

Irányváltás a hazai monetáris politikában

VÁRHEGYI ÉVA

A válság hatásának tompítására a vezető jegybankok nagy mennyiségű pénzt pumpáltak gazdaságaikba. Eleinte még óvatosan, a likviditáshiány oldására és a pénzügyi stabilitás helyreállítására, később mind inkább a gazdaság élénkítése, a foglalkoztatás növelése céljából. A visszafogott költekezési hajlam mellett a pénzteremtés nem fenyegetett inflációs veszéllyel, ezért a kamatcsökkentés határához érkezett jegybankok a monetáris lazítás nem szokványos módszereivel éltek. A 2013 tavaszán megújult vezetésű Magyar Nemzeti Bank a hazai monetáris politikát is ennek szellemében igyekszik a gazdasági növekedés szolgálatába állítani. Ma még a fejlett országokban sem lehet világosan látni a válságkezelésre alkalmazott nem konvencionális jegybanki eszközök középtávú hatásait, és még nehezebben mérhető fel ennek eredményessége és kockázata Magyarországon, ahol a gazdaság sok szempontból eltérő helyzetben van.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E42, E52, E58.

A cikk első része a szakirodalom alapján áttekinti, hogy a jelen válság miként alakította át a monetáris politika célját és módszereit, és hogy a válságkezelésre bevett nem szokványos módszerek milyen eredményt hoztak a fejlett országokban.¹ A második részben a hazai monetáris politikában végbement változásokat vizsgáljuk. Sorra vesszük azokat a fejlett országokétól eltérő magyar sajátosságokat, amelyek az ott alkalmazott módszerek mechanikus átvételének eredményességét illetően fokozott óvatosságra intették a döntéshozókat. Ezt követően bemutatjuk az MNB által alkalmazott likviditásfokozó intézkedéseket, valamint a további eszközök bevetését szorgalmazó kritikákat. Végül megvizsgáljuk, hogy az MNB kamatpolitikájában

Várhegyi Éva, az MTA doktora, a Pénzügykutató Zrt. tudományos tanácsadója.
E-mail cím: varhegyi.eva@penzugyutato.hu

¹ Mindkét kérdés nagy figyelmet kapott a nemzetközi szakirodalomban. Két összefoglaló hazai munkát emelek ki, amelyekre a továbbiakban nagymértékben támaszkodom: *Krekó et al.* [2012] és *Neményi Judit* [2012b].

2012 nyarától megfigyelhető irányváltás, majd a nem konvencionális eszközök kiterjedtebb alkalmazása milyen eredményekkel járt eddig és milyen kockázatokat rejt magában a jövőre nézve.

A válság hatása a jegybanki szerepre és módszerekre

Változás a jegybanki szerep megítélésében

A 2008-ban eszkalálódott nemzetközi hitelválság hatására jelentősen átalakult a gondolkodás a monetáris politika szerepéről és módszereiről, valamint a jegybanki függetlenségről (Neményi, 2012b). A hetvenes–nyolcvanas években magas inflációval és eladósodással járó, aktívan beavatkozó monetáris politika kudarca nyomán erősítették a jegybankok függetlenségét, ami a költségvetés közvetlen jegybanki finanszírozásának tilalmával is együtt járt. A jegybankok elsődleges – bár nem mindenütt egyedüli – céljává az árstabilitás biztosítása vált.

Az Európai Unióban (így Magyarországon is) a jegybankok csak az árstabilitás veszélyeztetése nélkül kötelesek monetáris politikájukkal a kormányzati célokat szolgálni. De ahol az inflációs ütem mellett más egyenrangú célt is követ a központi bank (például az USA-ban a foglalkoztatás bővítését), ott sem volt megengedett az államháztartás pénzkibocsátással történő finanszírozása. A jegybankokat azért kellett intézményi, személyi és pénzügyi értelemben is függetlenné tenni a kormányoktól, pártoktól és gazdasági érdekcsoportoktól, hogy semmi ne akadályozza őket az infláció megfékezésében. A kormányok ugyanis mindenütt hajlamosak rá, hogy politikai céljaikat állami költekezéssel próbálják elérni, ami többnyire inflációt gerjeszt, miközben a terheket a jövő generációira hárítja. Arra is késztetést éreznek, hogy kötelezettségeik (nyugdíjak, szociális ellátások) értékét pénzromlással mérsékeljék. A jegybanki függetlenség tehát a kormányok inflációs politikáját fékező intézményi biztosítékul szolgál.

Ez a konszenzus töredezett fel a hitelválság és az államadósság-krízisek nyomán kialakult helyzetben. A válság felértékelte a jegybankok szerepét a pénzügyi stabilitás és a zavartalan pénzügyi közvetítés biztosításában, amihez – a megváltozott feltételek miatt – újszerű, nem konvencionális megoldásokra volt szükség. A vagyonszértések hatására elillant a magáncégek és a háztartások pénzköltési kedve, az állami költekezésnek pedig a válságkezelés miatt felduzzadt államadósság szabott gátat. Az infláció helyett így a gazdasági visszaesés megfékezése és a defláció elkerülése vált a jegybankok fő feladatává. Ehhez eleinte elegendőnek ítélték a kamat-

csökkentés konvencionális eszközét is, de a nullához közelítő kamatszintek mellett nem konvencionális módszerek is szükségessé váltak.

Közülük a piacokat legkevésbé megzavaró, ezért a legkisebb kockázattal járó megoldás a bankok likviditását növelő intézkedések, amelyek a Lehman-csőd miatt kialakult piaci pánik idején hatásosnak bizonyultak. A banki mérlegalkalmazkodások (deleveraging) miatt létrejött hitelszűkét azonban a likviditásnyújtó refinanszírozási ügyeletek már nem képesek orvosolni. Ilyenkor jöhetnek szóba a közvetlen hitelpiaci beavatkozások (vállalati értékpapírok, jelzáloglevelek, hitelkövetelések megvásárlása, esetleg közvetlen hitelnyújtás), amelyek a magánszektor kockázatának átvállalása miatt hatásosabbak lehetnek, egyidejűleg azonban erősen piactorzítók és rontják a forrásallokáció hatékonyságát, miközben – mint kvázi fiskális módszerek – költségvetésikiadás-növelő hatásúak is. A módszer alkalmazását emellett az is korlátozza, hogy csak a fejlett értékpapírpiacokkal rendelkező országokban várható tőle megfelelő hatásosság. Bár az állampapír-vásárlások kevésbé piactorzító hatásúak, mint a magánszektor értékpapírjainak megvétele, azonban még élesebben vetődik fel a független jegybanki szerepkör sérelmének kérdése. Nem véletlen, hogy a monetáris finanszírozás ódiomát is többnyire csak erős hitelességgel rendelkező központi bankok vállalták föl.

Nem konvencionális eszközöket esetenként olyankor is bevetnek a jegybankok, amikor van még tér ugyan a kamatsökkentésre, de a monetáris transzmisszió helyreállítása igényel ilyen megoldásokat. Például azért, mert valamely fontos pénzügyi piac alacsony likviditása vagy az ott kialakuló, indokolatlan felárakból fakadó zavarok orvoslása vált szükségessé. A tőkeallokációs hatékonyságot rontó, piactorzító mellékhatások miatt azonban fontos felmérni, hogy megéri-e az ilyen eszközök alkalmazása, és hogy pontosan milyen megoldásokkal lehet a legkisebb kockázat mellett viszonylag jó hatást elérni.

A nem konvencionális megoldások legváltozatosabb eszköztárát a már régóta deflációs gondokkal küszködő Japán vonultatta föl; itt már 2001 óta vetik be a menynyiségi lazítás különböző módszereit, bár az eredményessége megkérdőjeleződött a tőkeáttétel leépítése terén (*Berkmen*, 2012). A pénzügyi rendszer stabilitása és a piacok működése érdekében tett likviditásbővítő intézkedéseivel a japán jegybank a vállalati hitelezést is ösztönözni próbálta: fedezetként mind gyengébb minőségű vállalati kötvényeket és hitelköveteléseket is elfogadott a bankoktól. Az USA-ban is hamar kimerült a kamatsökkentés lehetősége, de a recesszióba és deflációba hajló gazdaság felélesztése további monetáris lazítást igényelt. A Fed ezért különféle pénzügyi eszközök vásárlásával három év alatt – egymást követő mennyiségi lazító

(Quantitative Easing) programjaival – közel háromezer milliárd dollárral növelte a likviditást, csökkentve ezzel a piaci kamatokat és megnövelve a bankok, a vállalatok és a kormányzat hitellehetőségét. A brit jegybank sem sokat késlekedett a mennyiségi lazítás beindításával: már 2009-ben 200 milliárd fontért vásárolt államkötvényt.

Végül, ha vonakodva is, az Európai Központi Bank is rákényszerült a nem konvencionális monetáris politikai eszközök mind kiterjedtebb alkalmazására. Noha a banki likviditás biztosítására hamar kitágította a fedezetül befogadott értékpapírok körét és 2010 tavaszán a hozamok mérséklése és a fertőzésveszély elkerülése érdekében egy 200 milliárd eurós kötvényvásárlási program keretében megvásárolta az eurózóna gyengélkedő államainak kötvényeit, az áttörésre csak az elnökváltást követően került sor.

Jean-Claude Trichet, a szervezet 2003–2011 közötti elnöke utólag így összegezte az EKB politikáját alakító szemléletet:

„Az egyik nézőpont szerint a szokványos monetáris politika más eszközökkel végrehajtott folytatásáról van szó. Amint a kamatot már nem lehet tovább csökkenteni, a központi bankok más eszközökhöz folyamodnak. Miután a kikövezett út végére érnek, kénytelenek négykerék-meghajtásra váltani: megemelik mérlegfőösszegüket, és likviditást teremtenek, hogy képesek legyenek befolyásolni a hozamok szerkezetét, így élénkítve a keresletet. Amint azonban visszatérnek a megszokott kerékvágásba, akkor először a nem konvencionális intézkedéseket kell visszavonniuk, és csak utána kezdhetik emelni a kamatokat.

Magam egy másik nézőpontot szorgalmaznék, amely szerint az irányadó kamatokat az árstabilitás fenntartásához szükséges szintre kell beállítani. Bárhol áll is az irányadó ráta, a monetáris politikai irányelveket a gazdaságban csak nehézkesen lehet érvényre juttatni, főleg akut válságok idején. A nem konvencionális eszközök pedig éppen azt a célt szolgálják, hogy szabaddá tegyék az utat a standard eszközök transzmissziójához. A nem konvencionális eszközök tehát a hátráltatott hatású szokványos intézkedések érvényesülését támogatják.”²

Az EKB politikája valóban tükrözte az elnök szemléletét: nem konvencionális műveletei kezdetben nem a gazdaság pénzösszegének növelését szolgálták, hanem a kialakult bizalmi válság okozta feszültségek feloldásával, a bankközi likviditáshiány pótlásával, vagyis a bankok sokszerű eszközeleépítésének megelőzésével próbálták a recessziót fékezni. Csak később, az euróövezeti államadósság-válságok kialakulásakor fogtak bele állampapír-piaci vásárlásokba, amit azonban korlátozott

² Lásd: *Hogy működnek...* [2012].

az európai törvény „no bail out” kitétele, és a végső hitelezői funkció hagyományos, csak a bankrendszerre kiterjedő értelmezése (*Neményi, 2012a*).

Mario Draghinak, az EKB új elnökének 2011. december 8-án tett bejelentése már ezt a módosított szemléletet tükrözte. A kamat és a kötelező tartalékráta csökkentésén felül hosszú távú refinanszírozási program meghirdetését is beharangozta, amelynek keretében bővítették a fedezetként elfogadható eszközök körét: az EKB „A” minősítésű eszközfedezetű értékpapírokat, ABS-eket is elfogad, a tagországok jegybankjai pedig egyedi megfontolás alapján banki papírokat is elfogadhatnak fedezetként.

Mindez azért volt „korszakos” bejelentés, mert szakértői körökben közkeletű véleményné vált, hogy az eurózóna adósságválsága, illetve a perifériaországok állampapírpiacain mutatkozó bizalmi válság nem kezelhető anélkül, hogy az EKB végső hitelezőként ne vállalna szerepet. A monetáris finanszírozás uniós alapszerződésbe foglalt tilalma miatt azonban ezt az EKB nem teheti. Ehelyett állt ki a központi bank a decemberi (és februári) likviditásnövelő hiteltendereivel, amelyek során értékpapír-fedezet mellett 36 hónapos hitelt nyújt a bankrendszernek. Ezzel megkezdte a monetáris finanszírozás tilalmát, mivel a hitelt nem az államok, hanem a bankok kapják, bár feltételezhető volt, hogy a bankok főként állampapír-vásárlásra fogják felhasználni a kapott hiteleket, mivel azok hozama jóval meghaladja az EKB alapkamatát. Megnövelt keresletükkel ugyanakkor leszorítják az állampapírok piaci hozamszintjét éppúgy, mintha az EKB közvetlenül vásárolná meg őket. Így végül a bankoknak nyújtott hitelkeret indirekt hatása hasonló, mint a Fed direkt kötvényvásárlási programja.

2012-ben tovább mélyült az eurózóna adósságválsága, és rendszerszintű kockázat kialakulásának veszélyével járt. Súlyosbította az európai pénzügyi feszültségeket, hogy a nem megfelelő válságkezelés hatására negatív visszacsatolás alakult ki a bankrendszer, a költségvetési pozíciók és a várt növekedés között. Az európai bankrendszeren belül jelentős mérlegkiigazítás zajlott, amit az államháztartások kiigazítása is felerősített, visszavetve a növekedést, ami növelte a nem fizető hitelek arányát és a banki veszteségeket. Mivel az eurózóna bankrendszerének mérlegében a perifériaországok államkötvényei jelentős súlyt képviseltek, az adósságválság mélyülése a bankok tőkehelyzetét veszélyeztette, ami a növekedés csökkenése révén visszahathatott a költségvetési folyamatokra. 2012 őszén ezért az EKB újabb döntést hozott arról, hogy – bizonyos feltételek esetén – másodpiacon megvásárolhatja a perifériális országok államkötvényeit.

A nem konvencionális eszközök eredményessége

A válság miatt deflációs és recessziós helyzetbe került fejlett országokban hatalmas mértékű öltő nem konvencionális monetáris lazítás eredményessége ma még nem ítéhető meg. A kevésbé fejlett országok többségében a válság közvetlen sokkjának kivédéséhez kamatemelésekre volt szükség, így itt inkább csak a piaci feszültségek oldására vetettek be nem szokványos jegybanki módszereket.

A fejlett országokban főként eszközvásárlásokkal végbement mennyiségi lazítás hatásosságát vizsgáló elemzők abban konszenzusra jutottak, hogy a jegybanki programok a piaci zavarok kezelésében és a pénzügyi stabilitás helyreállításában eredményesek voltak: megnövelték a piacok likviditását, csökkentették a hozamokat és növelték a gazdasági szereplők hitelhez jutásának lehetőségét. Gyakran már a program bejelentése is oldotta a piaci feszültséget, és a várakozások befolyásolásán keresztül is mérsékelte a hozamokat, a megvalósított eszközvásárlások pedig további hozamcsökkenéshez vezettek. A Bank of England 200 milliárd fontos pénzpumpája fél-egy százalékponttal csökkentette a hosszú lejáratú államkötvények kamatát, és van olyan kutatás, amely szerint a deflációs veszély ellen is hatásos volt (*Breedon et al., 2012*) A piaci kamatok/hozamok leszorításában a Fed programjai is hatásosak voltak: a legtöbb empirikus kutatás szerint érzékelhetően mérsékeltek a piaci hozamokat (*Kreko et al., 2012*).

Az EKB intézkedései kevésbé egyértelmű hatással voltak az euróövezet átlagos pénzpiaci hozamaira, különösen azért, mert a súlyos adósságproblémákkal küszködő országokban hatástalanok maradtak. Meggátolták ugyanakkor az eurózóna összeomlását, bár ebben a pénzügyi stabilitást szolgáló intézmények felállítása is szerepet játszott.

Noha sokan a nem szokványos eszközök alkalmazásának tulajdonítják, hogy sikerült elkerülni az 1929–1933-as válsághoz hasonló összeomlást, a tartósabb reál-gazdasági következményekről korántsem egyértelmű a kép. Az empirikus vizsgálatok szerint nem tudták beindítani a növekedést, bár valószínű, hogy nélkülük nagyobb lett volna a gazdasági visszaesés mértéke. Az Egyesült Királyságban a mennyiségi lazító program a GDP-t 1,5 százalékkal, az infláció ütemét pedig 1,25 százalékponttal növelte.³ Az USA-ban általában 2-4 százalékpontra teszik az első két mennyiségi lazító program (QE1 és QE2) együttes növekedést erősítő hatását, és a munkanélküliségre is kedvező 1-2 százalékos hatást állapítanak meg (*Kreko et al.,*

³ Lásd: *Kapetanios et al. [2012]*, bár ezt a BIS idézett tanulmánya vitatja.

2012). Van azonban kevésbé pozitív értékelés is: a Fed egykori atlantai elnöke szerint a mesterségesen alacsonyan tartott kamatok okozta jövedelemkiesés az USA-ban a GDP 1,75 százalékával csökkentette a fogyasztást, ami 2,4 millióval mérsékelte a munkahelyek számát.⁴

Ma még nem lehet tehát tudni, hogy az akut piaci zavarok elhárításán és a hozamok csökkentésén túl milyen tartós, a reálgazdaságra is áttérjedő hatásokkal jártak a fejlett országokban a válság kezelésére alkalmazott nem konvencionális, többnyire pénzpumpát használó jegybanki módszerek. Annyit látunk, hogy az elmúlt négy évben az újabb és újabb programok sem vezettek ki a válságból, csupán annak mélységét enyhítették.

Változások a hazai monetáris politikában

A válság nyomán a hazai közgondolkodásban is előtérbe került a jegybanki szerep módosításának és a nem konvencionális eszközök alkalmazásának igénye. Az ország európai uniós beágyazottsága azonban még a 2010 óta regnáló, hangsúlyosabb szerepmódosítást szorgalmazó Orbán-kormány idején sem tette lehetővé, hogy mindez megjelenjen az MNB-törvényben. A törvényben deklarált jegybanki célok tekintetében ezért sem a politikai, sem a szakmai megfontolások nem vezettek változásra. Az EKB elvárásainak való megfelelés a jegybanki vezetést hosszú ideig gátolta abban, hogy a nem szokványos (gyakran kvázi fiskális jellegű) eszközök alkalmazását kiterjessze, és jobban eltávolodjon a likviditásteremtés hagyományos módszereitől. A 2013 tavaszán kicserélődött jegybanki vezetés amellett, hogy felgyorsította a kamatsökkentés folyamatát, a nem konvencionális beavatkozás módszereivel is bátrabban él. A nagyfokú elszántság és a vezetőknek a szakmai kontrollokat gyengítő kiválasztása mellett ugyanakkor kérdéses, hogy a döntéshozók helyesen mérik-e fel a monetáris politikai irányváltással és az új eszközökkel kapcsolatos kockázatokat.

A magyar gazdaság sajátosságai

Ha a legfejlettebb gazdaságokban alkalmazott módszerek tartós gyógyulást eredményeznének is, akkor sem lehetnénk biztosak abban, hogy nálunk is hasonló hatásokra lehetne számítani, mivel Magyarország helyzete sok szempontból eltér

⁴ Lásd: <http://www.ritholtz.com/blog/2012/09/quantitative-easing-helps-the-big-wheels-and-hurts-everyone-else/>

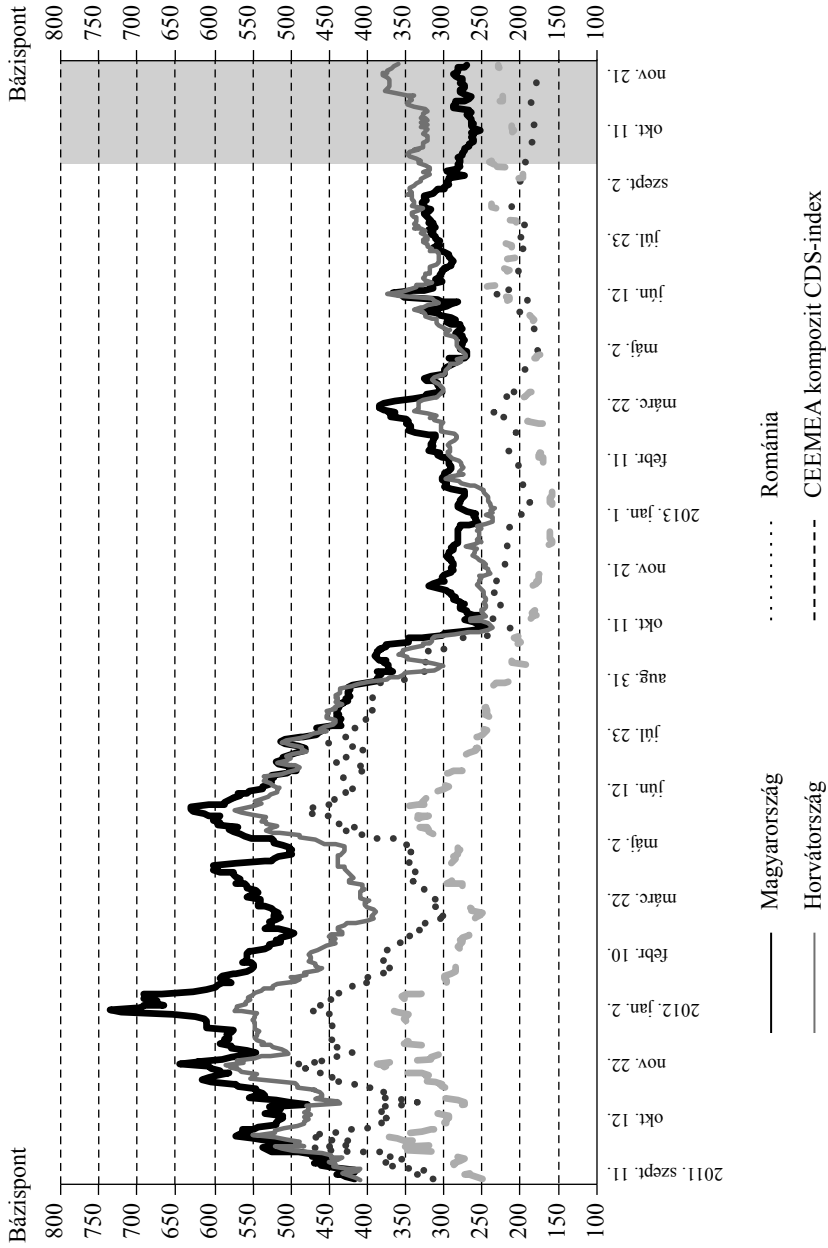
tőlük. Az egyik ilyen tényező az alacsonyabb befektetői bizalom, ami a legplasztikusabban a szuverén CDS-, illetve devizakötvény-felárakban tükröződik, amelyek még a fejlődő piacokhoz képest is jelentős többletet mutatnak (lásd az 1. és 2. ábrát). Az ország iránti gyenge befektetői bizalom részben a magyar gazdaság sérülékenységből fakad, amely elsősorban a nagyarányú külső eladósodottságban ölt testet. A befektetői bizalmat emellett a kormány kiszámíthatatlan, kevésbé hiteles politikája is erodálta, ez egyúttal a külföldi, főleg multinacionális cégek elleni verbális és tevékeny (különadókban és egyéb elvonásokban megtestesülő) támadásokkal is párosult. Kiemelkedő súlyú elvonásokkal sújtja a bankszektort a magyar kormány 2010 óta (Várhegyi, 2012).

A mennyiségi lazítás módszerét a legtöbb esetben a hagyományos kamatpolitikai keretek kimerülésével a defláció ellen vetették be, amivel nem sértették meg a jegybankok eredeti felhatalmazását. A gazdaságba juttatott növekvő mennyiségű jegybankpénz nem járt a szélesebb értelemben vett pénzmennyiség növekedésével, s így nem is okozott inflációs nyomást (Neményi, 2012a). A magyar gazdaságban azonban a válság miatt bekövetkező súlyos recesszió idején sem szűnt meg teljesen az inflációs nyomás, ami hosszú ideig a monetáris politika mozgásterét is korlátozta. Az eltérés különösen a kormányzati gazdaságpolitikusok és a jegybanki döntéshozók által példának tekintett – gyakran deflációs veszélyekkel szembenező – országokkal összevetve kirívó, olyannal, mint amilyen például a japán gazdaság.

A nem konvencionális jegybanki eszközöket alkalmazó legtöbb országhoz képest az is fontos különbség, hogy Magyarországon sokáig még tág tere volt a monetáris lazítás konvencionális eszközének, a kamatesökkentésnek. Ennek azonban éppen a háztartások (és az államháztartás) nagyarányú devizaadóssága állított korlátot, mivel emiatt nem tekinthetett el az MNB kamatdöntései során a forint árfolyamára gyakorolt hatástól, hiszen a forint esetleges leértékelődése pénzügyi stabilitási kockázattal jár együtt.⁵

⁵ 2011-ben megjelent egy a háztartások devizatartozásának forintosítására tett átfogó javaslat, ám azt sem a bankszövetség, sem a kormány, sem az MNB vezetése nem támogatta. Lásd: Surányi et al. [2011].

5 éves szuverén CDS-felárak alakulása a feltörekvő európai országokban

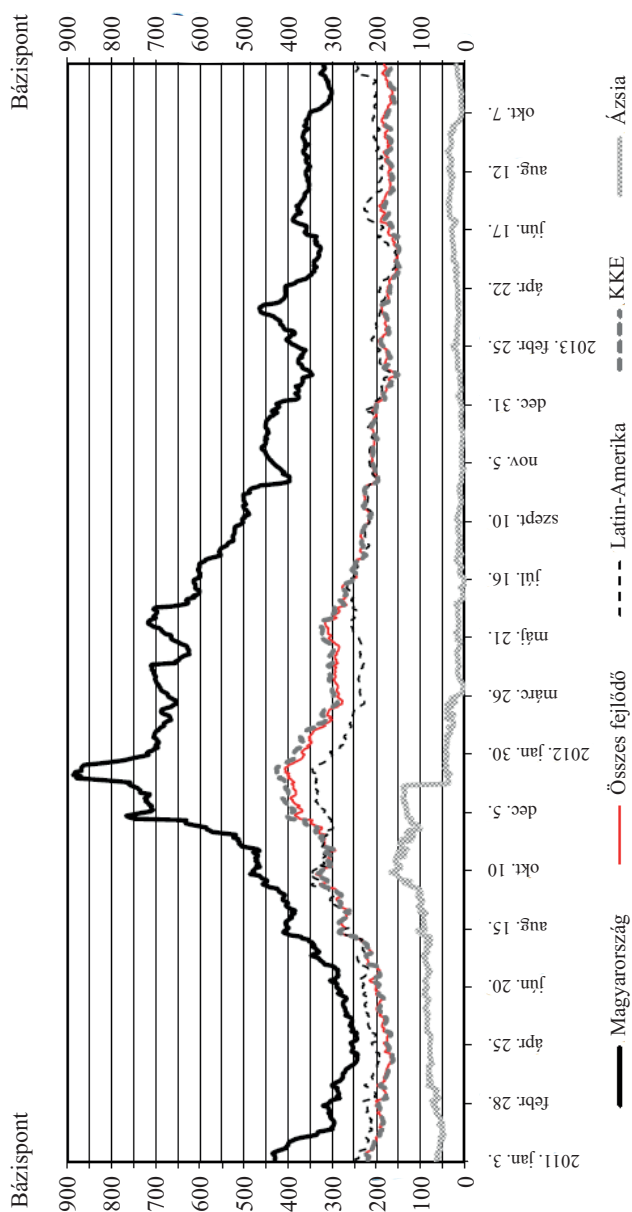


Megjegyzés: CEEEMEA SOUX: keletközép-európai 5 éves szuverén CDS-felárak kompozitmutatója.

Forrás: MNB

2. ábra

Fejlődő piaci szuverén devizakötvények hozamfelár-ai



Forrás: MNB.

Magyarországon a magas államadósság miatt a kvázi fiskális módszereknek tekinthető nem konvencionális intézkedések költségvetési hatása sem mellékes szempont. Az ilyen jellegű beavatkozások hatásosságát ezen felül még az értékpapírpiacon fejletlensége is akadályozza, hiszen a fejlett országokban a likviditásbővítés főleg kötvényvásárlásokkal történt. Magyarországon a tőkepiaci kapitalizáció a GDP arányában mindössze 12 százalékos volt 2008-ban, míg az USA-ban 82, az Egyesült Királyságban 70, Japánban pedig 66 százalék (*Lehmann, 2012*).

A szakirodalom időbeli korlátot is állít az ilyen beavatkozások elé. „A nem konvencionális beavatkozás csak a pénzügyi közvetítőrendszer zavara, azaz pénzügyi válság idején eredményez jóléti nyereséget, amikor a pénzügyi közvetítés költségei drasztikusan nőnek, a hitelfelárok megugranak” – vonja le a nemzetközi tapasztalatokat *Krekó et al.* [2012, 11. o.]. A jegybanki hitelezés hatékonysági veszteségét ugyanis csak a válság alatt kompenzálja az a veszteség, amelyet a pénzügyi közvetítőrendszer erős forrásbevonási korlátja idéz elő.

Ebből az is következik, hogy amennyiben alapvetően nem a bankok forrásbevonási nehézségei, hanem más tényezők akadályozzák a gazdaság hitelezését, akkor a nem konvencionális jegybanki beavatkozás társadalmi költségei meghaladják a pótlólagos hitelnyújtás hasznát. A hazai jegybanki elemzők szerint Magyarországon a hitelszűkét mintegy felerészben keresleti tényezők idézték elő (*Hosszú et al., 2013, Sóvágó, 2011*). Ez óvatosságra int abban a tekintetben, hogy a jegybanki refinanszírozást egyfajta „csodaszerként” kezeljék Magyarországon.

Az MNB által alkalmazott nem konvencionális eszközök

A Lehman-csődöt követően a magas szintű külső és belső eladósodottsága, valamint a rövid lejáratú külföldi adósság szintje alá süllyedt devizatartalékai miatt különösen sérülékenynek tekintett Magyarország CDS-felára 2008 októberében jelentős mértékben (600 bázispont körüli szintre) megugrott, miközben a gyorsan emelkedő piaci hozamok mellett sem volt már kereslet a magyar állampapírok iránt. Az MNB október közepétől különféle likviditásbővítő eszközöket – kötelező tartalékráta csökkentése, hiteltender, swap rendelkezésre állás – léptetett életbe. A forint rohamos gyengülésnek indult, amely mögött már spekulációs eladások is állhattak. Ennek megdrágítása érdekében az MNB október 22-én 300 bázisponttal (8,5-ről 11,5 százalékra) növelte kamatát, amivel azonban csak időlegesen tudta megfordítani a hazai valuta gyengülő tendenciáját.

A jegybanki likviditásnövelő intézkedések célja a bankközi piacok kiszáradása miatt csaknem megbénuló hitelrendszer felélesztése volt, bár a helyzet súlyosságához képest kezdetben erőtlenekek voltak ezek a lépések. Különösen annak fényében, hogy az euróövezet kormányai és központi bankja, az EKB az övezeten kívüli kelet-európai országok számára kifejezetten hátrányos védőintézkedéseket hoztak saját bankrendszereik megsegítésére, miközben az EKB saját likviditásbővítő lépéseit sem terjesztette (a dán korona kivételével) ki az övezeten kívüli valutákra (*Surányi, 2010*).

Ebben a „barátságtalan” nemzetközi környezetben az MNB lassan csordogáló likviditásnövelő intézkedései 2008 folyamán nem bizonyultak elégségesnek, kevésbé tudták enyhíteni a banki forráshiány miatt a vállalati hitelezés területén jelentkező feszültségeket, s emiatt nem tudták fékezni a gazdaság teljesítményének jelentős visszaesését. Ezt felismerve a jegybank 2009 februárjától újabb eszközöket léptetett életbe, amelyek deklarált célja az volt, hogy pótolja a megváltozott nemzetközi pénzügyi helyzetben beszűkült banki hitelforrásokat (lásd az *1. táblázatot*).

Az MNB új intézkedéseit sem tartotta mindenki elégségesnek a helyzet súlyosságához mérten. A legélesebb kritikát *Surányi György*, korábbi MNB-elnök fogalmazta meg, aki szerint az alacsony devizatartalék-szint miatt a jegybanki vezetés „majdnem lefegyverezve szemlélte az eseményeket”, „szinte lebénult” a kétségkívül összeszűkült mozgástérben. Úgy vélte, hogy a magyar jegybankot az ortodox gondolkodásmódja akadályozta meg abban, hogy a magánberuházások finanszírozásához újszerű eszközöket vessen be. A rossz szerkezetű és túlzott mértékű költségvetési kiigazítással együtt így a monetáris politika is hozzájárult ahhoz, hogy a gazdaság a szükségesnél nagyobb zuhant (*Surányi, 2010*).

A helyzetet csak súlyosbította, hogy a 2010 tavaszán hatalomra került kormány számos intézkedésével rontotta a bankok jövedelmi és tőkehelyzetét, ami jelentősen kihatott forrásellátottságukra is. A banki különadó, majd 2011-től a végtörlesztési törvény és az árfolyamgát rendszere súlyos veszteségeket idézett elő a bankok többségénél, amelyek – a válság előidézte értékvesztések pótlásán felül is – jelentős tőkeemeléseket tettek szükségessé a többnyire külföldi tulajdonosok részéről.⁶

⁶ 2009–2013 között 600 milliárd forintot meghaladó tőkeemelést hajtottak végre a Magyarországon működő bankok tulajdonosai.

Az MNB által bevezetett likviditásnövelő eszközök és intézkedések

Eszköz megnevezése	Eszköz célja	Bevezetés ideje
<i>Forintlikviditást bővítő intézkedések:</i>		
Állampapír-vásárlási aukciók meghirdetése (heti gyakoriság)	A hazai hitelintézetek forintlikviditási helyzetének támogatása	2008. október 17.
Változó kamatú, hat hónapos fedezett hiteltender (heti gyakoriság)	A hazai hitelintézetek forintlikviditási helyzetének támogatása	2008. október 21.
Az egynapos jegybanki hitel és betét kamata által meghatározott kamatfolyosó szélességének az irányadó eszköz kamatszintje körüli +/-50 bázispontra történő mérséklése	A hazai hitelintézetek forintlikviditási helyzetének támogatása	2008. október 22.
Fix kamatú, kéthetes fedezett hiteltender (heti gyakoriság)	A hazai hitelintézetek forintlikviditási helyzetének támogatása	2008. október 21.
A jegybanki hitelműveletek során elfogadható fedezetek körének kibővítése (okt.: jelzáloglevelek, nov.: minősítési kritérium leszállítása BBB-re, 2009. febr.: önkormányzati kötvények)	A hazai hitelintézetek forintlikviditási helyzetének támogatása	Több lépésben 2008. október 28-tól
A kötelező tartalékráta 5 százalékról 2 százalékra történő csökkentése	A hazai hitelintézetek forintlikviditási helyzetének támogatása	2008. november 24.
<i>Devizalikviditást bővítő intézkedések:</i>		
Kétoldali (euró- és forintlikviditást nyújtó) változó kamatú jegybanki O/N FX-swap gyorstenderek (napi gyakoriság)	A partnerlimitek miatt lecsökkent FX-swap piaci devizalikviditás bővítése	2008. október 13.
Eurólikviditást nyújtó O/N FX-swap rendelkezésre állás (napi gyakoriság)	A magyar bankrendszer eurólikviditásának bővítése	2008. október 16.
Svájcifrank-likviditást nyújtó rögzített árú egyhetes EUR/CHF FX-swap tender (heti gyakoriság)	A magyar bankrendszer svájcifrank-likviditásának bővítése	2009. február 2.
Eurólikviditást nyújtó 6 hónapos jegybanki EUR/HUF FX-swap tender (heti gyakoriság)	A magyar bankrendszer hosszú lejáratú eurólikviditásának bővítése	2009. március 2.
A nettó EU-transzferek piacra vezetése	Eurólikviditás bővítése	2009. március 12.

Forrás: Magyar Nemzeti Bank.

Ebben a környezetben szükségszerűen romlott a bankok hitelezőképessége és hajlandósága, és ezt a jegybanki politika sem orvosolta. Az MNB 2012. február 16-án jelentett csak be újabb likviditásbővítő intézkedéscsomagot, amely három nem konvencionális eszközt tartalmazott. Az univerzális jelzáloglevél-vásárlási program minden jelzáloglevél-kibocsátó bank számára elérhetővé tette a többletlikviditást. A másik újítás a jegybanki hitelnyújtáshoz kapcsolódó fedezeti kör szélesítése volt. A harmadik új eszköz a fedezet mellett nyújtható hitelkeret volt, amely az addigi hat hónaposnál hosszabb, kétéves futamidő révén próbálta segíteni az egészségesebb forrásszerkezet kialakítását, csökkenteni az eszköz- és forrásoldal közötti lejárat eltérést. Fontos különbség volt, hogy míg az addigi hat hónapos eszköz egy aukciós forma, ahol az ár függvényében bizonyos mennyiséget allokált az MNB, addig az új eszköznél a jegybanki alapkamaton, változó kamatozás mellett két éven át biztosította a forrást. Ezt az eszközt azonban csak azok a bankok használhatták, amelyek vállalták, hogy a hitel lejáratáig nem csökkentik vállalati hitelállományukat.

A gyakorlatban az MNB kibővített eszköztára sem hozott kielégítő eredményt, főként azért, mert nem segítette elő a hosszú lejáratú forintalapú hitelezést. A recessziós környezetben és a bankokat sújtó kormányzati intézkedések mellett a hitelintézetek aligha tudtak eleget tenni a vállalati hitelállomány növelését előíró követelménynek. Gyakorló bankárok szerint a lejárat meg nem felelés mellett az árázás is akadálya a hitelezésnek, márpedig a kialakult viszonylag magas reálkamat a recesszióban lévő gazdaságban teljesíthetetlen megtérülési követelményeket támaszt az adósokkal szemben, miközben a bankok sem képesek prudens hitelezést folytatni ilyen kondíciók mellett (Surányi, 2012).

Irányváltás a monetáris politikában

A jegybanki kamatpályát hosszú ideig determinálta az október 22-i 300 bázispontos kamatemeléssel magasra tolt kamatszint, amely csak jó fél év elteltével súlylyed a korábbi szintre. Az óvatosan adagolt kamatcsökkentést 2010 nyarán megakasztotta a kormánynak a nemzetközi hitelezőkkel szembenő politikája, amely az IMF és az Európai Bizottság delegációinak idő előtti távozásához vezetett. Az ősztől pedig újabb kamatemelést váltott ki a befektetői bizalom gyengülése a magánnyugdíj-pénztárakkal kapcsolatos kormányzati intézkedés nyomán. 2011 nyarán pedig az euróvezeti adósságválságok miatt felerősödött pénzügyi turbulencia veszélyeztette a forint helyzetét, különös tekintettel arra, hogy még a forintban denominált magyar államkötvények zöme is külföldi befektetők kezében volt. A magyar

CDS-felár augusztusban újból 400 bázispont fölé emelkedett, majd némi korrekció után 350 körüli szinten állt be. Az MNB emiatt leállította kamatmérséklő ciklusát, miközben az EKB két lépésben 1-ről 1,5-re emelte irányadó kamatát. 2011 őszén, a végtörlesztési törvény elfogadását követően újból megrendült a befektetői bizalom, ami a CDS-felárak és az állampapírhozamok emelkedésében, valamint a forint gyengülésében mutatkozott meg. Az újból kilátásba helyezett EU–IMF-hitelmegállapodás esetleges kudarca miatt január elején történelmi mélypontra került forint (325 HUF/EUR), a három-, az öt- és a tízéves állampapírok hozamai 10 százalék fölé emelkedtek, és a CDS-felár is rekordmagasságba, 674 bázispont fölé ugrott. E negatív rekordokat már nem érintette, hogy decemberben és januárban mindhárom nemzetközi hitelminősítő cég a bővli kategóriába minősítette le a magyar szuverén adósság besorolását.

A tartós kamatsökkentési ciklus így végül csak a nemzetközi befektetői hangulat – a vezető jegybankok mennyiségi lazító programjainak hatására bekövetkezett – javulását, illetve az IMF–EU-hiteltárgyalások akadályának elhárulását⁷ követően, 2012 augusztusában indult be: 2013 végéig 400 bázisponttal mérséklődött az alapkamat, amelynek hatására az euróhoz viszonyított kamatfelár 6-ról 2,75 százalékpontra süllyedt (lásd a 2. táblázatot).

⁷ Több mint féléves huzavona után július 6-án a magyar parlament elfogadta az MNB-törvénynek a jegybanki függetlenséget sértő kitételeinek törlésére vonatkozó módosításait, amivel elhárult az akadálya annak, hogy megkezdődhessenek a hivatalos tárgyalások a nemzetközi intézményekkel. Az Európai Bizottság ennek alapján megszüntette a jegybanki függetlenség kérdésével kapcsolatos kötelezettségességi eljárást.

2. táblázat

Irányadó kamatlábak és kamatfelárak

	2007. dec.	2008. szept.	2008. okt.	2008. nov.	2008. dec.	2009. jan.	2009. márc.	2009. dec.	2010. ápr.	2010. dec.	2011. dec.	2012. dec.	2013. jún.	2013. dec.
HUF	7,50	8,50	11,5	11,0	10,5	10,0	9,50	6,25	5,25	5,75	7,00	5,75	4,25	3,00
EUR	4,00	4,25	3,75	3,25	2,50	2,00	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	0,75	0,50	0,25
USD	4,25	2,00	1,50	1,00	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
HUF-EUR kamatfelár	3,50	4,25	7,75	7,75	8,0	8,0	8,0	5,25	4,25	4,75	6,00	5,00	3,75	2,75
HUF-USD kamatfelár	3,25	6,50	10,0	10,0	10,25	9,75	9,25	6,00	5,00	5,50	6,75	5,50	4,00	2,75

Forrás: MNB, EKB, Fed.

A kamatcsökkentő ciklus korábbi beindulása ellenére markáns irányváltás a monetáris politikában az MNB-vezetőség lecserélődésétől, 2013 márciusától figyelhető meg. Noha a monetáris tanács külső tagjainak lecserélésével a kormányfő bizalmát élvező új tagok 4:3 arányban már 2011 márciusától leszavazhatták az elnököt és alelnökeket, jó ideig mégsem volt érzékelhető változás a jegybank irányvonalában. Közrejátszhatott ebben az, hogy 2011 őszétől súlyosan megrendült a magyar kormánypolitika iránti befektetői bizalom.

Amint az IMF-kapcsolat újrafelvétele és az európai adósságválságok enyhülése csökkentette a forintra nehezedő nyomást, úgy élesedtek az ellentétek a monetáris tanácsban: 2012 augusztusától az új külső tagok már rendre leszavazták a kamatcsökkentést ellenző jegybanki vezetést. A kamatcsökkentő ciklusnak végül kedvező nemzetközi hátszelet adott, hogy szeptemberben az EKB az euróövezeti válság oldására beindította pénzpumpáját, az amerikai jegybank, a Fed pedig újabb mennyiségi lazítást helyezett kilátásba. Így noha a magyar gazdaság állapota nem lett jobb, a befektetési terepüket kereső pénzözön közepette és a csökkenő hozamok mellett mégis javulhatott Magyarország kockázati megítélése.

Az MNB 2013. márciustól regnáló új vezetése jelentősen lefelé módosította a jegybank inflációs prognózisát. Az év elején végrehajtott rezsicsökkentés mellett ugyanis ők már a nyárra tervezett hasonló kormányzati lépésre is számoltak, és a költségvetési előrejelzésben is több, törvénybe még nem foglalt intézkedés hatását is figyelembe vették. Ennek megfelelően tovább folytatódhatott a havonta 25 bázispontban adagolt kamatcsökkentő ciklus.

A kamatdöntő ülésekről kiadott jegyzőkönyvek szerint már júliustól sorra vették a kockázatkerülő magatartás irányába ható tényezőket, köztük a portugál kormányválságot, Ciprus – részleges államcsődöt jelző szintre történt – leminősítését, a görög hitelprogram jövőjéhez kötődő aggodalmakat, és nem utolsósorban a kínai növekedési kilátásokról érkező kedvezőtlen híreket és a kínai bankközi piac feszültségeit. Ugyanakkor megállapították, hogy az amerikai jegybank felől érkező piacnyugtató jelzések, valamint az EKB és a Bank of England várható kamatpályára utaló kommunikációja javítani tudta a befektetői hangulatot, amit a 290 bázispontra süllyedt CDS-felár is tükrözött. A Monetáris Tanács azzal is számolt, hogy a 2012. évi recessziót követően megindulhat a gazdaság növekedése, ugyanakkor a gyenge keresleti környezet biztosítja, hogy az inflációs nyomás középtávon is alacsony maradjon.

Az MNB elnöke július 23-i sajtótájékoztatóján azért fontosnak tartotta bejelenteni, hogy bár a kamatmérséklést tovább folytatják, de már nem feltétlenül a – nemzetközileg elfogadott és eddig nálunk is alkalmazott – 25 bázispontos, hanem annál kisebb (10-20 bázispontos) lépésekben, egészen addig, ameddig a ráta nem éri el a 3-3,5 százalékos szintet.⁸

Növekedési hitelprogram

A korábbinál bátrabb kamatcsökkentő politika mellett az új jegybanki vezetés a monetáris politika nem konvencionális eszközeivel is bátrabban élt. Az április 4-én meghirdetett Növekedési Hitelprogram (NHP) nagy részét lényegét tekintve a Bank of England „Funding for lending” mintájára alakították ki. A program másik (korábbi) előzményének *Surányi György* volt jegybankelnök 2009-ben megfogalmazott javaslata jelenthette, aki a hitelezés ösztönzésére közép lejáratú, elfogadható árazású forintforrások megteremtését szorgalmazta. Ebben a modellben az akkori alapkamat mintegy felén nyújtott volna refinanszírozást a bankoknak az MNB egy állami fejlesztési intézet közbeiktatásával (Surányi: olcsóbb..., 2009)

A 2013. október 1-jétől beindult növekedési hitelprogram három pillérből áll. Az *első pillérben* a jegybank egy 250 milliárd forintos keretet nyitott júniustól – három hónapos időtartamra –, nullaszázalékos kamatú forrást biztosítva a kereskedelmi bankoknak, amennyiben azt 2,5 százalékos fix kamatfelár mellett továbbhitelezik a kis- és középvállalkozásoknak (kkv). A *második pillérben* az előzőhöz hasonló feltételekkel az MNB egy másik keretet nyitott meg a kis- és középvállalkozások devizahiteleinek kiváltása érdekében. A keret nagysága a kis- és középvállalkozások devizahitel-állományának legfeljebb 15 százaléka, mintegy 250 milliárd forint. A *harmadik pillér* a devizatartalékból swap ügyletek keretében hárommilliárd eurót ajánl fel a bankoknak a bankrendszer rövid lejáratú külső adósságának visszafizetésére. Ezzel az MNB célja az volt, hogy a kereskedelmi bankokkal együttműködve mérsékelje az ország rövid futamidejű külső adósságát és csökkentse külső sérülékenységét.

A bankokkal történő egyeztetés után a részleteket is kidolgozta a jegybanki vezetés. Később, a keretek jobb kihasználása érdekében átjárhatóvá tették az első két pillért: lehetővé tették, hogy a svájcifrank-hitelek forintosítását szolgáló 2. pillért is a forinthitelek olcsóbbá konvertálására használják fel a bankok. Bár a második

⁸ Később egy monetáris tanács tag a piacok megnyugtatására közölte, hogy ez csupán az elnök „magánvéleménye” volt, és valójában nincs eldöntve, meddig csökkenti a tanács a kamatot.

pillérben felajánlott keret nagyjából a svájci frankban denominált kis- és középvállalkozások hiteleinek állományával egyezett meg, eleve kérdéses volt, hogy a piaci árfolyam mellett megéri-e a cégeknek az átváltás. (Hiszen míg a devizatartalék bekerülési árfolyamának 270–275 forint közötti szintje mellett az MNB számára pozitív eredménnyel járt a konverzió, addig a kis- és középvállalkozások hasonló mértékű veszteséget realizálnak hiteltartozásuk tőkerészén.)

A piacok meglehetősen nyugalommal fogadták a tervek bejelentését, ami annak volt köszönhető, hogy az új jegybankelnök kinevezését megelőzően kiszivárogtatott elképzelésekhez képest végül jóval korlátozottabb hatókörű programot hirdettek meg: az első pillér 250 milliárd forintos összege a teljes kis- és középvállalkozási hitelállomány alig nyolc százaléka. Az MNB által felajánlott marzs a kis- és középvállalkozások kockázati költségéhez mérten alacsony ugyan, mérsékelte azonban a kockázatot, hogy a támogatott hitellel a bankok a már korábban nyújtott hiteleiket is kiválthatták. Így viszont éppen a program deklarált célja, a gazdaság élénkítése kérdőjeleződött meg.

Az MNB októbertől jelentős összeggel megfejelt a Növekedési Hitelprogramot: 2014. december 31-ig 2000 milliárd forint nullaszázalékos kamatozású refinanszírozási hitelt nyújt a bankoknak a kis- és középvállalkozások finanszírozására, amelyért azok továbbra is legfeljebb 2,5 százalékot számolhatnak fel az ügyfeleknek. Az új program elődjéhez hasonlóan három pillérből áll. Az *I. pillér*t az új hitelek jelentik, amelyre a teljes, 2000 milliárd forintos keret 90 százaléka, azaz 1800 milliárd áll rendelkezésre. A *II. pillér* a régi hitelek kiváltására szolgál: erre áll rendelkezésre a keret fennmaradó 10 százaléka, vagyis 200 milliárd forint. A *III. pillér* a devizacsere-ügyleteket tartalmazza, ez a külső piacok felőli sebezhetőség csökkentését szolgálja.

A nagy összegű újabb hitelkeret meghirdetésének indokoltságát sem az első ütem tapasztalatai, sem az MNB-ben készült elemzések nem támasztották alá egyértelműen. A jegybank felmérése szerint az első szakaszban folyósított hitelek 60 százaléka tekinthető új hitelnek, amelyek fele beruházási hitel. Vagyis a 700 milliárd forintnyi, nulla kamattal kihelyezett jegybanki hitelnek legfeljebb a harmada szolgálta a gazdaság növekedését. (Azért legfeljebb, mivel nem tudható, hogy e hitelek mekkora hányada jött létre valóban az olcsó hitelkeret indukálta új beruházási céllal.) Az MNB igazgatója is elismerte, hogy a program jelentős részben meglévő

hitelek kiváltását hozta csak magával, szerinte azonban éppen erre építhet a második szakasz, amely már 90 százalékban az új hiteleket preferálja.⁹

A jegybanki elemzésekből sem szűrhető le egyértelműen, hogy a hitelprogram kellő megoldást hozhat a magyar gazdaság növekedési problémájára. Az elemzők arra kerestek választ, hogy a reálgazdaság összehúzódását a hitelezés visszafogása okozza-e, vagy az okság fordított irányú: a hitelkereslet szűkülése gátolja a hitelezés felfutását és ennek nyomán a beruházási aktivitás erősödését és a növekedés beindulását. Háromféle módszerrel próbálták meghatározni, hogy a hitelezés 2008 óta bekövetkezett visszaesésének mekkora részben előidézője a kínálat, illetve a kereslet csökkenése. Arra jutottak, hogy 2008 harmadik negyedévet követően először a hitelkínálat csökkenése okozta a hitelezés csökkenését, és csak ezt követte a kereslet visszaesése. 2010 elejére a két hatás hasonló mértékűvé vált, ezt követően azonban ismét a kínálati visszafogás hatása volt az erősebb. 2012-től ismét gyengült a hitelek iránti kereslet, így 2012 végére fele-fele részben magyarították a keresleti és kínálati hatások a válság kitörése óta bekövetkezett vállalati hitelezés összehúzódását (*Hosszú et al.*, 2013).

A jegybanki elemzésből az következik, hogy bár hasznos, de önmagában nem elégséges a hitelkínálat stimulálása: hasonlóan fontos lenne a keresleti oldal felélesztése. Ehhez azonban a piaci kilátások javulása mellett a befektetői bizalmat erősítő kormánypolitikára volna szükség. Olyanra, amely helyreállítja a tulajdon biztonságát, és – az ad hoc elvonások rendszerével szakítva – stabil, kiszámítható szabályozási környezetet alakít ki.¹⁰

Várható eredmények és kockázatok

A döntően kedvező befektetői klíma mellett véghezvitt kamatcsökkentés és a növekedési hitelprogram gazdaságélénkítő hatása eddig még kevéssé érzékelhető. Nem is várható, hogy ilyen rövid idő alatt jelentkezzenek az eredmények. Ezért egyelőre csak a feltételezett hatásokat vehetjük számba. Ezt egyfelől annak alapján tesszük, hogy megnézzük: vajon a használt jegybanki módszerek adekvát megoldást kínálnak-e a valós problémákra, és hogy várhatóan milyen kockázatok ronthatják le

⁹ Elhangzott *Nagy Márton*, az MNB pénzügyi stabilitásért és hitelösztönzésért felelős ügyvezető igazgatójának a Privátbankár Növekedés 2013 konferenciáján tartott előadásában.

¹⁰ A World Economic Forum ezekben a jellemzőkben mérte a legnagyobb visszaesést 2011-ben, amint az a szervezet 2012–2013-as versenyképességi jelentéséből kiderül. Lásd: www.weforum.org/gcr

az összhatást. Másfelől az eddig észlelhető piaci reakciók alapján élhetünk feltételezésekkel az alkalmazott eszközök eredményességét és kockázatait illetően.

A kamatpolitika hatásai

2012 nyara óta folytatott töretlen kamatcsökkentő politikájával az MNB korrigálta a korábbi időszakban – a külső környezetből érkező és belső kormányzati okok miatt kialakuló pénzügyi turbulenciáktól való félelem miatt¹¹ – kialakult magas kamatszintet. 2013 közepére az euróhoz viszonyított kamatfelár négy százalék alá esett, ami már nagyjából összhangban állt a CDS-felárakkal. Az inflációs ütem és inflációs várakozások esésénél gyorsabban csökkenő kamatszint a reálkamatokat is mérsékelte, ami kétségtelenül jótékonyan érinthette a vállalatok és háztartások beruházási hajlandóságát. Ennek a nyomát azonban még nem tükrözik az eddigi statisztikák, ezt egyrészt a késleltetett hatások magyarázhatják, másrészt az, hogy más tényezők kedvezőtlen hatásai kompenzálták a reálkamat mérséklődését. Harmadrészt az is igaz, hogy a recessziót felváltó lassú növekedés mellett a 2013 második felében kialakult reálkamatok sem biztosítanak elégséges megtérülést a beruházók számára.

Kamatcsökkentő sorozatát a Monetáris Tanács az inflációs veszély hiányával indokolta, amit egyrészt a recesszió miatti gyenge belső kereslet és mérsékelt külső inflációs nyomás, másrészt a rezsicsökkentés tart kordában. A kamatcsökkentés töretlen folytatását 2013 nyarától az is segítette, hogy az amerikai pénzökonómák várható leállása nem vagy csak kismértékben volt hatással a magyar forintra. Gátolta a forintnak az inflációs célt veszélyeztető gyengülését a folyó fizetési mérleg többlete, amelyet a külkereskedelem pozitív szaldója mellett az uniós támogatások is táplálnak. Ezért és más okok miatt a tőkekivonások és pénzügyi spekulációk más, változékonyabb árfolyamú valutákat érintettek.

Ez azonban nem marad örökre így. A Fed eltökélt abban, hogy fokozatosan leállítja mennyiségi lazítást szolgáló programját, és előbb-utóbb a nulla közeli nemzetközi kamatok is emelkedésnek indulnak. Mára jelentősen elolvaszt (3 százalék alá süllyedt) a forint kamatfelára az euróhoz és dollárhoz képest, és a forintban kibocsátott államkötvények kamatai is mind kevésbé fedezik az árfolyamkockázatot. Holott a magyar állampapírpiacot törekennyé teszi, hogy a külföldi befektetők részaránya a

¹¹ A szakma véleménye megoszlott abban, hogy ez a félelem mennyire volt indokolt. Egyes vélemények szerint komoly hiba volt a magas kamatszint fenntartása (lásd: *Surányi*, 2010), mások szerint a körülmények indokolták a nagyfokú óvatosságot (lásd például: *Pete*, 2013).

feltörekvő országok körében kimagasló (45 százalék körüli). Elemzők arra is felhívják a figyelmet, hogy veszélyesen olcsóvá vált a forint gyengülésére spekulálni, így megnőhet a magyar valuta elleni támadás valószínűsége (Weinhardt, 2013).

Mindehhez kockázatként társulhat a magyar jegybank hitelességének meggyengülése az elnökváltás óta végbement vezetőváltások nyomán. A döntéseket megalapozó szakmai stábben lényeges, a bizonyított szakértelem szempontját mellőző személycserék történtek, és a legfőbb döntéshozó testület, a monetáris tanács tagjainak kiválasztása is nélkülözötte a szakmai kritériumokat. A kinevezett tagok többségének múltja nem szavatolja a megfontolt döntésekhez szükséges ismereteket, olykor még a törvényben előírt kritériumoknak sem felel meg, amely „monetáris, pénzügyi vagy a hitelintézeti tevékenységgel kapcsolatos kérdésekben kiemelkedő elméleti és gyakorlati szakmai ismereteket” ír elő.

A szakértelmet a lojalitással helyettesítő, a kormánypolitikáért és azon belül is a költségvetés helyzetéért felelősséget vállaló jegybanki vezetés akkor válik különösen veszélyessé, amikor az infláció megugrása vagy a forint elleni támadás fenyegetése az alapkamat emelését teszi szükségessé. A növekedés beindulása, ha késleltetve is, növeli az árszínvonalat, és előbb-utóbb a mesterségesen lenyomott közüzemi árak is felszínre törnek valamilyen csatornán. Ráadásul a jegybanki vezetés kormány iránti elkötelezettsége mellett a növekedési hitelprogram is ellenérdekeltséget teremthet a valamikor szükségessé váló kamatemelő ciklus beindításához, mivel a magasabb alapkamat megnöveli az MNB veszteségét, és ezzel a költségvetés kiadásait. (Erre a következőkben még visszatérünk.)

A növekedési hitelprogram hozadéka és kockázatai

Az MNB növekedési hitelprogramja fontos célt szolgál, hiszen a gazdaság hosszú lejáratú jegybanki refinanszírozással történő élénkítése még akkor is ésszerű lehet, ha a magyar gazdaságban a hitelkínálat szűkössége és drágasága nem az egyedüli (talán nem is a legfontosabb) oka a hitelállomány zsugorodásának. A valódi kérdés ezért nem is az, hogy indokolt volt-e valamiféle, a kamatcsökkentésnél direktebb jegybanki ösztönzőt életbe léptetni, hanem az, hogy a kialakított kondíciók mellett a várható haszon meghaladja-e a vállalt kockázatokat. Emellett az is fontos kérdés, hogy a konstrukció miként illeszkedik az MNB vezetésének a kommunikációval is alakított magatartáshoz, nem rontja-e a jegybanki hitelességet, amivel akár paradox hatásokat is kiválthat.

Eddig csupán a hitelprogram augusztusban zárult első szakaszának eredményeiről lehetnek korlátozott ismereteink. Eredményként könyvelhető el, hogy a program keretében a **kis- és középvállalkozásoknak** folyósított hitelek a szokásos 1-3 év helyett 5-8-10 éves lejáratúak, és a hitelek nagysága is nőtt.¹² A program legjelentősebb pozitív hatása eleve a futamidő növekedésétől volt várható, minthogy a hosszú lejáratú források hiánya miatt a bankok még hitelképes ügyfeleik körében sem nyújthatnak elegendő beruházási hitelt.

Az MNB novemberben közzétett stabilitási jelentése szerint a II. pillérből az I. pillérbe történő átcsoportosítás kedvező hatása a harmadik negyedévben már érzékelhető volt, és a kiváltott hitelek futamidejének növekedése is megfigyelhető. Az MNB prognózisa szerint a kis- és középvállalkozások szegmensén belül a program hatására már az idén megindul a hitelállomány bővülése (MNB, 2013a). A bankok körében végzett hitelezési felmérés alapján az MNB azt is megállapította, hogy miközben a növekedési hitelprogram és a jegybanki alapkamat csökkenésének hatására a harmadik negyedévben megugrott az új vállalati hitelek folyósítása, a programnak nem volt kiszorító hatása az új hitelek piacán. A program és a jegybanki kamatcsökkenés hatására mérséklődő hitelkamatok mellett a magyar vállalatok számára elérhető hitelek felárai már megegyeznek a régiós értékkel. Az olcsóbb és elérhetőbb hiteleknek köszönhetően a hosszú távú hitelek iránt is élénkülő keresletet észlel a jegybank, és a bankok várakozása szerint az utolsó negyedévben is erősödni fog a kereslet (MNB, 2013b).

A jegybanki közlésekből ugyanakkor az is kiderül, hogy az első szakaszban nyújtott hiteleknek alig harmada szolgált új beruházásokat, ami kétségesse teszi a gazdaságélénkítő cél elérését. E beruházások egy részét ráadásul a bankok feltehetően saját forrásukból, piaci alapon is meghitelezték volna, hiszen a limitált kamatfelár miatt a program keretében is csak jó hitelképességű vállalkozások kaphattak kölcsönt. Az is feltételezhető, hogy ameddig az üzleti környezetben nincs érzékelhető javulás, addig nem születnek új beruházási tervek pusztán a hitelprogram hatására, ezért az esetek egy részében a cégek vélhetően csupán előrehozták beruházási terveiket. Nem zárhatók ki olyan esetek sem, amikor a programban rejlő arbitrázs lehetőségét használták ki a hitelek igénybe vevő cégek. Olyan cégek is felvehetik ugyanis a hitelt, amelyek a fejlesztési terveikhez rendelkeznek elegendő saját forrással, de azokat a 2,5 százalékos kamatozású hitel felvétele esetén jövedelmezőbben fektethetik be (például állampapírba).

¹² Elhangzott *Nagy Márton*, az MNB pénzügyi stabilitásért és hitelösztönzésért felelős ügyvezető igazgatójának a Privátbankár Növekedés 2013 konferenciáján tartott előadásában.

A hitelprogram második szakaszában néhány problémát orvosoltak ugyan a konstrukció kidolgozói, de a jelentősen megnövelt hitelkeret egyúttal az előzőekben említettek felül is hordoz kockázatokat. Az előnyös vonások között első helyen a program hosszabb időkerete említhető, mivel így inkább van lehetőség kiérlelt beruházási tervekre. Emellett az is javíthatja a program hatásosságát, hogy a keret nagyobb hányada (90 százaléka) szolgál új hitelekre. A hitelkeret igénybevételét növelhetik a 2014 közepétől elérhető uniós források is. A maximális hitelösszeg megemlése javíthatja ugyan a keret kihasználását, bár a nagyobb beruházásokat megvalósító (feltehetően jobb pénzügyi helyzetű) cégek erőteljesebb bekapcsolódása a kedvezményes hitelprogramba az arbitrázs lehetőségét is növelheti.

A kibővített programnak egyértelmű kockázata is vannak az első szakasz kockázataival mellett. Azzal, hogy a második szakaszban is rögzített kamattal nyújtható a hitel, továbbra sem adnak lehetőséget a bankoknak arra, hogy a hitelezési kockázatokat megjelenítsék a hitelkamatokban. Emiatt vagy kevésbé használható ki a keret (prudens hitelezés esetén), vagy – amennyiben a megnyíló keret hazardírozásra ösztökéli a bankokat és ügyfeleiket – a jövőben várható értékvesztést növeli meg. A változatlan kamatkondíciókkal kibővített program további kockázata, hogy a nagy volumenű jegybanki refinanszírozás miatt kialakuló forintbőség lefelé nyomhatja a már igen alacsony betéti kamatokat és az állampapír-hozamokat, miközben a hitelkamatok mind inkább függetlenné válnak az alapkamattól.

További kockázatot jelent az a hitelességi csapda, amit a kamatcsökkentést a végsőkig feszítő MNB a 2000 milliárd forinttal megfejelt programmal önmagának állított. A bankoknak kamatmentesen nyújtott hitelek ugyanis az alapkamattal megegyező veszteséget idéznek elő az MNB mérlegében, mivel az így teremtett pénz – a gazdaságban megtett körforgása nyomán – betétként landol az MNB-ben, amelyre a jegybank alapkamatot fizet. Amennyiben a teljes keretet kihelyezi a jegybank, a mai alapkamat mellett évi 60 milliárd forint lehet a költsége, ez hatéves átlagos futamidővel számolva összesen 300-400 milliárd forintos többletkiadást jelenthet a költségvetésnek. Mivel az MNB ezekhez a hitelekhez gyakorlatilag az alapkamatot adja támogatásnak, amennyiben a maximálisan 10 éves futamidő alatt emelkedik az alapkamat (ez az elemzői konszenzus szerint már 2014-ben bekövetkezik), akkor a 0 kamatu hitel állami költsége is magasabb lesz.

Normális esetben a kamatpolitikát nem befolyásolhatja, hogy az milyen hatással van az MNB kamateredményére, illetve a veszteség rendezésére kötelezett költségvetésre. A Brüsszelnek áprilisban megküldött konvergenciaprogram számai azonban azt jelzik, hogy a jegybank új vezetése az MNB veszteségének megszüntetésére

törekszik annak érdekében, hogy a kormány elkerülhesse a túlzottdeficit-eljárás ka-
lodáját.¹³ A jegybanki veszteség elkerülése azóta is napirenden van.¹⁴ A jegybanki
vezetők kormány iránti elkötelezettségéből fakadó szerepzavar hitelességi csapdát
hozott létre, mivel a hitelprogram költségvetési kihatásai saját kamatdöntéseit is kor-
látozhatják. Amikor a piaci helyzet vagy az infláció alakulása kamatemelést tesz
szükségessé, skizofrén helyzetbe kerül, mivel azzal óhatatlanul megnöveli a jegy-
bank kamatveszteségét.

A piaci szereplők várakozásait befolyásoló, hiteles monetáris politikának nem
lehet szempontja az állami költségvetés helyzete. Éppen ennek az érdekkonfliktus-
nak a feloldása miatt különítik el a központi bankokat mindenütt a világon a fiskális
politikát alakító szervezettől. Ha hiteltelessé válik a jegybank, akkor kamatlépései
nem hatnak a hosszabb lejáratú piaci hozamokra, holott éppen azok tudnák az inflá-
ciós várakozásokat „lehorgonyozni”.

Hivatkozások

- Berkmen, S. Pelin* [2012]: Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing: are they now more effective? IMF Working Paper, Vol. 12., No. 2.
- Breedon, Francis – Chadha, J. S. – Waters, A.* [2012]: The financial market impact of UK quantitative easing. BIS Papers, No. 65.
- Eltüntetik... [2013]: Eltüntetik a veszteséget a jegybankban. *Magyar Nemzet*, október 10.
- Hogy működnek... [2012]: Hogy működnek a nem szokványos jegybanki eszközök? – Trichet megmondja. *Vg.hu*, augusztus 27.
- Hosszú Zs. – Körmendi Gy. – Tamási B. – Világi B.* [2013]: A hitelkínálat hatása a magyar gazdaságra. *MNB Szemle*, különszám, október.
- Hová tűnt... [2013]: Hová tűnt 100 milliárd? – Valamire készül a kormány és a jegybank. *Portfolio.hu*, április 16.
- Kapetanios, G. – Mumtaz, H. – Stevens, I. – Theodoridis, K.* [2012]: Assessing the economy-wide effects of quantitative easing. Bank of England Working Paper, No. 443.
- Krekó J. – Balogh Cs. – Lehmann K. – Mátrai R. – Pulai Gy. – Vonnák B.* [2012]: Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei. *MNB-tanulmányok*, 100., június.
- Lehmann Kristóf* [2012]: A nemkonvencionális jegybanki eszközök nemzetközi tapasztalatai. *MNB Szemle*, június.
- MNB [2013a]: Jelentés a pénzügyi stabilitásról. MNB, november.
- MNB [2013b]: Hitelezési folyamatok. MNB, november.

¹³ Vö.: Hová tűnt... [2013].

¹⁴ A Monetáris Tanács új tagja egy interjúban elismerte ugyan, hogy az MNB elsődleges célja nem a kamatkiadások mérséklése, de azért kijelentette, „ami pedig az MNB szerepvállalását illeti a büdzsé terheinek csökkentésében: az elmúlt egy évben sikerült az előző jegybanki vezetés által 2013-ra előre jelzett mintegy 203 milliárd forintos veszteséget (...) teljes mértékben ledolgozni”. Eltüntetik... [2013].

- Neményi Judit* [2012a]: Negatív spirálban Magyarország, mit tehet az MNB? – így látja a volt jegybankár. *Napi.hu*, január 30.
- Neményi Judit* [2012b]: A pénzügyi válság hatása központi bankok szabályozására. In: *Valentinyi Pál – Kiss Ferenc László – Nagy Csongor István* (szerk.): *Verseny és szabályozás 2011*. MTA KRTK.
- Pete Péter* [2013]: Hozzáadott érték. Vak vagy bátor? *Magyar Narancs*, május 30.
- Sóvágó Sándor* [2011]: Keresleti és kínálati tényezők a vállalati hitelezésben. *MNB-tanulmányok*, 94.
- Surányi: olcsóbb...* [2009]: Surányi: olcsóbb hitel kell. *Fn.hu*, szeptember 2.
- Surányi György* [2010]: Téves diagnózis, téves terápia. *Népszabadság*, január 30.
- Surányi György – Spurny, Tomas – Barta György* [2011]: Radikális terv a lakossági devizahitelek kezelésére. *Fn.hu*, április 7.
- SzKB* [2013]: Surányi: Az ingyenhitel visszaélésre csábít. *Index.hu*, április 29.
- Várhegyi Éva* [2012]: A magyar bankszektor szabályozása és versenyhelyzete a válságban. In: *Valentinyi Pál – Kiss Ferenc László – Nagy Csongor István* (szerk.): *Verseny és szabályozás 2011*. MTA KRTK.
- Weinhart Attila* [2013]: Egyre lazább a jegybank – Mi lesz a forinttal? *Portfolio.hu*, október 3