

## A monetáris politika hatása Magyarországon

Vonnák Balázs (szerk.): *Monetary Transmission in Hungary*  
Magyar Nemzeti Bank, Budapest, 2006, 284 oldal

Számos vita szólt a monetáris politika rövid és hosszú távú hatásairól, mielőtt a közgazdászok megegyeztek volna abban, hogy a monetáris körülmények megváltoztatása csak rövid távon hat a gazdaság reáلتényezőire, hosszú távon csupán az árak változását idézi elő. Abban viszont a mai napig megmaradt a vita, hogy rövid távon milyen mechanizmusokon keresztül mekkora hatást fejt ki, melyek a fontos monetáris transzmissziós mechanizmusok. A monetáris politika alakítójának, a jegybanknak viszont pontosan tisztában kell lennie azzal, hogy milyen csatornán milyen hatásosan képes az árak dinamikáját megváltoztatni, és miközben próbálja elérni elsődleges célját, az árak stabilitását, ezt milyen „mellékhatások” kísérik.

Ennek az ismeretnek a megszerzése, valamint az, hogy az euró bevezetését követően a közös monetáris politika hatása a többi gazdaságban tapasztaltnál jelentősen eltérhet, készítette a Magyar Nemzeti Bank kutatóit arra, hogy – hasonlóan az euróövezet országaiban végigvitt kutatásokhoz<sup>1</sup> – felmérjék a magyar monetáris politika transzmissziós mechanizmusait és annak jövőben lehetséges változásait. E felmérés eredményeit összegzi a kötet, amely az MNB transzmissziós kutatása keretében megírt tíz tanulmányt tartalmazza.<sup>2</sup>

A témákban és módszertanilag sokféle, eredményekben bővelkedő, sokszínű tanulmányokat az 1. fejezet – *Vonnák Balázs* bevezetője – foglalja keretbe, rendezi logikai rendbe. Az itt megfogalmazott két kérdésre – Van-e autonóm monetáris politika Magyarországon, és az előzetes várakozásoknak megfelelően? Valóban az árfolyamcsatorna a domináns közvetítője a monetáris impulzusoknak? – próbáljuk összefoglalni a kötetben kapott válaszokat.

A transzmissziós mechanizmusokat alapvetően két lépésre bonthatjuk, első lépésben a monetáris politika által befolyásolt változó a pénzügyi rendszerben okoz változásokat (kamatlábak, árfolyamok, pénzügyi eszközök ártértékelődése, hitelmennyiség csökkenése), majd pedig ezek a megváltozott körülmények készítetik alkalmazkodásra a vállalatokat és a háztartásokat, befolyásolva azok beruházási és fogyasztási döntéseit, s így magát az aggregált keresletet.

Az első lépés vizsgálatához tartozik *Horváth Csilla–Krekó Judit–Naszódi Anna* szerzőhármas által írott 2. fejezet. Ebben a szerzők a kamatlágyűrűzést mérik: azt, hogy miként reagálnak a banki kamatlábak a hivatalos, döntően rövid távú kamatlábban bekövetkezett változásokra. Következtetésük: a vállalati hitelezés esetében, ahol élénk a bankok közötti verseny, a banki hitelkamatok gyorsan és teljes mértékben reagálnak a központi bank által befolyásolt kamatláb változásaira, ezzel szemben a háztartási hitelek alkalmazkodása lassúbb és korántsem teljes, ami azonban nem tér el jelentősen az eurót használó országokban mért kamatreakciótól. Jelentős aszimmetriát mutattak viszont ki a kamatlábváltozásokban: a kamatok még a vállalati hitelezés esetében is rugalmatlanok lefelé, és

<sup>1</sup> A Monetary Transmission Network munkájának összefoglalójáért lásd *Angeloni–Kashyap–Mojon* [2003].

<sup>2</sup> Ezek mindegyike megjelent az MNB Háttér tanulmányok vagy MNB Füzetek sorozatában.

60-80 bázispontnál nagyobb emelés esetén háromszor akkora sebességgel alkalmazkodnak, mint ennél kisebb változás esetén.

Egy Magyarországhoz hasonló kis, nyitott ország esetében a kamatokra gyakorolt hatásonál sokkal fontosabb lehet a monetáris politika árfolyamokra gyakorolt hatása. A 4. fejezetben *Karádi Péternek* sikerült bizonyítania, hogy nem csak 2001 és 2003 között létezett árfolyamcél a magyar monetáris politikában: az árfolyamváltozásokra adott kamatreakciók alapján a monetáris politika 2003 után is modellezhető oly módon, hogy létezett implicit és időben változó árfolyamcél. A szerző kimutatta, hogy ez az árfolyamcél befolyásolta a kamatpolitikát is, próbálta simítani az árfolyamot, hiszen annak volatilitása jelentős jóléti veszteségeket okozhat. Látható, hogy a monetáris politika kitüntetett figyelemmel kezeli az árfolyamot, hiszen jelentős inflációt befolyásoló tényező. Érdekes, hogy a szerző modelljében azért van nagyobb hatása egy váratlan monetáris sokknak, mert ebben az esetben a szereplők felülvizsgálják a várakozásaikat (azaz, hogy a monetáris politika lépéseiből milyen árfolyamcélra következtetnek). Előfordulhat hogy a sokknak valójában az információközlés a célja, mivel az adott monetáris rezsim mellett a monetáris politikának ez az egyetlen eszköze, amivel képes a piac tudomására hozni, hogy árfolyamcélja megváltozott.

Ha az árfolyam változása fontos az infláció szempontjából, akkor képes-e a monetáris politika hatni rá? *Rezessy András* arra a válasza jut a 3. fejezetben, hogy egy 50 bázispontos kamatemelés 0,3 százalékkal erősíti a napon belüli árfolyamot, és ez hatás 3–6-szorosára emelkedik, ha kétnapos intervallumokat vizsgálunk, azaz a pénzpiacoknak is kell reagálási idő. *Vonnák Balázs* a 7. fejezetben strukturális vektor-autoregresszív modellek (SVAR) segítségével arra az eredményre jutott, hogy a kamatláb egy standard hibányi váratlan sokkjára az árfolyam gyors 1 százalékos nominális felértékelődéssel reagál.

A monetáris politika a hitelek árán keresztül a vagyonelemek ára is képes hatni. *Kiss Gergely* és *Vadas Gábor* az 5. fejezetben a monetáris politikának a háztartások egyik legjelentősebb vagyonelemére, az ingatlanok áraira gyakorolt hatását mérte. Eredményeik alapján a jelzáloghitelek kamatának 1 százalékos tartós emelése akár 3 százalékkal is csökkentheti az ingatlanok árát. Az ingatlan megváltozott értéke pedig – mint azt a későbbiekben látni fogjuk – több csatornán keresztül hathat a háztartások fogyasztására.

A megváltozott pénzügyi környezethez hozzátartozik, hogy a monetáris politika a költségeken kívül más mechanizmusokon keresztül is képes befolyásolni a hitelek elérhetőségét. A hitelcsatorna vizsgálata azokra az aszimmetrikus hatásokra vonatkozik, amikor bizonyos bankok aszimmetrikusan csökkentik a hitelmennyiségüket, vagy bizonyos vállalatok számára tökéletlen és aszimmetrikus információk miatt megdrágulnak az elérhető külső források költségei. A hitelcsatorna nem önállóan hat, hanem a többi transzmissziós mechanizmus hatását képes felerősíteni. A 6. fejezetben *Horváth Csilla–Krekó Judit–Naszódi Anna* szerzőhármas azokat a nemzetközi irodalomban fellelhető jellemzőket vizsgálta a magyar bankok esetében, amelyekkel általában magyarázzák a kamatváltozásra adott hitelmennyiség-reakciót. Bizonyították, hogy a bankok heterogén módon válaszolnak a kamatváltozásra attól függően, hogy mekkora a mérlegfőösszegük, mennyire likvidek, milyen a tőkeszerkezetük, és ki a tulajdonos (miközben a hitelkeresletet próbáik alapján homogénnek lehet tekinteni). Nem zárható ki tehát a hitelcsatorna jelenléte a magyar gazdaságban. Ezt támasztja alá *Kátay Gábor* és *Wolf Zoltán* eredménye, akik a 9. fejezetben a beruházást befolyásoló tényezők között találták a vállalatok pénzügyi helyzetét, amiből a hitelcsatorna jelenlétére következtetnek.

Látható, hogy a jegybank kamatdöntéseivel képes autonóm módon befolyásolni a hitelkamatokat, a devizaárfolyamot, az ingatlanok árát és az elérhető hitelek mennyiségét, azaz teljesen új pénzügyi körülményeket teremt a gazdaság szereplői számára, a fogyaszt-

tóknak és vállalatoknak is át kell értékelniük eddigi döntéseiket. Hogyan hatnak ezek a megváltozott döntések a reálszférára? És melyik változón keresztül hat a legerősebben?

A 7. fejezetben *Vonnák Balázs* strukturális vektor-autoregresszív modellek segítségével a monetáris politika hatását is becsülte a gazdaságra, ezen belül is különös tekintettel a kibocsátásra és az árakra. Eredményei szerint egy standard hibányi monetáris szigorításra a válasz 0,3 százalékos azonnali kibocsátáscsökkenés, ami három év után tűnik el fokozatosan, és négy-hat évvel később mutatkozik 0,1–0,15 százalékos fogyasztóiár-csökkenés. Az árak lassabban reagálnak a monetáris sokkra, mint a kibocsátás, ami összhangban van a ragadós árak modelljével. A szerző alternatív módszertannal (logikailag *Romer–Romer* [1989]-féle narratív megközelítéséhez hasonló) és több részmintával is igyekezett eredményeit robusztusabbá tenni.

A 8. fejezetben *Jakab M. Zoltán, Várpalotai Viktor és Vonnák Balázs* három modellt is futattak hogy minél biztosabb, robusztusabb képet kaphassanak a GDP összetevőinek a változásairól.<sup>3</sup> Az eredmények érdekesek: a modellekben a fogyasztás nem csökken, sőt a háromból kettőben az árfolyam-erősödés hatására nő a kamatemelés. Ezt a jelenséget a szerzők azzal magyarázzák, hogy a háztartások sokkal érzékenyebbek a reáljövedelem megváltozására, mint a kamatváltozásokra, és miközben a nominális bérek lassan reagálnak, az árfolyam-erősödés – csökkentve az inflációt – emeli a reáljövedelmet. A háztartások kamatérzékenységére *Kiss Gergely* és *Vadas Gábor* is hasonló eredményeket kapott az 5. fejezetben. Ők az ingatlan árán keresztül ható vagyonhaatást mérték, azaz hogy az ingatlanok megváltozott értéke hogyan befolyásolja a háztartások fogyasztását (vagyon-, jövedelmi és hitelcsatornán keresztül). Azt találták, hogy önmagában a kamatcsatorna nem erős, azaz az átárazódó vagyon vagy a megváltozó rendelkezésre álló jövedelem nem befolyásolja erősen a háztartások fogyasztását, de a lakásvagyon terhére történő fogyasztási célú eladósodás (az ingatlanbiztosíték kivonása, *house equity withdrawal*) mértéke jelentős, ezzel együtt egyszázalékos permanens jelzőlogkamat-emelés már az első évben is 0,9–1,9 százalékkal csökkentheti a fogyasztást, ami csak tovább növekszik a második évben (–1,55 százaléktól –3,11 százalékgig).

A beruházások mennyisége *Jakab–Várpalotai–Vonnák* szerzőhármás mindhárom modellje szerint csökken egy pozitív sokkot követően, ami 5GAP-modellben egyértelműen az árfolyamcsatorna következménye, mivel ebben a modellben a beruházás a reálárfolyam függvénye, a NEM-modellben pedig a tőke használati költségén (*user cost of capital*)<sup>4</sup> keresztül a beruházási javak ára befolyásolja a beruházásokat, és mivel a beruházási javak külkereskedelemben kerülő javak, ezért áruk érzékeny az árfolyamra. A beruházásokkal ellentétben a nettó export reakciója eltér a három modellben, mert bár az export mindhárom modellben csökken, az import különböző módon reagál, így ebből a becslésből nem vonható le következtetés a külkereskedelmi egyenleg monetáris politikai sokkra adott válaszára. Összefoglalva, a monetáris politika leginkább az árfolyam befolyósolásával tud hatni az aggregált kereslet összetevőire, és nem közvetlenül a kamatokon keresztül.

A 10. fejezet nem illik az eddig kifejtett logikába, mivel nem konkrétan a monetáris politika hatásának felméréséről szól, hanem arra a kérdésre próbál választ adni, hogy miképpen fog változni a monetáris politika hatása az euró bevezetését követően, amikor az árfolyamcsatorna nem közvetíti többé a monetáris politika impulzusait. A fejezet szer-

<sup>3</sup> Az első modell az MNB negyedéves előrejelzési modellje (NEM), a második a Svensson ihlette 5GAP-modell, a harmadik pedig az előző fejezetben Vonnák Balázs által is használt strukturális vektor-autoregresszív (SVAR) modell, amelyben jelen esetben a GDP helyett annak komponensei szerepelnek.

<sup>4</sup> A 9. fejezetben *Kátay és Wolf* mikroadatokra alapozva bizonyították, hogy a tőke használati költségei befolyásolják a beruházások állományának bővülését.

zói, *Orbán Gábor* és *Szalai Zoltán* szerint az euró bevezetése megerősítené a most még gyenge kamatcsatornát, ami így képes lenne helyettesíteni az árfolyam által közvetített hatást. Mi okozná ezt az erősödést? Már ma is jelentősek, bár az eurózóna értékeihez képest még mindig kicsik, azok a hitelállományok, amelyen keresztül a külföldi, döntően az eurózóna monetáris politikája befolyásolhatja a vállalatok és háztartások viselkedését. Ezek a hitelek az euró bevezetése után már belföldi pénzben denominált hitelek lesznek, aminek elérhetőségét a „hazai” monetáris politika befolyásolja. Másrészt az eddig külső kereslet, az euró bevezetése után az Európai Központi Bank által befolyásolt belső keresletté válik. A szerzők a többi csatornánál – várakozás-, hitelcsatorna, euró árfolyamcsatornája – nem találtak olyan jeleket, amelyek azt mutatnák, hogy jövőbeli mértékük jelentősen eltérnének az euróövezetben talált értékekhez képest, így nem látják annak veszélyét, hogy transzmissziós csatornák jelentősen eltérjenek Magyarországon az eurót használó többi országhoz képest, ha az Európai Központi Bank fogja meghatározni a monetáris politikát.

Mintegy összefoglalva az eddig leírtakat, a bevezetőben megfogalmazott kérdésekre adható válaszok röviden a következők: a magyar monetáris politika képes a reálgazdaság befolyásolására, és ezt leginkább az árfolyamcsatornán keresztül teszi. Igaz, ez a csatorna megszűnik az euró bevezetésével, de a kötet szerzői szerint addigra a többi csatorna megerősödik annyira, hogy nem lesz jelentős eltérés az euróövezet és a magyar transzmissziós mechanizmusok között, tehát az euró bevezetése után a közös monetáris politika nem jelent majd pluszköltségeket.

#### *Hivatkozások*

- ANGELONI, I.–KASHYAP, A.–MOJON, B. [2003]: *Monetary Policy Transmission in the Euro Area. A Study by the Eurosystem Monetary Transmission Network*. Cambridge University Press, Cambridge.
- ROMER, C. D.–ROMER, D. H. [1989]: *Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz*. Megjelent: *Blanchard, O. J.–Fischer, S.* (szerk.): *NBER Macroeconomics Annual 1989*. MIT, Cambridge 121–170. o.

**Herczeg Bálint**