

VIHAROS VIZEKEN IS STABILAN

A MAGYAR MONETÁRIS POLITIKA ELMÚLT 12 ÉVE (ELSŐ RÉSZ)

2013 márciusában új vezetés lépett a Magyar Nemzeti Bank élére, és ugyanebben az évben a megújult jegybanktörvény kibővítette az MNB feladatait és működési kereteit. Ez alatt a közel tizenkét esztendő alatt számos változás ment végbe a magyar gazdaságban – köztük megannyi gyökeres, gazdaságszerkezeti átalakulás is. A jegybanknak kihívások sorával kellett szembenéznie, hogy teljesítse az elsődleges rábízott célt, és fenntartsa az árstabilitást. Kétrészes esszé-sorozatunkban a monetáris politika elmúlt közel 12 évét mutatjuk be, és végigvesszük, hogy mit tett azért a Magyar Nemzeti Bank, hogy a magyar gazdaság egy alacsony inflációjú, stabil és fenntartható felzárkózási pályára állhasson. Első esszénkben azt mutatjuk be, hogy a hazai monetáris politika a kihívások hosszú sora ellenére mindig megfelelő időzítéssel és arányos mértékben, sok esetben innovatívan válaszolt. Az esszé végén kitérünk arra is, hogy a most körvonalazódó globális megatrendek alapján a jövő milyen potenciális kihívásokat tartogat a jegybankok számára.

I. BEVEZETÉS

12 év igen hosszú idő. Különösen igaz ez a magyar gazdaságtörténetben: az elmúlt 100 év során bármely tizenkét esztendőt választanánk ki, biztosak lehetnénk benne, hogy az a gazdaságtörténeti változások és kihívások széles választékát vonultatná fel. E tekintetben az elmúlt 12 év sem okozott csalódást: a gyorsan változó gazdasági és pénzügyi közegben számtalan olyan új kihívás jelent meg, amire a hazai jegybanki politikának rugalmasan és jó időzítéssel kellett reagálnia – gyakran radikálisan eltérő eszközöket bevetve.

2013-ban az új jegybanki vezetés egy olyan környezetben vette át a monetáris politika irányítását, ahol az inflációs kockázatok már csökkentek, de az ország még számtalan – sérülékenységi, stabilitási, gazdaságszerkezeti – kihívással kellett, hogy szembenézzon. Ezek megoldását nem könnyítette az eurozóna szemünk előtt zajló válsága sem. Tovább tetézte a gondokat, hogy az ország gazdasági aktivitása érdemben elmaradt a potenciális szintjétől, a hitelezés évek óta hanyatlott, sőt a kis- és középvállalati szektor felett a teljes hitelösszeomlás veszélye lebegett.

Számtalan – fiskális, egyensúlyi, monetáris politikai, sérülékenységi, növekedési stb. – fordulat után úgy tűnt, hogy az ország egy magas növekedésű és alacsony inflációs pályára állhat a 2010-es évek második felétől. Az azonban már akkor is jól látszott, hogy a pálya hosszú távú fenntartásához elengedhetetlen még egy fordulat, a gazdaság versenyképességét érdemben javító lépéssorozat megvalósítása.

A 2020-as évtized szinte példátlan kihívásokat jelentett, amire a magyar gazdaság – a világ gazdaság egy jó részével egyetemben – csak részben volt felkészülve. Bár a koronavírus-

válság kitörésekor hazánk infláció, külső sérülékenység, eladósodottság és gazdasági növekedés szempontjából is kedvezőbb helyzetből indult, mint a 2008-as nagy pénzügyi válság előtt, a nem kellően rugalmas és versenyképes gazdasági szerkezet miatt az újabb és újabb válsághullámok megtépázták a magyar gazdasági és pénzügyi rendszert. Az infláció megugrott, a felzárkózás megtorpant, az ország sérülékenysége újra nőtt.

A gazdaságpolitika ugyanakkor számtalan lépést hozott, amelyeknek köszönhetően 2024 közepén már egyre tisztábban látszik az alagút vége. A sikeres dezinfláció eredményeképp a hazai infláció fél éve már a jegybanki toleranciasávbán mozog; visszatért és várhatóan dinamizálódik a gazdasági növekedés és az ország pénzügyi stabilitása is erősödött. Ugyanakkor nem dőlhetünk hátra – az út további része még göröngyös, csak a jól időzített és jól célzott gazdaságpolitika garantálja a sikeres célba érést.

A fenti időszakok gyökeresen eltérő kihívásai a Magyar Nemzeti Bankot is nagyfokú rugalmasságra készítették, ahol fontos volt a megfelelő helyzetértékelés, a szükséges eszköz arányos alkalmazása és a megfelelő időzítés. A monetáris politika elmúlt közel 12 évét bemutató kétrészes esszesorozatunk első részében arra fókuszálunk, hogy az egyes időszakokban milyen lépésekkel kezelte a jegybank a felmerülő kihívásokat, ezzel hozzájárulva egy alacsony inflációjú, stabil és fenntartható növekedési pálya eléréséhez. Továbbá bemutatjuk, hogy milyen globális folyamatok határozhatják meg a következő évek-évtizedek kihívásait, és ezek várhatóan hogyan befolyásolják a monetáris politika mozgásterét.

II. KIHÍVÁS KIHÍVÁS HÁTÁN - MIT TETT A JEGYBANK?

II.1. A kezdetek: küzdelem a defláció ellen, a sérülékenység csökkentéséért és a növekedés újraindításáért

A magyar gazdaság úgy lépett be a 2013-as évbe, hogy addigra már megtörtént a megelőző évtized pazarló költségvetésének konszolidációja, a folyó fizetési mérleg korrekciója, és a külső adósság is jelentősen mérséklődni kezdett. 2012 végén a költségvetési hiány a GDP 2,3 százalékára csökkent az előző évi 5,2 százalékról, majd az azt követő években is 2-3 százalék körül mozgott. A fizetési mérleg már néhány éve többletbe fordult.

Ugyanakkor az inflációt és a gazdasági növekedést nagyrészt lefelé mutató kockázatok övezték. A magyar gazdaság teljesítménye 1,4 százalékkal csökkent 2012-ben, miközben a fogyasztóiár-index gyors ütemben a jegybanki cél alá mérséklődött. Ezen nem segített az sem, hogy az európai konjunktúra a válságot követően nem tudott talpra állni, a szuverén adósságválság hatására az EU egészének gazdasága 0,7 százalékkal csökkent 2012-ben. Hazai tényezők szintén nehezítették a növekedés beindulását: a fennálló jelentős devizahitel-állomány, az államadósság magas szintje és magas devizaaránya, a továbbra is jelentős külső adósságszint és a befagyott hitelpiac mind olyan korlátozó tényezők voltak, amelyek hátráltatták a növekedés beindulását.

Annak érdekében, hogy az MNB inflációs célja teljesüljön, a monetáris politika fordulatára volt szükség. Az árstabilitás elérése és a gazdasági növekedés támogatása érdekében az MNB három ciklusban csökkentette az alapkamatot. A 2012 augusztusában elkezdődő első ciklusban az

irányadó ráta 7 százalékról 2014 júliusára 2,1 százalékra mérséklődött. A 2015. március és 2015. július közötti második ciklusban az MNB 1,35 százalékra, majd a 2016 márciusa és májusa közötti harmadik ciklusban 0,9 százalékra csökkentette a rátát. A harmadik ciklust követően az alapkamat a jegybank történetének addigi legalacsonyabb szintjén állapodott meg.

A monetáris politikai fordulat ugyanakkor nem csak a kamatcsökkentéseket jelentette, hanem új – akkor unorthodoxnak nevezett – eszközök bevezetését is. Már a korábbi években is jól látszott, hogy a monetáris transzmisszió jelentős mértékben sérült, részben a befagyott hitelezés, részben a nagymértékű devizaadósság, részben pedig – a sérülékenységünkhöz köthetően – a bizonytalan pénzügyi piaci helyzet miatt. Egyértelműen kirajzolódott, hogy a fenti kihívásokra egyedül a kamatcsökkentésekkel nem lehet hatékonyan reagálni. Kulcsfontosságú volt, hogy kezeljük a sérülékenységeket, és erősítsük a transzmissziót annak érdekében, hogy a jelentősen mérséklődő kamatszint pozitív hatásaiból a gazdasági szereplők széles köre részesedni tudjon.

A hitelezés leállását kezelendő az MNB a monetáris politikai eszköztár új, célzott elemeként elindította a Növekedési Hitelprogramot 2013 júniusában. Ezzel a jegybank enyhítette a kkv-hitelezés piacán tapasztalt zavarokat, és élénkítette a gazdaságot, miközben hozzájárult a pénzügyi stabilitás megerősítéséhez és a külső sérülékenység csökkentéséhez is. Az MNB több ízben a program folytatása mellett döntött, így 2015 végéig összesen közel 31 ezer kkv jutott finanszírozáshoz, több mint 2 100 milliárd forint összegben.

A lakosság árfolyamkitettségeinek megszüntetése érdekében a jegybank 2014 végén a lakossági deviza és devizaalapú fogyasztói hitelek forintosításáról döntött. Az intézkedésnek köszönhetően a bankrendszer és a háztartások mérlegéből kikerült a 2010-es évtized egyik legnagyobb pénzügyi stabilitási kockázata, így egy stabilabb és a fenntartható gazdasági növekedést is jobban támogató pénzügyi rendszer tudott kialakulni. A folyamat során a jegybank és a Kormányzat koordinált fellépése biztosította azt, hogy a forintosítás folyamata rendezetten, érdemi pénzügyi piaci kockázatok nélkül menjen végbe, az új, ún. „Fair Bank” szabályok bevezetése pedig garantálta, hogy a jövőben a hitelfelvevők számára kiszámíthatóbb legyen a törlesztőrészletek alakulása.

Az államadósság-folyamatok stabilizálása érdekében az MNB 2014-ben önfinanszírozási programot hirdetett. A jegybank úgy alakította át eszközeinek likviditási profilját, hogy azzal növelje a hazai banki szereplők keresletét a forintban kibocsátott értékpapírok iránt. A megugró többletkereslet és a megemelkedett devizatartalék-szint lehetővé tette az ÁKK számára, hogy ezzel forintra cserélje devizaadósságát. A folyamat eredményeként a GDP-arányos bruttó külső adósság az évtized végére töredékére csökkent.

Az MNB intézkedéseinek hatására a magyar bankrendszer stabil maradt, sőt, a lépések megalapozták a sokkellenálló képesség növekedését is. A jegybank az időszak során a devizahitelek forintosítása és az önfinanszírozási program mellett aktívan alkalmazta a makroprudenciális szabályozást is, amit a jegybanktörvény 2013-as módosítása tett lehetővé. Ennek hatására a bankrendszer külföldi forrásokra való ráutaltsága jelentősen csökkent, valamint az intézkedések hozzájárultak a rövid külső adósság több mint 15 milliárd eurós mérséklődéséhez is.

A pénzügyi stabilitás megerősítését szolgálta a jegybank és a pénzügyi felügyelet egy intézményben való egyesítése is. A 2013-as törvényi változások eredményeképp a Pénzügyi

Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF) beolvadt az MNB-be, ezáltal a jegybank mikroprudenciális mandátumot és eszköztárat kapott. Mindez – a makroprudenciális jogkör megjelenésével együtt – erős eszköztárral ruházta fel az MNB-t, és lehetővé tette, hogy a pénzügyi rendszerben megjelenő kockázatokra hatékonyan és időben tudjon reagálni.

Szintén megnövelte az MNB monetáris politikai mozgásterét az inflációs célkövetés rendszerének finomhangolása. A jegybank a 2010-es évek elején felismerte, hogy a mandátumainak elérését az tudja leghatékonyabban támogatni, ha optimális mértékű rugalmassággal alkalmazza az inflációs célkövetés keretrendszerét. Az MNB 2015 márciusában az inflációs cél körül egy ± 1 százalékpontos toleranciasávot alakított ki, amivel megalapozta azt, hogy később az árstabilitási és a többi mandátum teljesítése között optimális egyensúlyt tudjon kialakítani. Számos jegybank ebbe az irányba csak később, a 2020-as évek kihívásainak hatására lépett előre.

Összességében a 2013 utáni monetáris politikai fordulat egyértelmű sikernek bizonyult. A sérülékenység csökkenése tágította a gazdaságpolitika mozgásterét, érdemben javította a Magyarországról alkotott befektetői képet és a gazdaság ellenállóképességét, miközben az infláció a cél közelébe emelkedett, és újra beindult a gyors gazdasági felzárkózás.

II.2. 2010-es évek második fele: árstabilitás, növekedésösztönzés, fókuszba kerülő versenyképesség

2016-ra a monetáris politikai fordulat gyümölcse beérett: a rendszerváltás óta első alkalommal értük el tartósan az árstabilitást. 2017 eleje és 2020 vége között árstabilitás jellemezte a magyar gazdaságot: ekkor az infláció 48 hónapból 44 alkalommal az inflációs cél körüli ± 1 százalékos toleranciasávban alakult, az átlagos infláció pedig éppen 3 százalék volt. Ez a négy év ugyanakkor két rendkívül eltérő karakterű részből áll össze. A 2016 és 2019 közötti időszak a fenntartható felzárkózás és a gazdaságfejlesztés jegyében telt, a 2020-as évet pedig a koronavírus-válság kezelése fémjelmezte.

Az árstabilitás elérésével a fenntartható felzárkózás útjára került a hazai gazdaság, miközben az önfinanszírozási program révén a külső sérülékenység csökkent. 2017 és 2019 között a magyar gazdaság átlagosan majdnem 5 százalékkal bővült éves alapon, ami ezekben az években 1,5-3 százalékpontos növekedési többletet jelent az EU-átlaghoz képest. A felzárkózás többletes vagy egyensúlyközeli folyó fizetési mérleg mellett valósult meg, az ország finanszírozási képessége végig érdemi aktívumot mutatott, ami lehetővé tette a külső adósságszintek további jelentős leépülését. A hazai szuverén adósságot 2016-ban a három nagy hitelminősítő cég „befektetésre ajánlott” kategóriába minősítette fel. Az államadósság-ráta 74,9 százalékra, az adósság devizaaránya pedig mintegy 31 százalékra mérséklődött 2016-ra.

Ebben az időszakban – az elsődleges mandátum teljesülése miatt – az MNB a további céljainak elérésére tudott koncentrálni. A jegybank elsődleges feladata – törvényi kötelezettségeinek megfelelően – az árstabilitás fenntartása volt, aminek, mint fentebb a számokból láthatjuk, a jegybank teljes mértékben megfelelt. Emellett a korábbi intézkedések garantálták a pénzügyi rendszer és a pénzügyi piacok stabilitását is. Ebben a környezetben az MNB nagyobb fókuszra tudott

helyezni a gazdasági növekedés támogatására. Különböző növekedésösztönző lépései mellett a jegybank azt is felismerte, hogy a felzárkózás további folytatásához új útra kell lépni, és meg kell valósítani a magyar gazdaság versenyképességi fordulatát.

Az árstabilitás fenntartása érdekében az MNB rugalmasan és új eszközökkel alakította a monetáris kondíciókat. 2016 után a jegybank az alapkamatot már nem csökkentette tovább, de az inflációs cél alullövésének kockázata miatt a 2016-17-es években új, nemkonvencionális eszközök alkalmazásával kis mértékben még tovább lazította a monetáris kondíciókat. A jegybank a 3 hónapos betéti eszköz mennyiségi korlátozásával a piaci hozamokat a kamatfolyosó alját jelentő O/N betéti kamat felé terelte. A folyamatot a tartalékráta csökkentése, valamint a preferenciális betét aktív alkalmazása is elősegítette: a rövid hozamok tartósan mérséklődtek.

A kedvező és kiszámítható kamatkörnyezet a magyar gazdasági növekedés stabil alapjává vált. A jegybank nemcsak csökkentette a rövid oldali hozamokat, hanem előretekintő iránymutatásával és egyéb nemkonvencionális eszközeivel a hozamgörbe egészét is alacsony szintre tudta leszorítani. Mindez erőteljesen tudta ösztönözni a hosszabb futamidejű hitelek felvételével járó beruházások érdemi növekedését. A jegybank az évtized második felében abba az irányba terelte a gazdasági szereplőket, hogy – kamatkockázatuk lecsökkentése érdekében – minél hosszabb futamidő mellett fixálják hiteleiket. Ez különösen a lakossági jelzáloghitelek esetében eredményezett látványos és pozitív elmozdulást.

A jegybank továbbá annak érdekében is hozott intézkedéseket, hogy a válság során sérült monetáris transzmissziót helyreállítsa. Rendszeres meghirdetésre kerültek a forintlikviditást nyújtó swaptenderek, amelyek segítették a bankrendszeri likviditás alakítását. Ezenfelül lezajlott a BUBOR-piac reformja is, amely lehetővé tette, hogy a mutató jobban betöltse referenciakamat szerepét. A lépések összességében sikeresen járultak hozzá ahhoz, hogy az optimálisnak ítélt monetáris kondíciók a pénzügyi piacok szélesebb körében érvényesüljenek.

Az inflációs folyamatok megváltozása miatt 2018-ban megkezdődött a monetáris politika fokozatos, adatvezérelt normalizációja, amit a jegybank két eszközzel hajtott végre. Egyrészt a kamatfolyosó alját jelentő O/N betéti kamat 10 bázisponttal emelkedett. Másrészt a jegybank az eszközeinek paramétereit finomhangolta, valamint azok likviditási profilját úgy alakította, hogy az effektív kamatráta a kamatfolyosón belül felfelé tolódjon és ezáltal a kamatkondíciók kis mértékben szigorodjanak.

A továbbra is laza kamatkondíciók mellett a jegybank a mérlegének szűkítésével elkezdte növelni a későbbi monetáris politikai mozgásterét. A jegybankmérleg szűkítésének háttérében két tényező állt. Egyrészt az önfinanszírozási program és a forintosítás következtében a devizatartalék és a likviditáslekötő eszközök állománya mérséklődött. Másrészt a normalizációt folytató monetáris politika szintén mérlegszűkítő és likviditás-átrendező hatással járt. Míg az MNB mérlegfőösszege 2012 elején a GDP több mint 40 százalékát tette ki, az arány 2019-ben már csupán 25 százalék körül alakult. Az aktív mérlegszűkítéssel – a kamatkondíciók kismértékű normalizációja mellett – az MNB-nek az volt a célja, hogy felkészüljön egy olyan esetleges helyzetre, amikor újra intenzív jegybanki beavatkozásra van szükség. A mérlegszűkítés időzítése a lehető legjobbnak bizonyult, és nagyban megalapozta azt, hogy az MNB érdemi mozgástérrel rendelkezett a koronavírus-járvány válságkezelése alatt.

Az időszak során felértékelődött a pénzügyi piacok stabilitásának fontossága is. Ennek háttérében az állt, hogy a megnövekedett globális likviditás hatására a feltörekvő piaci tőkeáramlások volatilitása emelkedett, ami még a stabil fundamentumokkal rendelkező országok pénzügyi piacain is gyakran bizonytalanságot eredményezett. A kockázatok csökkentése érdekében az MNB további lépéseket tett az ország külső sérülékenységének mérséklése érdekében, emellett pedig nagyban támogatta az államadósság devizaarányának további csökkentését, valamint a finanszírozási szerkezetének további diverzifikálását szolgáló lépéseket. Ennek egyik legjobb példája a lakossági állampapír-stratégia megújításának erőteljes támogatása volt.

Az MNB azt is felismerte, hogy a változó pénzügyi és geopolitikai környezetben érdemes a nemzetközi tartalékainak összetételét is finomhangolnia. Ezek közül kiemelendő az aranytartalék jelentős növelése: először 2018 októberében döntött erről a jegybank, így annak szintje a korábbi állomány tízszeresére (3,1 tonnáról 31,5 tonnára) emelkedett. Később – 2021-ben – az aranytartalék a jegybank újabb döntése révén 94,5 tonnára nőtt. Az aranytartalék emelkedésével javult az ország ellenállóképessége a piaci turbulenciákkal szemben.

Az MNB kiállt a versenyképességi fordulat megvalósulása és a fenntartható felzárkózás folytatódása mellett: 2019-ben 330 pontos versenyképességi programot publikált. Az évtized második felétől kezdve egyre inkább egyértelművé vált, hogy a korábbi intenzív – az inaktív munkaerő bevonására és külföldi beruházásokat ösztönző programokra építő – gazdasági növekedés egyre kevésbé fogja tudni támogatni a magyar gazdaság felzárkózását. Az MNB egyre több fórumon adott hangot annak a véleményének, hogy amennyiben nem történik meg a magyar gazdaság versenyképességi fordulata, akkor a hazai vállalatok egyre kevésbé fognak tudni helytállni a kibontakozóban lévő megatrendek okozta kihívások közepette. Az évtized végére a jegybank átfogó helyzetértékelést és javaslatcsomagot tett le az asztalra. Ennek keretében 330 pontban fejtette ki, hogy milyen lépéseket érdemes megtenni – többek között – a magyar gazdaság digitális átállása, zöld fordulatának végrehajtása, oktatási és egészségügyi rendszerének reformja, kkv-szektorának és közigazgatásának hatékonyabbá tétele, vagy akár a finanszírozási modelljének átalakítása érdekében.

II.3. Elkezdődik a kihívások évtizede, küzdelem a Covid gazdasági hatásaival

2020-ban Magyarországot erős immunrendszer mellett érte a koronavírus-válság. Az infláció a jegybanki toleranciasávban alakult, az államadósság-ráta 2019 végére 65 százalék köré, a devizaarány 20 százalék alá mérséklődött, miközben a nettó külső adósság 10 százalék alatti szintre csökkent. A növekedési fordulat is sikeres volt: hazánk gazdasági fejlettsége az Európai Unió átlagának 73 százaléka fölé emelkedett, miközben a munkaerőpiac megközelítette a teljes foglalkoztatást.

A járvány korábban példa nélküli helyzetet teremtett, olyan kihívásokra kellett reagálni, amikre nem voltak előzetes receptek. A gazdaságpolitikának mindent meg kellett tennie annak érdekében, hogy a lehető legnagyobb mértékben enyhítse a válság negatív hatásait, és felkészítse a gazdaságot a kilábalásra. A koronavírus alatti lezárások a gazdaság különböző területeit eltérően sújtották, ezért a válságkezelésnek is célzottan kellett lennie. Mivel az MNB a válság korai

hónapjaiban – a világ több jegybankjához hasonlóan – a nulla alsó korlát közelébe csökkentette az alapkamatot, a monetáris kondíciók további lazítására és a célzott beavatkozásokra elsősorban ismét a nemkonvencionális eszközök bevezetése és az előző évtized végére leszűkített jegybankmérleg biztosított lehetőséget.

A válságkezelés során kiemelten fontos volt a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzése. Egyrészt biztosítani kellett, hogy a bankrendszeri likviditás eltűnése ne mélyítse el a reálgazdaságban jelentkező problémákat, mint 2008-ban. Másrészt a válság miatt globálisan emelkedett a bizonytalanság és a volatilitás a pénzügyi piacokon. Ezen kihívások kezelése érdekében a jegybank folyamatos és bőséges likviditást nyújtott a bankrendszer számára, valamint lehetővé tette azt is, hogy szükség esetén a befektetési alapok is elegendő likviditáshoz jussanak. A pénzügyi rendszer stabilitásának fennmaradásához a jegybank prudenciális eszközei is hozzájárultak, miközben az elfogadható fedezetek köre is kiterjesztésre került a nagyvállalati hitelekkel.

Az MNB a koronavírus okozta sokkokra időben, célzottan, rugalmasan és a megfelelő mértékben reagált: a jegybank összesen több mint 11 ezer milliárd forint likviditást nyújtott a különböző intézkedései révén. Ez egyrészt nemzetközi összehasonlításban az egyik legnagyobb arányú (GDP-arányos) forrásnyújtás volt, másrészt a szerkezete is kedvező volt, mert abból minden gazdasági szektor részesült (háztartások, vállalatok, állam).

A jegybank az állampapírpiaci stabilitást két ágon is támogatta. Egyrészt a járvány kialakulása után azonnali, piacstabilizáló lépésként állampapír-vásárlási programot indított, valamint fix kamatozású hiteleszközt nyújtott a bankrendszer számára. Ezek az intézkedések jól kiegészítették a költségvetés válságkezelését, mivel a költségvetési hiány emelkedése mellett is biztosították az állampapírpiaci stabilitását, valamint azt, hogy az állam hosszú időre tudjon forrást bevonni alacsony kamatok mellett. Másrészt a jegybank két éven keresztül évente 250 milliárd forint osztalékot fizetett be a költségvetésbe, amivel szintén nagyban növelte a Kormányzat mozgásterét.

A monetáris politika gondoskodott arról is, hogy a gazdasági válságból való kilábalás pénzügyi feltételei adottak legyenek a vállalatok számára. Az MNB 0,6 százalékra mérsékelte az alapkamatot, és elindította az NHP Hajrá!-t, valamint a Növekedési Kötvényprogramot (NKP). 2021 május végéig közel 40 ezer kkv részesült több mint 2 800 milliárd forintnyi forrásban az NHP Hajrá! révén, az NKP-ből pedig csaknem 60 vállalat hívott le 1 150 milliárd forintot.

Az MNB programjai a háztartásokat is támogatták. A hiteltörlesztési moratórium révén mintegy 1 600–1 700 milliárd forint maradt a háztartásoknál és a vállalatoknál 2020 végéig, ami a nehéz gazdasági környezetben lehetővé tette, hogy a hitelfelvevő családoknál ne alakuljanak ki likviditási nehézségek. A Zöld Otthon Program pedig mintegy 8 600 háztartás számára biztosította, hogy magas energiahatékonysággal rendelkező új ingatlant építsen, vagy vásároljon.

A jegybank proaktív lépéseinek köszönhetően a koronavírus-járvány alatt a magyar gazdaság nagy lépést tett az érintésmentes pénzforgalom felé. Elindult az azonnali fizetési rendszer, ami már a pandémia alatt is kényelmet és biztonságot nyújtott, és egy átlagos munkanapon mintegy 400 ezer utalást kezelt, amelyek 99 százaléka 5 másodpercen belül célba is ért.

A jegybank és a költségvetés együttműködésének köszönhetően az elmúlt 100 év legsikeresebb válságkezelése zajlott le a koronavírus-járványt követően. A hazai gazdasági teljesítmény 4,5

százalékkal mérséklődött 2020-ban, miközben az Európai Unió egésze 5,6 százalékkal esett. Mindez azért nagy eredmény, mert a korábbi válságokban a hazai gazdaság visszaesése jellemzően meghaladta az európai átlagot. A recesszió ellenére fennmaradt a magas – 26 százalék fölötti – beruházási ráta, az élénk hitelezés, valamint a magas, 70 százalék körüli foglalkoztatási ráta. A gazdasági teljesítmény másfél év alatt visszatért a járvány előtti szintre – ehhez a 2008-as válságot követően több mint 6 évre volt szükség.

II.4. Árrobbanás, háború és energiaválság: harc a pusztító infláció és a megugró sérülékenység ellen

2021-ben a koronavírus-válságot követő újranyitással az infláció erőteljes és tartós növekedésnek indult – mind itthon, mind pedig globálisan. A gazdaság újraindulása a kereslet gyors növekedésével járt, azonban a széttöredezett kínálati oldal sokkal lassabb helyreállást mutatott. A részleges lezárások miatt a globális szállítási költségek jelentősen megugrottak, a Kínából Európába tartó szállítmányok költsége például egy év alatt közel hétszeresére emelkedett. Ezen hatások következtében a hazai infláció 2021. áprilisban kilépett a toleranciasávból.

Az infláció megemelkedésére az MNB határozott választ adott. 2021 júniusában a magyar jegybank az Európai Unióban elsőként indította el a kamatemelési ciklusát. Ennek keretében az év végéig fokozatosan, 2,4 százalékgig emelkedett az irányadó ráta. A kamatemelési ciklussal párhuzamosan a jegybank 2021 végéig kivette a koronavírus-válságot kezelő eszközeit, tovább szigorítva ezzel a monetáris kondíciókat.

Az orosz-ukrán háború kitörése újabb komoly kihívás elé állította a magyar gazdaságot, amit tetézt az európai energiaválság kialakulása is. A geopolitikai kockázati sokk hatására a pénzügyi piacokon – különösen a háború közelében lévő országokban – emelkedett a bizonytalanság. A Brent olaj ára kétszeresére, a holland tőzsdei gázár és a brit tőzsdei áramár pedig mintegy tízszeresére emelkedett mindössze másfél év alatt. A külső sokkokat hazai tényezők tovább fűtötték, aminek következtében az infláció egészen 2023. januárig emelkedett, amikor is 25,7 százalékon tetőzött.

A magas infláció mellett a gazdaság egyensúlya is felborult: ikerdeficitbe kerültünk. A külső egyensúlyi mutatók az ellátási láncokban bekövetkezett zavarok, az élénk belső kereslet, valamint a megugró energiaárak miatt romlottak, míg a költségvetési hiány a sikeres válságkezelés és az azt követő parlamenti választási év okán emelkedett.

Az infláció elszállása és az egyensúly megbomlása a növekedést is visszahúzta, 2022 második feléve és 2023 első feléve között technikai recesszióba süllyedt a magyar gazdaság. 2023-ban a hazai GDP 0,9 százalékkal csökkent. A visszaesés mögött egyértelműen a magas infláció állt: a reálbérek és a háztartások fogyasztási kiadásai jelentősen csökkentek, miközben a pénzügyi vagyon reálértéke közel 3 évvel korábbi szintjére esett vissza. A bizonytalan gazdasági környezetben felerősödött a háztartások óvatossága, a fogyasztás visszaesése pedig a hazai beruházásokat is erőteljesen visszafogta. Csak tovább tetézte a nehézségeket a külső konjunktúra fokozódó romlása. Ebben a helyzetben kritikus fontosságú volt, hogy minél hamarabb beinduljon a defláció, és

stabilizálódjanak a hazai gazdasági és piaci folyamatok, mert ezek nélkül a gazdasági növekedés sem tud újraindulni, felzárkózási folyamatunk pedig megakad.

Az MNB az árstabilitás elérése és a gazdaság egyensúlyának helyreállítása érdekében rendkívül erőteljes kamatemelést hajtott végre. A kamatkondíciók szigorítása 2022 szeptemberéig folytatódott, az alapkamat 16 hónapon keresztül, összesen 1240 bázisponttal emelkedett, és 13 százalékon tetőzött, érdemben magasabban, mint a régió bármely más országában. 2022 szeptemberében az akkor rendelkezésre álló információk alapján a piaci és jegybanki prognózisok is az infláció közeljövőben történő tetőzésével számoltak. Emiatt az MNB úgy döntött, hogy az alapkamat-emelési ciklus lezárása mellett a továbbiakban a likviditás szűkítésével folytatja a monetáris kondíciók szigorítását. Ennek keretein belül a jegybank három fő eszközt alkalmazott: a megemelt kötelező tartalékrátát, az egyhetes futamidejű diszkontkötvényt, valamint a hosszú lejáratú betétet. Ezek az eszközök ahhoz is hozzájárultak, hogy erősödött a transzmisszió, és a szigorú monetáris kondíciók szélesebb körben érvényesültek.

Ma is úgy látjuk, hogy a 2022 szeptemberében kialakított – nemzetközi összehasonlításban is kiemelkedő – 13 százalékos kamatszint megfelelő volt a fundamentális inflációs kockázatok kezelésére. Amivel a jegybank (és a piaci szereplők) a szeptemberi kamatdöntéskor még nem tudtak számolni, az a következő napokban beinduló és október első felében kicsúcsosodó pénzügyi piaci turbulencia, ami az árfolyamválság közelébe sodorta a magyar gazdaságot.

A 2022. szeptemberi kamatdöntést követően szó szerint órákon belül következett be az éles váltás a pénzügyi piacokon. Még aznap este két hír is érkezett az európai és a magyar gázellátás biztonságával kapcsolatban, amelyek hatására egyből mintegy 20 százalékkal ugrottak meg a tőzsdei gázárak. A magas energiakitettségünk és az ekkor még bizonytalan sérülékenységi pozíciónk miatt ez a forint árfolyamát is azonnal destabilizálta. A következő napokban-hetekben erőteljesen felfelé tolódtak a Fed kamatpályájával kapcsolatos várakozások, amely eredményeképpen fokozódott a globális kockázatérzelet romlása és a feltörekvő piaci tőke kivonás, az energiaárak tovább emelkedtek, a forint pedig folyamatosan gyengült, újabb és újabb historikus mélypontokat érve el. Ennek hatására a forintpiaci volatilitás markánsan megnőtt, a belföldi lakossági és vállalati szereplők piacstabilizáló viselkedése megszűnni látszott, sőt visszajára fordult, a közhangulat pedig elmozdult a spontán euroizáció igénye felé. Mindezzel párhuzamosan a külföldi szereplők forint elleni pozícionáltsága is érdemben megugrott. Összességében nagyon közel kerültünk ahhoz, hogy a forint a fundamentumoktól elszakad, nemlineáris leértékelődésbe kerüljön.

2022. október közepén a potenciális árfolyamválságtól csak az MNB határozott fellépése mentette meg az országot. Az alapkamatnál jelentősen, 500 bázisponttal magasabb, 18 százalékos szinten került meghirdetésre az egynapos betéti gyorstender, ami rendkívüli piacnyugtató hatást ért el. Emellett a jegybank megemelte a napi rendszerességű, devizalikviditást nyújtó FX-swapok kamatát, valamint átmenetileg – 2023. márciusig – biztosította a nettó energiaimport devizaigényét. A lépések azonnal stabilizálták a pénzügyi piacokat, a forint árfolyama visszatért a rekordgyenge szintekről. Mindez azt is lehetővé tette, hogy néhány hónappal később Magyarországon is végre meginduljon a dezinfláció folyamata.

A monetáris transzmisszió hatékonyságának javítására szintén szükség volt. Az igény amiatt jelentkezett, mert az inflációellenes kormányzati intézkedések közül több is a monetáris

transzmisszió sérülésével járt. Annak érdekében, hogy minden időszakban és minden részpiacon a monetáris politika irányultságának megfelelő kondíciók alakuljanak ki, az MNB célzott eszközöket alkalmazott.

II.5. Dezinfláció, stabilizáció és normalizáció

A 2023 januárjától kibontakozó dezinflációs folyamat az év folyamán egyre erőteljesebbé vált, miközben az év során a külső egyensúlyi pozíciónk is gyors ütemben javult. Az infláció 2023 végére egyszámjegyű tartományba mérséklődött, majd 2024. januártól visszatért a jegybanki toleranciasávba. A folyó fizetési mérleg egyenlege korábban nem tapasztalt mértékben javult, és éves szinten enyhe, a GDP 0,2 százalékát kitevő többletet mutatott 2023-ban az előző évi 8 százalékos deficit után. A korrekció hátterében az energiaegyenleg javulása és a belföldi kereslet mérséklődése állt. Az infláció csökkenésével és a fizetési mérleg korrekciójával párhuzamosan elindult a konjunktúra fokozatos élénkülése is.

Az MNB többször rámutatott, hogy a fenntartható felzárkózás folytatásához el kell érni az árstabilitást, ehhez pedig elengedhetetlen a szigorú monetáris kondíciók fenntartása. Bár az infláció a 2024-es év eleje óta a jegybanki toleranciasávon belül alakul, de a korábbi inflációs korszakok gazdaságtörténeti tapasztalatai egyértelműen bizonyítják, hogy az infláció feletti győzelem, az árstabilitás fenntartható elérése csak akkor biztosítható, ha a szigorú monetáris politikai irányultság a szükséges ideig fennmarad. Az 1970-es évek tanulsága az, hogy a kialakított magas kamatszint túl korán beinduló vagy túlzott mértékű korrekciója gyorsan visszajára fordíthatja a dezinflációs folyamatot, rányomva a bélyegét a gazdasági növekedésre is.

A másik fontos tanulság az volt, hogy az árstabilitás nem érhető el a pénzügyi piacok stabilitásának fenntartása nélkül. A pénzügyi piacok méretének markáns növekedése, a globális piaci likviditás megugrása, a tőkeáramlások volatilitásának felerősödése, a jelentős geopolitika kockázatok megjelenése mind-mind olyan tényezők, amelyekkel szemben érdemben megnőtt a kis, nyitott és gazdasági méretükhöz képest jelentős pénzügyi piaccal rendelkező országok kitettsége – még stabil fundamentumok esetén is. Számtalan példa bizonyítja, hogy ha egy ország nem tudja biztosítani saját pénzügyi piacainak – és azon belül saját devizájának – stabilitását, akkor a nagyfokú nyitottság miatt az árstabilitást sem fogja tudni fenntarthatóan elérni. Mindez azt jelenti, hogy a monetáris politikának óvatosnak, fegyelmezettnak és adatvezéreltnek kell lennie, és döntéseiben kiemelt figyelmet kell fordítania a pénzügyi piaci stabilitás fenntartására is.

A dezinflációs folyamat előrehaladása, az ország sérülékenységének csökkenése és a kockázati környezet tartós javulása lehetővé tette, hogy az MNB 2023 tavaszán elkezdje a rendkívüli kamatkörnyezet normalizálását. Az egynapos betéti gyorstender óvatos, fokozatos és kiszámítható – 2023 májusa és szeptembere közötti összesen 500 bázispontos – csökkentésével 2023. szeptember végére az egynapos betéti gyorstender kamata és az alapkamat összezárt, és ezzel újra az alapkamat vált az effektív jegybanki kamattá. 2023. szeptemberben az eszköztár is egyszerűsödött: a jegybank kivezette az egynapos betéti gyorstendert, valamint a tartalékrendszert is átalakította. Az intézkedések eredményeként az alapkamat vált az eszköztár központi elemévé.

2023 őszétől az alapkamat körültekintő és fokozatos csökkentésére is lehetőség nyílt. A dezinfláció gyorsult, a nemzetközi kockázati környezet és a külső egyensúlyi pozícióink tartósan javult, támogatva az alapkamat mérséklését. Az irányadó ráta 2023. október óta összesen 625 bázisponttal 6,75 százalékra csökkent 2024. július végére, és ezzel elérte a régiós jegybankokra jellemző szintet. Ugyanakkor a monetáris politika továbbra is pozitív reálkamatot biztosít, ezzel hozzájárul a pénzügyi piaci stabilitás fenntartásához és az inflációs cél fenntartható eléréséhez.

Az MNB a kamatcsökkentések során végig óvatos és körültekintő megközelítést alkalmazott, a döntéseket előretekintve is a hazai és a nemzetközi mozgásterünk alakulása fogja meghatározni.

A jegybank a kezdeti nagyobb lépéseket követően egyre kisebb mértékben csökkentette az irányadó rátát, ezzel kihasználva az elmúlt hónapok során fokozatosan bővülő mozgásteret. Ugyanakkor az óvatos megközelítés alkalmazása biztosította, hogy a pénzügyi piaci stabilitás sem került veszélybe a kamatcsökkentések mellett sem.

A továbbiakban az alapkamat mértékéről a Tanács a beérkező makrogazdasági adatok, az inflációs kilátások, valamint a kockázati környezet alakulása alapján dönt. A következő időszakban a Tanács ezeket a tényezőket folyamatosan értékeli. Azt, hogy mekkora lesz a jegybank mozgásterére a következő negyedévekben, számtalan tényező együttese határozza majd meg. Ugyanakkor általánosságban elmondható, hogy minél nagyobb bizonyossággal érhető el és tartható fenn az árstabilitás, és minél nagyobb mértékben sikerül javítania a magyar gazdaságpolitikának az ország – és azon belül is a fiskális folyamatok – kockázati megítélését, annál nagyobb mértékű lesz az a kamatpolitikai mozgáster, amely kihasználása esetén sem kell tartani kedvezőtlen inflációs vagy pénzügyi piaci mellékhatásoktól.

III. MIT HOZ A JÖVŐ?

A következő években, évtizedben a jegybankok, köztük az MNB egyik legfontosabb kihívása várhatóan továbbra is az árstabilitás fenntartása lesz. A központi bankoknak olyan, a nemzetközi megatrendekből fakadó közép- és hosszú távú folyamatokkal kell szembenézniük, amelyek inkább felfelé mutató inflációs kockázatot jelentenek. A geopolitikai környezet dinamikus változása, a gazdaságok zöld átállása, a romló demográfiai kilátások, a magas államadósság-szintek és a digitalizáció egyaránt olyan fontos tényezők, amelyek befolyásolni fogják az infláció várható pályáját, emiatt hatásukat a monetáris politika szempontjából is folyamatosan elemezni kell.

Napjainkban geopolitikailag feszült időket élünk: az együttműködésen alapuló globális gazdasági és politikai berendezkedés helyett egy Kelet-Nyugat szembenállás, egy kétpólusú világrend van kialakulóban. Úgy tűnik, újabb és újabb konfliktusok kitörésére kell számítani. A geopolitikai feszültségek az ellátási láncok szakadozásához és a bizonytalanság növekedéséhez vezetnek, amelyek mind inflációs kockázatot jelentenek. Egyrészt az ellátási láncok újraszervezése vagy rövidülése időigényes és költséges, inflációt emelő folyamat. Másrészt egy kis nyitott gazdaság esetében a bizonytalanság fokozódása a pénzügyi piaci sérülékenységet növelheti, ezáltal tartós nyomást helyezve az adott ország devizájára – ami szintén az infláció emelkedésével jár. Ezek alapján a jegybankoknak kiemelt figyelmet kell fordítaniuk a pénzügyi piaci stabilitás megőrzésére.

A klímaváltozás fizikai hatásai erősödnek, azonban a meglévő társadalmi, gazdasági és pénzügyi struktúrák fenntarthatósági elvek mentén való átalakítása, vagyis a zöld átállás is inflációs kockázatokkal jár. A szélsőséges időjárási viszonyok a mezőgazdasági árak növekedésén és az ellátási láncok szakadozásán keresztül emelik az inflációt, ugyanakkor a zöld átállás a fenntarthatóságot támogató piacokon a keresleti-kínálati viszonyok felborulása miatt is inflációs kockázatokhoz vezethet. A jegybankok nem maradhatnak ki a zöld átállás támogatásából, mert különben egy szélsőséges időjárási viszonyokkal terhelt, magas inflációs környezetben kellene küzdeniük az árstabilitás biztosítása érdekében. Ellenben, ha a jegybankok is felelősséget vállalnak a zöld átállásban, akkor elősegíthetik a gyorsabb és zökkenőmentesebb – és ezáltal alacsonyabb inflációs pályát biztosító – átmenetet. Az, hogy ez milyen módon valósítható meg a jegybankok részéről, még képlékeny, azonban némi előrelépés már történt: a jegybankok különböző szabályozási és felügyeleti eszközökkel támogathatják a pénzügyi rendszer zöldítését, illetve célzott, a környezeti fenntarthatóságra irányuló hitelprogramokkal segíthetik elő a zöld átállást.

A csökkenő termékenységi ráta és növekvő várható élettartam következtében elöregedő társadalom kérdése nem újkeletű dolog, azonban a probléma megoldásának kulcsa egyelőre nem egyértelmű. Monetáris politikai szempontból az a kérdés, hogy a korösszetétel átalakulása milyen hatással lehet az inflációra. A munkaképes korú lakosság csökkenése a munkaerőhiányt és ezáltal a bérek emelkedését vonhatja maga után, ami közvetve növeli az inflációt, ugyanakkor a növekvő várható élettartam és a nyugdíjrendszerek fenntarthatóságával kapcsolatos bizonytalanság következtében a munkaképes korúak növelhetik is megtakarításaikat, ami mérsékli az inflációt. Összességében a korösszetétel átalakulása kétirányú inflációs kockázatokat hordoz, ezért nem egyértelmű, hogy a jegybanknak szerepet kell-e vállalnia a folyamat átalakításában. A demográfiai kihívások kezelésére alapvetően a kormányzatok rendelkeznek megfelelő eszköztárral, ezért aktív szerepvállalás inkább tőlük várható el. Mindenesetre a jegybankoknak folyamatosan nyomon kell követniük a demográfiai átalakulás árstabilitásra gyakorolt, hosszú távú hatásait.

A geopolitikai kockázatok, a zöld átállás és a demográfiai folyamatok tovább erősíthetik a világszerte magas államadósságok problémáját, mint nemzetközi megatrendet. A következő évek fiskális politikai mozgásterét a magas és csak lassan mérséklődő államadósság-ráták fogják meghatározni. A jegybankok számára árstabilitási szempontból kiemelten fontos, hogy a kormányzatok az államadósságot fenntartható pályára tereljék, ugyanis a laza fiskális politika közvetlenül, vagy pedig közvetve – a hosszú távú inflációs várakozások emelkedésén keresztül – növelheti az inflációt. A fiskális konszolidáció hiteles véghezvitele – amit leginkább versenyképességi reformok megvalósításával párhuzamosan lehet elérni – mérsékelheti az inflációs kockázatokat. Ezenfelül a kis nyitott gazdaságok számára a versenyképesség erősítése egy erős és válságálló gazdaság kiépítését teszi lehetővé. A jegybankok a versenyképesség javulását az árstabilitás biztosításával, valamint a széles körű információs és kutatási bázisukra épülő javaslatokkal tudják támogatni.

A digitalizáció térnyerése kiemelt szereppel bír a kihívások kezelését célzó eszközök között, és napjainkban sokkal inkább megoldási lehetőségként lehet tekinteni rá, mintsem problémaként. A sikeres digitalizációs fordulat erősíti a versenyképességet, támogatja a zöld átállást és a demográfiai folyamatokból fakadó munkaerőpiaci feszültségeket is képes enyhíteni. A digitalizáció

jegybanki szempontból egy új pénztörténeti korszakot nyithat meg, például a digitális jegybankpénzen keresztül. Ez a fizetési mód a készpénz biztonságát és az elektronikus fizetőeszközök kényelmét, illetve gyorsaságát ötvöző megoldás, ezért a világ jegybankjainak többsége, köztük az MNB is aktívan kutatja a megvalósíthatóságát.

IV. KONKLÚZIÓ

Az elmúlt tizenkét év nem szűkölködött gazdaságtörténeti kihívásokban. Akadtak ezek között strukturális gazdasági kihívások, világgazdasági megatrendek, geopolitikai konfliktusok, sőt, a koronavírus révén korábban sosem látott események is. A jövő szintén megannyi kihívást tartogat: a geopolitikai átrendeződés, a zöld átállás, a demográfiai fordulat, a magas államadósság-szintek és a digitalizáció mind-mind befolyásolni fogja a jövő jegybankolását. Ilyen dinamikus közegben kiemelten fontos, hogy a jegybank független és hiteles maradjon: legyen eszköze, és legyen mozgásterre arra, hogy a jövőben is hatékonyan tudja elérni a törvény által meghatározott céljait!

Az MNB ezen a téren jól vizsgázott a kihívásokkal teli környezetben is. A jegybank a döntéseit minden időszakban az árstabilitási mandátummal összhangban hozta meg, a veszélyekre a megfelelő időzítéssel és arányos intenzitással reagált. Az egyes időszakok kihívásai néhol gyökeresen eltérő monetáris politikai reakcióra készítették az MNB-t, de a jegybank mindegyik időszakban kész volt az újszerű, innovatív eszközök bevetésére, ami lehetővé tette, hogy az MNB sikeres válaszokat tudjon adni a felmerülő gazdasági és pénzügyi kihívásokra.

„Szerkesztett formában megjelent a portfolio.hu oldalon 2024 augusztus 1-én.”