

Csermely Ágnes–Rezessy András: Kamatsimítás az elméletben és a gyakorlatban

A Magyar Nemzeti Bank kamatpolitikájára jellemző, hogy általában több kisebb, azonos irányú lépés követi egymást. Hasonló viselkedést figyelhetünk meg más jegybankok gyakorlatában is. Kamatlépéseiket a fokozatosság jellemzi, azaz kerülnek a hirtelen, nagy kamatváltoztatásokat, valamint ózdkodnak a kamatciklusok túl gyakori megfordításától. E tanulmány ennek a gyakorlatban megfigyelhető kamatsimító viselkedésnek mutatja be az elméleti hátterét, a jegybankok kommunikációjában megfigyelhető motivációit, és a magyar monetáris politika vitele szempontjából fontos megfontolásokat.

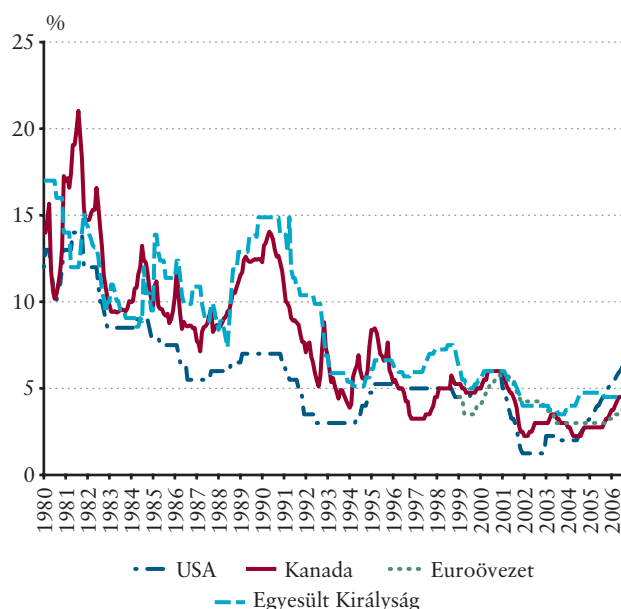
BEVEZETÉS

A nemzetközi monetáris politikai gyakorlatot vizsgálva számos jel utal arra, hogy a jegybankok igyekeznek elkerülni a kamatok túlzott ingadozását. Ha megvizsgáljuk a főbb jegybankok alapkamatának múltbeli alakulását (1. ábra), azt látjuk, hogy az irányadó kamatok – kivált az elmúlt másfél évtizedben – viszonylag stabilan alakultak rövid távon, hosszabb időtávot tekintve pedig a kamatváltoztatásokra a fokozatosság volt a jellemző, és a jegybankok igyekeztek minél ritkábban megváltoztatni a kamatemelési vagy -csökkentési ciklusok irányát. Míg az amerikai jegybank szerepét betöltő Federal Reserve-ről (Fed) ez jobbra az egész időszakra elmondható, addig például a Bank of England és a kanadai jegybank esetében inkább csak az elmúlt egy-másfél évtizedre volt jellemző ez a fajta jegybanki viselkedés. Mára a 25 bázispont nagyságú lépések váltak általánossá, de időnként, amikor gyors változás áll be a gazdasági folyamatok alakulásában, nagyobb kamatlépésekre is sor kerül. Ahogy a 1. táblázat mutatja, a nagyobb lépések inkább a kamat csökkentése irányába történtek, ami arra utal, hogy a gazdaság növekedésével kapcsolatos képet gyakrabban befolyásolják előre nem látható nagy hatású események (pl. tőkepiaci válság, szept. 11.).

A jegybanki idősorok statisztikai jellemzői is tükrözik a kamatlépések fokozatosságát. A jegybanki kamatokban a legtöbb országban jelentős autokorreláció – a megfigyelések idő-

1. ábra

Jegybanki alapkamatok alakulása



Forrás: International Financial Statistics, Bank of England.

beli együttmozgása – figyelhető meg. Ez arra utal, hogy egy adott időpontban a kamat szintjét befolyásolja az, hogy az előző alkalommal mennyi volt a kamat szintje. További érdekesség, hogy egy adott irányú kamatváltoztatás után mintegy 3-4-szer nagyobb valószínűséggel változott a kamat ugyanab-

1. táblázat

Jegybanki kamatok statisztikai jellemzői (1996–2006)

	Kamatok autokorrelációja	Ciklusforduló valószínűsége ¹	Átlagos kamatemelés	Átlagos kamatcsökkentés
Federal Reserve	0,98	0,17	0,30	0,38
Bank of England	0,98	0,19	0,25	0,29
Bank of Canada	0,98	0,24	0,30	0,33
EKB (1999–2006)	0,98	0,18	0,31	0,39

Forrás: International Financial Statistics, Bank of England.

¹ Ez a mutató a ciklusfordító kamatlépések aránya az összes kamatváltoztatáshoz viszonyítva.

ba az irányba, mint az ellenkező irányba. Ez pedig arra utal, hogy a jegybankok igyekeznek elkerülni a kamatciklusok megfordítását.

ELMÉLETI MEGFONTOLÁSOK A KAMATSIMÍTÁSSAL KAPCSOLATBAN

Az elméleti irodalom négy fő érvet hoz fel a kamatlépések fokozatosságára, azaz a kamatsimítás mellett (lásd például Bernanke, 2004; Blinder, 2005; Rudebusch, 2006).

1. A makrogazdasági bizonytalanság óvatosabb és fokozatos kamatpolitikát indokol.
2. A kamatsimítás és az ebből adódó ritkább ciklusfordulók segítik a monetáris politika közérthetőségét és a jegybank kompetenciájának elfogadottságát.
3. A kamatsimítás hozzájárul a pénzügyi stabilitáshoz.
4. Mivel a jövőbeli kamatalakulásra vonatkozó várakozások befolyásolják a gazdasági szereplők mai döntéseit, kisebb, de tartós kamatlépésekkel is elérhető a gazdaság stabilizálása.

A kamatsimítás legfontosabb indoka a makrogazdaságot övező bizonytalanság. A gazdasági adatok pontatlanok, gyakoriak az adatrevíziók, a rendelkezésre álló elemzési eszközök segítségével nehéz „valós időben” azonosítani, hogy milyen sokkok állnak a gazdasági szereplők változó viselkedése mögött. Másrészt, a monetáris döntéshozó nem tudhatja előre, hogy kamatlépései milyen hatással lesznek a többi makrogazdasági változó, pl. árfolyam, eszközárak alakulására, így csak folyamatos tanulással tudja meghatározni a monetáris szigorítás vagy lazítás optimális mértékét. Brainard (1967) ma már klasszikusnak számító tanulmányában mutatta be először, hogy amennyiben a döntéshozó bizonytalan a gazdaságot leíró modellben és abban, hogy a döntései milyen hatással vannak a gazdaságra, akkor – bizonyos paraméterek mellett – az az optimális, ha kisebb lépésekben reagál az újonnan beérkező információkra, mint bizonytalanság hiányában².

Fontos kiemelni azonban, hogy a bizonytalanság nem minden esetben indokol fokozatosságot. Amennyiben ugyanis az infláció perzisztenciáját illetően tapasztalható bizonytalanság, akkor az optimális politika agresszívabb lépéseket tesz, mint a bizonytalanság hiányában. Ennek oka, hogy a jegybank így

csökkenteni tudja az infláció jövőbeli alakulását övező bizonytalanságot (Söderström, 2000). Ráadásul az inflációs tehetetlenség esetleges megnövekedése azt jelezheti, hogy a jegybank árstabilitás iránti elkötelezettségének hitelessége kérdőjeleződött meg a gazdasági szereplők szemében. Minél később reagál a jegybank erre, annál nagyobbak lehetnek a reálgazdasági költségei a hitelesség visszaszerzésének.

A második szempont szerint a kamatsimítás előnye, hogy csökkenthető a ciklusfordulók gyakorisága. A túl gyakori ciklusfordulók megnehezítik a kommunikációt, és azzal a kockázattal járnak, hogy a jegybank kompetenciája kérdőjeleződhet meg a közvélemény szemében.³ A gazdaság működésének megismerése szempontjából sem célszerű a kamatciklusok túl gyakori megfordítása (lásd például Ellison, 2006), mivel az megnehezítené a jegybank és a többi gazdasági szereplő számára, hogy megismerjék a monetáris transzmissziós mechanizmus működését.

A kamatsimítás mellett szóló harmadik érv az, hogy így a monetáris politika erőteljesebben tud hatni a kamatvárakozásokra és ezen keresztül a hosszú hozamokra. A kamatpolitika a gazdasági aktivitást – ezen belül a beruházási, fogyasztási és megtakarítási döntéseket – elsősorban a hosszabb kamatokon és nem az irányadó kamaton keresztül befolyásolja. A kettő közötti összefüggést a hozamgörbe várakozási hipotézise adja, amely szerint a hosszú hozamok a jövőben várt rövid hozamok átlagaként adódnak. Ezért amennyiben egy kamatlépést tartósnak ítélnék, illetve azt követően még további lépéseket várnak, akkor a rövid hozam kis megváltozására a hosszú hozamok nagyobb mértékben mozdulnak el, hiszen a kamatváltozást egy kamatciklus nyitó lépésének tekintik.

A hosszabb kamatokra gyakorolt hatás két csatornán keresztül vezethet kedvezőbb gazdasági pályához.

Az egyik megfontolás arra épül, hogy simítás esetén a kívánt makrogazdasági hatás az irányadó kamat kisebb ingadozásával is elérhető. A különböző sokkok ugyanis sokszor ellenkező irányba hatnak az inflációra. Ilyen esetekben a kamatsimító monetáris politikának nem szükséges végigvinnie a kamatciklusokat az újonnan beérkező információk figyelembevételével, a hosszú kamatokban azonban megtörténnek a kívánt változások. A rövid kamatok ingadozása elsősorban stabilitási szempontból érték. A bankok forrásainak általában rövidebb a lejárata, mint a kihelyezett eszközeiknek. Ezért a rövid kamat fokozatos változtatása stabilizálólag hat

² A bizonytalanságnak ezt a következményét, továbbá azt, hogy a bizonytalanság fokozatosságot is indokol, később más modellkeretben is bemutatták. Martin (1999) neoklasszikus modellkeretben kapott hasonló eredményeket. Martin hozzáteszi, hogy azon paraméterértékek, amelyeknél Brainard eredményei nem érvényesek, nem tűnnek valószínűnek az empirikus tapasztalatok alapján.

³ Meyer (2004) szerint például Greenspan korábbi Fed-elnöknél ez a megfontolás kulcsfontosságú volt.

a bankok nyereségére, mivel megkönnyíti számukra a finanszírozási költségeik változásához való alkalmazkodást (Cukierman, 1991).

A második, Woodford (1998) által leírt megfontolás szerint nem a simítás, hanem a kamatok perzisztens változtatása a fontos. Az előzetektől várakozások miatt az infláció és a kibocsátás nemcsak a jelenlegi monetáris kondícióktól függnek, hanem a jövőben várt monetáris politikai lépésektől is. Ezért kedvezőbb eredmény érhető el, ha a jegybank a hosszabb távú kamatvárakozásokat is tudja befolyásolni. Abban az esetben, ha a piaci szereplők arra számítanak, hogy a ma optimálisnak tekinthető kamatkondíciók tartósan fennmaradnak, akár kisebb kezdeti kamatlépés is elegendő lehet a gazdaság stabilizálásához.

A jegybank azonban csak akkor tudja befolyásolni a várakozásokat, ha hitelesen el tud köteleződni egy kamatpálya mellett. Ez azt jelenti, hogy a jegybanknak nincs lehetősége arra, hogy minden időpillanatban újraoptimalizálja a politikáját, hanem figyelembe kell vennie az előző időszakban meghozott döntéseit is (history-dependent). Így az elköteleződés rövid távon szűkíti a jegybank mozgásterét, összességében mégis kedvezőbb eredményt képes elérni a gazdaság stabilizációja terén, mivel ez teszi lehetővé a várakozások menedzselését.

A JEGYBANKI VISELKEDÉS MODELLEZÉSE: SZÁNDÉKOLT-A KAMATSIMÍTÁS?

Ha modellezni akarjuk a jegybank viselkedését, alapvető kérdés annak eldöntése, hogy milyen megfontolásból kerül sor a simításra, és vajon szándékolt-e a kamatsimító viselkedés. Ha a pénzügyi stabilitási szempontok befolyásolják a jegybank viselkedését, akkor a jegybank a már bekövetkezett makrogazdasági sokkokra időben elnyújtva reagál, azaz egy nagyobb sokkot követően a jegybank a szükséges kamatlépésnek csak egy részét hajtja végre, a többit pedig – feltéve, hogy újabb információk nem írják felül a jegybank világméretét – csak később, több kis lépésben lépi meg. Ha a jegybank célja a várakozások befolyásolása, és perzisztens kamatpálya kialakítása (à la Woodford), akkor a sokk bekövetkeztekor a jegybank reakciója azonnal megtörténik, de az optimális lépés meghatározásakor a korábbi kötelezettségvállalásait is figyelembe veszi. A simítás tehát nem a jövővel kapcsolatos, hanem a múlt örökségéből ered. Végül van olyan vélekedés is, hogy a megfigyelt jegybanki viselkedés hátterében nincs szándékolt simítás, hanem a gazdasági változók önmagukban is megfigyelhető dinamikája, illetve a „brainardi” és a gazda-

ságban zajló folyamatokról való fokozatos tanulás okozza. E megközelítés szerint a jegybank minden döntésénél azonnal az akkor optimálisnak tekintett szintre változtatja a kamatot. A makrogazdasági folyamatok kibontakozása, illetve jellegének jobb megismerése azonban perzisztens kamatpályát eredményez.

A jegybanki kamatsimítás empirikus vizsgálatai általában a pénzügyi stabilitási logikára épülnek: a jegybank hagyományos veszteségfüggvénye⁴ kiegészül egy további taggal, ami a kamatingadozást bünteti. Hasonló logikára épül az ún. jegybanki reakciófüggvények vagy kamatszabályok becslése is. E vizsgálatoknak az a kiinduló hipotézise, hogy a jegybank csak fokozatosan alkalmazkodik a fundamentálisan indokolható kamatszinthez. A fundamentális kamatszint legtöbbször az infláció és a kibocsátási rés függvénye (a szakirodalom ezt hívja Taylor-szabálynak). A tényleges kamatalakulás pedig egy részleges igazodási (partial adjustment) egyenlettel becsülhető, a fundamentális kamat és a késleltetett kamat függvényeként. A kamatsimítás paraméterének a késleltetett kamat együtthatóját (ρ) tekintették. A legtöbb ilyen vizsgálat a Fed viselkedésének leírására született, és 0,7-0,9 körüli igen szignifikáns simítási paramétert eredményezett.⁵ Magyarországra Hidi (2006) végzett hasonló számításokat, amelynek eredményei hasonló mértékű (0,6-0,8) kamatperzisztenciát jeleztek.

A fenti megközelítést azonban számos kritika érte, mivel a gyakorlatban nemcsak a szándékolt simítás, hanem számos más tényező is okozhatja a kamatok mért magas autokorrelációját. Rudebusch (2002 és 2006) például arra hívja fel a figyelmet, hogy hasonló eredményre vezet, ha jegybank a döntésnél hosszabb időszakon keresztül figyelembe vesz a növekedésen és infláción kívüli szempontokat is (pl. stabilitási kérdések). Rudebusch alternatív módszert is javasol a szándékosság mérésére pénzügyi információk alapján. Ha szándékolt fokozatosságot alkalmazna a jegybank, akkor a forwardhozamokat könnyű lenne előrejelezni. Az USA esetében 3 hónapon túl gyenge az irányadó kamat előrejelezhetősége, tehát a pénzügyi piacok értelmezése szerint nincs szándékos kamatsimítás.

Goodhart (2004) a Bank of England esetében szintén úgy találta, hogy nincs szándékos simítás. Tanulmányában a Bank of England reakciófüggvényét úgy becsülte, hogy abban a jegybank nem az aktuális inflációra, hanem az előrejelzett inflációnak a céltól vett eltérésére, $\tilde{\pi}_{t+2}$ -re reagál. Ebben a megközelítésben eredményei szerint a kamatlépések nem mutatnak simítást. Fel kell azonban hívni a figyelmet arra, hogy általában a jegybanki előrejelzési gyakorlat is tartalmaz simítást.

⁴ A jegybanki veszteségfüggvény leginkább elterjedt formája az inflációs céltól való eltérés és a kibocsátási rés ingadozásának négyzetösszegének diszkontált jelenértéként írható fel. Egyes modellekben ez megfeleltethető a reprezentatív háztartás jóléti függvényének.

⁵ Lásd Amato–Laubach, 1999; Clarida és társai, 2000.

Az előrejelzők ugyanis a frissen beérkező makrogazdasági változók értékelésekor ugyanazzal a bizonytalansággal szembesülnek, mint a döntéshozók, így általában ők is csak fokozatosan építik be az előrejelzésbe az új információk hatását.

A jegybanki viselkedés modellezésének legújabb módszere az ún. sztochasztikus dinamikus egyensúlyi modellek becslésére épül.⁶ Ezek a modellek nem tételezik fel, hogy a jegybank célfüggvényében lenne kamatvolatilitást büntető tag, és számolnak a gazdaságot érő sokkok perzisztens jellegével is. Mindezek ellenére a jegybanki célfüggvényben magas a késleltetett kamat becslési paramétere. Ebben a modellkeretben elsősorban a jövőbeli kamatok kiszámíthatóságára vonatkozó „woodfordi” csatorna okozza a jóléti hatást.

KAMATSIMÍTÁS ÉS JEGYBANKI KOMMUNIKÁCIÓ

Az előző fejezetben láthattuk, hogy az empirikus vizsgálatok nem tudják pontosan megragadni, hogy milyen motivációja van a jegybankok általánosan megfigyelt kamatsimító viselkedésének. A következőkben ezért a jegybankok kommunikációját vizsgáljuk meg a fokozatos kamatlépések mögött álló megfontolások feltárása érdekében. Ebben a tanulmányban csak a hosszabb távú kamatvárakozásokat orientáló eszközökkel foglalkozunk, és nem elemezzük a nagyon rövid horizontra vonatkozó, a piaci kamatok simítását célzó kommunikációt.⁷

A jegybanki vezetők közvetlen megnyilatkozásai nem egyértelműek. Bernanke, a Fed jelenlegi elnöke korábbi írásában úgy vélekedett, hogy az amerikai monetáris politika szándékosan simítja a kamatot (Bernanke, 2004). Poole, a Fed döntéshozó testületének egy másik tagja szerint azonban a jövőbeli kamatlépések szinte kizárólag az újonnan beérkező információk alapulnak, vagyis ha van fokozatosság a kamatok alakulásában, az nem a jegybank szándékolt kamatsimítása miatt van (Poole, 2003). King, a Bank of England kormányzója Poole-hoz hasonlóan hangsúlyozza, hogy minden alkalommal új döntést hoz a jegybank az új információk fényében (King, 2006). Goodhart, a Bank of England döntéshozó testületének egykori tagja pedig cáfolja, hogy ő vagy kollégái rendszeresen kisebb lépésekre szavaztak volna, mint ami az infláció célhoz való visszatérítéséhez lett volna éppen az adott időpontban szükséges (Goodhart, 2004). Ennek ellenére a Bank of England jegyzőkönyveiben találunk példát szándékos kamatsimításra. A kamatdöntések jegyzőkönyveiben többször utalnak rá, hogy a bizonytalanság óvatosságot indokol a monetá-

ris politikában. Egy esetben pedig konkrétan megemlítik, hogy az inflációs előrejelzés miatt akár 50 bázispontos emelés lehetett volna szükséges, de a bizonytalanság, és az, hogy a lépésközwáltás félreérthető jelzést adhat a jegybanki viselkedésről, több kisebb lépés meghozatalát tette indokolttá

A jegybanki vezetők nyilatkozatain túl a jegybankok előretekinthető kommunikációja is adhat információt a jövőbeli kamatokra vonatkozó elképzelésekről, és így a kamatsimító viselkedés mögött álló megfontolásokról. Az inflációs célkövető rendszerben a monetáris politika kulcsfeladatának tekinti a várakozások befolyásolását, ezért minden inflációs célkövető jegybank gyakorlatában találunk előremutató elemeket. A kamatvárakozások orientálásának általánosan használt eszköze az ún. legyezőábra⁸, ami nemcsak az inflációs előrejelzés alapját, hanem a monetáris döntéshozók által érzékelt bizonytalanságot is megjeleníti az infláció és a növekedés várható alakulását illetően. A legyezőábra üzen a jövőben várható kamatlépésekről: ha magas a kitűzött inflációs célnál nagyobb infláció kialakulásának valószínűsége, várhatóan monetáris szigorítás következik. Ugyanakkor megjeleníti a „brainardi” bizonytalanságot, a monetáris döntéshozónak további információkra, tanulásra van szüksége, hogy pontosabb képet alkothasson a gazdaság jövőbeni alakulásáról, és meghatározza a megfelelő monetáris politikát.

Hasonló funkciót tölt be, ha a jegybank közvetlen utalást tesz a jövőbeli kamatlépések várható irányára (bias, irányultság, esetleg kódszavak használata). Az előretekinthető kommunikációnak ez a fajtája a nem inflációs célkövető jegybankoknál is megjelenik (ECB, Fed). A legyezőábrához hasonlóan az irányultság meghatározását is rendszerint az inflációt befolyásoló kockázati tényezők felsorolása, értékelése előzi meg („verbális legyezőábra”), ezek eredőjeként adódik a jövőben várható kamatlépés irányultsága. Ebben a kommunikációs keretben is a gazdaságot érő sokkok megismerésével és jövőbeli kibontakozásával kapcsolatos bizonytalanság motiválja az „óvatos kamatpolitikát”, amiből következik a kamatpolitika irányultságára vonatkozó kötelezettségvállalás feltételeltsége.

Az inflációs célkövető jegybankok között találunk olyanokat, amelyek csak a legyezőábrát használják (pl. Bank of England), mások a legyezőábra értelmezését megkönnyítik a várható kamatlépések irányára, esetleg sebességére való közvetlen utalással is. A várható kamatlépések bekalibrálását azzal is segítheti a jegybank, ha az inflációs előrejelzést, illetve a legyezőábrát a piaci kamatvárakozások feltételezése mellett készíti el. Ebben az esetben a legyezőábra, illetve az irányultságra vo-

⁶ Lásd pl. Smets–Wouters, 2003.

⁷ A rövid távú eszközök legelterjedtebb fajtája a számos jegybanknál alkalmazott verbális intervenció, ami elsősorban két kamatmeghatározó ülés között próbálja orientálni a pénzpiacok várakozásait a következő kamatlépésről. Ebben az esetben a kommunikáció célja, hogy segítse a piacokat a két ülés között bekövetkezett események értékelésénél, illetve az arra adandó jegybanki reakciót illetően. A verbális intervencióról lásd Pintér et al., 2006.

⁸ A legyezőábra ilyen értelmezése csak abban az esetben lehetséges, ha az inflációs előrejelzést, illetve az inflációs riportot a Monetáris Tanács jegyzi.

natkozó üzenetek a piac által várt kamatlépésekhez viszonyítva értékelhetők, ami sokkal nagyobb teret enged a várakozások „finomhangolására”.

A piaci kamatvárakozások orientálásának magasabb szintjét képviseli azon inflációs célkövető jegybankok gyakorlata, amelyek az előrejelzési horizonton a jegybank által megfelelőnek tartott (ún. endogén) kamatpályát is nyilvánosságra hoznak (új-zélandi, norvég, svéd, izlandi jegybank). Ezek a kamatpályák általában „simák”, lassú, fokozatos ciklusokban változtatják a monetáris kondíciókat. A legkonkrétabb módon a norvég jegybank definiálja, hogy mit tekint „jó” kamatpályának.⁹

1. A kamatpályát úgy kell meghatározni, hogy középtávon a kitűzött cél közelében stabilizálja az inflációt. A horizont függ a gazdaságot érő sokkaktól és az infláció és a reálgazdaság pályáját befolyásoló hatásoktól.
2. A kamatpályának ésszerű egyensúlyt kell teremtenie az inflációs és a termelési kapacitások pályája között.
3. A kamatpályának akkor is elfogadható inflációs és növekedési pályát kell biztosítania, ha a gazdaság helyzetére és működésére vonatkozó alternatív, de nem irreális feltételezésekkel élünk.
4. A kamatváltozásoknak fokozatosaknak, és a jegybank múltban megfigyelhető reakciófüggvényével összhangban állónak kell lennie.
5. Ha a kamatpálya eltér az egyszerű monetáris politikai szabályok által indikált pályától, az eltéréseknek indokolhatóknak kell lenniük.

A kritériumok 4. pontjában egyértelműen megjelenik a kamatok fokozatos változtatásának igénye. Ugyanakkor a 2. pont alapján nyilvánvaló, hogy az inflációs és kibocsátási rés jövőbeli alakulását is figyelembe kell venni a kamatpálya kialakításánál, a makrováltozók perzisztenciája tehát erősíti a kamatok fokozatos változtatását. Szintén erősíti a kamatsimítást az 5. kritérium is, mivel explicit kamatsimítást tartalmazó Taylor-szabállyal is összevetik az endogén kamatpályát.

Végül megemlítjük, hogy találtunk példát olyan esetre is, amikor a kamatok alacsony volatilitására való törekvés elvárás-ként is megfogalmazódik a jegybankkal szemben. Az új-zélandi jegybank célmeghatározása szerint például a monetáris politika célja az általános árszínvonal stabilitása, de törekszik elkerülni a szükségtelen ingadozásokat a kibocsátásban, a kamatokban és az árfolyamban.

A fentieket összegezve azt mondhatjuk, hogy a jegybankok előrettekintő kommunikációja alapján a fokozatos kamatlépések hátterében elsősorban a „brainardi” bizonytalanság, a gazdasági folyamatokról való folyamatos tanulás áll, ugyanakkor néhány esetben önálló érték-ként is megjelenik a kamatvolatilitás mérséklésének szándéka. Arra azonban nem kaptunk információt, hogy emögött a „woodfordi” perzisztens kamatpolitikára való törekvés, vagy pénzügyi stabilitási szempontok állnak.

KAMATSIMÍTÁS MAGYARORSZÁGON

Ebben a fejezetben a Magyar Nemzeti Bank kamatpolitikáját vizsgáljuk az inflációs célkövetés bevezetése óta eltelt időszakban. Először abból a szempontból jellemezzük az elmúlt 6 évet, hogy milyen mértékben volt jellemző a kamatlépések fokozatossága, az irányadó kamat simítása. Majd azt vizsgáljuk, hogy a jegybank előrettekintő kommunikációja alapján milyen motivációja lehetett a kamatlépések fokozatosságának.

A magyar jegybank kamatlépéseinek mértékét és a kamatciklusok alakulását jelentős mértékben befolyásolták a magyar gazdaság sajátosságai:

1. Az átmeneti gazdaságokra a fejlett országoknál gyakoribb és nagyobb mértékű sokkok jellemzők (Benczúr-Rátfai, 2005), miközben kevésbé fejlettek azok a mechanizmusok (likviditáskorlátos háztartások nagy súlya, gyenge automatikus stabilizátorok a költségvetésben), amelyek segíteni tudják a gazdaság alkalmazkodását.
2. A magyar gazdaság hosszú inflációs múlttal rendelkezik, az inflációs célkövető rendszer bevezetésekor perzisztens magas inflációs várakozások, így a kamatsimítás hitelességi korlátokba ütközhetett.
3. Ugyanakkor az MNB az átmeneti gazdaságok jegybankjaihoz hasonlóan fokozott makrogazdasági bizonytalansággal szembesült. A rendelkezésre álló adatsorok rövidege, a gazdaság strukturális változásai miatt a gazdaságot leíró modellek bizonytalansága a szokásosnál is nagyobb.
4. Az árfolyamnak kiemelt szerepe van a monetáris politika vitelében, mivel a monetáris politikai lépések legerősebb reálhatása az árfolyamcsatornán keresztül érvényesül.

Az első két szempont, a sokkok nagysága és a hitelesség a kisebb mértékű simítás irányába hat, míg a 3. szempont a gazdaság működésével kapcsolatos bizonytalanság a brainardi logika alapján támogatja a kamatsimítást. Az árfolyam kiemelt

⁹ Ezek a szempontok minden alkalommal szerepelnek a norvég inflációs riportban, a Monetáris Tanács kamatpályájának bemutatását tárgyaló fejezet keretes írásként.

2. táblázat

Jegybanki kamatok autokorrelációja a és ciklusfordulók valószínűsége kis inflációs célkövető gazdaságokban (1999–2007. szept.)

	Kamatok autokorrelációja	Ciklusforduló valószínűsége
Új-Zéland	0,98	0,13
Chile	0,96	0,33
Izrael	0,98	0,12
Magyarország (2001–2007. szept.)	0,96	0,17

Forrás: jegybankok honlapjai.

szerepének jelentősége nem egyértelmű a kamatsimítás szempontjából. Egyrészt az inflációs folyamatok szempontjából csak az árfolyam tartós elmozdulásai számítanak, így a jegybanknak a kockázati primumban bekövetkezett tartós elmozdulásokra kell reagálnia. Mivel – ex ante – nagyon nehéz annak megítélése, hogy az árfolyam elmozdulásai mennyiben lesznek tartósak, az árfolyam fontos szerepe ösztönözheti a fokozatos monetáris politikai reakciót. A kisebb kamatlépések az árfolyam- és kamatspekulációs tevékenységet is mérsékelhetik. A nagy piaci erejű pénzügyi szereplők ugyanis ki tudják használni spekulatív pozíciók kiépítésére, ha a jegybank az árfolyammozgásokra gyorsan és nagy kamatlépésekkel reagál. Más oldalról viszont szólnak érvek az árfolyamra való határozott reakció mellett is. Ha a gazdasági szereplők múltbeli tapasztalatai alapján úgy vélekednek, hogy az árfolyam elmozdulásai tartósak, az erősítheti az árfolyam begyűrűződését az inflációba. Így a jegybank csak fokozatosan képes mérsékelni az árfolyam-menedzselés szorosságát, úgy ahogy a gazdaság szereplői megtanulnak együtt élni az árfolyam ingadozásaival. E megfontolás áll a háttérben annak, hogy az inflációs célkövetést folytató kis, nyitott országokban a jegybanki hitelesség fontos mutatójává vált az árfolyam-begyűrűzési paraméter mérséklődése.

A magyar gazdaság sajátosságai miatt a kamatpolitika jellemzéséhez a fejlett nagy országoknál jobb összehasonlítási alapot jelentenek a kis, nyitott, kevésbé fejlett országok. Három, az

inflációs célkövetés gyakorlatában élenjáró, jelentős tapasztalatokkal rendelkező országot választottunk ki (Új-Zéland, Chile és Izrael). A 2. táblázat szerint ezen országok kamatainak autokorreláltsága valamivel alacsonyabb a nagy, fejlett országokénál. A ciklusfordulók valószínűségét tekintve eredményeink korlátozottan összehasonlíthatók, mivel nem áll rendelkezésünkre olyan hosszú idősor, mint a fejlett országokra. Összességében ezekben az országokban nem jellemző a ciklusfordulók nagyobb gyakorisága.

A kamatsimítás jelentőségének további mutatója a kamatlépések átlagos mértéke. A 3. táblázat alapján elmondható, hogy a kis inflációs célkövető országokban a kamatlépések átlagos mértéke valamivel nagyobb, mint a fejlett országoké (1. táblázat). Külön kiemelendő, hogy az aszimmetria ebben az esetben ellentétes. Míg a fejlett országok bankjai lefelé tartanak szükségesnek gyorsabb, határozottabb kamatkorrekciót, a kis országokban felfelé simítják kevésbé a kamatot. A magasabb átlagos kamatemelés háttérben általában egy-egy kiugróan magas kamatemelés vagy azok sorozata áll, melyekre általában hirtelen nagy árfolyamgyengülések, válságszerű helyzetek esetében került sor. A csendesebb időszakokban azonban a fejlett országokhoz hasonlóan ezekben az országokban is a 25 bázispont a normál lépésköz¹⁰ (lásd 2. ábra).

Magyarországon az elmúlt 6 évben a kis, nyitott gazdaságokra jellemző mértékű kamatperzisztencia volt megfigyelhető. A

3. táblázat

Jegybanki kamatlépések nagysága kis inflációs célkövető gazdaságokban (1999–2007. szept.)

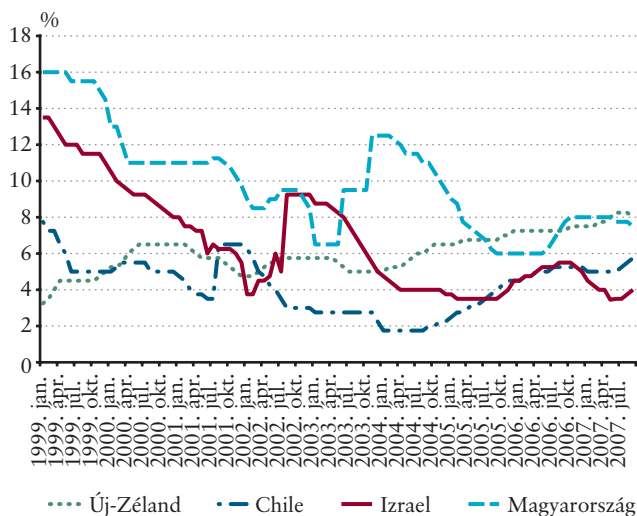
	Átlagos kamatlépés	Kamatemelés		Kamatcsökkentés	
		átlag	módusz	átlag	módusz
Új-Zéland	0,27	0,28	0,25	-0,25	-0,25
Chile	0,42	0,39	0,25	-0,44	-0,25
Izrael	0,40	0,60	0,25	-0,35	-0,25
Magyarország (2001–2007. szept.)	0,56	0,90	0,50	-0,44	-0,50

Forrás: jegybankok honlapjai.

¹⁰ A kamatlépések optimális nagyságát befolyásolja a kamatdöntések gyakorisága is. Ebben a tekintetben nem egységes a nemzetközi gyakorlat. Míg az EKB minden hónapban tart kamatdöntő ülést, a többi fejlett országra ritkább ülésezés a jellemző (Fed 8, svéd jegybank 6 kamatdöntő ülés). A kevésbé fejlett országokban gyakoribbak a monetáris tanácsi ülések, Chilében és Izraelben hozzánk hasonlóan havonta van kamatdöntés, Új-Zélandon viszont csak 8 alkalommal.

2. ábra

Jegybanki alapkamatok alakulása a vizsgált kis gazdaságokban (1999–2007)



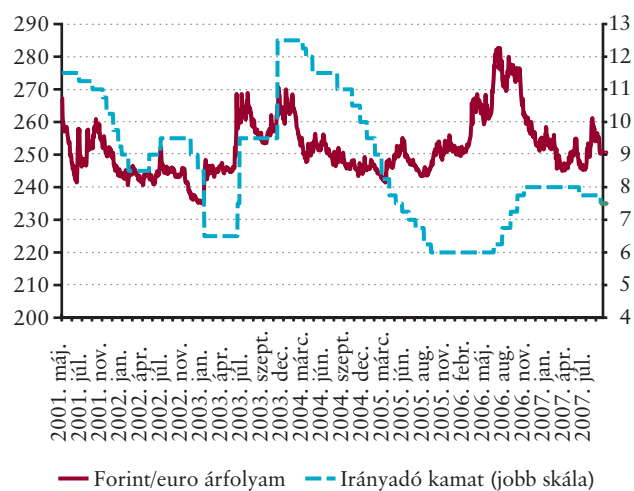
Forrás: jegybankok honlapjai.

legnagyobb kamatlépésekre 2003-ban az árfolyamsáv elleni spekulatív támadás során, illetve az év során bekövetkező nagyobb árfolyamgyengülésekhez kapcsolódóan került sor. Ez összhangban van más kis, nyitott országokban megfigyelt viselkedéssel, és az elméleti irodalom következtetéseivel is, mely szerint a jegybank hitelességének megkérdőjeleződése esetén a határozott jegybanki reakció az optimális, nincs lehetőség a kamatok simítására (Söderström, 2000). Ugyanakkor az MNB nemcsak 2003-ban kényszerült a megszokottnál nagyobb kamatlépésekre. Míg a többi kis országban 25 bázispont, ezzel szemben nálunk 50 bázispont volt a jellemző lépésköz.

Az inflációs célkövetés bevezetése utáni első években az MNB kamatpolitikájában kiemelkedő szerepe volt az árfolyam-ingadozások mérséklésének. 2001-től 2003-ig a jegybank az inflációs cél teljesülésével kompatibilis árfolyam-komfortzónának bejelentésével is igyekezett orientálni a rövid távú árfolyamvárakozásokat. 2004-től a jegybank közvetlenül már nem kommentálta az árfolyam alakulását, de a tartósan bi-

3. ábra

Jegybanki alapkamat és árfolyam-alakulás, 2001–2007



Forrás: MNB.

zonyult árfolyamváltozások hatása beépült az inflációs előrejelzésekbe, így közvetett módon szükségessé tette a kamatpolitika változását.¹¹

A jegybank árfolyam-toleranciájának növekedése lehetőséget teremtett a kamatok nagyobb mértékű simítására. E változás tetten érhető a hozam és árfolyamvolatilitás változásában is. Az árfolyam ingadozása emelkedett, a rövid hozamok ingadozása jelentősen mérséklődött, míg a hosszabb horizontokon nem történt jelentős változás az idősorok viselkedésében. Ez arra utal, hogy a kamatalakulás változás mögött nemcsak a sokkok jellege, hanem valóban a jegybank erőteljesebb kamatsimító viselkedése állt.

Az inflációs célkövetés bevezetése óta eltelt időszakban két hosszabb kamatcsökkentési periódus volt, amit két rövidebb kamatemelési időszak követett, jelenleg ismét kamatmérséklődésre számít a piac. A fokozatos kamatlépések mögött húzóódog megfontolásokról a jegybank előrettekintő kommuniká-

4. táblázat

Árfolyam és kamatvolatilitás*

	Árfolyam	3 hónap	6 hónap	1 év	3 év	5 év
2001–2007. szept.	0,46	0,35	0,36	0,37	0,37	0,30
2001–2002	0,39	0,36	0,35	0,34	0,33	0,27
2004–2007. szept.	0,47	0,24	0,26	0,30	0,31	0,27

* 90 napos volatilitások átlaga.

Forrás: MNB.

¹¹ Emellett, amikor az árfolyam a sáv széléhez került, a közleményekben rendre előkerültek az árfolyam közvetlen menedzseléséhez kötődő, a kockázati prémium alakulására hivatkozó megfogalmazások.

ciója adhat további információt. Az elmúlt hat évben a kamatlépések nagyobb részére került sor úgy, hogy előtte az MNB a legyezőábrával vagy szóbeli indikációval jelezte a kamatok várható változási irányát. Voltak azonban olyan periódusok is, amikor a kialakult egyirányú kamatlépések mögött azonos irányú sokkok/meglepetések sorozata állt.

Az előretételező kommunikáció szempontjából az elmúlt hat év két időszakra bontható. Az első, 2003 végéig tartó időszakban, az MNB negyedévente publikálta az inflációs előrejelzését. Az előrejelzés legyezőábrája a Monetáris Tanács kockázatérzékelését tükrözte, a tanács a legyezőábrájához kapcsolódóan a kamatlépések irányára vonatkozó indikációt (policy bias) is megfogalmazott. Azokon a kamatmeghatározó üléseken, amikor nem volt inflációs jelentés publikáció, a tanács nem fűzött érdemi indoklást a kamatdöntéshez.

2001 közepe és 2003 vége között 10 inflációs jelentés és kapcsolódó tanácsi állásfoglalás látott napvilágot. Ebből 6 olyan alkalom volt, amikor a tanács által jelzett kamatváltoztatási irány és a következő riportig bekövetkezett kamatlépések egy irányba mutattak. A többi négy alkalommal az árfolyam alakulása változtatta meg a monetáris politika alakulását, ami nem szerepelt az MNB által készített feltételes előrejelzés kockázati szempontjai között.

2004-től az inflációs jelentést az MNB szakértői csapata jegyezte, és a Monetáris Tanács nem adott többé a legyezőábrához kapcsolódó rendszeres kamatindikációt. Ugyanakkor a Monetáris Tanács minden közleménye megtelt tartalommal, részletesen bemutatva a tanács gazdasági folyamatokról alkotott értékelését.

Ebben az időszakban csak a legyezőábra ferdeségét és a következő negyedévben bekövetkezett kamatlépéseket tudjuk összehasonlítani. Az időszak 15 inflációs riportjából 9-szer volt összhangban az inflációs kockázatok iránya és a kamatlépés¹². Az eltérések hátterében 2005-ben nagy valószínűséggel sorozatos meglepetések álltak. Ebben az időszakban jelentősen csökkentek a nemzetközi kockázati felárak, és meglepetést okozhatott a termékpiacon verseny erősödése, és a tartósan alacsony maginfláció is hozzájárult a kamatcsökkentési sorozathoz.

Ezzel szemben 2004-ben és 2006 végétől előre látható eltérés alakult ki a legyezőábra és a következő kamatlépések között. Mindkét eset összefüggésben állt azzal, hogy a piac másképp várta a kamatok és az árfolyam együttes alakulását, mint az inflációs riport előző havi átlagon rögzített kamat- és árfolyamfeltételezése.

2004-ben a stáb a célnál magasabb infláció kialakulásának kockázatát jelezte a következő évre¹³. A forint később bekövetkező erősödése azonban a monetáris kondíciók jelentős szigorodását eredményezte, így további kamatemelésre nem volt szükség, sőt elindulhatott a kamatok fokozatos mérséklése. Ebben az időszakban a Monetáris Tanács közleményeiben általában nem szerepelt a következő kamatlépésre vonatkozó indikáció, ugyanakkor „kódszavak” formájában történt utalás a várható kamatpályára. Az erre az időszakra jellemző monetáris tanácsi üzenet az „óvatos” kamatpolitika szükségességére hívta fel a piaci szereplők figyelmét: a konszolidáció törekvése, a makrogazdasági egyensúlytalanság fokozatos kamatcsökkentést indokolt. 2004 első felében a piaci szereplők valóban a bekövetkezettnél meredekebb kamatcsökkentést áraztak be, a jegybanki üzenet tehát segített a piacnak megismerni a jegybank kamatsimító viselkedését.

2006 végén a 2004 elejéhez hasonló helyzet alakult ki, míg az inflációs előrejelzések felfelé mutató kockázatokat jeleztek, a piac elkezdett kamatcsökkentéseket beárázni. Ez összhangban állt a tanács azon vélekedésével, hogy az egyensúlyi helyzet javulása miatt a forintbefektetésektől elvárt kamatprémium fokozatosan mérséklődni fog, így alacsonyabb irányadó kamatszint mellett is kialakulhatnak a dezinflációs pályával összhangban álló monetáris kondíciók. Ezt a tanács kamatindikáció formájában is jelezte a piaci szereplők számára. Ezen – ex post beigazolódt – várakozásokra azonban a fix kamat- és árfolyamszintet feltételező előrejelzés nem tudott kontrollálni. A legyezőábra mégis hasznos információt adhatott a piacnak a várt kamatalakulás tekintetében. Az inflációs pálya körüli felfelé mutató kockázati eloszlás jelezte a piacnak, hogy a beárázottnál sokkal lassabb kamatcsökkentés fog következni.

KÖVETKEZTETÉSEK

A fentieket összegezve azt mondhatjuk, hogy az elmúlt hat évben a gazdaságot érő sokkok jellegével, a sokkok lefutásával és a monetáris döntések hatásmechanizmusával kapcsolatos bizonytalanság fokozatosságát indokolt az MNB kamatlépéseiben, alapvetően ez okozta a megfigyelt kamatciklusokat. A gazdasági folyamatokról való folyamatos tanulás mellett leggyakrabban az árfolyam-alakulás írta felül az elképzelt kamatpályát.

A bizonytalanság és az előre nem látható sokkok ellenére az inflációs előrejelzések és a Monetáris Tanács kamatindikációi segítették a piaci kamatvárakozások alakítását. A legyezőábra megjelenítette azokat a kockázati tényezőket, amelyek befolyásolták a Monetáris Tanács döntéseit, így segítette a piaci

¹² A legyezőábrát akkor tekintettük kamatemelést/csökkenést jelzőnek, ha a legyezőábra a célhoz képest ferde, azaz nagyobb/kisebb a kitűzött célnál, magasabb/alacsonyabb az infláció kialakulásának valószínűsége.

¹³ Ex post tudjuk, hogy a stáb ebben az időszakban alulbecsülte az EU-belépésnek a verseny erősítésén keresztül a dezinflációs hatását.

szereplők tanulási folyamatát. Ugyanakkor azokban az esetekben, amikor a piac által várt árfolyam és kamatpálya jelentősen eltért a felételezett fix kamattól és fix árfolyamtól, a legezőábra által közvetített üzenet kamatokra vonatkozó információtartalma lecsökkent. Ilyen helyzetekben kiemelt szerepe van a Monetáris Tanács előretétező kommunikációjának, az árfolyam és a kamatpálya jövőbeli alakulására vonatkozó indikációnak.

FELHASZNÁLT IRODALOM

AMATO, JEFFREY D.–THOMAS LAUBACH (1999): The Value of Interest Rate Smoothing: How the Private Sector Helps the Federal Reserve. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Third Quarter 1999.

BENCZÜR PÉTER–RÁTFAI ATTILA: Gazdasági fluktuációk Kelet-Közép-Európában – A tények. *MNB Füzetek* 2005/2.

BERNANKE, BEN (2004): *Gradualism, Remarks at an economics luncheon*. Seattle, Washington, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/Speeches/2004/200405202/default.htm>.

BLINDER, ALAN (2005): Monetary Policy Today: Sixteen Questions and about Twelve Answers. *CEPS Working Paper*, No. 129.

BRAINARD, WILLIAM (1967): Uncertainty and the Effectiveness of Policy. *American Economic Review*, 57.

CLARIDA, RICHARD–JORDI GALÍ–MARK GERTLER (2000): Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory. *Quarterly Journal of Economics*, 115.

CUKIERMAN, ALEX (1991): Why Does the Fed Smooth Interest Rates? In: Michale Belongia ed., *Monetary Policy on the 75th Anniversary of the Federal Reserve System*. Boston, Kluwer Academic Publishers.

ELLISON, MARTIN (2006): The Learning Costs of Interest Rate Reversals. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 53, No. 8.

ENGLISH, WILLIAM B.–WILLIAM R. NELSON–BRIAN P. SACK (2003): Interpreting the Significance of the Lagged Interest Rate in Estimated Monetary Policy Rules. *Contributions to Macroeconomics*. Vol. 3, No. 1.

GÁBRIEL PÉTER–PINTÉR KLÁRA (2006): Az MNB kommunikációjának hatása a pénzüpiacokra. [The effect of the MNB's communication on financial markets (csak angol nyelven)]. *MNB Working Papers* 2006/9.

GOODHART, CHARLES (2004): Gradualism in the Adjustment of Official Interest Rates: Some Partial Explanations. *Financial Markets Group special paper* 157, London School of Economics.

HIDI JÁNOS (2006): A magyar monetáris politika reakciófüggvényének becslése. *Közgazdasági Szemle*, LIII. évf., 2006. december, 1178-1199. o.

KING, MERVYN (2006): Speech at the Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants. London, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2006/speech278.pdf>.

MARTIN, BEN (1999): Caution and Gradualism in Monetary Policy under Uncertainty. *Bank of England Working Paper* No. 105.

MEYER, LAURENCE H. (2004): *A Term at the Fed: An Insider's View*. New York, Harper Business.

POOLE, WILLIAM (2003): Fed Transparency: How, Not Whether. *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 85, No. 6.

RUDEBUSCH, GLENN (2002): Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia. *Journal of Monetary Economics*, 49.

RUDEBUSCH, GLENN (2006): Monetary Policy Inertia: Fact or Fiction? *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper* 2005-19.

SACK, BRIAN P. (2000): Does the Fed Act Gradually? A VAR Analysis. *Journal of Monetary Economics*, 46.

SMETS, FRANK–RAF WOUTERS (2003): An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area. *Journal of the European Economic Association* 2003 1:5, 1123-1175. o.

SÖDERSTRÖM, ULF (2000): Monetary Policy with Uncertain Parameters. *ECB Working Papers* No. 13.

TAYLOR, JOHN B. (1993): Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39.

WOODFORD, MICHAEL (1999): Optimal Monetary Policy Inertia. *NBER Working Papers*, 7261.