyosabbá válása, és szélesebb körben történő implementálása fontos mérföldkőként szolgálnak a fenntarthatóság felé vezető úton. Szintén hangsúlyos dimenzió a jegybankok tevékenységének kivitelezése során az elosztási, egyenlőtlenítő hatások figyelembe vétele. Az egyes társadalmi rétegeket, jövedelmi helyzetük szerint különböző mértékben és irányban érintik az egyes monetáris politikai

irányvonalak, s intézkedések. Ezek jelentősége a nem konvencionális eszközök alkalmazásának periódusában különösen hangsúlyos.

A technológiai fejlődés, a digitalizáció és automatizáció egyre nagyobb méreteket ölt, mely hatással lehet az infláció, és a semleges kamatráta alakulására is. Ugyancsak jelentős hatása van a természetes kamatszint alakulására a demográfiai változásoknak, az idősödő társadalom okozta kihívásoknak. A semleges kamatszint tartós csökkenése szintén arra enged következtetni, hogy a nulla közeli kamatok várhatóan hosszabb időtávon velünk fognak még maradni. A természetes kamatok tartósan alacsonyabb szintje a negatív nominális kamatok alkalmazásának térnyerésében is fontos tényezőként szolgált. Az eurózónában a negatív nominális kamatok a többi nem konvencionális intézkedés egy kiegészítőjeként szolgáltak, inflációs célok és reálgazdaság fellendítése okán. A dán, illetve svájci példa szorosan kapcsolódott az eurózónában kibontakozó fejleményekhez, az onnan tovagyűrűző hatásokhoz. Az USA esetében a negatív nominális kamatok alkalmazásának valószínűsége – különös tekintettel a koronavírus válságot követő időszak során jelentkező inflációs nyomásra - továbbra is csekély. Valójában itt is fontos tényezőként szolgál, hogy az USA a gyors és intenzív válságkezelése az euróövezethez képest gyorsabb kilábalási folyamatot tett lehetővé, mely a monetáris politika normalizálódási folyamatának elindulását is lehetővé tette (egészen a koronavírusválság kirobbanásáig.) Az eurózóna elhúzódóbb kilábalása több tényezőre is visszavezethető. Hangsúlyos a térség által tanúsított eltérő kockázati megítélés, intenzitás a fellépésben. A GMU kezdeti gyengeségei szintén hozzájárultak ahhoz, hogy az európai kontinensen eltérő válságkelés volt jelen.

A negatív kamatok léte már önmagában egy új éra megteremtődésére utal. A témakör aktuális fejleményei kapcsán fontos hangsúlyozni, hogy a korábban megfogalmazódott félelmek nem igazolódtak be. Az ugrásszerű készpénzkereslet növekedésének elmaradása betudható annak, hogy igazán „mély” negatív kamatok mindezidáig nem voltak. Sok esetben pedig a negatív kamatok betéti kamatokra való tovagyűrűzése sem valósult meg. Ez tehát nem ösztönözte a relatíve mérsékeltebb betéti állománnyal rendelkező ügyfeleket sem arra, hogy kivonják megtakarításaikat a bankokból. Az átgyűrűzés korlátozott volta mindazonáltal további fontos mellékhatásokkal jár. Ezek a i) profitabilitást ii) kockázatvállalást iii) monetáris transzmissziót iv) negatív kamatok alkalmazásának eredményességét érintő pontok. A profitabilitást nem rontotta érdemben, mert voltak alternatív lehetőségek. Fontos kérdés tehát, hogy más kamatok, s ezáltal az eszközárak, árfolyamok miként reagálnak. Dánia és Svájc esetében e téren pozitív fejleményeket tapasztalhattunk. Az átmeneti hatások azonban ellentétes folyamatokat is

generálhatnak, ld. Svájc példája, ahol egyes hitelezési kamatok átmenetileg emelkedésnek indultak a negatív kamatok alkalmazását követően. Amennyiben a bankok nem képesek a betétesekre áthárítani a negatív kamatok okozta többletköltségeket, úgy a kamatmarzsok változatlan szinten tartása érdekében előfordulhat, hogy emelik a hitelezési kamatokat, ami kontrakciós, s a kezdetben előirányzott célokkal ellentétes hatásokat generál. E veszélyek egyelőre szintén nem materializálódtak, azonban a hosszú távú mellékhatások továbbra is magukban hordozzák e potenciális veszélyt. A pozitív példákat erősíti ugyanakkor, hogy Dániában a jelzálog hitelek egy jelentős része már negatív kamatok mellett kerül kihelyezésre.

A negatív, illetve nulla közeli kamatok további fontos mellékhatása a részvénypiaci túlfűtöttség, illetve a pénzügyi buborékok kialakulásának veszélye. A kockázatmentes hozam eltűnésével párhuzamosan a befektetők és megtakarítók a kockázatosabb eszközök felé fordultak, rekordszintű eszközárnövekedést kiváltva. Amíg azonban a gazdaság állapota (s az infláció szintje) megköveteli az alacsony kamatkörnyezetet, várhatóan továbbra is ezek a trendek érvényesülnek. Az óvatosság (ide értve a fokozatos kamatemelési ciklus elindítását) tehát kiemelten fontos a következő évek jegybanki tevékenységében.

Összességében a fenti jelenségek igazolják, hogy a monetáris politika területén egy új korszak kezdett el kibontakozni, mely egyúttal a következő évek gazdaságpolitikáját, illetve az egész közgazdasági gondolkodásmódot új kontextusba helyezi. Mivel számos olyan összefüggés másként működik, mint az a megelőző időszakokban tapasztalható volt, különösen fontos a jelenlegi környezet és feltételrendszer minél teljesebb megértése, s a döntések során az óvatos, körültekintő szemléletmód alkalmazása.

6. Publikációs jegyzék

1. Czeczeli, V., Kolozsi, P. P., Kutasi, G., Marton, Á. (2020). A Covid-19 járvány rövid távú gazdasági hatásainak klaszterelmzése. In: Koltay, András; Török, Bernát (szerk.) Járvány sújtotta társadalom : A koronavírus a társadalomtudományok szemüvegén keresztül. Budapest, Magyarország : Ludovika Egyetemi Kiadó (2021) 594 p. pp. 275-296. , 22 p.
2. Czeczeli, V., Kolozsi, P. P., Kutasi, G., Marton, Á., Várpalotai, V. (2020). A Covid-19 válság rövid távú fiskális válságkezelése. In: Koltay, András; Török, Bernát (szerk.) Járvány sújtotta társadalom : A koronavírus a társadalomtudományok szemüvegén keresztül. Budapest, Magyarország : Ludovika Egyetemi Kiadó (2021) 594 p. pp. 253-274. , 22 p.
3. Czeczeli, V., Kolozsi, P. P., Kutasi, G., Marton, Á. (2020). Short-Term Impact of COVID-19 in the Clusters of EU Market Economies. In: Lovrinović, Ivan; Vidaković, Neven (szerk.) Macroeconomic Responses to the COVID-19 Pandemic. Springer International Publishing (2021) pp. 53-84. Paper: Chapter 3 , 32 p.
4. Czeczeli, V. (2021). How Does Monetary Policy Affect Income Inequality? Evidence from Europe. *Európai Tükör: Az integrációs stratégiai munkacsoport kéthavonta megjelenő folyóirata* 24 : 1 pp. 95-112. , 18 p. (2021)
5. Czeczeli, V. (2021). A monetáris politika hatása a jövedelmi egyenlőtlenségekre. *Közgazdasági Szemle* 68 : 3 pp. 282-299. , 18 p. (2021)
6. Czeczeli, V. (2020). A monetáris politika kihívásai és lehetőségei a válság utáni gazdasági környezetben. Budapest, Magyarország : Nemzeti Közszolgálati Egyetem Közigazgatási Továbbképzési Intézet, 57 p. ISBN: 9789634982241
7. Czeczeli, V., Kolozsi, P. P., Kutasi, G., Marton, Á. (2020) Economic Exposure and Crisis Resilience in Exogenous Shock : The Short-Term Economic Impact of the Covid-19 Pandemic in the EU. *Pénzügyi Szemle/Public Finance Quarterly* (1963-) 65 : 3 pp. 321-347. , 27 p.
8. Czeczeli, V., Kolozsi, P. P.., Kutasi, G.; Marton, Á. (2020). Gazdasági kitettség és válságállóság exogén sokk esetén : A Covid–19-járvány rövid távú gazdasági hatása az EU-ban. *Pénzügyi Szemle/Public Finance Quarterly* (1963-) 65 : 3 pp. 323-349. , 27 p.
9. Czeczeli, V., Kolozsi, P. P., Kutasi, G., Marton, Á., Várpalotai, V. (2020) Gazdasági válságkezelés Európában 2020 tavaszán: Rövid távú fiskális válaszlépések a COVID-19 okozta gazdasági kihívásokra. ISBN: 9789634983361
10. Kutasi, G., Kolozsi, P. P., Czeczeli, V., Marton, Á., (2020).Variety of European economies and their economic behaviour in the Covid-19 pandemic. In: Maksym, Bezpartochnyi (szerk.) *Pandemic Economic Crisis: Changes and New Challenges to Society*. Sofia, Bulgária : VUZF Publishing House “St. Grigorii Bogoslov” (2020) 315 p. pp. 141-151. , 11 p.
11. Czeczeli, V. (2019). Az expanzív monetáris politika és a pénzügyi buborékok interakciója. *Európai Tükör: Az integrációs stratégiai munkacsoport kéthavonta megjelenő folyóirata* 22 : 2 pp. 45-62. , 18 p. (2019)
12. Czeczeli, V. (2019). A negatív kamatláb-politika alkalmazásának eddigi tapasztalatai. *Köz-Gazdaság* 2019 : 4 pp. 244-262. , 19 p. (2019)

13. Czeczeli, V. (2018). Az USA monetáris politikájának normalizálódási folyamata és nemzetközi hatásai a krízist követően. *Közgazdász Doktoranduszok és Kutatók IV. Téli Konferenciája : Konferenciakötet.* Budapest, Magyarország : Doktoranduszok Országos Szövetsége (DOSZ) (2018) 761 p. pp. 293-302. , 10 p.
14. Czeczeli, V. (2017). Az EKB mennyiségi lazítási programjának tapasztalatai. *Európai Tükör: Az integrációs stratégiai munkacsoport kéthavonta megjelenő folyóirata* 20 : 1 pp. 103-126. , 24 p.
15. Czeczeli, V. (2016). Certain Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Quantitative Easing Program. *Public Finance Quarterly-Hungary* 61 : 4 pp. 458-479., 22 p.
16. Czeczeli, V. (2016). A Federal Reserve mennyiségi lazításának egyes makrogazdasági hatásai. *Pénzügyi Szemle/Public Finance Quarterly* (1963-) 61 : 4 pp. 471-492. , 22 p.

7. Szakmai önéletrajz

Czeczeli Vivien 2017-ben kezdte meg PhD tanulmányait a Nemzeti Közszolgálati Egyetem Közigazgatástudományok Doktori iskolájának *Gazdaságtudomány* kutatási területén.

Alap és mesterdiplomáját a *Pannon Egyetem Gazdaságtudományi Karán* szerezte meg 2016-ban Nemzetközi Gazdálkodás BA, illetve 2017-ben Nemzetközi Gazdaság és Gazdálkodás MA szakon. Kutatói tevékenysége a Tudományos Diákköri Konferenciákon való részvétellel indult, mely az első, B kategóriás folyóiratban megjelenő publikációjának alapját is jelentette.

2018 őszétől kezdődően a *Nemzeti Közszolgálati Egyetem Közgazdaságtani és Nemzetközi Gazdaságtani Tanszék* tanársegédjeként tevékenykedik. Oktatási palettája a közgazdaságtan számos alterületére kiterjed, köztük: Makroökonómia, Nemzetközi Gazdaságtan, Mikroökonómia, Közösségi Gazdaságtan, Matematikai Alapok, Matematikai Statisztika.

2020 januárjától a tanszék munkájának támogatásán túl aktívan közreműködik az *NKE Gazdaság és Versenyképesség Kutatóintézetében* mint junior kutató.

Számos minősített folyóiratban (köztük a Pénzügyi Szemle, Köz-Gazdaság, Európai Tükör, Közgazdasági Szemle) jelent meg cikke, illetve áll megjelenés alatt (Acta Oeconomica). A fentieken túl más felületeken is olvashatóak írásai (Makronóm, Portfolio, Index). Több hazai és nemzetközi konferencián is részt vett.

Kutatási tevékenységének előrehaladását segítette továbbá a 2017-19 között a *KÖFOP*, Ludovika Kiemelt Kutatóműhelyben való aktív részvétele.

2019-ben a *PADE PhD ösztöndíj támogató program* hallgatója volt.