

Csermely Ágnes–Szalai Zoltán: Mi a szerepük a pénzügyi egyensúlytalanságoknak a monetáris politika vitelében?*

A pénzügyi válság alapvető tanulsága, hogy a pénzügyi egyensúlytalanságok kialakulása olyan túlfűtöttséget jelezhet a gazdaságban, amely nem minden esetben jár együtt az infláció megemelkedésével, ugyanakkor e folyamatok kipukkanása a pozitív kibocsátási rés hirtelen túllövését eredményezi az ellenkező irányba, vagyis súlyos recesszióhoz vezet. Így a jövedelemingadozások stabilizálására törekvő jegybankoknak az inflációs és a növekedési előrejelzéseken túl olyan új eszközöket kell kifejleszteniük, amelyek képesek megragadni a pénzügyi egyensúlytalanságok felépülése mellett keletkező kibocsátási rést is. Erre a célra a bankrendszeri sokkokat és a pénzügyi sűrűlódásokat endogén módon megragadó modellekre lenne szükség, de ezek gyerekcipőben járnak. Rövid távon az egyetlen megvalósítható lehetőség, ha közvetlenül az egyensúlytalanságot jelző mutatókból próbálunk meg jó előrejelző tulajdonságokkal rendelkező indikátorokat készíteni, amit a döntéshozatal során szakértői információ formájában vesz figyelembe a Monetáris Tanács. Az inflációs célkövetés keretrendszerén nem kell változtatni, ugyanakkor nagyobb hangsúlyt kell a jövőben helyezni arra, hogy az inflációs várakozások leborgonyzása szükséges, de nem elégséges feltétele a makrogazdasági stabilitás megteremtésének, a pénzügyi egyensúlytalanságok elkerülése érdekében meghozott lépések segítenek a jövedelemingadozások mérséklésében. A pénzügyi egyensúlytalanságok okozta kibocsátási rést a megszokott eszközökkel csak nagyon kis hatékonysággal lehet stabilizálni, ezért alkalmanként meg kell fontolni makroprudenciális eszközök alkalmazását.

BEVEZETÉS

A jelenlegi pénzügyi válság új megvilágításba helyezte azt a vitát, hogy elsődleges feladatuk teljesítése közben figyelembe kell-e venniük a jegybankoknak a fenntarthatatlannak látszó eszközárakat és pénzügyi egyensúlytalanságokat (Asset Price Booms/Financial Imbalances – APFI-kat), és ha igen, akkor hogyan? Ebben az írásban a globális környezet felvázolása után összefoglaljuk a nemzetközi irodalomban fellelhető javaslatokat. Ezt követően magyar kontextusban értelmezzük az APFI-kat, azaz összegyűjtjük, hogy a múlt tapasztalatai, illetve a jövőben várható fejlemények fényében nálunk mely változók lehetnek APFI-k. A nemzetközi tapasztalatok alapján összefoglaljuk, hogy a monetáris stratégia keretein belül milyen eszközök lehetnének hasznosak az APFI-k kezelésére. Ezen írásban célunk a legfontosabb kérdések tömör összefoglalása volt és elsősorban a monetáris politika vitelével összefüggő kérdésekre szorítkozunk. Ezért csak a kapcsolódási pontokon említjük a pénzügyi stabilitási (prudenciális politikai) kérdéseket. Ezeket későbbi jegybanki és kormányzati döntések fogják alakítani a közelmúlt tanulságai fényében.

Változások a nemzetközi üzleti ciklusokban

A jelenlegi válságot megelőző időszakot nagy mérséklődésnek („Great Moderation”-nek) nevezik a szakirodalomban.

Az elnevezés arra utal, hogy a korábban megszokotthoz képest gyors és sokáig tartó növekedés volt megfigyelhető árstabilitás közeli helyzet mellett, és nemcsak a legfejlettebb országokban, hanem a feltörekvő országokban is. Ez a makrogazdasági stabilitás azonban nem hozta el a makroszintű pénzügyi stabilitást: instabilitási esetek egyre nagyobb számban fordultak elő még fejlett országokban is. Az újdonságot az jelentette, hogy a pénzügyi instabilitás esetek *alacsony infláció mellett következtek be*.

Az utóbbi évtizedekben a gazdaságok szerkezetileg megváltoztak, a gazdaságpolitikai rezsimek is mások, és ez tükröződik a gazdasági ciklusok új vonásaiban is. Az inflációs nyomás lassabban, hosszabb idő alatt épül fel. Ismét megjelent valódi veszélyként a defláció. Korábban a fellendülést tipikusan a jegybanki szigorítás állította meg az inflációs kilátások romlására reagálva. A közelmúltban azonban olyan növekedési ingadozásokat figyelhettünk meg, amelyekben az eladósodottság (különösen a lakosságé), majd ennek korrekciója volt a legfontosabb mozgatórugó jegybanki lépések nélkül. Korábban a vállalati szektor járt élen az eladósodásban, újabban a lakossági szektor szerepe vált ebben hangsúlyosabbá. A monetáris lazításra, illetve a gazdasági lassulásra a lakossági beruházások gyorsan reagálnak, és a vállalati beruházások alkalmazkodása is felgyorsult. A termelékenység növekedési ütemével kapcsolatban megnőtt a bizonytalanság a fejlett országokban, és a beruházási tevékenység is kevésbé éreztél, mint

* Jelen cikk a szerzők nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

a korábbi periódusban. A megnövekedett tőkeáramlásnak, az intézményi befektetők megnövekedett súlyának és a derivatív eszközök terjedésének következtében növekszik a korreláció az egyes országok és régiók reál- és pénzügyi ciklusai között, és kétélyek merültek fel a kockázatok megfelelő árazásával kapcsolatban.¹

Milyen problémákat okoznak az APFI-k?

Az APFI-k gyakran egyszerre okoznak problémákat a makrogazdasági stabilitás és a pénzügyi stabilitás szempontjából. Természetesen lehetségesek makrogazdasági problémák APFI-k miatt, miközben a bankszektor stabil lehet (például tiszta árfolyamváltások vagy fiskális válságok), és megfordítva, lehetségesek tisztán pénzügyi szektort érintő válságok szignifikáns makrogazdasági visszahatások nélkül. Ám bármely irányból induljon is el a megrázkódtatás, az egyik problémája vezethet a másik problémához, ha elég nagymértékű vagy tartós. Elhúzódó, lassú növekedés előbb-utóbb a hitelportfóliók romlását, gyengülő profitabilitást eredményez a pénzügyi szektorban, és ez pénzügyi instabilitáshoz vezethet. Hasonló módon egy gyenge, instabil pénzügyi szektor nem képes ellátni a gazdaság finanszírozásában és a pénzügyi kockázatok kezelésében a funkcióját, ami lassúbb növekedéshez, makrogazdasági instabilitáshoz vezethet.

Az alábbiakban azokra a megfontolásokra koncentrálunk, amelyek azt támasztják alá, hogy az árstabilitásra mint elsődleges célra koncentrált monetáris politikának már egy válsághelyzetet megelőzően, a pénzügyi egyensúlytalanságok felépülésének fázisában is kiemelt figyelmet kell fordítania az APFI-kra. Azaz, az APFI-k nem csak a pénzügyi stabilitási cél elérése szempontjából fontosak a jegybank számára.

Az APFI-k által okozott makrogazdasági stabilitási problémák a gazdaság túlfűtöttségéből, majd ennek rendkívül gyors korrekciójából fakadnak. Az ilyen túlfűtöttség korrekciója mind az árszínvonal (defláció), mind a GDP (recesszió, depresszió) csökkenését eredményezheti, ami súlyos társadalmi költségekkel járhat. Az APFI-k által okozott társadalmi jóléti veszteségek jellege tehát nagyon hasonló az inflációs nyomást is generáló hagyományos túlfűtöttségéhez. A veszteség mindkét esetben az erőforrások utólag helytelenül bizonyuló allokációjából fakad, és ezt próbálja meg mérsékelni a jegybank (a pénzügyi stabilitási célok ennél tágabbak lehetnek).

A fő újdonság az, hogy a korábban jellemző üzleti ciklusokban a túlfűtöttség általában inflációs nyomással járt együtt,

így az inflációs előrejelzés megfelelő jelzést adott a döntéshozó számára. A jelen gazdaságaiban azonban a túlfűtöttség sokszor inkább az APFI-kban jelenik meg, miközben a jelenleg jellemző 1-2 éves monetáris politikai horizonton az inflációs nyomás gyakran nem jelentkezik. Ellenkezőleg, a *stabil és alacsony infláció* kedvez az instabilitást eredményező pozíciók felépülésének. Egy másik különbség, hogy *nagyobb a veszélye a defláció kialakulásának, tehát az inflációs cél alullövésének.*

Tipikus allokációs problémák túlfűtöttség esetén:

- Túlzott beruházás bizonyos ágazatokban** (pl. építőipar), és aggregált szinten, amely hosszabb távon nem tartható fenn. Ha a túlzott beruházás jelentős eladósodással is járt, akkor különösen költséges lehet az alkalmazkodás, mivel tömeges csődök is bekövetkezhetnek.
- A nettó pénzügyi megtakarítások alacsony szintre csökkenésével a **fogyasztás túlzott mértékűvé válhat**, amire egyrészt túlzott kapacitások jöhetnek létre, másrészt a korrekció idején prociklikus pénzügyi alkalmazkodást válthat ki.
- A kormányzati költségvetési bevételek:** APFI-túlfűtöttségen alapuló fellendülés idején nehéz pontosan elkülöníteni a ciklikus és a tartós bevételnövekedést, így a kormányok nagyobbban érzékelhetik a fenntartható kiadási szintet. Ennek visszafordítása is prociklikus, és politikailag nehezebb, így fennáll a veszélye az adósságállomány folyamatos növekedésének.
- A bank- és pénzügyi rendszer prociklikusan hitelez**, mivel a gazdasági szereplők mérlegei a fellendülés idején szilárdnak mutatkoznak, az eszközárak nőnek, nő a fedezeti értékük, miközben a volatilitásuk csökken. Mind a felfelé, mind a lefelé irányuló folyamat önerősítő és kölcsönhatásban van a reálszektoralal is az előző pontok szerint.

Az APFI-knak tehát minden lényeges területen hasonló a hatásuk az inflációhoz: makrogazdasági volatilitást okoznak, amit piaci kudarcnak tekintünk, és a közpolitikának – köztük a monetáris politikának is – törekednie kell a simítására.

A válság nem kérdőjelezte meg, hogy a jegybanknak csak olyan mértékig van lehetősége reagálni a növekedésre, amíg az nem veszélyezteti az árstabilitást (az inflációs várakozások horgonyozottságát). Ugyanakkor azt meg kellett tanul-

¹ International Monetary Fund (2000), Borio et al. (2002a) és Borio et al. (2003). Ilyen esetek voltak: Japán ('80-as évek), Skandinávia és Egyesült Királyság ('90-es évek eleje), USA (2000–2003), EU/euroövezet (2001–2005).

nunk, hogy az infláció alacsony szinten tartása nem elegendő; a jegybanknak ezen túlmenően is vannak feladatai a makrogazdasági stabilitás megteremtése érdekében. A monetáris döntések meghozatala során figyelembe kell venni, hogy a „hagyományos” túlfűtöttséggel szemben a pénzügyi egyensúlytalanságok felépülése mellett kialakuló túlfűtöttség esetében az inflációs előrejelzés nem ad elégséges információt a döntéshozók számára, ezért új eszközöket kell keresni.

MILYEN ESZKÖZÖKKEL LEHET AZONOSÍTANI A PÉNZÜGYI EGYENSÚLYTALANSÁGOK FELÉPÜLÉSE MELLETT KIALAKULÓ KIBOCSÁTÁSI RÉST?

Mivel a pénzügyi egyensúlytalanságok okozta túlfűtöttség csak hosszabb idő alatt mutatkozik meg, az első javaslatok arra irányultak, hogy az előrejelzési horizont meghosszabbításával próbálják ezeket a stratégiájukba beépíteni a jegybankok. A ma használt elemzési eszköztárral azonban nincs sok értelme az elemzési horizont mechanikus meghosszabbításának, mert a sokkok hatásának elmúlása után e modellek visszatérnek a trendhez, és nem adnak új belátást. A korai javaslatok másik csoportja arra irányult, hogy bizonyos eszközárak kerüljenek bele a jegybanki célkitűzést képviselő árindexbe, mint pl. egy ingatlanárindex. Az eszközárak azonban túlságosan változékonyak, továbbá nem minden eszközárboom egyformán veszélyes. A legújabb kutatási eredmények inkább a pénzügyi egyensúlytalanságok és a hitelaggregátumok jelentőségét hangsúlyozzák. Az eszközár-emelkedés ugyanis akkor igazán veszélyes, ha szokatlanul gyors hitelnövekedéssel, fizetésimérleg-hiánnyal és devizadenominációs eltéréssel jár együtt.

A legkézenfekvőbb megoldást az jelentené, ha a monetáris politikai elemzéshez tipikusan alkalmazott jegybanki eszköztár fejlesztésével lehetne egy pontosabb képet adni a makrogazdasági stabilitást fenyegető veszélyekről. Vannak már próbálkozások a pénzügyi szektor makrogazdasági modellekbe történő beépítésére, továbbá több leegyszerűsítést feloldanak (nem linearitást engednek meg, heterogén szereplőket vezetnek be, enyhítik a racionalitási feltevést stb.)². A modellek – nagyobb komplexitásuk ellenére – egyelőre csak azt tudják megragadni, hogy a pénzügyi szektor hogyan vesz részt a sokkok terjedésében (propagálásában), ebből milyen felerősítő (akcelerátor-) hatások keletkeznek, de korlátozott eredményességgel tudják endogén módon megjeleníteni az APFI-k felépülését.

Praktikusan alkalmazható megoldást egyelőre ezért csak az jelent, hogy a hagyományos monetáris politikai elemzéseket kiegészítjük egyszerűbb és robusztusabb indikátorok kombinációjának figyelésével, amelyek idejekorán és kevés „téves riasztással” (zajjal) jelzik a törekenységek felépülését és az instabilitás kialakulását. Jelenleg a Borioék³ által javasolt megközelítés áll a legközelebb ahhoz, hogy a jegybankok alkalmazhassák, és a 2009 őszi World Economic Outlookban már az IMF szerzői is hasonló megközelítést alkalmaztak.

Nem törekednek egy zárt modell kidolgozására, ehelyett indikátorok egy csoportjára támaszkodva próbálják megragadni a potenciális APFI-veszélyeket. Megközelítésük eleget tesz annak a követelménynek, hogy a gazdaságpolitika számára időben küldjön jelzést ahhoz, hogy cselekedjenek az egyidejűleg rendelkezésre álló adatok alapján. Elfogadhatóan alacsony a hibás „riasztás” aránya az összes „vészjelzés”-hez képest. Viszonylag egyszerű, szabályalapú politika alkalmazható rá, bár diszkréciót ez sem nélkülözhet teljesen. Az alapkoncepciója összhangban van azzal a megfigyeléssel, hogy a pénzügyi instabilitások endogén módon és hosszabb idő alatt épülnek fel, és kölcsönhatás van a reál- és a pénzügyi szektorok között. **Fejlett országokban** a legjobb előrejelzést a **lakásárindexből, részvénytőzsdei indexből és a hitelnövekedés üteméből** álló kombinált mutató adta, amely egyszerűen a felsorolt változók saját trendjüktől való pozitív eltérést mutatta egy előre meghatározott – múltbeli adatok alapján becsült – küszöb felett. Ha három helyett csak kettő mutató kapott helyet az indexben, akkor az előrejelzés hatékonysága kisebb volt. Minden kombinációban **szükséges volt a hitelaggregátumok** szerepeltetése: önmagukban az eszközárak – részvény- vagy lakásárak – kevésbé megbízhatók voltak, illetve kevésbé követik ezek kipukkanását súlyos visszaesések, ha nem párosulnak az eladósodás jelentős növekedésével.

KELL-E VÁLTOZTATNI A JEGYBANK VISELKEDÉSÉN, HA APFI-K FELÉPÜLÉSÉT LÁTJUK?

A legortodoxabb megközelítés azt szorgalmazza, hogy a jegybankok csak a buborék **kipukkanását követő problémák kezelésére koncentráljanak**, de ne próbálják a kialakulását megakadályozni vagy maguk kipukkasztani azt („do not lean, just clean!”). Ez a nézet⁴ azt tartja, hogy a jegybankárok egyrészt nem képesek megbízhatóan meghatározni, hogy mikor van buborék, illetve ha meg is tudnának határozni ilyen eseteket, nincs olyan eszközük, amivel meg-

² A szükséges változtatásokra tesz javaslatot Cecchetti et al. (2009).

³ Borio et al. (2002a), (2002b) és (2009a).

⁴ E nézet legismertebb képviselője Alan Greenspan volt Fed-elnöksége idején.

bízhatóan és elfogadható költség mellett ellene tudnának hatni.

Ezzel a nézettel szemben több érvet lehet felhozni:

- ha **nem is abszolút precízen**, de más, ma elfogadott mutatókhoz hasonló pontossággal (mint például a kibocsátási rés) meghatározhatók az APFI-problémák.⁵ Már ma is láthatunk arra példát, hogy APFI-kra reagálva a túlfűtöttséget nem nagy költség mellett egyes jegybankok jól kezelték (pl. az ausztrál jegybank az ingatlanár-buborékot 2003-ban).
- A mostani válság azt is megmutatta, hogy **esetenként sokkal költségesebb az utólagos „felmosás”** („mopping up”), mint a válság előtt gondoltuk.
- Ráadásul ez a megközelítés ösztönzi a pénzpiacok túlzott kockázatvállalását, mert számíthatnak a jegybank stabilizáló beavatkozására (erkölcsi kockázat).

A válságot megelőzően leginkább elterjedt megközelítés az volt, hogy a jegybank csak akkor és annyiban reagáljon, *amennyiben az APFI-k okozta túlfűtöttség már az inflációs előrejelzésben megjelenik.*⁶ Az APFI-k azonban túlfűtöttséget tudnak okozni úgy is, hogy az nem jár együtt az infláció növekedésével, vagy legalábbis nem a jelenleg bevett időhorizonton. A legtöbb jegybanki modellben viszont a jegybank veszteségfüggvényében a kibocsátási rés simítása is szerepel, és csak bizonyos restriktciók mellett érvényesül, hogy a kibocsátási résre nem kell közvetlenül reagálni (mivel egyébként is tükröződik az inflációs előrejelzés emelkedésében). Ha tehát az APFI-k és a kibocsátási rés közötti kapcsolatot fel tudnánk tárni, akkor a hagyományos elemzési keretbe beilleszthetők lennének az APFI-kból származó információk, illetve az APFI-kból származó jóléti veszteségek mérséklése.

Az APFI-k jelenléte miatt azonban a kibocsátási rés becslése is sokkal nehezebb. Mivel hosszabb időszakon keresztül magasabb lehet a növekedés alacsony infláció mellett, a hagyományos eszköztárral végzett elemzések azt fogják sugallni, hogy nagyobb mértékben emelkedett a potenciális kibocsátás növekedésének üteme, mint a valóban hosszabb távon árstabilitás és pénzügyi stabilitás mellett fenntartható

ütem. Ebből a nehézségből azonban nem az következik, hogy az APFI-kat hagyjuk figyelmen kívül – hiszen akkor is hatnak, ha nem vesszük figyelembe őket –, hanem az, hogy keressünk jobb becslési módszereket.^{7, 8}

A harmadik javaslat azt ajánlja, hogy a jegybankok a **megszokott kamateszközükkel közvetlenül reagáljanak** az APFI-kra ugyanúgy, mint korábban az inflációra („lean against the wind”).

Egy ilyen, megelőző jellegű monetáris politikai irány abban különbözne a „do not lean, just clean!”-től, hogy **hamarabb szigorítana** az APFI-k felépülését látva, ám ha mégsem sikerülne a nemkívánatos eseményt megelőzni, akkor **hamarabb és intenzívebben lazítana**, mert nagyobb potenciális makrogazdasági veszteségre számít. Ez tehát **szimmetrikus politika** lenne.

A *leaning against the wind* jegybanki viselkedés sem mentes a problémáktól: a kamatpolitikai lépés eltérő horizontokon hat: míg a buborékra azonnal, a kibocsátási résre csak késleltetéssel. Olyan esetben, amikor a gazdaságnak alacsony kamatra lenne szüksége még azt megelőzően, amikor a buborék kipukkanásának hatására negatív kibocsátási rés alakulna ki, akkor az alacsony kamatokkal a jegybank késlelteti a buborék kipukkanását és elősegíti annak további felfúvódását. Emiatt a jegybanknak már akkor reagálnia kellene az APFI-ra, amikor az még kialakulásának kezdetén tart, amit a legtöbben lehetetlen feladatnak tartanak. Így azok közül is sokan, akik egyébként kívánatosnak tartják azt, hogy a jegybankok reagáljanak az APFI-kra, nem a kamateszközt tartják erre legalkalmasabbnak⁹.

NEM SZOKVÁNYOS ESZKÖZÖK HASZNÁLATA A MAKROGAZDASÁGI STABILITÁS MEGŐRZÉSE ÉRDEKÉBEN

Abban az esetben, ha a kamatpolitika nem hatásos vagy nem optimális – túl nagy költséggel járó – eszköz az APFI-kból eredő makrogazdasági stabilitási kockázatok mérséklésére, az ún. **nem szokványos eszközök** alkalmazása jelenthet segítséget. Ezeknek két csoportját a **prudenciális szabályozás monetáris politikai célú használata**, illetve a **mérlegeszközök (balance sheet instruments)** alkalmazása jelenti.

⁵ Cecchetti et al. (2000), Borio and Lowe (2002), Borio et al. (2009).

⁶ A legbefolyásosabb képviselői ennek az álláspontnak Bernanke és Gertler (1999, 2001).

⁷ A jegybankárok dolga a „this time is different” („most más a helyzet”) érveket nagyon szkeptikusan fogadni, ugyanis minden tartós fellendülésben lehet elég okot találni arra, hogy éppen aktuálisan mitől más/gyorsabb most a növekedés és miért kevésbé veszélyes, mint régebben.

⁸ Cecchetti (2006).

⁹ Cecchetti (2006).

A **prudenciális célokból használt szabályozási eszközök**¹⁰ a makrogazdasági stabilitás szempontjából olyan *intézményi, működési keretnek tekinthetők*, amelyek a gazdasági ciklustól nagyrészt függetlenül bizonyos korlátok közé szorítják a gazdasági szereplők tevékenységét, kockázatvállalását, mérséklik a pénzügyi közvetítőrendszer által előidézett akcelerátor hatásokat. Egyes prudenciális eszközök ciklikusan is változtathatók. Nem lehet azonban olyan feszesre tervezni ezt a keretet hosszú távú növekedési áldozat nélkül, ami feleslegessé tenné a hagyományos anticiklikus monetáris politikát. Továbbá a kamatpolitika olyan helyeken is hat, ahová a prudenciális politika kevésbé ér el (bizonyos pénzügyi piaci szegmensek). A hagyományos monetáris eszköztár és a prudenciális intézményi környezet együtt lehet hatékony az APFI-kból eredő túlzott makrogazdasági ingadozások mérséklésében.

A **jegybanki mérlegeszközök** (balance-sheet as policy instrument) olyan eszközök, amelyek ma szintén nem számítanak szokványosnak, de a válság hatására széles körben alkalmazzák azokat, és valószínűleg egy részük megmarad a mindennapi eszköztár részeként is. Ezek az eszközök a monetáris politika transzmissziójának hatékonyságát kívánják növelni, a jegybank által az adott piacon megfelelőnek tartott monetáris kondíciókat próbálják előmozdítani. Ezekre akkor lehet szükség, ha a jegybank nem tartja elegendőnek a hagyományos transzmissziós mechanizmust (amelyben a rövid távú kamatok befolyásolásán keresztül jelezni kívánta a jövőbeni monetáris politikai irányultságot, ami így megjelenik a hosszú lejáratú piaci kamatokban). A mérlegeszközök lehetővé teszik, hogy a rövid kamatoktól függetlenül, azokat változtatlanul hagyva befolyásolja ezeket a kondíciókat („decoupling”), természetesen az ilyen akciók hatékonysága nagymértékben függ az adott piac likviditásától is. Hagyományosan ilyen terület pl. a devizapiac, ahol a jegybankok ma is gyakran a kamatkülönbözet változtatlanul hagyása mellett kívánnak változtatni az áron devizapiaci intervencióval, illetve más mennyiségi beavatkozással. A válságra reagálva a jegybankok eszközeiben az jelent újdonságot, hogy más, nem devizapiaci szegmensekben, mint a bankközi tartalékok piaca, a jegybankok mérlegeszközöket alkalmaznak kamatpolitikai lépések helyett azok mellett.

A FELTÖREKVŐ PIACOK SAJÁTÓSÁGAI

Kis, nyitott gazdaságokban (Emerging Market Economies – EME-k) a devizában fennálló adósság miatt mérlegkockázatokat találunk szinte minden szektorban. Az árfolyam

változásai gyorsan és sok szereplőnél képesek a mérlegek törékenységét előidézni. Empirikus tanulmányokban a feltörekvő országok korai figyelmeztető mutatóiban a valutaárfolyam szignifikáns volt, a részvénytőzsde pedig nem (a fejlett országokban fordítva volt)¹¹. Az EME-k további sajátossága, hogy míg a fejlett országokban az APFI-k általában endogén folyamatként állnak elő, a feltörekvő országok gyakran tapasztalnak számukra külső, exogén tőkeáramlási és kockázatiprémiüm-sokkokat, amelyeknek nincs közük az adott ország fundamentumaihoz, hanem a nemzetközi tőkepiaci kockázatvállalási változásokból és fertőzésből eredhetnek.

Az EME-k specialitásai tehát abban rejlenek, hogy külön figyelmet kell fordítani a devizakitettséggel, nemzetközi tőkeáramlásokkal kapcsolatos kockázatok kezelésére. A kamatpolitika alkalmazhatósága itt még inkább kérdéses, mint a fejlett országokbeli APFI-k esetében. Az APFI észlelésekor ugyanis a jegybanki eszközökkel alapvetően hűteni kell a gazdaságot, de a kamatemelés növeli a külfölddel szembeni kamatkülönbözetet, ami erősítheti a tőkebeáramlást és megnehezítheti, megdrágítja a kívánatos monetáris kondíciók kialakítását.¹²

A tőkeáramlások és árfolyam-ingadozások kezelésének klasszikus eszközei a devizapiaci intervenció és a tőkeáramlások korlátozása. A legújabb felvetések e területen is a makroprudenciális szabályozóeszközök aktívabb használatát javasolják: a volatilis források bankrendszeren keresztüli továbbcsatornázásának megnehezítésével próbálják fékezni a folyamatot. Ebbe a körbe tartozik a bankok rövid külföldi forrásaira kivetett magasabb tartalékkövetelmény, a lejárat szerkezet szoros megfeleltetése (lejárat meg nem felelések, „mismatch”-ek korlátozása), de még a hitelezési feltételek szigorítására vonatkozó szabályozásnak is lehet tőkebeáramlást mérséklő hatása.

APFI MAGYARORSZÁGON

Az elmúlt évekre visszatekintve a tőkeáramlásoknak való növekvő mértékű kitettség, a gyors hitel növekedés és devizában való eladósodás miatt keletkezett mérlegsérülékenység tekinthető pénzügyi egyensúlytalanságok felépülésére utaló jelnek, míg az eszközárakban nem láttunk túlzott növekedést. Azaz, az APFI-ból csak az „FI”-k (pénzügyi egyensúlytalanságok) utaltak túlfűtöttségre, az „AP”-ok (eszközárak) nem. Ezen APFI jellegű mutatókon túl a folyó fizetésimérleg-hiány és a magas infláció ugyanúgy jelezte, hogy a gaz-

¹⁰ A tőkekövetelmények abszolút szintjének növelése és anticiklikus változtatása, likviditási korlátok megszüntetése, devizanyitottság korlátozása a mérlegekben, intézmények méretének korlátozása, tevékenységi körének korlátozása, hogy kevésbé komplex legyen és az erkölcsi kockázat mérséklődjön, ha hozzáfér a „végső hitelező”- eszköztárhoz, hitel-fedezeti arányok szabályozása és anticiklikus változtatása stb.

¹¹ A lakásárak szignifikánsnak bizonyultak Ázsiában egy másik kutató elemzéseiben (Gochoco-Bautista, 2009).

¹² Lásd De Gregorio (2009).

daságban túlfűtöttség van, így a fejlett országok dilemmáival ellentétben az APFI-kra való nagyobb odafigyelés nálunk nem nyújtott volna többletinformációt a monetáris politika viteléhez, habár az itt részletesen nem vizsgált pénzügyi stabilitás szempontjából már igen. A monetáris stratégia szempontjából a kérdés inkább az, hogy ha a túlfűtöttség APFI-k felépülésével is együtt jár, akkor a nem konvencionális eszközök egyidejű alkalmazása hatékonyabbá tehetné volna-e a monetáris politikát?

A makroprudenciális eszközök alkalmazási lehetőségeit elsősorban azért tekintettük korlátozottnak, mert Magyarország piaci és intézményi szempontból is integrálódott, így a nemzetközi hatásokat nem lehet figyelmen kívül hagyni. Ezért mind a kötelezettségek, mind a célszerűség oldaláról (szabályozási arbitrázs, hatékonyság és verseny megfontolások stb.) oldaláról is korlátozottnak éreztük a lehetőségeinket. A jegybanki mérlegesszerek tekintetében az intervenció hatékonyságát kétségesnek ítéltük, részben a fejlett országokra vonatkozó empirikus vizsgálatok, részben a fix árfolyamrendszer időszakában szerzett tapasztalataink alapján.

Az előtünk álló időszak változásokat fog hozni, a nemzetközi kezdeményezésekkel összhangban a makroprudenciális eszköztár alkalmazása várhatóan nagyobb teret fog nyerni. Ugyanakkor egy teljesen liberalizált és a nemzetközi pénzpiacokkal integrált pénzügyi rendszerrel rendelkező országban az intervenció hatékonysága továbbra is megkérdőjelezhető. A kevésbé integrált feltörekvő országok tapasztalata arra is rávilágít, hogy a tőkeáramlások semlegesítését célzó intervenciók politika nagyon gyors tartalékfelhalmozódáshoz is vezethet, amelynek közvetlen fiskális költségei igen nagyok.

HOGYAN ILLESZTHETŐK BE AZ APFI-K A MONETÁRIS POLITIKA KERETRENDSZERÉBE MAGYARORSZÁGON

A monetáris politika céljának legjobb közelítése az infláció és a GDP ingadozásainak együttes simítására való törekvés. Ezen belül elsődleges feladata az infláció lehorgonyozása, ezen keresztül és ennek veszélyeztetése nélkül a GDP stabilizálásához való hozzájárulás. Ha elfogadjuk, hogy a pénzügyi egyensúlytalanságok felépülése még árstabilitás közeli állapot mellett is a deflációnak, illetve a gazdasági növekedés jelentős ingadozásának veszélyét hordozza magában, akkor kézenfekvő, hogy a jegybank elsődleges célja magában foglalja az APFI-k által okozott jóléti veszteség mérséklését.

Az inflációs célkövetés megfelelő keretet ad a cél teljesítéséhez. Az inflációs célkövetés olyan monetáris rendszer,

amelyben a monetáris politika elsődleges feladata, hogy nominális horgonyt adjon a gazdaságnak. Ezt a célt a hosszabb távú inflációs várakozások alacsony szinten történő stabilizálásával kívánja elérni. Ehhez a következő lépéseket teszi:

- Kijelöl egy numerikus inflációs célt, amely körül a várakozásokat horgonyozni akarja.
- A jegybank döntéseinek meghozatala során elsősorban azok hosszabb távon érvényesülő hatásait veszi figyelembe.
- Hitelességet halmoz fel, hogy a gazdaság szereplői bízzanak abban, hogy az infláció valóban a cél körül fog alakulni. A hitelességépítés fontosabb elemei:
 - politikai függetlenség,
 - a monetáris politika lépéseinek transzparens és meggyőző kommunikációja,
 - a kitűzött cél teljesítése.

Ezek az attribútumok nem korlátozzák az MNB-t a pénzügyi egyensúlytalanságokra való reakcióban. Azt azonban látnunk kell, hogy az inflációs célok teljesítésével még nem merül ki a jegybank feladata. A makrogazdasági stabilizáció gyakran olyan monetáris lépéseket is szükségessé tehet, amelyek az inflációs kilátások alakulásával nehezen indokolhatóak. Ezért a szélesebb közvéleményben is szükséges tudatosítani, hogy téves az az elképzelés, miszerint az inflációs célkövetés lényege egy mechanikus döntési szabály, amiben csak egy változó, a fix horizontra vonatkozó inflációs előrejelzés szerepel. *Valójában az inflációs célkövetés (IT) a korábbi, egyetlen változóra (árfolyam, monetáris aggregátum) alapozott monetáris rendszerek tagadásaként jött létre, mondván, hogy a döntésnél a jövőbeli inflációt és növekedési pályát befolyásoló minden releváns információt figyelembe kell venni. Az inflációs előrejelzés általában jól sűríti ezeket az információkat, de amint azt már fenn tárgyaltuk, a mai gazdaságokban egyre gyakrabban főleg, vagy esetenként kizárólag az APFI-kban jelennek meg, így ezeket addicionálisan kell figyelembe venni.*

Az APFI-megfontolások a fentiek fényében nem igénylik a jegybanki célok és a mandátum megváltoztatását, csak az **implementációban** van különbség. *Nem a keretek lazításáról, nem is azok szigorításáról van szó, hanem korábban jelentős szerepet nem játszó és ezért kevésbé figyelt tényezők figyelembevételéről a változatlan cél hatékonyabb elérése érdekében.*

FELHASZNÁLT IRODALOM

- BEAN, CH. (2009): *The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction*. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/speaker.htm#bean>.
- BORIO, CLAUDIO (2006): Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New Challenges in the new Century. *BIS Working Papers* No. 216, September. URL: <http://www.bis.org/publ/work216.htm>.
- BORIO, CLAUDIO (2009): *The macro-prudential approach to regulation and supervision*. URL: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3445>.
- BORIO, C.–LOWE, P. (2002a): Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus. *BIS Working Papers* No. 114. URL: <http://www.bis.org/publ/work114.htm>.
- BORIO, C.–LOWE, P. (2002b): Assessing the risk of banking crises. *BIS Quarterly Review*, 2002. december, pp 43–54. Basel. URL: www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0212e.pdf.
- BORIO, CLAUDIO E. V.–WILLIAM ENGLISH–ANDREW FILARDO (2003): *A tale of two perspectives: old or new challenges for monetary policy?* URL: <http://www.bis.org/publ/work127.htm>.
- BORIO, C.–MATHIAS DREHMAN (2009a): Assessing the risk of banking crises – revisited. In: *BIS Quarterly Review*, 2009. március, pp. 29–46, Basel. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0903e.pdf.
- BORIO, C.–MATHIAS DREHMAN (2009b): *Financial instability and macroeconomics: bridging the gulf*. Paper presented for Federal Reserve Bank of Chicago conference “Financial stability, monetary policy and central banking”, Chicago, 24-25 September. Kézirat.
- CECCHETTI, S. (2006): *The Brave New World of Central Banking: Policy Challenges Posed by Asset Price Booms Busts*. NIESR, April. URL: www.niesr.ac.uk/downloads2006.php.
- CECCHETTI, S.–H. GENBERG, J. LIPSKY–S. WADHWANI, (2000): Asset prices and Central Bank Policy. *Geneva Reports on the World Economy*, no. 2.
- CECCHETTI, S.–P. DISYATAT–M. KOHLER (2009): *Integrating financial stability: new models for a new challenge*. September. URL: www.bis.org/publ/othp06.pdf.
- DE GREGORIO (2009): *Monetary policy and financial stability – an emerging markets perspective*. Presentation, Governor of the Central Bank of Chile, at the Brookings Institution, Washington DC, 17 September 2009. URL: www.bis.org/publ/othp06.pdf.
- DISYATAT, P. (2005): Inflation targeting, asset prices and financial imbalances: conceptualizing the debate. *BIS Working Papers*, no. 168. URL: <http://www.bis.org/publ/work168.pdf>.
- DISYATAT, P. (2008): Monetary policy implementation: Misconceptions and their consequences. *BIS Working Papers* No 269. URL: <http://www.bis.org/publ/work269.pdf>.
- FRANKEL, J. A. (2009): What’s in and out in global money. *Finance and Development*. September. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/09/frankel.htm>.
- FERGUSON, R. W. (2002): *Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?* Speech at IMF conference on Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2002/gfs/eng/ferguson.pdf>.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2000): *World Economic Outlook*. Chapter 3, May. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2000/01/index.htm>.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009): *World Economic Outlook*. October, Chapter 3. pp. 93–120. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/RES092209A.htm>.
- PERSAUD, AVINASH (2009): *Macro-Prudential Regulation*. URL: <http://rru.worldbank.org/documents/CrisisResponse/Note6.pdf>.
- VICKERS, JOHN (1998): *Inflation targeting in practice: the UK experience*. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/1998/speech27.pdf>.
- SVENSSON L. E. O. (2004): *Optimal Policy with Low-Probability Extreme Events*. URL: <http://www.princeton.edu/svensson/papers/lpeabs.htm>.

WP 2008/5. CAMPOLMI, ALESSIA: Oil price shocks: Demand vs Supply in a two-country model

WP 2008/6. KÁTAY, GÁBOR–ZOLTÁN WOLF: Driving Factors of Growth in Hungary – a Decomposition Exercise

WP 2008/7. BAKOS, PÉTER–PÉTER BENCZÚR–DÓRA BENEDEK: The Elasticity of Taxable Income: Estimates and Flat Tax Predictions Using the Hungarian Tax Changes in 2005

WP 2008/8. KÁTAY, GÁBOR: Do Firms Provide Wage Insurance Against Shocks? – Evidence from Hungary

WP 2008/9. JAKAB, M. ZOLTÁN–BALÁZS VILÁGI: An estimated DSGE model of the Hungarian economy

WP 2009/1. REPPA, ZOLTÁN: A joint macroeconomic-yield curve model for Hungary

WP 2009/2. TONIN, MIRCO: Minimum wage and tax evasion: theory and evidence

WP 2009/3. FRÖMMEL, MICHAEL–NORBERT KISS M.–KLÁRA PINTÉR: Macroeconomic announcements, communication and order flow on the Hungarian foreign exchange market

WP 2009/4. PRADES, ELVIRA–KATRIN RABITSCH: Capital liberalization and the US external imbalance

WP 2009/5. KÁTAY, GÁBOR–BENEDEK NOBILIS: Driving Forces Behind Changes in the Aggregate Labour Force Participation in Hungary

WP 2010/1. VONNÁK, BALÁZS: Risk premium shocks, monetary policy and exchange rate pass-through in the Czech Republic, Hungary and Poland

WP 2010/2. REIFF, ÁDÁM: Firm-level adjustment costs and aggregate investment dynamics – Estimation on Hungarian data

WP 2010/3. KARÁDI, PÉTER–ÁDÁM REIFF: Inflation asymmetry, menu costs and aggregation bias – A further case for state dependent pricing

WP 2010/4. JAKAB M., ZOLTÁN–HENRIK KUCSERA–KATALIN SZILÁGYI–BALÁZS VILÁGI: Optimal simple monetary policy rules and welfare in a DSGE Model for Hungary

WP 2010/5. RABITSCH, KATRIN: The role of financial market structure and the trade elasticity for monetary policy in open economies