

Czeczeli Vivien<sup>1</sup>

# Új éra a monetáris politikában: Változások az eurózóna és Magyarország monetáris politikai implementációjában a 2008-as krízist megelőzően és azt követően

Sági Judit – Ferkelt Balázs *Monetary Policy and Transmission in the Eurozone and in Hungary Before and After the 2008–2009 Crisis* című könyvének<sup>2</sup> bemutatása

A 2020-as évtized első éveiben bátran megfogalmazhatjuk azt az állítást, hogy a jegybanki politikában új korszak vette kezdetét, amelynek nyitánya a 2008-as válság volt. A monetáris politika működési mechanizmusa jelentősen átalakult: jóval összetettebbé vált, amihez immár sokkal szerteágazóbb eszkörendszer társul. Ezek a több mint egy évtized folyamán megvalósuló izgalmas változások egyúttal a jelenkor monetáris politikai implementációját is meghatározzák. A régi, inflációs törekvéseket magában foglaló elvek mentén, a monetáris politika olyan kibővített keretrendszerben valósul meg, amely túlmutat a korábbi időszak „egy eszköz, egy cél” elvet követő paradigmáján. A nem konvencionális intézkedésekre építkező monetáris politika létjogosultságát a koronavírus-válság nyomán jelentkező turbulens gazdasági folyamatok is alátámasztják. A vírusválság nyomán fiskális és monetáris oldalról is egyaránt megkövetelt az aktív gazdaságpolitika. E logikai ív mentén haladva tehát fontos a 2008-as válságot követő időszak vívmányainak megfelelő értelmezése, azok legfontosabb tanulságainak az aktuális gazdaságpolitikai döntésekbe való megfelelő beépítése. Aláhúzendó, hogy a hatékony monetáris politika legfontosabb alappillére a megfelelő monetáris politikai transzmissziós mechanizmus, amelynek kapcsán az új éra szintén számos új hatásmechanizmus megjelenését hívta életre.

<sup>1</sup> Junior kutató, Nemzeti Közszolgálati Egyetem Gazdaság és Versenyképesség Kutatóintézet, e-mail: [czeczeli.vivien@uni-nke.hu](mailto:czeczeli.vivien@uni-nke.hu)

<sup>2</sup> Budapest, Aposztróf, 2020.

Sági Judit és Ferkelt Balázs *Monetary Policy and Transmission in the Eurozone and in Hungary Before and After the 2008–2009 Crisis* című könyve az előzőkben felvázolt változásokra építkezve állítja szembe a 2008-as krízist megelőző és azt követő időszak jegybanki politikáját az euróövezet és Magyarország vonatkozásában. A kötet friss szemléletet képviselve ragadja meg a 2008-as krízist követő időszak legfontosabb sarokköveit. Fontos tanulságokat fogalmaz meg arra vonatkozóan, hogy a megváltozott monetáris politikai működés milyen háttérösszefüggésekkel, jövőbeni következményekkel járhat.

A két periódus során bekövetkező folyamatok a monetáris politikai transzmissziós mechanizmus korábbi modelljét is új köntőssel ruházzák fel, amiről a szerzőpáros imponáló mélységű kutatása nyomán részletes képet tár elénk. Ezeknek az összefüggéseknek a megértése és mélyreható elemzése kulcsfontosságú a jelenkor gazdaságpolitikai kihívásainak megfelelő kezelésében. Hasonlóan fontos a nem konvencionális monetáris politikai intézkedések átfogó ismerete, s a kapcsolódó új mechanizmusok, illetve túlcserdulási (*spillover*) hatások azonosítása. E gondolatokkal összhangban, a mű az alapok mélyreható feltárására építkezve arra vállalkozik, hogy részleteibe menően illusztrálja a monetáris politika szerepének jelentőségét a gazdasági folyamatok megfelelő mederbe való terelésében. Belátható, hogy bár a monetáris politika mandátuma elsősorban az árstabilitási és inflációs célok közé szorítkozik, az átlátható, konzisztens működése kiemelt fontosságú a reálgazdasági folyamatok szempontjából.

Monetáris politikai vizsgálatok során megkerülhetetlen az infláció témakörének részletes körülménye. Ennek megfelelően a szerzők kimerítő alaposággal mutatják be az egyes inflációs folyamatokhoz kapcsolódó gazdasági összefüggéseket. A mű fókuszában álló két periódus között megmutatkozó eltéréseket az infláció ellentétes irányú dinamikája is igazolja. A 2008 előtti jegybanki felfogás általánosságban véve jóval nagyobb hangsúlyt fektetett a túl magas infláció elkerülésére, s a mutatószám alacsonyabb értékeit preferálta. Kitűnően leképezi ezt a gondolkodásmódot az Európai Központi Bank (EKB) aszimmetrikus inflációs célja is (amely 2021-ben szimmetrikussá módosult). A krízist követően ugyanakkor a hangsúly egyre inkább a deflációs veszélyek elkerülésére helyeződött. Az árszínvonal tartós csökkenésének negatív hatásait Japán példája a megelőző évtized(ek)ben kitűnően illusztrálta, s kellőképp felhívta a jegybankárok figyelmét a cselekvés szükségességére. A deflációt kísérő recessziós jelenségek elkerülése (így a monetáris politika oldaláról történő aktív fellépés) tehát kulcsfontosságú volt a reálgazdasági problémák megfékezése érdekében. A problémakör súlya a Covid-19-válságot követő időszakban továbbra is kiemelt figyelmet kap. A világgazdaságban (habár térségenként eltérő ütemben, de a hosszú évek extra laza monetáris irányvonalával és mérsékelt inflációs ütemmel jellemezhető időszakát követően újra) elkezdett megjelenni az inflációs nyomás, amely ismételten fontos jegybanki lépéseket követel(het) meg, s ugyancsak a témakör fontosságára hívja fel a figyelmet.

A megfelelő monetáris transzmisszió fontos alapköve, hogy a jegybank a hitelesség elvét követve, megfelelően képes horgonyozni az árstabilitásra vonatkozó várakozásokat. Elsőként a hagyományos monetáris politikai transzmissziós mechanizmus ismeretése kap hangsúlyos szerepet a műben. Annak mélyreható ismertetése és a mögöttes összefüggések feltárása három fő szakaszra bontva történik: 1. amikor az irányadó kamatok átgűrűznek a piaci kamatokra, 2. majd amikor ezek a változások kihatnak



a költségesre, a megtakarítási és befektetési döntésekre, 3. illetve amikor ezek a folyamatok ténylegesen lecsapódnak az inflációs értékekben.

A 2008-as globális pénzügyi és gazdasági válság a jegybanki eszköztár bővülésével párhuzamosan a nem konvencionális intézkedések érájához vezetett, aminek következtében a transzmisszió új csatornái helyeződtek a középpontba. Kiemelt hangsúlyt kap itt a mennyiségi lazítás (*quantitative easing*, QE) intézkedés, amelynek mögöttes összefüggéseivel az 1.3. alfejezetben ismerkedhetünk meg. Működési mechanizmusa már előirányozza, hogy a monetáris politikai gyakorlatban a hangsúly a rövid kamatokról fokozatosan áthelyeződik a hosszabb kamatokra. A jegybanki mozgástér tehát beszűkül, mivel a rövid oldalon való beavatkozások a nulla közeli kamatok korszakában korlátokba ütköznek. A mennyiségi lazítás transzmisszióját egy önálló monetáris politikát követő európai ország jegybankja – a Bank of England – példáján keresztül ismertetik meg a szerzők az olvasóval. Az új makrogazdasági modell területére vezető mennyiségi lazítás mélyebb összefüggéseiről, illetve a működési mechanizmusainak lehetséges változatairól az olvasó a kapcsolódó illusztrációk, ábrák segítségével további információk birtokába kerülhet.

Ezt követően a hangsúly az euróövezeti tagországok egységes jegybanki politikáját alakító Európai Központi Bank monetáris politikai gyakorlatára helyeződik. A szerzők imponáló részletességű elemzése nyomán az olvasónak lehetősége nyílik elmélyülni az Európai Központi Bank fejlődésének útjában, a monetáris politikai stratégiájának kialakításában. A fenti kérdésekről egyúttal kimerítő értékelést is kapunk. Ennek keretében a kötet a 2. fejezetben felhívja az olvasó figyelmét az európai monetáris integráció gyenge alapjaira, illetve arra a súlyos következményekkel járó problémára, hogy létrejött elsősorban politikai alapokon nyugszik. A szerzőpáros egészen az 1990-es évek egyenlőtlen gazdasági és fejlődési folyamataitól indítva kalauzol el minket az integráció jelenben is tapasztalható gyengeségeiig. Azon túlmutatón, hogy a nominális kritériumok teljesülése sem valósult meg maradéktalanul, a reálkonvergenciát mérő mutatószámok figyelembevétele gyakorlatilag elmarad. A szerzők hangsúlyozzák a fejlettségi, termelékenységkülönbségeket megragadni képes kritériumok bevezetésének fontosságát (például az egy foglalkoztatottra jutó GDP, vagy az egységnyi munkaerőköltség mutatószámai).<sup>3</sup> Hasonlóképpen, a Mundell-féle optimális valutaövezet kritériumainak teljesülése is elmarad. E problémák eredményeként meglehetősen heterogén valutaövezet jött létre, amelyben további társadalmi és gazdasági egyenlőtlenségek kezdtek el kibontakozni. A Bundesbank örökségeként megmaradt pénzkínálat célzása és az inflációs célok által alkotott kettős pillér eredményeképpen a megfelelő transzparencia és bizalom kiépülése is elmaradt az EKB vonatkozásában. Ezek a gyengeségek ágyaztak tehát meg a későbbi problémáknak. Az olvasó átfogó képet kap arról, hogy az EKB már a kezdetben is nehezített terepen indult útjára, ennek megfelelően pedig a 2008-as krízis is egy törékeny alapokon nyugvó GMU-t ért utol. Néhány évvel később, részben a korábbi aszimmetrikus sokkok következményeként, 2010-ben az euróövezet a szuverén adósságválság okozta nehézségekkel is szembe kellett nézzen. E fenti összefüggések

<sup>3</sup> Judit Sági – Balázs Ferkelt: *Monetary Policy and Transmission in the Eurozone and in Hungary Before and After the 2008–2009 Crisis*. Budapest, Aposztróf, 2020. 39.



részletes bemutatásával a kötet tankönyvszerű megalapozást nyújt arra vonatkozóan, hogyan jutunk el az EKB működésének mai keretrendszeréhez.

A 3. fejezetben történik meg az euróövezet monetáris politikájának részletes értékelése két szakaszban, egyrészről az 1999-től 2008-ig, másrészről pedig a 2008-tól 2020-ig tartó periódus vonatkozásában. Az értékelés a kapcsolódó, monetáris politikai szempontból releváns statisztikai adatokkal alátámasztva történik. A kamatpályák alakulását elsődlegesen mozgató inflációs értékek a krízist megelőző években viszonylag magas szinten mozogtak. Ennek megfelelően magas inflációval és magas kamatokkal jellemezhető eurózóna kezdett el kialakulni.<sup>4</sup> A 2009-ig megvalósuló négy fő intervenció bemutatását követően a szerzők átvezetik az olvasót a krízis által kialakított gazdasági környezet terepére. Középpontba kerülnek többek között a növekedést érintő hatások, majd az intézményi, illetve gazdaságpolitikai oldalról megvalósított lépések (Pénzügyi Felügyelet Európai Rendszere [PFER], Európai Rendszerkockázati Testület [ERKT], hatos csomag, kettes csomag, Egységes Bankszanálási Mechanizmus, tőkepiaci unió stb.). A mű által felvázolt logikai ív alátámasztja, hogy e lépések mélyítették az euróövezeten belüli kooperációt, és nagyobb fokú rugalmasságot teremtettek egy hasonló jellegű válság bekövetkezése esetére.

A krízis utáni időszakban az infláció hol magasabb, hol alacsonyabb értékek közötti váltakozása, illetve az országok közötti erős heterogenitás ismét nehezítette az egységes monetáris politika hatékonyságát. Ekkor a monetáris politikai transzmisszió alapvetően három fő intézkedési csoporton keresztül valósul meg: nyílt piaci műveletek, rendelkezésre állás, és a kötelező minimumtartalék. A szerzők átkalauzolnak minket az ezekhez kapcsolódó intézkedések bonyolult útvesztőjén. Ennek során az olvasó részletes képet kap a monetáris politikai eszköztár egyes nem konvencionális elemeinek pontos működési mechanizmusáról.

A 2013–2014-es években a globálisan meghatározó jegybankok stratégiája eltérő irányt vett. Miközben az eurózónában valós veszély helyeződött az egységes valuta életben maradására, az Atlanti-óceán túlsó partján a FED fokozatosan elkezdte kivezetni a QE-t. Az Európai Központi Bank viszont ekkor kezdett igazán bele eszközvásárlási programjába, amelynek legfontosabb elemei a vállalatikötvény-vásárlási program, a közszektor eszközeinek másodlagos piacon megvásárlására irányuló program, az eszközfedezetű értékpapír-vásárlási program, illetve a fedezettkötvény-vásárlási program.<sup>5</sup> A felsorolt intézkedések ismételten a transzmisszió jelentőségét helyezik a középpontba, illetve tágabb értelmezésben a jegybanki célok elérésére való törekvést szolgálják a kívánt módon. Az EKB által elindított eszközvásárlási programok mögött húzódozó motiváció sokkal inkább az inflációs célokra fókuszált, semmint a FED által korábban megvalósított, elsősorban likviditási nehézségek leküzdését szolgáló mennyiségi lazítás. A transzmisszió kapcsán olyan új csatornák jelentőségét emelik ki a szerzők, mint a vagonhatás, illetve a kockázatvállalási csatorna.

A krízist követő időszak másik vívmánya a megelőző időszakokhoz képest a mikro- és makroprudenciális intézkedések felértékelődő szerepe. A pénzügyi stabilitás erősítése, illetve a pénzügyi rendszert fenyegető szisztematikus kockázatok kialakulása

<sup>4</sup> Sági–Ferkelt (2020): i. m. 63.

<sup>5</sup> Sági–Ferkelt (2020): i. m. 77.



ellen védelmet nyújtó makroprudenciális intézkedések szerepe hangsúlyossá vált. Célja kétoldali: először is a pénzügyi ciklusok simítása, másodszor pedig a pénzügyi rendszer rugalmasságának növelése. Hasonlóan hangsúlyossá vált a magánszemélyek és vállalkozások biztonságát és ezáltal a gazdaság egészének stabilitását támogató mikroprudenciális politika. A következő szakaszokban a mikro- és makroprudenciális eszközök három típusának (tőkealapú, likvidításalapú és eszközalapú intézkedések) értékeléséről kap képet az olvasó.

Ezt követően hazai vizekre evezünk, s a 4. fejezetben rátérünk az önálló monetáris politikát folytató Magyar Nemzeti Bank (MNB) tevékenységére. Az MNB fő intézkedési eszköze szintén az irányadó kamat volt, ami a pénzpiaci kamatokon, az eszközárakon, a várakozásokon, valamint az árfolyamokon keresztül hatott a gazdaságra. A krízis kirobbanását követően azonban a bankközi piac és a hitelfelvételi kedv jelentősen romlott, így a hagyományos monetáris politikai transzmissziós mechanizmus Magyarországon is módosult.

A szerzőpáros több meghatározó mozzanatot is ismertet, amelyek kulcsfontosságúak voltak a 2008-as krízist követő súlyos, pénzügyi rendszert érintő problémák kialakulásában. Itt emelhető ki, hogy az ezredfordulót követően Magyarországon is áttörés történt a jelzáloghitelezésben. Emellett szintén meghatározó mozzanatnak számított a később súlyos következményeket eredményező svájci frank alapú hitelek fő termékévé válása a kereskedelmi bankok profiljában. A kamatkülönbségek kihasználásának lehetősége sokáig fűtötte a fenti trendeket, s jelentős mennyiségű külföldi tőke beáramlása történt, azok magasabb kamatok melletti kihitelezésének lehetősége okán. Hazánk nagyfokú sebezhetősége miatt a pénzügyi krízis különösen negatív következményekkel járt, aminek részeként a külföldi befektetők elkezdtek kivonni a pénzt az országból. Mindez különösen negatív hatásokat gerjesztett, amelyek eredményeként a kereskedelmi bankok az egymással való kereskedés helyett a jegybanki eszközök felé kezdtek fordulni. Következésképpen likviditási többlet jött létre a bankrendszerben, vagyis a kereskedelmi bankok jegybankkal szembeni nettó követelése megemelkedett. Ez, ahogy arra a szerzők is rávilágítanak, számos további lépés szükségességét követelte meg a Magyar Nemzeti Bank oldaláról.

2012-től a célzott jegybanki politika keretében az MNB lazító ciklusba kezdett, ezzel is támogatva a befektetési tevékenységet, csökkentve a külső adósságot és külső sérülékenységet. A magyar jegybank is a nem konvencionális eszközök felé fordult, a kamatsökkentési ciklus elindításán túlmutatóan új eszközként jelent meg a Növekedési és Hitelprogram, az Önfinszírozási program és a BUBOR reformja, amelyek legfontosabb összefüggéseiről Sági Judit és Ferkelt Balázs pontos képet tárnak elénk a 4.1. fejezetben.

A 2008-as krízist követő időszak expanzív monetáris politikája részeként megvalósuló kamatsökkentéseket a szerzők három fázisra bontva elemzik. Az első, 2012 augusztusa és 2013 júliusa közötti periódus során a dezinflációs fejlemények indokolták a kamatok csökkentését. A lépések következtében jelentősen javultak a hitelfelvételi kondíciók. A második fázis 2015 márciusában kezdődött, majd a harmadik, 2016-ban kezdődő fázist követően a pandémia következtében az alapkamat egészen 0,6%-os szintre süllyedt. Ezt a trendet 2021 nyarán törte meg egy szigorító ciklus elindításával az MNB, reagálva az egyre nagyobb inflációs veszélyekre.



A nemzetközi tekintetben is súlyosnak tekinthető visszaesés a vállalati hitelezésben az MNB-t is cselekvésre készítette, s életre hívta a Növekedési és Hitelprogramot. Az alacsony kockázatvállalási szint által gerjesztett problémák orvoslására hivatott program szintén három szakaszban valósult meg. Ennek első fázisa a bankok közötti verseny stimulálása, s egyúttal a hitelpiacot érintő korlátok enyhítése. A program elsődleges célja, hogy könnyítse a vállalatok hitelhez való hozzáféréseinek lehetőségét. Az NHP egyúttal fontos szerepet töltött be a devizahitelek konverziójában a kkv-szektorban.

A válság utáni időszak jegybanki politikája az ország korábbi gyengeségeinek másik dimenziójára is igyekezett reflektálni. Sági Judit és Ferkelt Balázs kiemeli, hogy ennek eszközeként szolgált az egymást kiegészítő állami intézkedések és döntések sorozataként megvalósuló önfinszírozási program, amely elsődlegesen a külső sérülékenység, s ezen belül a külföldi forrásokra való támaszkodás csökkentését hivatott elősegíteni. Mindezt elsősorban az adósságszerkezet javításán keresztül célozták. Erőteljes elmozdulás történt a forintfinanszírozás irányába, illetve megnövekedett a lakossági állampapírok kibocsátása. A program elindítását követően a teljes adósság devizaaránya mérséklődésnek indult.

A fentiekén túl olyan intézkedések legfontosabb összefüggéseit ismerhetjük meg, mint az EUR–HUF swap tenderek, a kötelező tartalékok csökkentése, az elsődlegesen a hosszú lejáratú hozamokat érintő nem konvencionális intézkedések, mint a jelzáloglevéltársítási program vagy a növekedési kötvényprogram.

Összességében, ahogy arra Sági Judit és Ferkelt Balázs kötete is rámutat, a megelőző évek alacsony kamatkörnyezete megfelelően támogatta a fogyasztást és a beruházást, ami egyúttal a foglalkoztatottságot is ösztönözte. Végezetül a szerzők a koronavírus-válság utáni időszak főbb fejleményeiről is az olvasó elé tárnak egy rövid áttekintőt, amely ismételten aláhúzza a monetáris politika és a nem konvencionális intézkedések kulcsfontosságú szerepét a gazdasági problémák kezelésében.

A kötet hasznos olvasmányként szolgálhat gazdaságpolitikai döntéshozók számára, egyetemi tanulmányait közgazdasági szakon végző hallgatók számára, de ajánlott mindazoknak is, akik mélyebb betekintést szeretnének nyerni az elmúlt évtizedek monetáris politikájának evolúciójába, annak pontos működési mechanizmusával kiegészülve.

