



MAGYAR NEMZETI BANK

**Monetáris
politika
Magyarországon**

Monetáris politika Magyarországon

2006. augusztus



Monetáris politika Magyarországon

Harmadik kiadás

Szerkesztette: Horváth Ágnes

Készítették: Balogh Csaba (4. fejezet), Gál Péter (1. fejezet), Horváth Ágnes (1. és 3. fejezet),
Nagy Márton (2. fejezet), Orbán Gábor (6. fejezet), Vonnák Balázs (5. fejezet)

Technikai asszisztens: Heé Sándorné

A kiadvány a Magyar Nemzeti Bank monetáris politikáját mutatja be.
Ez a szándék azonban nem zárja ki, hogy egyes fejezetekben a szerzők személyes véleménye
is megjelenjen, amely nem feltétlenül esik egybe az MNB hivatalos véleményével.

*Köszönettel tartozunk a Közgazdasági és monetáris politikai szakterület, valamint
a Pénzügyi stabilitás munkatársainak, hogy értékes észrevételeikkel hozzájárultak
a kiadvány elkészüléséhez.*

A fennmaradó hibákért a felelősség a szerzőket terheli.

Kiadja a Magyar Nemzeti Bank
1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

Felelős kiadó: Missura Gábor
ISBN 963 9383 76 7 (nyomtatott)
ISBN 963 9383 77 5 (online)



Tartalomjegyzék

Előszó a 2006-os kiadáshoz	5
1. A monetáris politika stratégiája Magyarországon	9
1.1. A monetáris politika célja	9
1.2. Európai uniós követelmények a monetáris politikai stratégiával szemben	18
1.3. Az inflációs célkövetés mint monetáris politikai stratégia	22
1.4. Inflációs célkövetés Magyarországon	30
1.5. Kommunikáció, transzparencia, elszámoltathatóság	38
2. A pénzügyi stabilitás és szerepe a monetáris politikában	47
2.1. A pénzügyi stabilitás definíciója	48
2.2. A pénzügyi stabilitás elérése és fenntartása	48
2.3. A jegybank pénzügyi stabilitási eszközei	49
3. A monetáris politika intézményi és jogi kerete	55
3.1. Az MNB elsődleges célja	55
3.2. Az MNB alapvető feladatai	56
3.3. Jegybanki függetlenség	57
3.4. Elszámoltathatóság és transzparencia	59
4. A monetáris politika eszköztára	63
4.1. A jegybanki eszköztár kialakításának alapelvei	63
4.2. Az eszköztár funkciói a monetáris politikai célok megvalósításában	64
5. A monetáris politika transzmissziója	77
5.1. A monetáris transzmisszió csatornái	77
5.2. Az árupiaci kereslet és kínálat alakulása	82
5.3. A magyar monetáris transzmissziós mechanizmus sajátosságai és annak okai	84
5.4. A transzmissziós mechanizmus jövőben várható tendenciái	85
6. A monetáris politika vitele az inflációs célkitűzés rendszerében	89
Melléklet: Az euro magyarországi bevezetésével járó előnyök és költségek	97
Hivatkozások	100
Fogalomtár	104
Rövidítések	120
A Magyar Nemzeti Bank rendszeresen megjelenő kiadványai	122

Előszó a 2006-os kiadáshoz

A Magyar Nemzeti Bank 2000-ben jelentette meg először a „Monetáris politika Magyarországon” című kiadványát, amely a szélesebb közvéleménnyel közérthető módon ismertette meg a magyar jegybank szerepét a gazdaságpolitikában, a gazdaságra gyakorolt hatását és működési kereteit. 2002-ben az új jegybanktörvény és a monetáris politikai stratégiaváltás időszerűvé tette a kiadvány aktualizálását. A 2006-os kiadás mindkét korábbi kiadványra épít: egyes korábbi fejezetek témáit (pl. történeti áttekintések), amelyek – véleményünk szerint – kellő részletezettséggel és szakmai igényességgel kerültek bemutatásra, nem ismételtünk meg, más fejezeteket viszont jelentősen kibővítettünk (pl. a monetáris politikai stratégiáról szóló fejezetet), de újabb résszel (az elmúlt öt éves időszak eseményeinek monetáris politikai szempontú értékelése) is jelentkezünk.

A 2006-os kiadás két fő célt tűzött ki maga elé. Egyrészt nagy hangsúlyt fektet a 2001-ben bevezetett inflációs célkövetésen alapuló monetáris politikai stratégia részletes ismertetésére, kitérve annak fejlődésére, az elmúlt öt év tapasztalataira. Másrészt Magyarország EU-tagságából adódóan szerettük volna bemutatni, melyek azok az elvárások, amelyeket az EU támasztott és támaszt a magyar monetáris politikával szemben, illetve jelezni, hogy milyen kihívásokkal szembesülhet a jegybank az euro jövőbeni bevezetése miatt.

A kiadvány hat fő részből áll. Először bemutatjuk azokat a közgazdasági megfontolásokat, amelyek indokolják, hogy a jegybankok legfőbb célja az árstabilitás, és részletesen bemutatjuk az MNB által választott inflációs célkövetésen alapuló monetáris politikai stratégiát. Majd a második részben a jegybank pénzügyi stabilitási funkcióját, annak az árstabilitáshoz való viszonyát ismertetjük. A harmadik részben röviden a jegybank jogi hátterét mutatjuk be, amely meghatározza az MNB intézményi és működési kereteit. A negyedik rész a monetáris politika gyakorlati működését lehetővé tevő jegybanksi eszköztár leírását és fejlesztését mutatja be. Az ötödik fejezetben azt próbáljuk bemutatni, hogy a monetáris politika milyen csatornákon keresztül és milyen hatékonysággal tudja befolyásolni a főbb gazdasági mutatókat. Az ún. monetáris transzmissziós mechanizmus leírásakor külön hangsúlyt fektettünk a magyar sajátosságok bemutatására, és arra is kísérletet tettünk, hogy jelezzük, milyen hatásokkal járhat az euro bevezetése Magyarországon. A hatodik részben a választott monetáris politikai stratégia szempontjából értékeljük azokat az eseményeket, kihívásokat, amelyekkel az MNB-nek az elmúlt öt évben szembe kellett néznie. Mellékletben gyűjtöttük össze az euro bevezetésével járó gazdasági előnyöket és költségeket. A kiadvány végén található fogalomtár az egyes fejezetek során felmerülő, a megértés szempontjából legfontosabb kifejezéseket kívánja tisztázni.

Reméljük, hogy e kiadványt azok is haszonnal tudják majd forgatni, akik korábban még nem találkoztak a monetáris politika fogalmával, illetve azok is, akik már rendelkeznek valamilyen közgazdasági előképzettséggel. Véleményünk szerint a jegybank hatékony működéséhez elengedhetetlen, hogy a gazdasági szereplők minél szélesebb köre tisztában legyen az MNB céljával, a monetáris politika vitelét meghatározó stratégiájával, felelősségével és korlátaival.

Dr. Járai Zsigmond

1. fejezet





1. A monetáris politika stratégiája Magyarországon

A monetáris politikai stratégia egy gondolkodási keret, a jegybanknak a valóságról, a gazdaság működéséről, illetve a monetáris politikai célok megvalósításáról kialakított képe. A stratégia meghatározása korántsem triviális, ugyanis a jegybank csak közvetve tudja befolyásolni végső célját – az árstabilitást –, egy bonyolult, sok esetben bizonytalanul működő, ún. transzmissziós mechanizmuson keresztül. A stratégia egyrészt kulcsfontosságú a monetáris politikai döntéshozatal számára, másrészt lehetővé teszi a kommunikációt a jegybank döntéseiről és a döntései mögött meghúzódó megfontolásokról – mind a szűkebb szakmai, mind a szélesebb közvélemény felé. Az előre bejelentett stratégia átláthatóbbá, könnyebben érthetővé és ezzel kiszámíthatóbbá teszi a jegybanki lépéseket a piaci szereplők számára, ugyanakkor egyben ellenőrizhetővé, számon kérhetővé is teszi a jegybankot: megítélhetővé válik, hogy milyen módon és mértékben érte el meghirdetett célját.

A fejezet célja, hogy bemutassa, a magyar monetáris politika miként kíván megfelelni törvényben foglalt elsődleges céljának, az árstabilitás elérésének és fenntartásának. A jegybank által követett monetáris politikai stratégia megértéséhez először áttekintjük, milyen lehetőségei és korlátai vannak a monetáris politikának, ebből következően milyen célt érdemes követnie, és e cél követése során milyen szempontokat kell szem előtt tartania. Majd megvizsgáljuk, hogy az európai uniós tagság és a vállalt magyarországi eurobevezetés feltételei milyen pluszszempontokat jelentettek és jelenthetnek a monetáris stratégia kialakításában. Ezután bemutatjuk az MNB által működtetett, ún. inflációs célkövetéses rendszert, hangsúlyozva annak az árstabilitási és az eurobevezetési cél elérésében betöltött szerepét. Végül a jegybanki kommunikáció és transzparencia szükségességét és legfontosabb elemeit tekintjük át.

1.1. A MONETÁRIS POLITIKA CÉLJA

1.1.1. Az árstabilitás mint elsődleges cél

A monetáris politika az állam gazdaságpolitikájának része. A gazdaságpolitika fő célja a társadalmi jólét növelése, amely akár több, egymástól viszonylag jól megkülönböztethető cél egyidejű megvalósítását is jelentheti. A modern gazdaságokban tipikusan ilyen cél a gazdasági növekedés elősegítése, a foglalkoztatás növelése, a nemzeti fizetőeszköz értékállóságának megőrzése vagy a társadalmi egyenlőtlenségek csökkentése. Egy-egy állami intézmény azonban nem képes minden kívánatos cél együttes és egyidejű teljesítésére, hiszen a rendelkezésre álló eszközök köre behatárolt. Ráadásul az egyes célok teljesítésére tett törekvések rövid távon egymás ellen is hathatnak.

Amennyiben nincs deklarált hierarchia a különböző gazdaságpolitikai célok között, a rövid távú feszültségek 1-2 éven belül realizálható előnyök előtérbe helyezésére ösztönzik a kormányzatot, akkor is, ha hosszabb távon ezzel bizonyíthatóan csökkenti a jólétet (bővebben lásd az 1-1. keretes írást). A közgazdasági irodalom ajánlása és a nemzetközi tapasztalatokból levon-

ható fő tanulság, hogy a kormányzatnak a gazdaságpolitika bizonyos részeit, különös tekintettel a monetáris politikára, egy politikailag független, nonprofit intézményhez kell delegálnia, amely szem előtt tudja tartani a társadalom hosszabb távú jólétét is. Másrészt törekedni kell a különböző gazdaságpolitikai célok fontossági sorrendjének felállítására, elkerülendő a köztük rövid távon fennálló átváltási problémából (*trade-off*) adódó feszültségforrásokat.

1-1. keretes írás: Az infláció esetleges rövid távú reálgazdasági előnyei és a jegybanki hitelesség

A kormányzatok hajlamosak nyomást gyakorolni a jegybankokra, hogy a monetáris politikai döntéshozók segítsék a gazdasági növekedést és/vagy növeljék az exportra termelő vállalatok versenyképességét lazább monetáris kondíciók megteremtésével, illetve tolerálásával. A legfőbb probléma ezekkel a javaslatokkal, hogy bár rövid távon a monetáris politikának lehet érezhető hatása ezekre az ún. *reálváltozókra* (növekedés, versenyképesség), hosszabb távú alakulásukra azonban nincs – hosszabb távon a monetáris politika egyszerre csak egy, *nominális* változóra (pl. pénzmennyiség, árszínvonal vagy nominális árfolyam) képes hatni. Ráadásul, ha a jegybank egyszer is enged az effajta kormányzati nyomásnak, a piaci szereplők erre a jövőben is számítani fognak. A jegybank tehát elveszti hitelességét, jegybanki hitelesség nélkül pedig kevésbé lesznek hatékonyak a monetáris politika lépései (lásd az 1-4. ábrát és az 1.5.1. alfejezetet). Ennek következtében a jövőben jelentősen megnövekedhetnek az árstabilitás elérésének költségei.

Rövid távon tehát lehetséges ugyan monetáris politikai eszközökkel a kibocsátás és a foglalkoztatás serkentése, ám igen korlátozott mozgástérrel. Amennyiben ugyanis pl. a kibocsátás meghaladja a potenciális kibocsátás szintjét, az óhatatlanul inflációs nyomáshoz vezet és/vagy – kis nyitott gazdaság esetén – külső egyensúlytalanságot okoz.¹ Az egyensúly tipikusan azonos reálkibocsátás, viszont magasabb infláció mellett állhat helyre.

A nemzetközi versenyképesség is csak átmenetileg serkenthető monetáris politikai eszközökkel, pl. a valutaárfolyam leértékelésével. Rövid távon igaz, hogy a hazai termelők exporttermékei külföldi valutákban olcsóbbá válnak, és ezáltal a külpiacokon versenyelőnyre tesznek szert. Amint azonban a külföldről importált termékek és a velük versenyző hazai termékek árába begyűrűzik a leértékeltebb árfolyam hatása, az magasabb belföldi árakhoz vezet. Ezáltal elveszik a leértékeléssel megszerzett árelőny, ráadásul a folyamat az infláció növekedésével is jár. Egy nominálisárfolyam-változáshoz tehát hosszabb-rövidebb idő alatt valamennyi belföldi ár és költség alkalmazkodik, így tartós reálgazdasági hatást a monetáris politika nem tud elérni. A versenyképesség lényegét tekintve reálgazdasági, nem pedig nominális tényezőkön alapul. Ilyen reálgazdasági tényező pl. a hatékony termelési technológia, jól kialakított termékszerkezet, jó pénzügyi menedzsment, külpiaci kapcsolatok – ezeken a nominális árfolyam nem változtat.

¹ A kibocsátást leggyakrabban a bruttó hazai termék (Gross Domestic Product, GDP) mérőszámmal jellemezzük. A GDP potenciális szintjét és növekedési ütemét a gazdaság technológiai, demográfiai tényezői határozzák meg, amelyekre a monetáris politikának nincs hatása. A kibocsátás aktuális és potenciális szintje közötti különbség a kibocsátási rés. Ha a kibocsátás aktuális szintje meghaladja a potenciálisat – azaz a kibocsátási rés pozitív –, akkor a túlfűtött gazdaságban keresleti nyomás uralkodik, amely az árak emelkedése irányába hat. Negatív kibocsátási rés esetén pedig keresletihiány és ennek nyomán árcsökkenő hatás jelentkezik.

Az ilyen és ehhez hasonló helyzeteknek, amikor is a jegybank *átmeneti reálgazdasági előnyökért feladja* elsődleges, árstabilitási célját, hosszú távon elhúzódó, káros következményei vannak.² Az árstabilitási célnak ugyanis akár még az egyszeri, átmeneti feladása is – az inflációból származó közvetlen károkon felül – súlyos hitelességvesztéssel jár, elsősorban a jegybank, de általában az állami gazdaságpolitika számára is. A hitelesség pedig csak következetes és átgondolt lépések sorozatával szerezhető vissza, amely elhúzódó és növekedési áldozatokkal járó folyamat. Az árstabilitás melletti elkötelezettség kifejezése, azaz a hitelességépítés végett ugyanis a gazdaságpolitikai célok között átmenetileg még nagyobb súlyt kell hogy kapjon az infláció leszorítása (dezinfláció). Ráadásul alacsony hitelesség mellett még nagyobb a feszültség a növekedés és az infláció leszorítása között: egységnyi inflációcsökkentéshez nagyobb növekedési áldozat tartozik, mint kellő mértékű hitelesség mellett.³

A modern jegybankok elsődleges célja tipikusan az árstabilitás elérése és fenntartása, egyéb gazdaságpolitikai célokat csak ennek veszélyeztetése nélkül támogathatnak.⁴ Az árstabilitás kitüntetett szerepének több, széles körben elfogadott oka van:

1. Az alacsony infláció kedvező a gazdaság működésének (lásd bővebben 1.1.2. alfejezetet).
2. Mind a közgazdaság-elméleti eredmények, mind a történelmi tapasztalatok arra mutatnak rá, hogy a monetáris politika az infláción kívül nem képes *tartósan* befolyásolni egyéb makroökonómiai reálváltozókat (pl. GDP, reálbérek, foglalkoztatás stb.). Az érvelés lényege, hogy a monetáris politika által okozott reálbér- és reálkamatláb-változásokat előbb-utóbb elmentételezik a kialakuló túlkereslet vagy túlkínálat miatti piaci bér- és kamatláb-alkalmazkodások. A monetáris politika tehát *rövid távon* hatással lehet ugyan a kibocsátásra és a foglalkoztatásra, *hosszabb távon* azonban csak az infláció ütemét tudja változtatni. Ez azonban nem jelenti azt, hogy ne tudná mérsékelni az aggregált kibocsátás *rövid távú* ingadozásait.⁵
3. Az egyéb makrogazdasági célok (gyorsabb növekedés, alacsonyabb munkanélküliség, stb.) hosszabb távú teljesüléséhez a jegybank éppen az árstabilitás kizárólagos biztosításán keresztül tud hozzájárulni. Az országok gazdasági adatait elemezve kimutatható, hogy az infláció és a gazdasági növekedés között hosszú távon negatív a kapcsolat: alacsonyabb infláció mellett magasabb gazdasági növekedést értek el a gazdaságok. Míg koráb-

² Ha felmerül ennek lehetősége, akkor az árstabilitási cél nem hiteles, másként fogalmazva: dinamikusan inkonzisztens. Főként eme állítás elméleti megalapozásáért kapott közgazdasági Nobel-díjat 2004-ben Finn E. Kydland és Edward C. Prescott (Kydland–Prescott, 1977).

³ Nagyobb az ún. *áldozati ráta*. A monetáris politika gazdasági növekedésre és inflációra gyakorolt hatásairól, a növekedés és a dezinfláció közötti dilemmáról részletesen ír a monetáris politika transzmissziójáról szóló fejezet.

⁴ Az egyik legismertebb kivétel talán az amerikai jegybank szerepét betöltő Federal Reserve (Fed), amelynek jegybanktörvénye két, egyenrangú célt jelöl meg: a teljes foglalkoztatás és az árstabilitás elősegítését. A gyakorlatban azonban időben változott, hogy éppen melyik célt tekintette „elsődlegesnek”. Bővebben lásd pl. Judd–Rudebusch (1999) írását. Továbbá a Fed legutóbbi két jegybankelnökének (Paul Volcker és Alan Greenspan) kiemelkedő hitelessége is nagyban hozzájárult ahhoz, hogy a Fed a duális cél ellenére, valamint bizonyos, az inflációs célkövetéses rendszer által nyújtott intézményi biztosítékok nélkül is képes volt az inflációt alacsony szinten tartani.

⁵ Lásd pl. Svensson (2003), Rasche–Williams (2005).

ban csak két számjegyű infláció mellett volt egyértelműen kimutatható⁶, hogy az mérsékli a gazdasági növekedést, addig újabb kutatások arra mutattak rá, hogy az árstabilitás a mérsékelt inflációhoz képest is növekedési többletet eredményezhet.⁷

4. A közgazdasági elméletek arra is rámutattak, hogy ha a jegybanknak az árstabilitás mellett más célja is van, akkor kevésbé hiteles a monetáris hatóság antiinflációs elkötelezettsége a piaci szereplők számára.⁸

1.1.2. Az infláció költségei

Az áremelkedés ütemének mérőszáma az infláció, amelyet leggyakrabban az éves szintű (12 havi) fogyasztóiár-index nagyságával jellemzünk (bővebben lásd a 1-2. keretes írást). Az árstabilitás az áremelkedés ütemének olyan alacsony, még pozitív szintje, amely mellett a gazdasági szereplők döntéseiben az infláció mértéke már nem játszik szerepet.⁹ Azért alacsony, de pozitív (tehát nem zero infláció) az optimális, mert a fogyasztóiár-index tipikusan túlbecsüli a tényleges inflációt. Másik érv a pozitív infláció mellett, hogy lefelé rugalmatlan nominális árak és bérek esetén segítheti a reálár- és reálbér-alkalmazkodást: például kisebb munkakereslet vagy alacsonyabb munkatermelékenység alacsonyabb reálbéreket kíván. Ez pedig könnyebben elérhető pozitív infláció mellett, ha a nominálbérek csökkentése (pl. a bértárgyakok erős alkupozíciója miatt) akadályokba ütközik. A cél pozitív szintjének továbbá az árszínvonal-csökkenés (defláció) veszélyét is figyelembe kell vennie: olyan szint szükséges, amely a defláció bekövetkeztének valószínűségét kellően alacsonyan tartja.¹⁰

1-2. keretes írás: Hogyan mérjük az inflációt?

Az alábbiakban elsősorban a magyar fogyasztóiár-index mérésével kapcsolatos kérdéseket érintjük, néhány megállapítás azonban általános érvényű.¹¹

Az infláció mérését általában nem a jegybank, hanem az ország statisztikai adatgyűjtésért felelős intézménye, Magyarország esetében a Központi Statisztikai Hivatal (KSH) végzi. Havi rendszerességgel előre meghatározott termékek és szolgáltatások árait jegyzi fel, és az egyes jószágcsoporthoz súlyt ad a lakosság átlagos fogyasztási szerkezetének megfelelően állapítja meg. A fogyasztóiár-indexből képzett két, leggyakrabban használt

⁶ Lásd pl. Barro (1995).

⁷ Bővebben lásd Andres–Hernando (1999).

⁸ A dinamikus időinkonzisztencia problémájáról bővebben lásd az 1-1. keretes írást, illetve a 2. lábjegyzetet.

⁹ Ez a gyakran hivatkozott definíció Alan Greenspan volt amerikai jegybankelnöktől származik (Greenspan, 1994). Az árstabilitási kritériumnak megfelelő inflációs szintben lehetnek eltérések az egyes országok között, de tipikusan 1–3% körüli éves inflációs rátát értenek alatta. A magyar infláció optimális szintjéről az 1.1.2. alfejezetben, illetve bővebben Kiss–Krekó (2004) tanulmányában olvashatunk.

¹⁰ A defláció veszélyeiről és az infláció optimális szintjéről bővebben szól Kiss–Krekó (2004) tanulmánya.

¹¹ Az infláció mérésének háttéréről részletesebben olvashatunk a KSH alábbi honlapján:

<http://portal.ksh.hu/pls/ksh/docs/hun/modszgyors/farmodsz06.html>.

inflációs mutató a fogyasztóiár-index 12 havi (éves), valamint havi változása. Az aktuális folyamatok megragadása szempontjából az előbbi mutató előnye, hogy kiszűri a rövid távú (éven belüli, átmeneti vagy szezonális) ingadozások hatásait, hátránya, hogy érzékeny a bázisidőszak (a viszonyítási hónap) árindexére, azaz jelentős az ún. *bázishatás*. A havi index viszont túlzottan érzékeny az átmeneti vagy szezonális tényezőkre, amelyek hónapról hónapra jelentősen megváltozhatnak. Előnye, hogy amennyiben ezen hatásoktól sikerül kellően megtisztítani, a rövid távú folyamatokról – a bázishatás hiányában – jobb képet adhat, mint az éves index.

Az inflációt ugyan az egyik legmegbízhatóbban mérhető makrogazdasági adatnak tekintjük, azonban a mintavétel nehézségeiből fakadóan adódhatnak mérési torzítások. Egyrészt a termékek és szolgáltatások folyamatosan minőségváltozáson esnek keresztül, amely változások gyakran nehezen beazonosíthatók, számszerűsíthetők. A jobb minőség miatti áremelkedést nem tekintjük inflációnak, tehát ha általában inkább minőségjavulás a jellemző, akkor az ezt figyelmen kívül hagyó inflációs mérőszám felfelé torzít: magasabb lesz, mint a tényleges fogyasztóiárszínvonal-emelkedés, azaz a tényleges vásárlóerő-csökkenés. Másrészt a fogyasztásban részt vevő jószágok köre is változik, amely változás egyik fő hajtóereje – elsősorban a technika fejlődése révén – az új áruk megjelenése. Az infláció mérésében részt vevő termékek köre és azok egymáshoz viszonyított súlya ugyan igyekszik követni a fogyasztási szerkezet változását, ám ez csak késésekkel lehetséges; a KSH Magyarországon a két évvel korábbi fogyasztási szerkezetet veszi alapul.

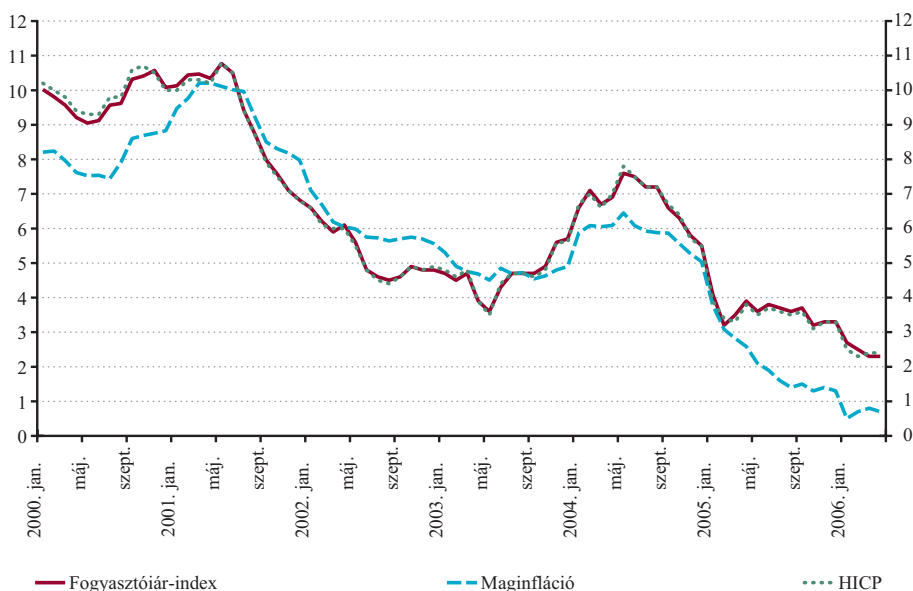
A monetáris politika vitele szempontjából kulcsfontosságú az ún. maginflációs mutató. Ennek funkciója, hogy a trendinflációs folyamatokat tükrözze, azaz olyan mutató legyen, amely a túlzottan változékony és kiszámíthatatlan, vagy a nem a piac által meghatározott árak hatásait és a szezonálisból fakadó torzításokat kiszűri. Ennek megfelelően Magyarországon a maginfláció nem tartalmazza az idényáras termékek (feldolgozatlan élelmiszerek: pl. zöldség, gyümölcs), a piaci energia és üzemanyag, valamint a hatósági áras termékek, illetve szolgáltatások (pl. tb által támogatott gyógyszerek) árait. Az így képzett mutató a teljes fogyasztóiár-index 66%-át fedi le, és szezonálisan kiigazított formában közlik. A maginfláció átmenetileg akár egy-két százalékponttal is eltérhet a normál inflációs mutatótól (lásd az 1-1. ábrát).

A hazai fogyasztóiár-indextől csak elhanyagolható mértékben tér el az euroövezetben használt és az eurobevezetés feltételeinél figyelembe vett, ún. harmonizált fogyasztóiár-index (Harmonized Index of Consumer Prices, HICP).¹²

¹² Az eurobevezetésről bővebben lásd az 1.2.1. alfejezetet.

1-1. ábra

Az infláció, a maginfláció és a HICP alakulása Magyarországon
(előző év azonos időszakához viszonyított változás, százalék)



Számos tapasztalat rámutatott, és erős elméleti érvek szólnak amellett, hogy az árak stabilitása kulcsfontosságú a gazdaság zökkenőmentes működése, fejlődése számára. A kirívóan gyors árszínvonal-emelkedés, azaz a hiperinfláció költségei nyilvánvalóak, hiszen ilyen időkből a korábban használt fizetőeszköz elveszti pénzfunkcióit, ezáltal megszűnik az árak informatív szerepe, nehezebbé válik a kereskedelem és értéküket veszítik a pénzbeni megtakarítások – tehát jelentős reálgazdasági költségek és ezáltal jóléti veszteségek keletkeznek. Emellett azonban az infláció kevésbé kirívó, egy számjegyre értékeinél is jelentős társadalmi költségek jelentkeznek¹³:

1. Piaci környezetben az árak a gazdaság legfontosabb információforrásai. Egy termék ár-emelkedésének példáján bemutatva: az emelkedő ár növekvő keresletet és/vagy csökkenő kínálatot jelez, ezáltal automatikusan a megfelelő lépésre ösztönözve az eladókat és a vevőket: a keresett termékek eladói új kapacitásokat építenek ki, ezzel növelve a későbbi kínálatot, a vevők pedig alternatív, hatékonyabban és olcsóbban előállított terméket keresnek. Az árak eme **orientációs szerepe** kulcsfontosságú abban, hogy a gazdaság szűkös erőfor-

¹³ Az infláció költségeinek bemutatását részletesebben olvashatjuk Kiss-Krekó (2004) tanulmányában.

rásait hatékonyan használjuk fel. Ezt a szerepet viszont annál kevésbé tudják betölteni, minél nehezebben különböztethető meg egymástól az árszínvonal általános emelkedése és az egyes termékek árának emelkedése. Az **árak gyakori és nagymértékű emelkedése** pedig épp ilyen helyzetet eredményez, következésképpen **gátolja az erőforrások hatékony elosztását**.

2. Magas infláció tipikusan az infláció nagyobb változékonyságával, kevésbé kiszámítható alakulásával jár. Ezáltal torzítja a vállalati kimutatásokat, az üzleti folyamatok megítélését, és **aláássa a vállalkozási, beruházási kedvet**, hiszen kevésbé tervezhető a jövőbeli bevételek és költségek reálértékének alakulása. Ezt másképp úgy fogalmazhatjuk meg, hogy csökken a tőkepiacok hatékonyságát, mivel a befektetők *inflációs kockázati felárat* várnak el befektetéseiktől. Ezenfelül a pénzügyi termékek futamidejét vagy átárazódási gyakoriságát le rövidíti, és a kamat arányát megnöveli a törlesztéshez képest, ezáltal megnehezítve a hitel-felvételt. Mindezen káros hatások miatt inflációs környezetben a tőkepiac hosszú szegmen-sei (vagyis a hosszú lejáratú pénzügyi és vagyoneszközök kereskedelme) kevésbé vagy egyáltalán nem fejlődnek ki, ami gátolja a beruházások növekedését, a hosszabb távú versenyképességet, végső soron pedig a növekedést.
3. Az infláció a háztartások pénzügyi megtakarítási kedvére is negatív hatással van: a növekvő ártól való félelem miatt előrehozzák fogyasztásukat, illetve reáljóságokat halmoznak fel az árnövekedés elleni védekezés gyanánt. Másképp fogalmazva: **csökken a pénzügyi megtakarítások vonzereje**, hiszen azok jövőbeli reálhozamai nehezebben kalkulálhatók.
4. **A várttól eltérő árszínvonal-alakulás nem szándékolt jövedelem- és vagyon-újraelosztáshoz vezet.** Ez az adós-hitelező viszonyában különösen szembetűnő, de minden, előre rögzített és a jövőben esedékes pénzmozgásokról szóló megállapodás esetén felmerülő probléma. Az ebből fakadó költségek a gyengébb alkupozícióval rendelkező társadalmi csoportokat (nyugdíjasok, alacsony jövedelműek) sújthatják leginkább.
5. Az állami bevételek (pl. illetékek) és kiadások (pl. jóléti juttatások) egy része esetében **jogszabályokban rögzített, nominálisan fixált** azok mértéke, tipikusan kb. egy évre előre. Az árak emelkedésével ezen összegek reálértéke csökken, amelyhez a törvényhozás általában csak jelentős késéssel tud alkalmazkodni. Továbbá az infláció előbb-utóbb tipikusan a nominális bérek növekedésével is együtt jár, így a sávós adórendszerek változatlan paraméterei (sávhatárok, adókulcsok) a megváltozott bérviszonyok mellett nem a kívánt hatást érik el.
6. Növekvő árak mellett csökken a készpénz reálértéke, vásárlóereje. A készpénztulajdonosok által ily módon elszenvedett, a vásárolható javak értékében bekövetkezett veszteség az **inflációs adó**¹⁴.

¹⁴ Ez a jövedelem az állam pénzteremtési monopóliumából származó jövedelmének, az ún. seigniorage-nek egy része.

7. Az árak gyakori megváltoztatása az áruk, szolgáltatások árainak átárazási költségei miatt egyes tevékenységeknél jelentős költségekkel is járhat, ezek az ún. **menüköltségek**. (Az elnevezés az étlapok újranyomtatásával járó átárazási költségekre utal).
8. Infláció esetén általában nő a gazdaság pénzigénye, amely a **készpénz- és számlapénzkezelés költségein** keresztül okoz jóléti veszteséget, hiszen erőforrásokat von el más tevékenységektől.

Az infláció fentebb felsorolt káros hatásai annál erősebbek, minél magasabb és minél változékonyabb, kiszámíthatatlanabb az infláció. Ráadásul a tapasztalatok azt mutatják, hogy magasabb múltbéli inflációt látva a gazdasági szereplők magasabb várt inflációval számolnak. Mivel az árakat végső soron a magángazdaság szereplői alakítják, így magas inflációs várakozásaik nagyban hozzájárulnak az infláció magas szinten maradásához, illetve a csökkenés lassú, fokozatos voltához (inflációs tehetetlenség, idegen szóval inercia). Az infláció *jelenlegi* lejtőre tehát nagyban hozzájárul az infláció *jövőben* is kedvező alakulásához.

Amennyiben viszont felmerül annak veszélye, hogy az árstabilitási cél veszít prioritásából, öngerjesztő inflációs folyamatok indulhatnak be, amelyek a hiperinfláció kialakulásának esélyeit is megnövelik. Ilyen káros, öngerjesztő folyamatok megelőzésére, a várakozások koordinálása, „lehorgonyozása” végett a gazdaságnak szüksége van egy ún. **nominális horgonyra**, azaz egy kitüntetett nominális változóra (infláció, árfolyam, pénzmennyiség stb.), amely alakulásáért a jegybank felelősséget vállal. Ha ugyanis a gazdasági szereplők számára nincs semmilyen orientáció a nominális változók – az árak, bérek, valutaárfolyamok stb. – alakulására nézve, akkor a meglepetésszerű változások, *sokkok* könnyen instabillá tehetik a gazdaságot (lásd az 1-5. keretes írást arról, hogy az inflációs célkövetésen túlmenően milyen nominális horgonyt választhat a jegybank).

Egy egyszerű példán szemléltetve, tegyük fel, hogy bekövetkezik egy előre nem látott, tartós olajár-emelkedés. Ennek hatására az olajat felhasználó vállalatok megnövelik áraikat, amelyre a fogyasztók is számítanak. Bérük vásárlóerejének megőrzése érdekében ezért magasabb nominális béreket követelnek. A magasabb bérek viszont költségnövekedést jelentenek a vállalatoknak, akik ezért ismét áremelésre kényszerülnek, beindítva az ún. ár-bér spirált.

Nominális horgony hiányában a folyamat akár a végtelenségig is fokozódhat, hiperinflációba torkollva. Ha viszont a gazdaság szereplői számítanak arra, hogy a pénzteremtésért és az árstabilitásért felelős hatóság, a jegybank minden rendelkezésére álló eszközt felhasznál az ilyen helyzetek elkerülése érdekében, és egy előre bejelentett pálya közelében tartja a nominális változókat, akkor az imént vázolt inflációs folyamat már csírájában elhal. A jegybank számára rendelkezésre álló eszközök – a rövid kamatok és a nominális árfolyam meghatározása, illetve befolyásolása – képessé teszik arra, hogy közép és hosszú távon kordában tartsa a nominális változók alakulását. Az árstabilitás tehát nemcsak a jelenlegi infláció alacsony szintjét, hanem annak kiszámítható alakulását, azaz az inflációs várakozások stabilizálódását is jelenti.

1.1.3. Az árstabilitásra törekvő jegybankkal szembeni általános követelmények

Szem előtt tartva az árstabilitási célt és a jegybanki lépések hatásmechanizmusának, az ún. *transzmisszióknak*¹⁵ az összetettségét és bizonytalanságait, megfogalmazható néhány, mind elméletileg, mind a nemzetközi gyakorlat által igazolt általános monetáris politikai alapelv. Széles körben elfogadott és a tapasztalatokkal egybecsengő nézet, hogy a jegybank nem képes arra, hogy azonnal és végérvényesen megteremtse és fenntartsa az árstabilitást. A jegybank a fogyasztói árak alakulására ugyanis csak számos áttételen keresztül, hosszabb idő elteltével képes hatni, mivel az árak túlnyomó része végső soron a piacon, a gazdasági szereplők interakciói által határozódik meg. A gazdasági környezet jövőbeli alakulása viszont szükségszerűen bizonytalan: előre nem látható sokkok érhetik a gazdaságot, továbbá a gazdaság működése, illetve az arról alkotott elképzelések is változhatnak. Eme kettősségből – a monetáris politika viszonylag lassú hatásmechanizmusából és a gazdasági környezet előre nem látható változásaiból – néhány általános, bármely jegybank által szem előtt tartandó elv következik:

- Hangsúlyozottan **előretekintő viselkedés**: a gazdaság lehetséges jövőbeli pályáit, azok inflációs következményeit gondosan mérlegelni kell mind döntéseinél, mind kommunikációjában.
- A **várakozások alakítása**: a gazdasági szereplők várakozásainak a jegybanki célokhoz való igazítása kulcsfontosságú, hiszen az árakat végső soron a gazdasági szereplők alakítják. A célokkal konzisztens várakozások mellett a célok hatékonyabban elérhetők.
- **Széles körű, átfogó információfeldolgozás** a bizonytalanság minimalizálása érdekében: ideális esetben minden, az infláció alakulása szempontjából releváns információt figyelembe kell hogy vegyen döntéseinél, miközben kommunikációjában nyíltan hangsúlyoznia kell a bizonytalanság jelenlétét.

Amint azt az 1.4. alfejezet részletesen bemutatja, az MNB által működtetett, ún. inflációs célkövetéses rezsimben ezek az elvek expliciten, hangsúlyosan és intézményesült formában jelennek meg.

1.1.4. A gazdaságpolitika egyéb elemeinek hatása a monetáris politikára

A jegybank ugyan közép- és hosszú távon hatékonyan képes befolyásolni az inflációt, ám a gazdaságpolitika más területei – különösen a strukturális és fiskális politika – nagyban meghatározzák mozgásterét és lépéseinek hatékonyságát. A monetáris politika eredményessége ugyanis számos olyan tényezőn is múlik, amelyekre a jegybank egyáltalán nem vagy csak igen korlátozott mértékben képes hatni:

¹⁵ A monetáris politika transzmissziós mechanizmusa az a folyamat, amely leírja, a jegybanki lépések hogyan, mely csatornákon keresztül hatnak az árakra, a kibocsátásra. Lásd részletesen a monetáris transzmisszióról szóló fejezetet.

1. Általánosságban megállapítható, hogy minél inkább a piaci mechanizmusok érvényesülnek az áru-, munkaerő és tőkejavak piacán, annál hatékonyabban működik a monetáris politika. A piaci környezet fejlesztésére, a verseny elősegítésére irányuló **strukturális politikák** tehát jelentősen befolyásolhatják a monetáris politika hatékonyságát.
2. A **fiskális politika** közvetlenül (szabályozott árak, adók) és közvetetten (jövedelem-újraelosztás, állami kiadásokon és bevételeken keresztüli keresletmenedzsment révén) is hat az inflációra.
3. A fiskális politika, tágabb értelemben a kormányzat antiinflációs elkötelezettsége közvetetten hat a monetáris politika és a jegybank hitelességére is. Az **államadósság fenntarthatósága, a jegybank jogi és de facto függetlensége**, illetve ezek piaci megítélése kulcsfontosságú a tekintetben, hogy a gazdasági szereplők elhiggyék: az állam nem fogja a monetáris politika eszközeit az adósságtérhek enyhítésére használni, hiszen az súlyos inflációs következményekkel jár.
4. A **gazdaság nyitottsági foka** is jelentősen meghatározza a monetáris politika mozgásterét. A nyitottabb gazdaságokban, azaz a külfölddel aktívan kereskedő országokban tipikusan kevésbé hatékony a monetáris politika. Különösen igaz ez a jelentős nemzetközi tőkeáramlásnak kitett és kockázatos makrogazdasági környezettel rendelkező országok esetében. Az országtól elvárt kockázati prémium (vagyis a külföldi befektetők által elvárt több-lethozam, amely mellett hajlandóak a hazai értékpapírokba pénzt fektetni) ugyanis rendkívül változékony lehet, amely azonnal lecsapódik a valutaárfolyamokban, illetve – a jegybank viselkedésének függvényében – a kamatokban.

Ugyan a fenti tényezőket és azok relatív fontosságát figyelembe kell venni a monetáris politikai stratégia megválasztásánál és kialakításánál, ezek a korlátok elsősorban a rezsimtől függetlenül, általánosan jelentkeznek és gátolhatják a hatékony és eredményes monetáris politikát. Épp ezért fontos, hogy a jegybank világossá tegye a nyilvánosság számára, hogy az adott gazdasági környezetben mire képes és mire nem képes (mi a monetáris politika célja) és azt hogyan látja megvalósíthatónak (milyen monetáris stratégiát követ).

1.2. EURÓPAI UNIÓS KÖVETELMÉNYEK A MONETÁRIS POLITIKAI STRATÉGIÁVAL SZEMBEN

Az európai döntéshozók az infláció költségeire és a monetáris politika hatékonyságára vonatkozó közgazdasági irodalom eredményeivel összhangban alkották meg az európai monetáris politikára vonatkozó szabályokat. Az Európai Unió (EU) alapelvei elismerik, és a tagországoktól meg is követelik az árstabilitást, mint elsődleges monetáris politikai célt, valamint az ennek eléréséhez szükséges független és átlátható jegybanki működést. Magyarország a 2004-es EU-csatlakozással kötelezettséget vállalt az euro bevezetésére, természetesen az ahhoz szükséges feltételek megteremtésével együtt. Ezért Magyarország monetáris politikai stratégiájának kialakításakor figyelembe kellett és kell venni mind az ország EU-tagságából adódó, a mo-

netáris politikára vonatkozó követelményeket, mind pedig az euro jövőbeni bevezetéséhez szükséges feltételek teljesítését. Hangsúlyoznunk kell azonban, hogy a tagságból adódó európai elvárások nem külső kényszerből fakadó kötelezettségek, hiszen az európai célok egybeesnek saját céljainkkal: uniós tagságunktól függetlenül is az ország érdeke egy stabilitásorientált gazdaságpolitika.

Magyarország Európai Unióba való belépésével egyidejűleg a magyar jegybank a Központi Bankok Európai Rendszerének (KBER) is tagja lett.¹⁶ Két döntő fontosságú követelményre érdemes felhívni a figyelmet – a többek között – a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) alapjait lefektető és az abban részt venni kívánó országokkal szembeni feltételeket meghatározó maastrichti szerződésből. Az egyik, hogy a tagbankok elsődleges és kizárólagos céljaként az árstabilitás fenntartását jelöli meg. Az árstabilitás, mint elsődleges és kizárólagos végső cél törvényerőre emelése tehát a közgazdasági elméleti ajánlásokkal egybehangzó jogi kötelezettsége is az uniós jegybankoknak. A másik fontos követelmény, hogy a tagbankoknak függetlennek kell lenniük bármilyen politikai vagy gazdasági befolyástól, nemcsak monetáris politikai, hanem személyi, működési és pénzügyi kérdésekben is.

A monetáris politika és a választott stratégia szempontjából érdemes kiemelni egy további, EU-tagságunkból fakadó követelményt: a tőkemozgások teljes liberalizálását. A devizaliberalizáció ugyanis jelentősen mérsékli egy tisztán árfolyammenedzsmentre épülő monetáris politikai stratégia tartós sikerének esélyeit, tovább szűkítve ezzel a választható monetáris politikai stratégiák körét.

Az EU-tagság egyben azt is jelenti, hogy a magyar piaci szereplők is az egységes európai piacon versenyeznek. Az unió már megalakulásától kezdve nagy hangsúlyt fektet egyrészt az egyenlő versenyfeltételek kialakítására, másrészt pedig a közös piac minél hatékonyabb működését elősegítő gazdaságpolitikai irányvonalak meghatározására. Ennek a folyamatosan bővülő és változó közösségi „csomagnak” a része – többek között –, hogy a tagországok közötti túlzott árfolyam-ingadozások elkerülésére kell törekedniük a résztvevőknek (az árfolyam „közös érdek”), ezzel is elősegítve a kiszámítható gazdasági környezet létrehozását a piaci szereplők számára. Ez az alapgondolat hozta létre az európai árfolyam-mechanizmust (ERM) és vezetett később a monetáris unió létrehozásáig.

Az EU tagországai, Nagy-Britannia és Dánia kivételével, elkötelezték magukat a monetáris unióban való részvételre is. Az euro bevezetésének jól meghatározott, ún. konvergencia-kritériumai vannak (lásd az 1-3. keretes írást), a tagországi gazdaságpolitika ezek teljesülésére kell hogy irányuljon. Magyarország esetében az eurobevezetés nemcsak jogi kötelezettség, hanem hosszú távú gazdasági érdek is (lásd bővebben az eurobevezetés hasznairól és költségeiről szóló 1. mellékletet). A választott monetáris politikai stratégiának ezért alkalmazságnak kell lennie arra is, hogy a konvergenciakritériumoknak minél kisebb áldozattal tudjunk megfelelni.

¹⁶ A KBER tagbankjaira vonatkozó jogi szabályozást a maastrichti *Egyezmény az Európai Unióról* tartalmazza.

1.2.1. Az eurobevezetés feltételei

A maastrichti szerződés nominális konvergenciakritériumai a monetáris és fiskális politika alakulásának jól mérhető jellemzőit szorítják korlátok közé, hogy megvalósuljon a monetáris unió hatékony működéséhez szükséges előzetes makrogazdasági konvergencia a tagországok között. Három kritériumot, az árstabilitást, a hosszú távú kamatkonvergenciát és a fenntartható államháztartási pozíció követelményét egyéves, míg az árfolyam-stabilitási kritériumot kétéves referencia-időszakra határozták meg. Bár a szerződés referencia-időszakokat határoz meg a konvergenciakritériumok vizsgálatára, hangsúlyozza, hogy a kritériumokat fenntartható módon kell teljesíteni. Ez azt jelenti, hogy elvben nincs lehetőség a kritériumok egyszeri intézkedésekkel való átmeneti teljesítésére, ezért az ilyen próbálkozások kiszűrése érdekében minden kritérium esetében egyéb jelzőszámokat is figyelembe vesznek a vizsgálatkor.

1-3. keretes írás: A maastrichti konvergenciakritériumok

1. Az euroövezet árstabilitása érdekében a vizsgált tagország **harmonizált fogyasztóiár-indexének (HICP)** 12 havi átlaga a konvergenciajelentésben meghatározott egyéves periódusban legfeljebb 1,5 százalékponttal haladhatja meg a három legalacsonyabb inflációs rátát felmutató tagállam inflációjának ugyanezen időszakra számított számtani átlagát.
2. A maastrichti szerződés szerint a vizsgált tagország **hosszú távú kamatlábának** 12 havi átlaga a konvergenciajelentésben meghatározott egyéves periódusra legfeljebb 2 százalékponttal múlhatja felül a három legalacsonyabb *inflációs rátát* felmutató tagállam hosszú távú kamatainak számtani átlagát.
3. A GMU III. szakaszában részt vevő, illetve az eurót bevezetni szándékozó országok **kormányzatainak fenntartható pénzügyi pozícióval** kell rendelkezniük. A kritérium szerint ez akkor valósul meg, ha az adott tagország a részt vevő országokról való európai tanácsi döntés idején nem áll úgynevezett túlzottdeficit-eljárás alatt. A túlzott hiány elkerülése nemcsak az euro bevezetéséhez szükséges, de egyben minden EU-tagállam törvényi kötelezettsége is.
4. Az adott tagország valutájának **piaci árfolyama** az Európai Monetáris Rendszer árfolyam-mechanizmusában (az ERM-II-ben) meghatározott normál ingadozási sávon belül kell hogy tartózkodjon „komoly feszültségek” nélkül úgy, hogy nem kerülhet sor az euróval szemben megállapított középárfolyam egyoldalú leértékelésére a konvergenciajelentést megelőző két évben.

A konvergenciakritériumokat úgy választották meg, hogy fenntartható módon egyik kritérium sem teljesíthető önmagában, a másik három nélkül. A kritériumok mögötti közgazdasági érvek döntő többsége a már a monetáris uniót megelőző árstabilitás és antiinflációs elkötelezettség előnyeire alapul. Talán a legvitatottabb kritérium az árfolyam-stabilitás megkövetelése az euró bevezetni szándékozó országoktól. Ennek oka, hogy egyrészt a múltbeli árfolyam-alakulásnak nagyon kicsi a magyarázó ereje a jövőbeni alakulásra vonatkozóan, másrészt túlzott árfolyam-ingadozások (leértékelődések) nemcsak országspecifikus (aszimmetrikus) sokkok miatt, ha-

nem a gazdaság alapvető folyamataitól, az ún. fundamentumoktól függetlenül, pénzügyi „fertőzés” következményeként is kialakulhatnak.

Az euroövezetbe való belépésig tartó időszakban a csatlakozó országok eldönthetik, hogy milyen árfolyam-rendszert tartanak fenn. Az EU-belépést követően ugyan az árfolyam-politikát – az euroövezetbeli-résztvételtől függetlenül – az EU tagországainak közös érdekű ügyként kell kezelniük, de nem feltétlenül kell az új tagoknak a módosított európai árfolyam-mechanizmusba (ERM-II) azonnal belépni. Az eurobevezetést megelőzően azonban legalább két évig komolyabb árfolyam-ingadozás és a középárfolyam egyoldalúan kezdeményezett leértékelése nélkül részt kell vennie minden csatlakozónak az ERM-II-ben.¹⁷

1-4. keretes írás: Az ERM-II árfolyam-mechanizmus

A közös valuta bevezetése az ERM (exchange rate mechanism) eredeti kereteit irrelevánssá tette. Az úgynevezett ERM-II árfolyam-mechanizmus a GMU harmadik szakaszával együtt, 1999. január 1-jével lépett életbe, felváltva az árfolyamokat addig szabályozó ERM-et. A részvétel a módosított árfolyam-mechanizmusban – hasonlóan a korábbi rendszerhez – önkéntes, ugyanakkor a konvergenciakritériumokat nem teljesítő országok részvételét hivatalosan „elvárják” az ERM-II-ben. Az ERM-II-t tehát alapvetően egy átmeneti árfolyamrendszernek szánták, arra az időre, amíg az országok felkészülnek a monetáris unióba való belépésre.

A módosított árfolyamrendszerben az új közös valuta, az euro tölti be a központi szerepet. Az ERM-II-résztvételt megelőzően a rezsimben részt vevő ország valutája és az euro között meghatározzák a középárfolyamot, amely egyben a lebegtetési sáv közepét is jelenti. A módosított árfolyam-mechanizmusban a tagok valutái közti keresztárfolyamokat nem, csak az ország valutájának euróval szembeni középárfolyamát rögzítik.

Az ERM-II-t az 1992–93-as árfolyamválság tapasztalatait szem előtt tartva, az eredeti ERM-nél jóval rugalmasabbra tervezték. A lebegtetési sáv alapesetben, hasonlóan a válság utáni ERM-hez, meglehetősen széles ($\pm 15\%$). Ez a lebegtetési sáv azonban az adott ország kezdeményezésére – az Európai Központi Bank (EKB) egyetértésével – szűkíthető, amennyiben az új sáv szélesség összhangban van az illető ország euroövezethez való konvergenciájának mértékével.¹⁸

Az árfolyamnak a lebegtetési sávban tartása érdekében elvileg mindkét érintett félnek automatikus és korlátlan intervenció kötelezettsége van a sáv szélein. Ugyanakkor mind az érintett tagország, mind a mechanizmus eurooldalát képviselő EKB csak addig és olyan mértékig köteles az adott valuta árfolyamát támogatni, amíg az megítélésük szerint nem veszélyezteti a monetáris politika elsődleges célkitűzését, az árstabilitás megőrzését. Az érintett jegybankoknak joguk van a lebegtetési sávon belül is beavatkozni az árfolyam-alakulásba.

¹⁷ A saját nemzeti valutát megőrző Svédország azzal, hogy nem lép be az ERM-II-be, formálisan nem teljesíti a konvergenciakritériumokat, és így nem vehet részt a GMU-ban.

¹⁸ Dánia esetében pl. $\pm 2,25\%$ szélességű árfolyamsávot határoztak meg 1999. január 1-jétől.

Az új árfolyam-mechanizmus rugalmassága abban is megnyilvánul, hogy a rendszer kidolgozói nagy hangsúlyt fektettek arra, hogy a középárfolyamok kiigazítása idejében megtörténhessen. A lebegtetési sáv közepének megváltoztatását mind az EKB, mind az érintett ország kezdeményezheti. Így például elvben előfordulhat, hogy az érintett ország még nem értékelné le a valutáját – például mert mielőbbi GMU-csatlakozásra törekszik, és a leértékeléssel újra kezdődne a 2 éves megfigyelési periódus –, de az EKB kezdeményezi a leértékelést.

1.3. AZ INFLÁCIÓS CÉLKÖVETÉS MINT MONETÁRIS POLITIKAI STRATÉGIA

A modern jegybankoknak, így a Magyar Nemzeti Banknak és az euro bevezetését követően a magyar monetáris politikát is meghatározó Európai Központi Banknak is az elsődleges célja az árstabilitás elérése, illetve fenntartása.¹⁹ Az árstabilitás, mint elsődleges cél eléréséhez és fenntartásához szükség van egy nominális horgony kijelölésére, amely orientálja a gazdasági szereplők nominális változókra vonatkozó várakozásait. Ezenfelül szükség van egy intézményi keretre, amelyben a jegybank működteti a monetáris politikát: kijelöli az elsődleges cél eléréséhez alkalmazandó jegybanki eszközöket és a róluk való döntések menetét.²⁰

Az MNB 2001-ben az árfolyam-célkitűzés feladása és az inflációs célkövetéses stratégia bevezetése mellett döntött. Az inflációs célkövetéses rendszerben a nominális horgony szerepét a jegybank inflációs célja, az intézményi keret pedig a cél eléréséhez szükséges lépések és a döntéshozatal szabályai adják. Az új-zélandi jegybank 1989-ben elsőként alkalmazta ezt a monetáris politikai rezsimet, és – részben a sikeres működés láttán, részben a közgazdasági elméleti eredmények által inspirálva – a Nemzetközi Valutaalap klasszifikációja szerint ma már több mint 20 országban működik inflációs célkövetéses rendszer (lásd az 1-1. táblázatot). Köztük egyaránt megtalálhatók fejlett országok (pl. Nagy-Britannia, Svédország, Kanada), csakúgy, mint feltörekvő vagy fejlődő gazdaságok (pl. Chile, Csehország, Dél-afrikai Köztársaság).²¹ Az inflációs célkövetés ugyanakkor annak fényében is megfelelő választás, hogy Magyarországnak célja az euro minél hamarabbi bevezetése, hiszen a rendszer ideális keretet nyújt az inflációs kritérium teljesítéséhez.

¹⁹ A magyar elsődleges cél jogi háttéréről bővebben lásd a monetáris politika intézményi és jogi keretéről szóló fejezetet, valamint a magyar jegybanktörvényt, továbbá a Központi Bankok Európai Rendszere és az EKB alapokmányát.

²⁰ Az inflációs célkövetéses rendszer bevezetésének feltételeiről, illetve az infláció letörésében játszott szerepéről részletesen ír Csermely (1997).

²¹ A fejezet végi ajánlott olvasmányok között található hivatkozások az említett országok monetáris stratégiáinak bemutatására.

1-1. táblázat

Inflációs célkövetést alkalmazó országok

Feltörekvő piaci országok	Bevezetés ideje	Inflációs szint a bevezetéskor (%)	Inflációs cél* (%)
Izrael	1997 (II. n.év)	8,5	1–3
Csehország	1998 (I. n.év)	13,1	3 (±1)
Lengyelország	1998 (IV. n.év)	9,9	2,5 (±1)
Brazília	1999 (II. n.év)	3,3	4,5 (±2)
Chile	1999 (III. n.év)	2,9	2–4
Kolumbia	1999 (III. n.év)	9,3	5 (±0,5)
Dél-afrikai Köztársaság	2000 (I. n.év)	2,3	3–6
Thaiföld	2000 (II. n.év)	1,7	0–3,5
Dél-Korea	2001 (I. n.év)	3,2	2,5–3,5
Mexikó	2001 (I. n.év)	8,1	3 (±1)
Magyarország	2001 (II. n.év)	10,5	3,5
Peru	2002 (I. n.év)	–0,8	2,5 (±1)
Fülöp-szigetek	2002 (I. n.év)	3,8	5–6
Szlovákia	2005 (I. n.év)	3,2	3,5 (±1)
Indonézia	2005 (III. n.év)	7,8	5,5 (±1)
Románia	2005 (III. n.év)	8,8	7,5 (±1)
Törökország	2006 (I. n.év)	7,7	5
Fejlett országok			
Új-Zéland	1990 (I. n.év)	7,0	1–3
Kanada	1991 (I. n.év)	6,2	1–3
Egyesült Királyság	1992 (IV. n.év)	3,6	2
Svédország	1993 (I. n.év)	4,8	2 (±1)
Ausztrália	1993 (II. n.év)	1,9	2–3
Izland	2001 (I. n.év)	3,9	2,5
Norvégia	2001 (I. n.év)	3,7	2,5

* 2006 márciusában érvényes célok.

Forrás: Nemzetközi Valutaalap (2006), jegybankok honlapjai.

Megjegyzés: mindegyik ország készít inflációs előrejelzést, és – Mexikó kivételével – mindegyik ország nyilvánosságra is hozza azt.

1.3.1. Az inflációs célkövetéses stratégia fő elemei

A rezsिम legfontosabb eleme a számszerű, előre kijelölt inflációs cél, amelynek egy előre rögzített időhorizonton történő elérésére kötelezettséget vállal a jegybank. Ez a cél elsőbbségét élvez más jegybanki célokkal szemben, és az eléréséhez szükséges jegybanki eszközök alkalmazásában a monetáris politika önállóan dönt, függetlenül a gazdaságpolitika egyéb szereplőitől.

Alapvető fontosságú továbbá, hogy a jegybank magas színvonalú elemző és előrejelző képességgel rendelkezzen, hiszen a döntések alapjául az inflációs előrejelzés szolgál. Ennek oka, hogy

a gazdaságot érő sokkok eltéríthetik az infláció mértékét a célként kijelölt értéktől, és a sokkok inflációs hatásainak azonnali és folyamatos semlegesítése nem lehetséges a monetáris politika lassú, sok áttételen keresztül működő hatásmechanizmusa és a gazdaság jövőbeli pályájának bizonytalanságai miatt. Azon túl, hogy ez nem lehetséges, nem is lenne kívánatos: az infláció túl gyors visszahozásának ugyanis reálgazdasági költségei lehetnek. A jegybank tehát arra törekszik, hogy a jövőbeni inflációt – az inflációs előrejelzés alapján – a kijelölt cél közelében tartsa.

Az előrejelzés nem mechanikus függvénye egy-egy kitüntetett változónak (pl. monetáris aggregátumok vagy árfolyam), hanem lehetőség szerint minden, az infláció jövőbeli alakulása szempontjából releváns információt figyelembe vesz. Emellett különös hangsúlyt fektet az egyes információk (gazdasági változók, indikátorok stb.) bizonytalanságainak kezelésére. Továbbá a nehezen előrejelezhető, illetve a gazdaságpolitika által meghatározott változók (energiaárak, valutaárfolyamok, költségvetés, jegybanki alapkamat) esetében feltevésekkel kell hogy éljen.²²

Az inflációs cél és az inflációs előrejelzés viszonya, az előrejelzés mögött álló gazdasági folyamatok, illetve az előrejelzést övező bizonytalanság határozza meg, hogyan dönt a jegybank. A valóságot nagyban leegyszerűsíti, de a lényegét jól kifejezi, ha a stratégia lényegét így fogalmazzuk meg: a célhoz képest magasabb előrejelzés szigorító (restriktív), azaz inflációcsökkentő hatású, míg a célnál alacsonyabb előrejelzés lazább (expanzív), azaz infláció-növelő hatású monetáris politikát kíván.²³

Ez a leegyszerűsítés több szempontból sem tekinthető általános érvényű szabálynak. Egyrészt a gazdaságot érő sokkok természete, azok inflációs hatásai és időbeli lefolyásuk jelentősen módosíthatja ezt a döntési sémát. Másrészt az előrejelzés mögött meghúzódó, az egyes változókra (pl. olajárak, piaci árfolyamok) és a gazdaság működésére vonatkozó feltételezések bizonytalanságáról alkotott elképzelések ugyancsak fontos meghatározói a döntésnek. Mindezekon túl maga a szigorítás, illetve lazítás időzítése és mértéke az aktuális folyamatok további elemzésének, mérlegelésének függvénye.²⁴

A modern jegybankok, köztük az inflációs célkövetést alkalmazó jegybankok, szinte kivétel nélkül az **irányadó kamatszint** (jegybanki alapkamat) **alakításával** hajtják végre monetáris politikájukat: a kamatdöntések irányával, mértékével és időzítésével jelzik annak restriktív vagy expanzív voltát – emelés esetén szigorítást, csökkentés esetén lazítást. Az irányadó kamatszint egy

²² Az előrejelzés feltételelességével (kondicionalitásával) kapcsolatban heves viták folynak, akadémiai és jegybanki körökben egyaránt. Az egyik nézet szerint az előrejelzésnek már meg kell jelenítenie a cél elérése érdekében tett, jövőben várható monetáris politikai kamatlépések hatásait is, ezáltal valóban a jelenleg legvalószínűbbnek látszó forgatókönyvet mutatná be (endogén kamat- és árfolyampálya). A másik álláspont szerint az előrejelzési horizont egészen a jelenlegi szinten állandó alapkamat, illetve monetáris kondíciók feltevésével kell az előrejelzést elkészíteni, mert ez könnyebbé teszi a döntéshozást és a kommunikációt (exogén és konstans kamat-, ill. árfolyampálya). Egy harmadik megközelítés szerint a piac által beárzott monetáris kondíciók feltételezése mellett készül az előrejelzés (ugyancsak exogén, de piaci alapú kamat-, ill. árfolyampálya). Bővebben lásd pl. Bergo (2006), Rosenberg (2006), Woodford (2005).

²³ Ez az elv a jelenlegi kondíciók vagy a piac által várt kondíciók mellett készülő inflációs előrejelzés esetén érvényes, endogén kamat- és árfolyampályát feltételezve az előrejelzésnek a célhorizonton egybe kell esnie a céllal.

²⁴ A magyar rendszerről részletesebben lásd a 1.4. alfejezetet.

olyan kitüntetett pénzügyi eszköz kamata, amelynek alakulására a jegybanknak kizárólagos vagy legalábbis döntő befolyása van.²⁵ A monetáris politika már említett transzmissziós mechanizmusán keresztül játszódik le az a folyamat, amely során a jegybanki alapkamat hatást gyakorol az inflációra (lásd a monetáris politika transzmissziójáról szóló fejezetet).

Az aktuálisan érvényes irányadó kamatszintet, valamint a kamatdöntések mögött álló megfontolásokat a jegybank nyilvánosságra hozza. Az inflációs célkövetéses rendszerben ugyanis kiemelt szerepe van a jegybanki kommunikációnak. Az átlátható, **transzparens jegybanki működés** biztosítja, hogy a célok elérése érdekében hozott döntéseket a nyilvánosság nyomon követhesse, a mögöttük álló szándékot megérthesse. Ezáltal a jegybank elszámoltatható a közvélemény előtt, ami hozzájárul a jegybanki célok társadalmi támogatásához és a célok könnyebb teljesíthetőségéhez. A jegybanki döntések alátámasztása az egyik fő célja a jegybanki inflációs előrejelzés és az előrejelzés háttérében álló elemzések publikálásának is.²⁶

Az inflációs célkövetés tehát nem pusztán az inflációs cél számszerű kijelölését és követését jelenti. A rendszer lényegéhez minden, fentebb említett tényező hozzátartozik: a cél elsőbbségűsége, a jegybank függetlensége, az előretekintő, az információk széles körét figyelembe vevő döntéshozatal, valamint a transzparens és elszámoltatható működés és az ezáltal megkövetelt aktív kommunikáció.

1.3.2. Az inflációs célkövetéses rezsim erősségei

Az inflációs célkövetésre nemcsak önmagában, mint „optimális monetáris stratégiára” érdemes tekinteni, célszerű a lehetséges monetáris rezsimek egyikeként, az alternatívákkal szembeni előnyök és hátrányok felmutatásával is értékelni. Az alábbiakban ennek szellemében mutatjuk be, mely tényezők miatt tekinthető az általános monetáris politikai elvekhez jobban illeszkedő stratégiának, mint egyéb stratégiák (lásd még az alternatív monetáris politikai stratégiákról szóló 1-5. keretes írást).

Közvetlenül a végső célra koncentrálni. Az inflációs célkövetés egyik fő előnyére az elnevezése is utal: a monetáris politika által befolyásolható változók közül arra koncentrálni, amelynek a társadalmi jólét szempontjából a legközvetlenebb hatása van – az inflációra, azaz a fogyasztói ár-index változására. A cél megválasztása tehát közvetlenül hozzájárulhat a jegybank tevékenységének szélesebb körű társadalmi elfogadottságához.

A várakozások lehorgonyozása. Mivel az infláció alakulása a nyilvánosság számára is követhető, közvetlenül érzékelhető, az inflációs célok és azok teljesítése nagyobb figyelmet kaphatnak, mint egyéb, a jegybank által befolyásolható változókra vonatkozó célok (pénzmenyiség, árfolyam stb.). Sikeres inflációs célkövetés mellett tehát viszonylag gyorsan felépülhet a monetáris

²⁵ Magyarországon ez a kitüntetett pénzügyi eszköz (instrumentum) a kereskedelmi bankok számára elérhető kététes jegybanki betét. Bővebben lásd a monetáris politikai eszköztárról szóló fejezetben.

²⁶ Bővebben lásd az 1.5. alfejezetet.

ris politikába vetett hitelesség, amely nagyban hozzájárul az inflációs várakozásoknak a cél körüli lehorgonyzásához, ezáltal elősegíti, hogy a gazdasági szereplők az inflációs célokkal összhangban határozzák meg az árakat és béreket.

Az előrejelzés publikálása és az előrejelzésre alapozott döntéshozás révén nyíltan megjelenik az előretekintő jelleg. Mivel a monetáris politika csak jelentős késéssel képes az inflációra hatni, ezért előretekintve, az infláció várható alakulására alapozva kell döntést hoznia. Maga az inflációs előrejelzés egyértelműen megjeleníti a monetáris politika előretekintő jellegét, és bemutatja a várható inflációs pályát övező kockázatokat. Ezek révén világos keretet biztosít arra, hogy döntéseit megmagyarázza a pénzügyi piacok és a széles nyilvánosság számára.

Széles információs bázis. Arra törekszik, hogy minden, az infláció szempontjából releváns információt figyelembe vegyen: az inflációra ható összes változó alakulását beépíti az előrejelzésbe, így nem csak néhány, a múltban kitüntetett szerepet játszó változóra hagyatkozik. Továbbá az optimális kamatdöntés meghatározásánál a monetáris politika hatásmechanizmusának, a transzmisszióknak is minél több elemét igyekszik figyelembe venni. Ez nagy előnyt jelent olyan esetben, ha változik a gazdaság szerkezetéről és a transzmisszióról alkotott kép, hiszen a monetáris politikanak nem kell a célon és az ehhez kötődő kommunikáción változtatnia: továbbra is arra kell törekednie, hogy az inflációs előrejelzés – és végül a tényleges infláció – a cél közelében alakuljon. A döntés tehát olyan változóra koncentrál, amelynek a jövőbeli inflációval a lehető legszorosabb kapcsolata van – ez pedig maga az infláció előrejelzése.

Rugalmasság. Az inflációs célkövetést alkalmazó jegybankok lényeges vonása, hogy nem szigorúan és kizárólagosan csak az inflációs cél teljesülését veszik figyelembe monetáris politikájuk vitelekor. Nem mond ellent az inflációs célkövető rezsim logikájának sem a kibocsátás változékonyságának mérséklése, sem a pénzügyi stabilitás fenntartása.²⁷ Azáltal, hogy az inflációt nem mindenáron és nem állandóan kívánja a cél közelében tartani, illetve oda visszahozni, a jegybank a reálgazdasági költségeket és a pénzügyi rendszerbeli kockázatokat is figyelembe tudja venni. A célhorizont kijelölésével épp ezt teszi: az inflációt nem állandóan vagy a transzmisszió által meghatározott lehető legrövidebb időn belül kívánja a cél közelében tartani. Egy inflációs sokk – különösen kínálati oldalról jelentkező vagy átmeneti inflációs sokk – esetén tehát fokozatosan, a célhorizonton, a reálgazdasági költségeket mérsékelve és a pénzügyi stabilitási kockázatokat szem előtt tartva kívánja a cél közelébe hozni az inflációt.

Az inflációs célkövetéssel járó aktív jegybanki kommunikációból fakad a rugalmasság másik, a célok utólagos értékeléséhez kötődő előnye. Nevezetesen az, hogy a célok elmulasztása nem jár automatikusan hitelességvesztéssel. A jegybank ugyanis rendszeresen bemutatja az inflációra ható gazdasági folyamatokat, megmagyarázza az infláció alakulását, és a döntései alapjául szolgáló fejleményekre felhívja a figyelmet. Ha a gazdaságot érő sokkok természete olyan, hogy azok ellen a jegybank nem tud vagy csak túl nagy reálgazdasági veszteség árán tudna reagálni (tipikusan ilyenek a kínálati, illetve az átmeneti sokkok), és ez ismert a gazda-

²⁷ A jegybank pénzügyi stabilitásban betöltött szerepéről részletesen lásd a 2. fejezetet.

sági szereplők számára, akkor az inflációs cél ezen okokból történő elmulasztása nem jár a monetáris politika hitelességvesztésével.

1.3.3. Az inflációs célkövetéssel járó kihívások

Az inflációs célkövetéses rezsim optimális megvalósítása bizonyos szempontból nagyobb kihívásokkal járhat más monetáris politikai stratégiákkal összehasonlítva. A sikeres működtetés nehézségeit a következő tényezők okozzák:

A transzmissziós mechanizmus komplexitása. A széles információs bázison alapuló, az előrejelzésre fókuszáló döntéshozatal során a jegybanknak a lehető legpontosabb ismeretekkel kell rendelkeznie a monetáris transzmisszióról annak érdekében, hogy inflációs előrejelzését minél kisebb bizonytalansággal tudja elkészíteni. Ez különösen problémás átalakuló, feltörekvő országokban, de pl. a monetáris unió létrejötte hasonlóan bizonytalanná tette az euroövezet-szintű transzmissziós mechanizmus működésének leírását az EKB számára.

Aktív kommunikációs igény. A transzmissziós csatornák és a gazdaság szerkezetének időbeni változása miatt kulcsfontosságú a jegybanki lépések mögött meghúzódó megfontolások folyamatos megosztása a piaci szereplőkkel. A gyakran mély gazdasági összefüggések leírását igénylő, olykor a szakmai közvélemény számára sem teljesen egyértelmű érvek meggyőző előadása problémás lehet. A bonyolultabb gazdaságkép és a jegybanki lépések nehezebb kommunikálhatósága különösen felkészült és bizonyos alapkérdésekben egységes álláspontot képviselő monetáris döntéshozókat igényelhet annak érdekében, hogy az inflációs célkövetés megfelelően működhessen. Így képes jól kihasználni a rezsim két lényeges előnyét: a várakozások alakításán, koordinálásán keresztüli hatékonyabb transzmissziót, valamint a célok értékeléséhez kapcsolódó rugalmasságot (lásd az 1.3.2. alfejezetet.)

A pénz- és tőkepiacok fejlettsége és mélysége. Egyrészt a hatékony transzmisszió fejlett pénz- és tőkepiacokat igényel.²⁸ Másrészt az inflációs célkövetéses rendszer rugalmas árfolyamot tételez fel, amely alárendelt szerepben van a meghirdetett inflációs célhoz képest. Az átmeneti és feltörekvő gazdaságokban azonban a fejletlenebb pénz- és tőkepiacok és a teljes devizaliberalizáció mellett a nemzetközi kockázati megítélés hirtelen megváltozása könnyen pénzügyi instabilitáshoz vezethet.

A gazdaságpolitika egyéb elemeinek támogatása. A fiskális és strukturális politika támogatása nélkül a jegybank nem tudja teljesíteni árstabilitási célját. A gazdasági folyamatok jelentős részére a jegybanknak nincs közvetlen, de még közvetett hatása sem, ezért az infláció nem monetáris tényezők miatti alakulásának kiszámíthatósága nélkül nem tudja célját teljesíteni (lásd az 1.1.4. alfejezetet.)

Bizonyos mértékig természetesen bármely monetáris rezsimben nehézségeket támaszthatnak a fenti követelmények. Különösen a gazdaságpolitika többi elemének támogatása kritikus minden monetáris stratégia sikere szempontjából. Az inflációs célkövetés viszont ideálisan kom-

²⁸ Lásd a monetáris politika transzmissziójáról szóló fejezetet.

binál és intézményesít olyan elemeket (világos célok, előretekintés, átlátható működés stb.), amelyek – néhány alapvető, a piacgazdaságokban nagy valószínűséggel fennálló feltétel teljesülése esetén – jobb eredményre vezetnek, mint más monetáris rezsimek.²⁹

1-5. keretes írás: Alternatív monetáris politikai stratégiák

Monetáris célkitűzés (pénzmennyiség-szabályozás)

A jegybank meghatározza egy alkalmas monetáris aggregátumnak (pl. M3) az árstabilitással összhangban lévő jövőbeni pályáját. Ezt követően monetáris politikai eszközökkel igyekszik elérni, hogy a kiválasztott aggregátum valóban a meghirdetett pályát járja be. Elvben eléggé egyszerű és átlátható stratégia, ezért könnyű a széles közvéleménynek elmagyarázni a lényegét, illetve az egyes jegybanki lépéseket. Azonban mivel minden információt a monetáris aggregátummal kapcsolatban kell értékelni, ezért ha (legalább középtávon) nincs világos kapcsolat az infláció és az aggregátum között, akkor potenciális nehézségek merülnek fel mind a döntéshozatalban, mind pedig a kommunikációban. Az egyszerűség tehát nemcsak hasznos, hanem kockázatos is: a siker azon múlik, hogy van-e eléggé stabil kapcsolat a kiválasztott aggregátum és az infláció alakulása között.

A mai viszonyok között azonban ez a merev szabályértelmezés kudarcra van ítélve, mivel a pénzkereslet, illetve a pénzmennyiség és az infláció közötti kapcsolat nem eléggé szoros. A monetáris aggregátum célkitűzést az 1970-es évek közepétől sikeresen alkalmazó Bundesbank is pragmatikusan (rugalmasan) alkalmazta ezt a stratégiát. Annak ellenére, hogy az esetek mintegy felében nem teljesült a kitűzött pénzmennyiségi cél, az árstabilitás megvalósult.³⁰ A Bundesbank hitelessége – ami az árstabilitás biztosításán alapult – döntő szerepet játszott a sikerben és a közvéleményt „kárpótolta” a gyakori céltévesztésért.

Árfolyam-célkitűzés

Az árfolyamot intervencióval szűk sávban tartja a jegybank, vagy törvényi úton rögzíti az átváltási arányt (valutatanács). Árfolyam-célkitűzésről beszélünk azonban a csúszóárfolyam-rendszer esetében is, amikor a középárfolyamot előre bejelentett időpontokban változtatja a jegybank. A rendszer legfontosabb előnyei, hogy egyrészt – amennyiben hiteles a célvaluta monetáris politikája és maga a rögzítés – hitelességet importál, másrészt árfolyam-stabilitással jár, amely a bizonytalanság csökkentése révén kedvez a külkereskedelemnek.

Fő hátránya, hogy az országspecifikus gazdasági változásokra nem vagy csak igen korlátozottan tud reagálni a jegybank, hiszen monetáris politikai eszközei (a kamat, az árfolyam és a pénzmennyiség) az árfolyam rögzí-

²⁹ Az inflációs célkövetés bevezetéséhez szükséges előfeltételek fontosságának megítélése végett 31 (köztük inflációs célkövető és egyéb stratégiát követő) ország monetáris politikai teljesítményét értékeli Batini–Laxton (2005). Fő megállapításuk, hogy nincs szükség szigorú előfeltételek teljesítésére a rezsim sikeres működéséhez. Az IMF hasonló témát is érintő áttekintő tanulmánya (Roger–Stone, 2005) arra a következtetésre jut, hogy az inflációs célkövetés érdeme és sikere a rendszer rugalmasságának, nagyfokú transzparenciájának, valamint a reális alternatívák hiányának köszönhető. A feltörekvő piaci országok inflációs célkövetéssel kapcsolatos tapasztalatait áttekintő, későbbi IMF-tanulmány (IMF, 2006) fő konklúziója, hogy a rezsim jobb makrogazdasági teljesítménnyel és a válságokkal szemben kisebb sebezhetőséggel jár, mint az alternatív rezsimek.

³⁰ Lásd: Bundesbank (1995).

tésének vannak alárendelve. Például egy negatív keresleti sokk esetén a jegybank nem tudja segíteni a gazdaság egyensúlyhoz való visszatérését és az árstabilitást lazább monetáris kondíciók kialakításával, mert az árfolyamszint fenntartása – szabad nemzetközi tőkeáramlás mellett – bekorlátozza a jegybanki eszközök mozgásterét.

Ezen túl a rögzített árfolyam egy fontos, a gazdasági alkalmazkodást segítő piaci mechanizmust is kiiktat. Például egy cserearányomlást eredményező gazdasági sokkra – amely révén a külföldről importált áruk megdrágulnak a belföldről exportált árukhoz képest – az árfolyam nem tud a piaci mechanizmusokon keresztül reagálni, ezáltal nem tudja segíteni az alkalmazkodást. Így az alkalmazkodásnak teljes mértékben a – tapasztalatok alapján általában lassan változó, rugalmatlan – belföldi árakban és bérekben kell lejátszódnia, ami a szükségesnél nagyobb kibocsátásvesztéssel jár.

Ugyan az árfolyam rögzítésének szintje – a gazdasági folyamatokra reagálva – módosítható (kiigazítható rögzítés vagy csúszó leértékelés), a módosítás lehetősége, illetve a gyakori módosítások már önmagukban megnövelik az esélyét, hogy a piaci szereplők – akár a gazdaság alapvető folyamataitól (a fundamentumoktól) függetlenül is – spekulatív támadásokat intéznek az aktuális rögzítési árfolyam ellen. A piac ezáltal akkora nyomást helyezhet a jegybankra, hogy kénytelen lesz feladni az aktuális árfolyamcél, amely természetesen hitelességvesztéssel jár, és akár súlyos reálgazdasági károkat is okozhat.

Hibrid stratégia

Az EKB nem egy korábban már alkalmazott monetáris politikai stratégiát, hanem a monetáris célkitűzés és az inflációs célkitűzéses rendszer sajátos kombinációját választotta a monetáris unió indulásakor. A gazdasági jelzőszámok széles körét vizsgálja folyamatosan – beleértve a monetáris aggregátumokat is –, ugyanakkor nem világos, hogy melyiket milyen súllyal veszi figyelembe döntéshozatalkor. A transzparencia eme hiánya és a nehezen kommunikálható stratégia miatt az EKB számos kritikát kapott. A választott stratégia azonban biztosította számára azt a nagyfokú rugalmasságot, amelyre az euro bevezetésekor szüksége volt. A monetáris unió létrejötté ugyanis önmagában rendkívül nagy bizonytalanságot vitt a gazdasági előrejelzésekbe, nem lehetett megítélni, hogy a korábban ország szinten meglévő összefüggések hogyan alakulnak (erősödnek, gyengülnek vagy változatlanul maradnak) az euroövezet szintjén. Az EKB tehát nem tudott építeni egy megbízható inflációs előrejelzésre, illetve pénzmennyiség–infláció kapcsolatra 1999-ben. Ezt a problémát kerülte ki tulajdonképpen a lehető legnagyobb rugalmasságot biztosító stratégia választásával, felvállalva annak intenzívebb és szofisztikáltabb kommunikációs igényét.

Nincs bejelentett stratégia

Az amerikai Fed nemcsak végső céljában tér el a modern jegybankoktól, hanem abban is, hogy nincs nyilvánosságra hozott, előre bejelentett monetáris politikai stratégiája. A jegybank hitelessége tulajdonképpen a jegybankelnök személyére épül. Nem véletlen, hogy ennek a „stratégiának” a legnagyobb a kommunikációs igénye, minden jegybanki információnak jelentősége van a piac számára.

1.4. INFLÁCIÓS CÉLKÖVETÉS MAGYARORSZÁGON

1.4.1. Előzmények

Az 1995-ben kezdődő árfolyamalapú dezinfláció (inflációcsökkentés) 2001-re elérte korlátait. Egyrészt a fogyasztóiár-index akkor már hosszabb ideje „beragadt” a 10% körüli szinten, másrészt az erősödő spekulatív nyomás a szűk árfolyamsáv erős oldalán egyre költségesebbé tette a rendszer fenntartását. 2001-ben ezért a jegybank az árfolyamcél követéséről áttért a közvetlen inflációs célkövetés rendszerére, amihez az első lépés az árfolyamsáv kiszélesítése volt. Az árfolyamrendszer reformja végül a tőkemozgások liberalizálásával, majd a középárfolyam csúszó leértékelésének megszüntetésével lett teljes.³¹

A dezinfláció megakadása és a felértékelődési nyomás erősödése mellett a jegybank tisztában volt azzal, hogy Magyarország közelgő EU-tagsága miatt belátható időn belül változtatnia kell a törvényben meghatározott végső célján, és végre kell hajtania a devizaliberalizációt. Ezen túl pedig, az akkori kormánnyal egyetértésben, egy minél gyorsabb belépést célzott meg az euroövezetbe, ami a dezinfláció felgyorsítását és minél hamarabbi ERM-II-belépést igényelt. Ebben a sajátos helyzetben az MNB által választható monetáris politikai stratégiák közül az inflációs célkövetéses rendszer tűnt a legalkalmasabbnak.

Elsődleges árstabilitási célja miatt ugyanis érdemes volt olyan stratégiát választani, amely közvetlen kapcsolatban van az inflációval. E követelmény kizárta olyan rezsimek bevezetését, amelyek a nominális kamat vagy a nominális jövedelem célzására koncentrálnak. Az elmúlt időszak tapasztalatai nem támasztották alá az árfolyam és az infláció, illetve a monetáris aggregátumok és az infláció közötti stabil kapcsolat meglétét. Az egyszerűsített szabályok alkalmazása helyett tehát célszerűnek tűnt olyan stratégiát választani, amelynek lényegi eleme, hogy abban a lehető legszélesebb információhalmazra támaszkodva születnek meg a döntések. Ennek az alapelvnek megfelel az inflációs célkövetés, bár a rendszer valamennyi nehézségével is szembesülnie kellett a jegybanknak a kezdeti időszakban (lásd az 1.3.3. alfejezetet). Ráadásul, a gyors euroövezet-belépés meghirdetésének fényében ésszerűbb megoldásnak tűnt az inflációs célkövetéses rendszer logikájával konzisztens, szabadon lebegő árfolyamrendszer helyett egy, az ERM-II-höz hasonló árfolyamrendszer fenntartása a tényleges ERM-II-részvételig tartó átmeneti időszakra. Az árfolyam így továbbra is kitüntetett szerepben maradt, amelynek hátránya az eurobevezetés kitolódásakor egyértelművé is vált.

A bevezetés körüli nehézségek és az időszakos árfolyam-spekulációk ellenére az árstabilitás körüli, 3%-os infláció elérésével és a gazdasági környezet alacsonyabb inflációs környezethez való alkalmazkodásával – azaz az ezzel összhangban álló bérnövekedés és a csökkenő inflációs várakozások révén – a rezsim első 5 éve sikeresnek tekinthető. Előretekintve megállapítható, hogy az árstabilitás, mint kívánatos gazdaságpolitikai cél, valamint az ezzel összhang-

³¹ A rezsim tapasztalatait részletesen áttekinti „A monetáris politika vitele az inflációs célkitűzés rendszerében” c. fejezet.

ban álló európai uniós és eurobevezetéshez szükséges követelmények teljesíthetőnek tűnnek az inflációs célkövetés stratégiájával.³²

1-6. keretes írás: Árfolyamrendszerek Magyarországon

A gazdasági átalakulást közvetlenül követően, amikor nagy volt a bizonytalanság, magas volt az infláció és a gazdaságpolitikának nem volt hitelessége, a legtöbb rendszerváltó ország árfolyamra alapozott stabilizációt valósított meg. Ennek megfelelően rögzített, de kiigazítható árfolyamrendszert működtettek. Amikor a stabilizálódás feltételei kezdtek kialakulni (az árárányok átalakulása, a liberalizálás, a tömeges privatizáció végrehajtása után, a pénzügyi szektor stabilizálását követően) a legtöbb ország változtatott az árfolyamrendszerén. Ugyanis a rögzített árfolyamrendszereket fokozottan fenyegetik spekulatív támadások, továbbá ebben a rezsimben a jóléti szempontból elsődleges monetáris politikai cél (alacsony infláció) alárendelődik az árfolyamcélnek.

Magyarország 1995-ben – egy második stabilizációs program keretében – csúszó leértékelést vezetett be, szűk ingadozási sávval. Ebben a rendszerben a jegybank a leértékelési ütem fokozatos mérséklésével próbálta meg koordinálni az inflációs várakozásokat. Magyarországon azonban a csúszó árfolyamrendszer az egy számjegyű infláció közelében már gátolta a további gyors dezinflációt. Emellett a tőkeáramlás korlátainak leépítése egyre több problémát okozott: miközben a belső, árstabilitási célt csak az árfolyamnak alárendelve követhette a bank, a kamatlépéseket sokszor hatástalanította a tőkeáramlás. A magasabb kamatokra a gyorsabb tőkeáramlás volt a reakció, növelve a likviditást, és az infláció emelkedésével fenyegetett. A jegybank ezért folyamatos sterilizációra (a pénzpiacra megjelenő többletlikviditás kivonására) kényszerült.

Ezért Magyarország is egy rugalmasabb árfolyamrendszer mellett döntött 2001 tavaszán: az ERM-II-höz hasonló, ± 15 százalékos árfolyamsávot vezetett be az euróval szemben és ezt kombinálta az inflációs célkitűzés rendszerével. Egy teljesen szabadon lebegő árfolyam jobban megfelelt volna az inflációs célkitűzés stratégia logikájának és működésének, de az adott szituációban több érv szólt a széles sávú rendszer mellett is. Egyrészt a jegybank ekkor még bízhatott az euro gyors bevezetésében, ezért nem tűnt racionálisnak, hogy arra a rövid átmeneti időszakra, mielőtt Magyarország hivatalosan is az ERM-II tagja lehet, egy másik rendszer bevezetését javasolja. Másrészt a gazdaságpolitika nem akarta felvállalni egy esetleges túlzott felértékelődés kockázatát.

1.4.2. A magyar rezsim jellemzői

Az MNB inflációs célkövetéses rendszerének lényege – összhangban az 1.3. fejezetben írottakkal –, hogy a jegybank nyíltan kötelezettséget vállal az infláció szintjének egy előre bejelentett cél közelében tartására. Az inflációs célt a jegybank a kormánnyal egyetértésben határozza meg és ennek rendeli alá kamat- és árfolyampolitikáját.

³² Lásd ugyancsak „A monetáris politika vitele az inflációs célkitűzés rendszerében” c. fejezetet.

Az árstabilitásnak megfelelő **optimális inflációs szint** Magyarország esetében még hosszú évekig némileg meghaladja a fejlett országokban optimális szintet. Ennek oka, hogy a gazdasági átmenet és az azt követő felzárkózás többletinflációs nyomással jár. Eme többlet számszerű mértéke viszonylag kicsiny: a fejlett országokban jellemző 1-2,5%-os inflációs célhoz képest nálunk a felzárkózás idejére 2,3-3,2% körül alakul az infláció optimális szintje. A némileg magasabb optimális szint oka egyrészt az ún. Balassa–Samuelson-hatás (részletesebben lásd az 1-7. keretes írást), illetve a fejlett országokban tapasztalhatónál valószínűleg gyorsabb minőségjavulás és több új termék miatt az inflációs mutató nagyobb, felfelé irányuló torzítása.³³ Ez a szint már biztonsággal véd az árszínvonal-csökkenés (defláció) veszélyeitől és a lefelé valószínűleg rugalmatlanabb árak és bérek okozta jóléti veszteségektől.³⁴

1-7. keretes írás: A Balassa–Samuelson-hatás

A *Balassa–Samuelson-hatás* egy népszerű magyarázatot ad az országok közti termelékenységnövekedési ütemben lévő különbségek miatti inflációs differenciákra. A kevésbé fejlett, felzárkózó (tag)országokban a termelékenység növekedési üteme tipikusan meghaladja a fejlett országokban tapasztalt ütemet. A termelékenységet gyorsabban növelő, „konvergáló” gazdaság belső árárányai viszont nem azonosak a fejlett ország(ok) árárányaival. A külkereskedelmi forgalomba nem kerülő (non-tradable) termékek és szolgáltatások árszínvonala alacsonyabb, mint a fejlett országokban, és termelékenysége sem növekszik azonos mértékben a versenyző (tradable) szektorával.

A külfölddel nem versenyző szektor magasabb inflációját magyarázhatja, ha a külfölddel nem versenyző szektor termelékenységnövekedését meghaladó mértékű béreket kell fizetniük pl. a munkaerőért folytatott verseny miatt. Eszerint a versengő szektorban a termelékenység növekedését követő béreket fizetnek, amely a munkaerőért folytatott verseny miatt. Eszerint a versengő szektorban a termelékenység növekedését követő béreket fizetnek, amely a munkaerőért folytatott verseny miatt. Eszerint a versengő szektorban a termelékenység növekedését követő béreket fizetnek, amely a munkaerőért folytatott verseny miatt. Eszerint a versengő szektorban a termelékenység növekedését követő béreket fizetnek, amely a munkaerőért folytatott verseny miatt.

A felzárkózási folyamat során a relatív árakban megfigyelhető differencia fokozatosan megszűnik, ami a külfölddel nem versenyző termékek és szolgáltatások árszintjének relatíve gyorsabb növekedését jelenti, mivel a külkereskedelemben részt vevő termékek és szolgáltatások ára a verseny miatt elvileg közel azonos (egyetlen ár elve). Mivel a versenyző szektorban a nemzetközi árak határozzák meg az árszínvonalat, az árkiegyenlítődéssel magasabb átlagos inflációt fog eredményezni, ha az árfolyam rögzített. Empirikusan is megfigyelhető, hogy a kevésbé fejlett országok felzárkózásával párhuzamosan az árszínvonal is közeledik a fejlett országokéhoz.

Ha a nominális árfolyam felértékelődhet, akkor a termelékenységelőny a felzárkózó ország valutájának erősödésében is jelentkezhet. A hazai valuta felértékelődése azonban ebben az esetben egyensúlyi folyamat; mind-

³³ A fogyasztóiár-index mérésében jelentkező torzításokról bővebben lásd az 1-2. keretes írást.

³⁴ Az infláció optimális szintjéről és az árszínvonal-csökkenés (defláció) veszélyeiről lásd bővebben Kiss–Krekó (2004) tanulmányát.

addig nem igényel monetáris politikai beavatkozást, amíg a reálfelértékelődés mértéke a termelékenység növekedésében elért előnyön alapul. Ez azt is jelenti, hogy a felértékelődés nem a versenyképesség romlását jelenti, éppen ellenkezőleg, a versenyképesség javulásának megnyilvánulása.

Fontos azonban megjegyezni, hogy nem minden inflációs különbség vezethető vissza a gyorsabb termelékenységnövekedés fenti mechanizmusára. Ebben az esetben az inflációs különbség már nem egyensúlyi jelenség, a versenyképesség romlását is jelentheti (pl. ilyen tényező lehet a szabályozott árak liberalizálása következtében emelkedő árindex).

Az inflációs célkövetés bevezetésekor viszont a jegybank elsődleges feladata nem az árstabilitás fenntartása, hanem annak elérése volt. Ezért az első években a jegybank és a kormány nem törekedett az árstabilitásnak megfelelő inflációs szint számszerűsítésére, ehelyett 1,5-2 évre előre jelentették be az év végi célokat, ezáltal kijelölve a dezinflációs pályát (lásd az 1-2. táblázatot). A mérsékelt infláció elérésével azonban 2005. augusztusban lehetőség nyílt arra, hogy a kormány és az MNB **középtávú inflációs célt** tűzzön ki, amit a 2007-től kezdődő időszakra a 12 havi teljes fogyasztóiár-index 3 százalékos értékében határozott meg. A korábbi, év végi célokkal szemben a jelenlegi rezsimben a cél nem kitüntetett jövőbeli időpontokra vonatkozik, hanem folyamatosan érvényben van. A folyamatos érvényű cél legfontosabb előnye, hogy kiszámítható környezetet biztosít a gazdasági szereplők számára, segíti az inflációs várakozások lehorgonyzását, ezáltal hozzájárul ahhoz, hogy az infláció tartósan alacsony, az árstabilitásnak megfelelő szinten maradjon.

1-2. táblázat

Az MNB meghirdetett inflációs céljai

Kívánt elérési dátum	Cél értéke
2001. december	$7 \pm 1\%$
2002. december	$4,5 \pm 1\%$
2003. december	$3,5 \pm 1\%$
2004. december	$3,5 \pm 1\%$
2005. december	$4 \pm 1\%$
2006. december	$3,5 \pm 1\%$
2007–	3% (*)

*Középtávú folyamatos cél.

A középtávú cél mellett további érvek is szólnak. Az infláció alakulását ugyanis számos olyan átmeneti hatás is érheti, amely nem befolyásolja érdemben a hosszabb távú inflációs folyamatokat. Mivel az átmeneti tényezők ellensúlyozása jelentős és nemkívánatos reálgazdasági ingadozásokkal járhat, az MNB monetáris politikáját úgy alakítja, hogy az egyszeri inflációs hatásokat nem ellensúlyozza, ugyanakkor a tovagyrűző hatások kialakulását igyekszik megakadályozni az alacsony infláció hosszú távú stabilitásának biztosítása érdekében. Továbbá az

olyan gazdasági folyamatokra sem érdemes reagálni, amelyek inflációs hatásait a jegybanknak nincs vagy csak túlzott reálgazdasági áldozatok árán, azaz túl agresszív kamatlépésekkel van módja ellentételezni. Tipikusan ilyenek az úgynevezett kínálati sokkok (pl. olajár-emelkedés) vagy a fogyasztói árakat közvetlenül érintő adminisztratív intézkedésekből fakadó inflációs hatások (pl. áfaemelés). Az ilyen események elsődleges hatásai viszonylag gyorsan megjelennek a fogyasztóiár-indexben, a monetáris politika hatásmechanizmusánál lényegesen rövidebb idő alatt. Különösen ilyen esetekben hasznos indikátor a maginflációs mutató, amely a trendinflációs folyamatokat tükrözi, szemben az átmeneti folyamatokat is tükröző normál inflációs mutatóval.³⁵

Az ilyen sokkok hosszabb távú, másodlagos hatásai viszont már az aggregált kereslet és/vagy a várakozások megváltozásán keresztül módosíthatják az infláció jövőbeli alakulását.³⁶ Mivel a monetáris politikának – kellő időtávon túl – mind a keresletre, mind a várakozásokra van befolyása, az ezen időtávon jelentkező hatásokra már érdemes és optimális reagálni.³⁷ Az optimális horizont megválasztását nagyban meghatározza, hogy melyik az a tipikus időtáv, ahol az ilyen jellegű sokkok monetáris politika által ellentételezni nem kívánt, rövid távú inflációs hatásainak nagy része elhal. A monetáris politikai döntések és azok inflációt befolyásoló hatásai között akár 1-2 év is eltelhet, ezért előretekintve, a várható inflációs folyamatokról alkotott elképzelések alapján kell meghozni a kamatdöntéseket (lásd az 1.3.1. alfejezetet). Az MNB az inflációnak az elkövetkező 5-8 negyedév folyamán várható alakulását figyelembe véve dönt, ez a horizont garantálja, hogy az infláció nagy biztonsággal visszatérjen a 3 százalékos cél körébe.³⁸

Az előretekintő és az információk széles körét feldolgozó döntéshozatal miatt kulcsfontosságú a jegybank munkatársai által rendszeres időközönként készített „Jelentés az infláció alakulásáról” című kiadvány, amely a gazdaságot érő sokkok és azok inflációs hatásainak elemzését és előrejelzését tartalmazza. A legnagyobb segítséget a kiadványban megjelenő inflációs előrejelzés és annak időbeli változása nyújtja. Az inflációs előrejelzés készítésekor a jegybank konstans kamat- és árfolyampályát feltételez, tehát az *előrejelzés feltételes*.³⁹ Ez a fajta feltételesség a döntést és annak kommunikációját segíti, hiszen azáltal, hogy változatlan kondíciók mellett mutatja be az előrejelzés és a cél viszonyát, iránymutatást nyújt az optimális kamatdöntés tekintetében. Amennyiben az előrejelzés a célhorizonton eltávolodik az inflációs céltól, a jegybank a monetáris kondíciók lazításával, illetve szigorításával reagál, amelyet elsősorban irányadó kamatának változtatásával valósít meg.

³⁵ A maginfláció számításáról lásd az 1-2. keretes írást. Ugyan a maginflációs mutató igyekszik a hosszú távú inflációs folyamatokat megragadni, fontos hangsúlyozni, hogy ez a mutató önmagában nem elegendő a sokkok tartósságának, forrásának és az esetleges monetáris politikai lépések hatásainak megítélésére.

³⁶ Az aggregált keresletnek a kínálatot meghaladó növekedésére, ezáltal inflációs nyomásra utal tipikusan a reálbéreknek a termelékenység ütemét meghaladó növekedése. Ekkor ugyanis a megtermelt áruk és szolgáltatások értékénél magasabb reáljövedelemhez jutnak a fogyasztók, amelynek árszínvonal-növelő hatása van.

³⁷ Lásd a monetáris politika transzmissziójáról szóló fejezetet.

³⁸ A monetáris politika optimális horizontjáról Magyarországon lásd Várpalotai (2005) tanulmányát.

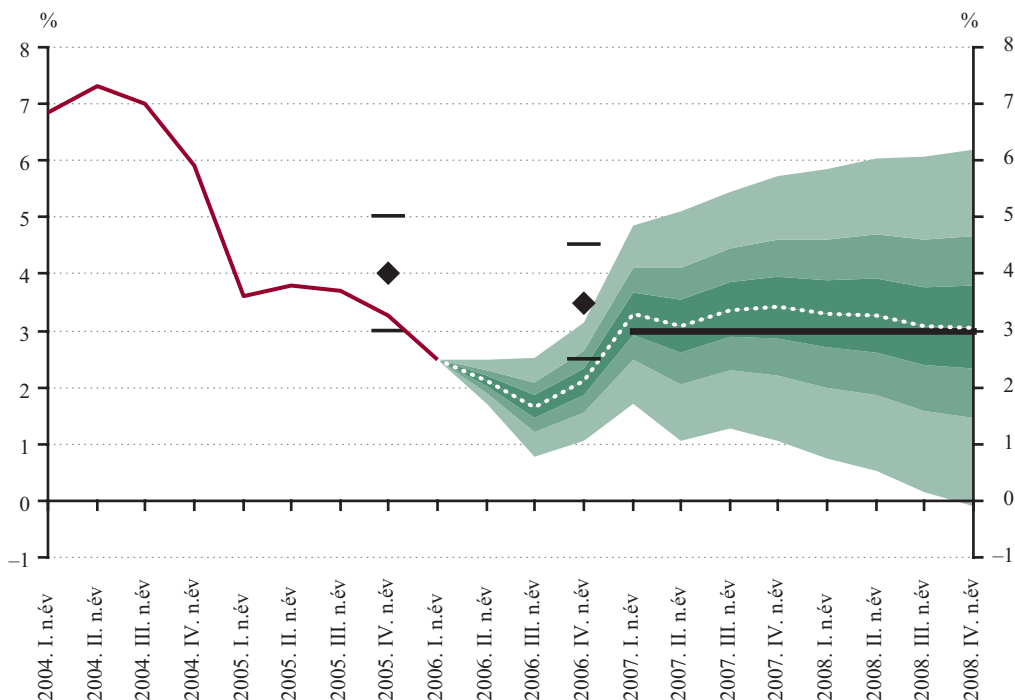
³⁹ Az így készült előrejelzés tehát nem feltétlenül a jegybank által legvalószínűbbnek tartott gazdasági pályát mutatja. A legvalószínűbb pályában ugyanis már tükröződnének a várható jegybanki döntések hatásai is.

Egy példán szemléltetve, ha az inflációs előrejelzés a célhorizonton jelentős mértékben meghaladja a célt, akkor a jegybank az irányadó kamat emelésével a monetáris transzmisszió különböző csatornáin keresztül a jövőbeli infláció mérséklésének irányába próbál hatni. A magasabb jegybanki kamatszint általában a monetáris kondíciók szigorodásával (magasabb piaci hozamok és erősebb forintárfolyam) jár, ami csökkenti az aggregált keresletet és ezáltal hozzájárul az inflációs nyomás enyhüléséhez. A monetáris kondíciók aggregált keresletre gyakorolt hatása mellett az árfolyam közvetlenül is hat az inflációra az importárakon keresztül. A transzmisszió további fontos csatornája az inflációs várakozások alakulása, ami a gazdasági szereplők ár- és bérmeghatározó döntéseiben kiemelt szerepet játszik. A várakozások is befolyásolhatók a jegybank monetáris politikájával, elsősorban következetes és hiteles jegybanki lépésekkel és ezekhez társuló kommunikációval (a transzmisszióról részletesen lásd a monetáris politika transzmissziójáról szóló fejezetet).

1-2. ábra

A 2006. májusi inflációs előrejelzés legyezőábrája*

(előző év azonos időszakához képesti fogyasztóiár-index változása)



* A bordó vonal a tényadatokat jelöli. A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A színezett területek összessége 90 százalékos valószínűséget fed le. A pontozott fehér vonallal ábrázolt fogyasztóiár-index alap-előrejelzést (mint móduszt) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30 százalékos valószínűséget fed le. Az év végi pontok, illetve 2007-től a folytonos vízszintes vonal a meghirdetett inflációs célok értékeit mutatják.

Az inflációs cél és az előrejelzés egymáshoz viszonyított helyzetének és a várható kockázatoknak az értékelését segíti az inflációs jelentésben publikált **legyezőábra** (lásd 1-2. ábra). A legyezőábrából kiolvasható az előrejelzett legvalószínűbb inflációs pálya (az ún. alappálya, szaggatott vonallal jelölve az ábrán), az azt övező bizonytalanság mértéke és annak esetleges ferdesége, aszimmetriája. A legyezőábra a gazdaság működésével kapcsolatos ismeretek bizonytalanságainak, valamint néhány kulcsfeltevés bizonytalanságának inflációs kockázatait érzékelteti. Ilyen kulcs tényezők a fiskális politikára, a nemzetközi konjunktúrára vagy az olajárak alakulására tett feltevések.⁴⁰ A bizonytalanság mértékét a sávok szélessége jeleníti meg: szélesebb sáv nagyobb bizonytalanságot jelent. A bizonytalanság esetleges aszimmetriáját az azonos színárnyalatú alsó és felső sávok szélességének aránya érzékelteti. Szélesebb felső sáv inkább felfelé irányuló, szélesebb alsó sáv inkább lefelé irányuló kockázatokra utal. Fontos kiemelni, hogy – az előrejelzés feltételeességének szellemében – a monetáris kondíciók esetleges megváltozásának inflációs hatásait a legyezőábra nem szemlélteti.

Az MNB legfőbb, monetáris politikai döntéshozó szerve, a Monetáris Tanács (MT) állapítja meg az alapkamat mértékét. A kamatmeghatározó ülések egy évre előre bejelentett időpontokban vannak, azonban a tanács – helyzetértékelésétől függően – bármikor rendkívüli ülést hívhat össze, ahol kamatdöntést hozhat. A kamatmeghatározó üléseken a tanács tagjai közösen megvitatják a jegybanki szakértők által készített háttéranyagokat, előrejelzéseket, és az inflációs cél elérése szempontjából egyéb lényeges tényezőket. Döntéseiknél figyelembe veszik az alappálya eltérését az inflációs céltól, az alappálya körüli bizonytalanság mértékét, valamint a kockázatok irányát.

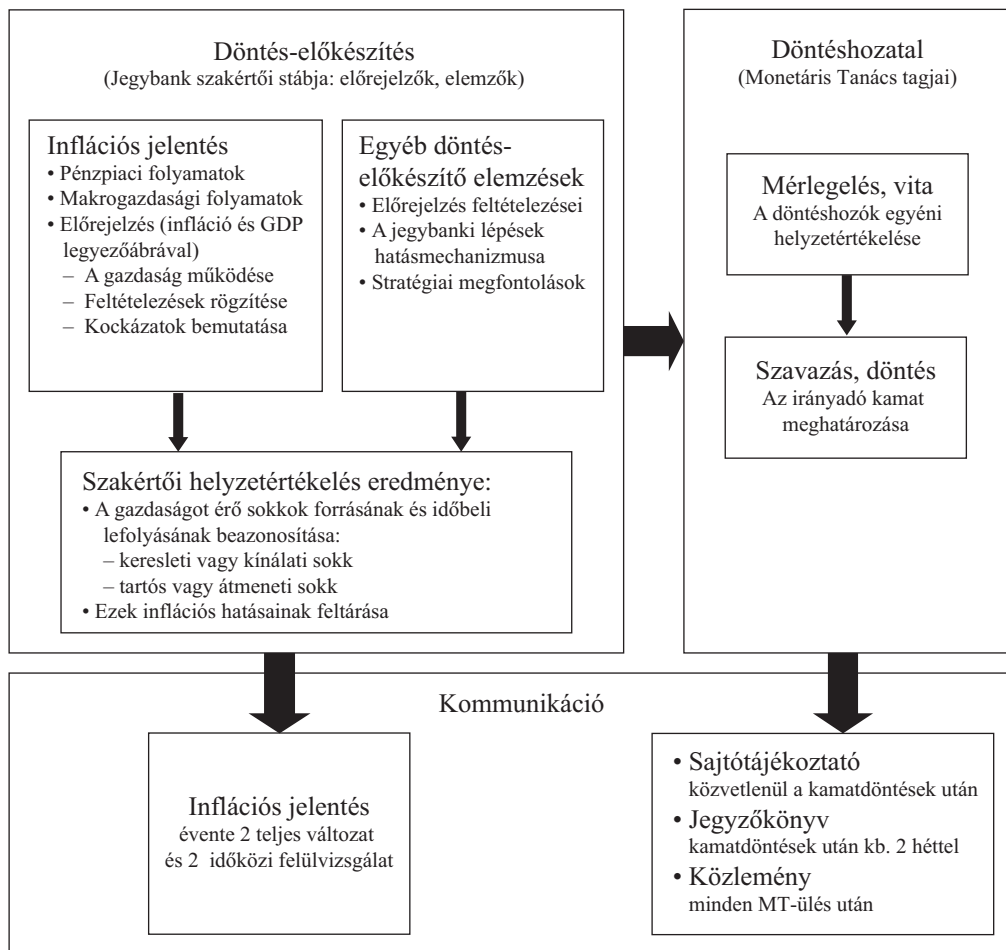
A gazdasági folyamatok azonban időnként jóval összetettebbek, mint az inflációs előrejelzés és a legyezőábra által megjeleníthető kép, ezért a monetáris politikai lépések nem mechanikusak, az inflációs előrejelzésen kívül más szempontokat is mérlegelnek a döntéshozók. Ilyen szempontok a pénz- és tőkepiaci folyamatok (a piaci várakozásokat tükröző hozamgörbemozgások, vagy a forintszeközök kockázati prémiumának alakulása), továbbá a gazdasági folyamatok várható alakulása, melynek bizonytalanságait a GDP legyezőábrája szemlélteti. Az előrejelzés és feltevéseinek mérlegelésére azért is szükség lehet, mert az előrejelzés néhány kulcsvaltozó alakulására nézve kimondottan egyszerűsítő, a döntést segítő feltételezésekkel él. Ilyen a már említett, a monetáris kondíciókra vonatkozó feltételeesség.

Ugyancsak fontos szempont az aktuális kamatdöntés viszonya a múltbéli és a jövőben várható lépésekhez (stratégiai megfontolások), az így adódó kamatpálya megindoklása. A szakértők által készített anyagokon túl természetesen minden döntéshozónak módja van egyéni kockázatertékelése és megítélése alapján mérlegelni, elképzeléseit vitára bocsátani. A vitát követően többségi szavazással döntenek az alapkamat mértékéről. A döntés eredménye – az aktuálisan érvényes irányadó kamatszint – még aznap nyilvánosságra kerül, valamint a döntés háttérében álló megfontolásokról is tájékozódhat a nyilvánosság (lásd az 1-3. ábrát).

⁴⁰ Az egyes előrejelzések mögött meghúzódó pontos feltételezéseket az inflációs jelentések részletezik.

1-3. ábra

A monetáris politikai döntés folyamata



Az inflációs cél teljesülésének utólagos értékelésekor figyelembe kell venni, hogy az inflációt még akkor is érhetik váratlan hatások, amikor a monetáris politika a horizont rövidsége és a monetáris politika hatásmechanizmusának hossza miatt már nem reagál rá. Ezért a kormány és a jegybank megállapodása szerint a 3 százalékos céltól legfeljebb ± 1 százalékponttal eltérő fogyasztóiár-index még elfogadható az árstabilitási cél teljesítése szempontjából, nem jelenti az inflációs cél elvétését. Fontos hangsúlyozni, hogy előretekintve, a jegybanki lépések meghozatalakor azonban nem tolerálható az előrejelzésnek a céltól való számottevő eltérése, amennyiben az a célhorizonton belül nagy biztonsággal csökkenthető a monetáris politika eszközeivel.

A jelenlegi 3 százalékos középtávú cél a későbbiekben – 2008-ban, de legkésőbb az ERM-II-részvétel kezdetekor – felülvizsgálatra kerül, az infláció optimális szintjének esetleges változását, illetve a maastrichti inflációs kritérium teljesíthetőségét figyelembe véve.

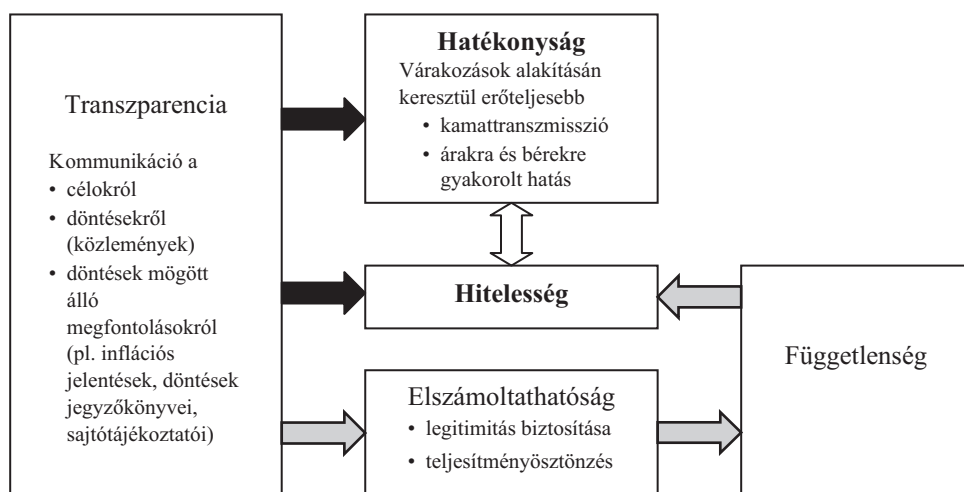
1.5. KOMMUNIKÁCIÓ, TRANSPARENCIA, ELSZÁMOLTATHATÓSÁG

1.5.1. Az átlátható és elszámoltatható jegybanki működés előnyei

Az árstabilitás elérése és fenntartása rövid távon ugyan áldozatokkal járhat, de társadalmi hasznai (lásd az 1.1.1. alfejezetet) meghaladják társadalmi költségét. Az átlátható jegybanki működés (transzparencia) és az ezt megvalósító világos kommunikáció két csatornán keresztül csökkentheti ezeket a költségeket: egyrészt informálja a gazdaság szereplőit a monetáris politika céljairól és stratégiájáról, másrészt az elszámoltathatóság biztosításán keresztül legitimálja és támogatja a jegybanki függetlenség megőrzését. Hiteles monetáris politika esetén a gazdasági szereplők várakozásaira az első csatorna közvetlenül, a második közvetetten hat. A várakozások alakítása révén pedig végső soron mindkét tényező hozzájárul a monetáris politika hatékonyabb működéséhez. Az alábbiakban részletesen kifejtjük, és az 1-4. ábrán szemléltetjük, miként.

1-4. ábra

A transzparencia előnyei: hatékony, hiteles és elszámoltatható monetáris politika



Ha világos és hiteles a jegybank árstabilitási célja, a gazdasági szereplők várakozásai már önmagukban segítik a kitűzött inflációs szint elérését, hiszen a jegybank céljainak megfelelően befolyásolják az ár- és bérmeghatározást (lásd az 1-4. ábra fekete nyilait).⁴¹ Annak érdekében, hogy a várakozási csatornát minél hatékonyabban kihasználhassa, ezáltal az inflációs célokat minél kisebb reálgazdasági áldozattal érhesse el a jegybank, aktívan kommunikálnia kell mind a célokat, mind az elérésükhöz szükséges lépéseket. Továbbá a kamattranszmisszió hatékonyságát is növeli, ha az abban kulcsszerepet betöltő pénzügyi piacok világosan látják, értik a monetáris politika szándékait. Ez esetben ugyanis a piacok már önállóan „elvégzik a munka

⁴¹ Lásd a várakozási csatornáról írottakat a monetáris politika transzmissziójáról szóló fejezetben.

egy részét”: a beérkező makrogazdasági hírekre úgy reagálnak, következőképpen a hozamok úgy alakulnak, ahogy azt a jegybank egyébként is jónak látná.

Az aktív kommunikáció által megvalósított transzparencia azonban csak annyiban javítja a monetáris politika hatékonyságát, amennyiben a gazdaság szereplői el is hiszik a jegybanki célokat, és gazdasági döntéseiket ennek szellemében hozzák meg (lásd az 1-4. ábra kétirányú fehér nyílát). A jegybanknak tehát kulcsfontosságú, hogy magas szintű **hitelességet építsen** és tartson fenn. Ennek legkézenfekvőbb formája, ha a múltban bejelentett céljaihoz ragaszkodik, és mindent megtesz annak érdekében, hogy azok teljesüljenek. A hitelesség építését, fenntartását segíti, ha mind a célok, mind az elérésük érdekében tett törekvések ismertek a nyilvánosság előtt, és így a közvélemény is tisztában van a célok teljesítésének és esetleges elmulasztásának okaival. Az egyre hatékonyabban, ezáltal eredményesebben működő monetáris politika pedig erősíti a jegybankba vetett bizalmat, növeli a hitelességet.

A monetáris politika hitelességét ugyancsak erősíti a rövid távú kormányzati érdekektől **függetlenül** működő jegybank, hiszen ez biztosítja az árstabilitási cél kellő hangsúlyát: az árstabilitás elérése és fenntartása ugyanis megköveteli, hogy átmeneti reálgazdasági előnyökért a monetáris politika ne adja fel inflációs célját (lásd az 1-1. keretes írást). A függetlenség azonban csak akkor tartható fenn, ha a jegybank a nyilvánosság támogatását is élvezzi, különben a függetlenség korlátozására irányuló politikai törekvések jelenhetnek meg. A jegybanki függetlenséghez szükségszerű társadalmi támogatottság pedig könnyebben megszerezhető és fenntartható, ha mindenki tisztában van azzal, hogy – a társadalmi jólét növelésének általános gazdaságpolitikai célján belül – mi a jegybank célja, és azt hogyan kívánja megvalósítani. A kommunikációnak ez az aspektusa, amely a célok pontos körülírásához, a teljesítés vagy az elmulasztás okainak megindoklásához kötődik, a közvélemény előtti **elszámoltathatóságot** biztosítja. (Az 1-4. ábra szürke nyilak jelképezik ezt a csatornát.) Mivel a jegybank fontos szerepet játszik a gazdaságpolitika alakításában, de vezetői nem demokratikusan választott tisztségviselők, ezért a demokrácia alapelveinek érvényesülése megköveteli a jegybank elszámoltathatóságát, vagyis a monetáris politikai döntésekről való beszámolásnak, a döntések igazolásának kötelezettségét. Ennek fontos feltétele az átláthatóság, amely lehetővé teszi, hogy a nyilvánosság megismerhesse, megítélhesse a jegybank tevékenységét. A transzparenciának a monetáris politika hatékonyságát és hitelességét elősegítő közvetett csatornája tehát a monetáris politika függetlenségének és céljainak legitímálásához kötődik.

A világos elszámoltathatóság melletti másik érv, hogy a nyilvánosság ereje a monetáris politika döntéshozóinak teljesítményére ösztönzőleg hathat. Ha ugyanis tudják, hogy tevékenységük ismert a nyilvánosság előtt, és a jegybanki célok elérése szempontjából felelőssé tehető, ez megalapozottabb döntéshozatalra ösztönzi őket, amely segíti a jegybanki célok elérését.

A transzparenciának a monetáris politika nagyobb hatékonyságán túl is van pozitív jóléti hozadéka. Mivel a jegybank, mint gazdaságelemző intézmény is kulcsfontosságú szerepet tölt be,

a gazdasággal kapcsolatos helyzetértékelésének, céljainak nyilvánossága önmagában is csökkenti a gazdasági szereplők által érzékelt jövőbeli bizonytalanságot.

Természetesen a transzparencia nem önmagában vett érték: jelentősége az előbb említett funkciók betöltésében rejlik, nevezetesen a hatékonyabb és hitelesebb monetáris politika kialakításában, illetve a bizonytalanság csökkentésében. Ha a jegybank túl sok vagy nem kellően strukturált információt közöl a nyilvánossággal, illetve nem jól hangsúlyozza üzeneteit, akkor a várakozásokat nem tudja kellően koordinálni, vagy akár kifejezetten zavaró hatást fejthet ki. Továbbá, ha a gazdasági szereplők túlzottan megbíznak a jegybanki helyzetértékelésben és emiatt nem tesznek kellő erőfeszítést, hogy maguk is mérlegeljék a jövőbeni bizonytalanságokat, megnő annak a veszélye, hogy a jegybanki elemzés dominálja a piac értékítéletét.

A kommunikáció szempontjából különösen érzékeny terület a valutaárfolyammal kapcsolatos bármilyen jegybanki információ. A devizapiaci szereplők ugyanis könnyen félreértelmezhetik, túlreagálhatják az ezzel kapcsolatos nyilatkozatokat, amelynek káros hatásai azonnal megjelennek a valutaárfolyamok ingadozásaiban, szélsőséges esetben spekulatív támadások formájában. Az inflációs célkövető jegybankok épp ezért azt hangsúlyozzák, hogy az árfolyammozgásokat olyan mértékben veszik figyelembe, amilyen mértékben azok az infláció céltól való eltérését befolyásolják – figyelembe véve emellett minden egyéb gazdasági változónak az infláció jövőbeli alakulására vett hatását.

1-8. keretes írás: Jegybanki transzparencia – nemzetközi kitekintés

A '90-es évek második felétől a korábbi jegybanki titokzatossággal szemben egyre erősebb a jegybankok törekvése az átlátható működésre. Ékes példái ennek a világ legbefolyásosabb jegybankjai, az amerikai Federal Reserve (Fed) és az Európai Központi Bank (EKB), valamint az inflációs célt követő jegybankok, amelyek ma már kivétel nélkül előre meghatározott és nyilvános célokat követnek⁴², és – a Fed kivételével – előre lefektetett és közzétett stratégiát és eszköztárat használnak. A kamatdöntéseket előre meghatározott időpontban tartják, és még aznap nyilvánosságra hozzák, sajtóközleményben indokolva a lépést.⁴³ Számos jegybank bemutatja a döntést övező részletes döntéshozói helyzetelemzést is. Egyes jegybankoknál a kamatdöntés napján tartott sajtótájékoztató, másutt az ülést követően egy-két hét késéssel publikált jegyzőkönyv tölti be ezt a szerepet, illetve ezek kombinációja is előfordul. Gyakran tartanak továbbá magas rangú jegybanki vezetők beszédeket a monetáris politika elvi vagy aktuális kérdéseiről, amelyek sokszor maguk is nyíltan elismerik és hangsúlyozzák az átláthatóság és a kommunikáció fontosságát.⁴⁴

⁴² Ettől még a Fed és az EKB természetesen nem inflációs célkövetők, de elsődleges céljaik törvényben vannak rögzítve. Lásd bővebben az alternatív monetáris politika stratégiákról szóló 1.5. keretes írást.

⁴³ A Fed 1994-ben kezdte nyilvánosságra hozni a döntések után érvényes irányadó kamatszintet. Manapság pedig rendszeresen előfordul, hogy a jövőbeli kamatdöntéseiket illetően is erős iránymutatást nyújtanak (Woodford, 2005).

⁴⁴ Lásd pl. Bell (2005), Greenspan (2001), King (2005), Issing (2006).

Ezenkívül az infláció alakulását befolyásoló tényezők elemzését és a jövőbeli inflációs folyamatok előrejelzését tartalmazó rendszeres kiadvány az említett jegybankok mindegyikében megtalálható. Általánosságban elmondható, hogy egyértelmű törekvés látszik a minél közérthetőbb, világosabb és alaposabb jelentések készítésére, amelyek fő fókusza – inflációs célkövetéses rendszerekben különösen – az inflációs előrejelzés alátámasztása. Eltérések leginkább az elemzett és előrejelzett változók körében, az előrejelzéseket övező feltevések részletezettségében, a kamatdöntések során felmerülő dilemmák megjelenítésében mutatkoznak.⁴⁵

A nemzetközi akadémiai kutatásokban is érthetően egyre nagyobb teret kap a jegybanki transzparencia gazdasági hatásainak pontos megértése: vajon milyen hatásokkal képes a várakozásokat koordinálni.⁴⁶ Hasonlóan fontos kutatási terület a transzparencia optimális szintjének vizsgálata: milyen mértékben és időzítésben érdemes megosztani a nyilvánossággal a jegybank által ismert információkat, illetve a jegybank szándékait.⁴⁷

1.5.2. A monetáris politika kommunikációs csatornái Magyarországon

Az átlátható jegybanki működés hitelességépítő és a monetáris politika hatékonyságát növelő hatásainak kihasználása végett az MNB széles körű kommunikációs eszköztárat alkalmaz. A kamatmeghatározó ülések időpontja és az írásbeli kiadványok megjelenésének ütemezése egy évre előre rögzített és nyilvános.⁴⁸

Az írásbeli kiadványok közül az MNB legfontosabb monetáris politikai kommunikációs csatornája a már említett **inflációs jelentés**, amely évente négyszer, májusban és novemberben részletes formában, februárban és augusztusban időközi frissítések formájában jelenik meg. Ez a kiadvány szolgál a jegybanki szakértők inflációs előrejelzésének bemutatására és az infláció alakulása szempontjából releváns gazdasági folyamatok elemzésére. Azon túl, hogy a nyilvánosságot részletesen informálja a jegybank helyzetértékeléséről, ez egyben a döntéshozást segítő egyik legfontosabb háttéranyag is egyben (lásd az 1-4. ábrát).⁴⁹

A kommunikációnak ugyancsak kulcselemei az MNB legfőbb monetáris politikai döntéshozó szervének, a Monetáris Tanácsnak a kamatmeghatározó ülések után kiadott **közleményei**, az ehhez kapcsolódó **sajtótájékoztatók** és **jegyzőkönyvek**, valamint a tanácsi **állásfoglalások**.

⁴⁵ Az inflációs előrejelzések nemzetközi gyakorlatát áttekintő tanulmányok: Berg (2005), Fracasso–Genberg–Wyplosz (2002), Roger–Stone (2005). A visegrádi országok és Szlovénia gyakorlatát vizsgálják részletesen Jakab és szerzőtársai (2002).

⁴⁶ Lásd pl. Geraats (2005), Woodford (2005).

⁴⁷ Lásd többek között Eijffinger–Geraats (2003) empirikus tanulmányát, illetve Cukierman (2006) irodalom-összefoglalóját.

⁴⁸ Az írásbeli kiadványok megjelenési rendjéről és a Monetáris Tanács üléskezési rendjéről tájékoztat az alábbi honlap: http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_monetaristanacs.

⁴⁹ „Az időközi frissítések mindig a megelőző inflációs jelentés (novemberi, illetve májusi) makrogazdasági alappályájához képest bekövetkezett főbb változásokat mutatják be. Számszerű előrejelzést csak a fogyasztóiár-indexre, a GDP-növekedésre és annak felhasználási oldali összetevőire adnak, míg az egyéb fontosabb makrogazdasági változók esetében csak a megelőző inflációs jelentés alappályájához képest vett elmozdulásokat tüntetik fel.” (Idézet a 2006. februári „Jelentés az infláció alakulásáról – időközi felülvizsgálat” c. kiadványból, 3. oldal.)

A közlemények a kamatmeghatározó ülések után a sajtóhoz eljuttatott és az MNB honlapján megjelenő rövid írások. Céljuk, hogy – egységes véleményt közvetítve – bemutassák az aktuális kamatdöntést és a mögötte meghúzódó legfontosabb érveket, tömören összefoglalják a tanács helyzetértékelését. A döntés háttéréről, a jegybank egyes kérdésekkel kapcsolatos álláspontjáról további információhoz juthatnak az ülést követő sajtótájékoztató résztvevői.

A kamatmeghatározó ülések rövidített, strukturált jegyzőkönyvei ennél részletesebbek: a tanács tagjainak egyéni helyzetértékelését is tükrözik, megjelennek benne az egyes tagok által a különböző döntési alternatívákhoz társított előnyök és hátrányok. Ezenfelül tartalmazzák a kamatdöntésekhez kapcsolódó szavazati arányokat, a tanácstagokhoz név szerint társítva szavazataikat. A jegyzőkönyvek pár héttel a kamatdöntés után, előre rögzített időpontokban, de még a következő kamatdöntés előtt jelennek meg.

Az állásfoglalások a monetáris politika vitele szempontjából lényeges fejleményekről alkotott tanácsi véleményt tükrözik. Tipikusan az infláció alakulását meghatározó legfontosabb tényezők értékelését, valamint a pénzügyi stabilitási kérdésekről alkotott vélemény bemutatását tartalmazzák.

2005-től évente egyszer a jegybank **Jelentés a konvergenciafolyamatokról** c. kiadványt készít, amely az euro bevezetéshez szükséges feltételek alakulását elemzi. A kiadvány hozzá kíván járulni ahhoz, hogy a döntéshozók, a szakmai és a tágabb közvélemény tájékozottabb legyen a monetáris unióban való részvétel sokszor igen összetett kérdéseiben. Az ehhez szükséges feltételek alakulása fontos meghatározója a monetáris stratégiának, és annak transzparens alakításához nélkülözhetetlen, hogy a nyilvánosság megismerje a jegybank ezzel kapcsolatos helyzetértékelését.

A szűkebb szakmai közönség számára két tanulmány sorozat készül, melyek a monetáris politikával kapcsolatos kommunikációt áttételesen, a jegybanki szakértők kutatási eredményeinek bemutatásán keresztül segítik. Az **MNB-tanulmányok** jellemzően alkalmazott, gyakorlati jellegű kutatások eredményeit mutatják be, valamint a jegybanki döntéshozatalhoz kapcsolódó elemzések eszközeit ismertetik. Az **MNB-füzetek (MNB Working Papers)** sorozatban olyan tanulmányok jelennek meg, amelyek elsősorban az akadémiai, jegybanki és egyéb kutatók érdeklődésére tarthatnak számot.

A széles nyilvánosság számára **ismeretterjesztő anyagok** készülnek a monetáris politika viteleiről, a jegybank gazdaságban betöltött szerepéről – többek között jelen kiadvány is ebbe a körbe tartozik. Ezen túl a magyar gazdaság közérdeklődésre számot tartó folyamatairól, a jegybankban folyó kutatások legfontosabb eredményeiről számol be minél szélesebb kör számára közérthető formában az MNB-szemle (MNB Bulletin).

Az MNB honlapján az említett kommunikációs anyagok mindegyike fellelhető, továbbá itt található meg a monetáris stratégia naprakész bemutatása, valamint a döntéshozás és a jogi kör-

nyezet aktuális részletei. Ezek az információk, csakúgy, mint a jegybankok túlnyomó többségében, angolul is elérhetőek, hiszen a külföldi gazdasági szereplők fontos meghatározói a hazai gazdasági folyamatoknak, így a monetáris politika transzmissziójának is, továbbá a jegybanki célok teljesülésében is érintettek.

AJÁNLOTT IRODALOM⁵⁰

Bernanke, Ben S.–Laubach, Thomas–Mishkin, Frederic S.–Posen, Adam S. (1999): *Inflation Targeting – Lessons from the International Experience*, Princeton University Press.

Blinder, Alan S. (2000): Central-Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?, *American Economic Review*, v90(5,Dec), 1421-1431.

Mishkin, Frederic S. (2000): What Should Central Banks Do?, *Reserve Bank of St. Louis Review*, November/December 2000, pp. 1-14.,
<http://research.stlouisfed.org/publications/review/00/11/0011fm.pdf>.

Woodford, Michael (2004): Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, July/August 2004, 86(4) pp. 15-41,
<http://research.stlouisfed.org/publications/review/04/07/Woodford.pdf>.

Canales-Kriljenko, Jorge Iván–Kisinbay, Turgut–Maino, Rodolfo–Parrado, Eric (2006): Setting the Operational Framework for Producing Inflation Forecasts, *IMF Working Paper* No. 06/122.

László F. (szerk.) (2002): Monetáris politika Magyarországon, MNB. 2002. augusztus.

Jegybankok írásai, jegybanki vezetők beszédei

Angol jegybank:

Bean, Charles (2005): *Monetary Policy and Uncertainty*, *Speech to Oxonia*, Oxford, 2005. február 22., <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2005/speech238.pdf>.

A rezsim jellemzői: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/framework.htm>.

Cseh jegybank:

Kotlán, Viktor–Navrátil, David (2003): Inflation Targeting as a Stabilisation Tool: Its Design and Performance in the Czech Republic, *Finance a úvěr – Czech Journal of Economics and Finance* 5-6/2003, http://www.financeauver.org/pdf_eng/200305vk.pdf.

⁵⁰ A fejezet szövegében szereplő hivatkozásokat lásd a kötet végén.

Chilei jegybank:

Monetary Policy of the Central Bank of Chile: Objectives and Transmission:

<http://www.bcentral.cl/eng/stdpub/publications/policies/pdf/monetarypolicy.pdf>.

Dél-afrikai jegybank:

A new monetary policy framework (2006), Statement issued by Mr T. T. Mboweni, Governor of the South African Reserve Bank,

<http://www.reservebank.co.za/internet/publication.nsf/0/be269eff442e95542256b4400504bd?OpenDocument&AutoFramed>.

Európai Központi Bank:

Európai Központi Bank (2004): *The Monetary Policy of the ECB*, második kiadás,

<http://www.ecb.de/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf>.

Issing, Otmar (2005): Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 87(2, pt. 1), pp. 65-83,

<http://research.stlouisfed.org/publications/review/05/03/part1/issing.pdf>.

Kanadai jegybank:

The framework: Inflation-control target,

http://www.bankofcanada.ca/en/monetary/inflation_target.html.

Svéd jegybank:

Heikenstein, Lars–Vredin, Anders (2002): *The Art of Targeting Inflation*,

http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Artiklar_PV/pv02_4_artike11.pdf.

Új-zélandi jegybank:

About monetary policy: <http://www.rbnz.govt.nz/monpol/about/index.html>.

2. fejezet





2. A pénzügyi stabilitás és szerepe a monetáris politikában

A jegybankok számára – az árstabilitási céllal összhangban – a pénzügyi stabilitás fenntartása alapfeladat. A pénzügyi stabilitás hiánya jelentős reálgazdasági költségeket okozhat⁵¹, mivel a gazdaság erőforrásai egy instabil pénzügyi rendszerben nem jutnak el a legjobb teljesítményt nyújtó szereplőkhöz. Emellett egy stabil pénzügyi rendszer képes a sokkokkal szemben ellenállni, valamint a reálgazdaságot ért esetleges megrázkódtatásokat tompítani. Végül az árstabilitás elérését célzó monetáris politika hatékonysága sérülhet, ha a monetáris politikai lépéseket a pénzügyi rendszer a stabilitás hiánya miatt nem képes megfelelően közvetíteni a gazdaság szereplői felé. Mindezen okok egy olyan működési keretrendszernek szükségessé, amiben a jegybankok a rendelkezésre álló eszközök hatékony használatával mind az ár-, mind a pénzügyi stabilitást képesek tartósan megővni.

Az árstabilitás és a pénzügyi stabilitás között szoros kapcsolat van. Az árstabilitás elérése bár nem garantálja, de nagyban elősegíti a pénzügyi stabilitás fenntartását, hiszen az infláció az egyik legfontosabb pénzügyi instabilitást kiváltó tényező.⁵² A magas infláció és az ehhez kapcsolódó nagyfokú áringadozás, főleg a hitelező és a kölcsönfelvevő közötti információs aszimmetriák, a megtérülések nehezebb kiszámíthatósága miatt megakadályozhatják a források hatékony alokációját. Emellett a monetáris politika az árstabilitást csak akkor képes tartósan biztosítani, ha az a gazdasági egyensúly megőrzése, a pénzügyi stabilitás fenntartása mellett történik. A piaci és intézményi pénzügyi közvetítőcsatornák elakadása, illetve a források nem megfelelő alokálása például jelentős deflációs hatásokkal és növekedési áldozattal járhat. Az ár- és pénzügyi stabilitás szoros kölcsönhatása miatt a jegybankok hosszú távon tehát mindkét cél egyidejű elérésére és fenntartására törekednek.⁵³

A következőkben elsőként a pénzügyi stabilitás definíciójával foglalkozunk, majd bemutatjuk a Magyar Nemzeti Banknak a pénzügyi stabilitás fenntartásával összefüggő feladatait és eszközeit.

⁵¹ Az elmúlt harminc év nemzetközi tapasztalatai alapján a bankválságok átlagos időtartama 3-4 év volt, az átlagos kibocsátásvesztésre adott becslések pedig az összes bankválságra vonatkozóan a GDP-hez viszonyítva 12% és 17%, a valutaválságokkal nem együttjáró bankválságra 6% és 8%, az ikerválságokra pedig 14% és 30% között mozogtak. Forrás: Aziz et al. (2000), Bordo et al. (2001), Hoggarth–Saporta (2001).

⁵² Például Japánban a kilencvenes évek elején és Kelet-Ázsiában a kilencvenes évek végén az árstabilitás megteremtése ellenére számos egyéb ok – mint például eszkozárbuborékok, rögzített árfolyam mellett devizában történő eladósodás, elégtelen szabályozási környezet – miatt a bankrendszer mégis az instabilitás jeleit hordozta.

⁵³ Abban az esetben, ha a pénzügyi rendszer megingásának várható reálgazdasági költségei messze meghaladják a tervezettől eltérő inflációból eredő költségeket, akkor rövid távon a monetáris politika átmenetileg a pénzügyi rendszer egészségének megőrzését tekintheti fő feladatának. Ebben a szituációban a jegybank a pénzügyi stabilitás helyreállítása érdekében akkor is beavatkozhat, ha rövid távon konfliktusba kerülnek a pénzügyi és árstabilitási célok. Természetesen ez csak egy látszólagos konfliktus, hiszen a pénzügyi stabilitás megőrzése nélkül veszélybe kerülne az árstabilitás közép-hosszú távú fenntartása is.

2.1. A PÉNZÜGYI STABILITÁS DEFINÍCIÓJA

Az ár- és a pénzügyi stabilitás definíciójának jellege nagyban eltér egymástól. Az árstabilitás definíciója és mérése konkrét, hiszen az árstabilitás elérése az infláció egy adott szintje mellett értelmezhető. Ezzel szemben a pénzügyi stabilitás nem egzakt, egyetlen vagy kevés számú indikátorral jól mérhető fogalom. Ebből kifolyólag a jegybankok nem vagy csak nagyon általánosan határozzák meg a pénzügyi stabilitás definícióját és ezáltal a stabilitási célokat.

A Magyar Nemzeti Bank a következőképpen definiálja a pénzügyi stabilitást:

A pénzügyi stabilitás olyan állapot, amelyben a pénzügyi rendszer, azaz a kulcsfontosságú pénzügyi piacok és a pénzügyi intézményrendszer képes ellenállni a gazdasági sokkoknak, és zökkenőmentesen tudja ellátni alapvető funkcióit: a pénzügyi források közvetítését, a kockázatok kezelését és a fizetési forgalom lebonyolítását.

A pénzügyi rendszer, azaz a pénzügyi piacok (pénzpiac, értékpapírpia és egyéb pénzügyi piacok), a pénzügyi intézmények (hitelintézetek, biztosítók, pénzügyi vállalkozások, nyugdíjpénztárak és egyéb közvetítők) és a pénzügyi infrastruktúra (fizetési és elszámolási rendszer, szabályozói környezet) alapvető funkciói a következők: a hatékony forrásallokáció, a gazdasági-pénzügyi kockázatok értékelése és kezelése (kockázatfeltárás és menedzselés), valamint a fizetési forgalom lebonyolítása. A pénzügyi stabilitás tehát olyan állapot, melyben a pénzügyi rendszer képes a hatékony forrásallokációra és a kockázatok kezelésére, valamint ellenáll a sokkoknak. Az MNB definíciójának első eleme a pénzügyi rendszernek azt a képességét ragadja meg, hogy az jelentős súrlódások nélkül mobilizálja a forrásokat, vagyis a megtakarításokat jövedelmező beruházásokká transzformálja. A második elem a pénzügyi közvetítésnek egy legalább ilyen fontos aspektusát hangsúlyozza, nevezetesen, hogy a pénzügyi rendszernek képesnek kell lennie a pénzügyi közvetítés során fellépő kockázatok felmérésére, megosztására és kezelésére, valamint a fizetési forgalom lebonyolítására. Utolsó elemként pedig a gazdasági sokkok kezelésére való felkészültséget fogalmazza meg. A stabil pénzügyi rendszer eszerint nem a sokkok hiányát jelenti, hanem azt, hogy a rendszer alkalmazkodik a sokkok kedvezőtlen hatásaihoz, mégpedig jelentős reálgazdasági költségek nélkül. Fontos implicit eleme a fenti stabilitásmeghatározásnak, hogy maga a rendszer sem lehet jelentős sokkok forrása.

2.2. A PÉNZÜGYI STABILITÁS ELÉRÉSE ÉS FENNTARTÁSA

A pénzügyi stabilitás állapotának eléréséhez és fenntartásához a következő tényezők szükségesek: makrogazdasági stabilitás, kulcsfontosságú piacok hatékony működése, a rendszer-szempontról releváns pénzügyi intézmények gazdasági funkciójának zavarok nélküli ellátása, ideértve a pénzügyi intézményrendszert és az infrastruktúrát. A pénzügyi rendszer akkor lehet stabil, ha a fent említett mindhárom tényező egyidejűleg teljesül. Mivel a makrogazdaság, a pénzügyi piacok és a pénzügyi intézményrendszer szorosan összekapcsolódik, állandó kölcsönhatásban vannak egymással, ezért bármelyik zavara instabilitáshoz vezethet.

A Magyar Nemzeti Bank alapvető felelőssége a pénzügyi stabilitás fenntartása és erősítése, amelyet egyrészt a jegybanktörvény, másrészt a PSZÁF–PM–MNB között létrejött háromoldalú megállapodás rögzít. Az MNB pénzügyi stabilitási feladata két nagyobb területre bontható. A jegybank minden rendelkezésre álló eszközének felhasználásával erősíti a pénzügyi stabilitást, illetve a lehetséges válság megelőzésére törekszik. Emellett azonban fontos kiemelni, hogy ugyancsak az MNB alapvető funkciói közé tartozik a már kialakult válsághelyzet kezelése.

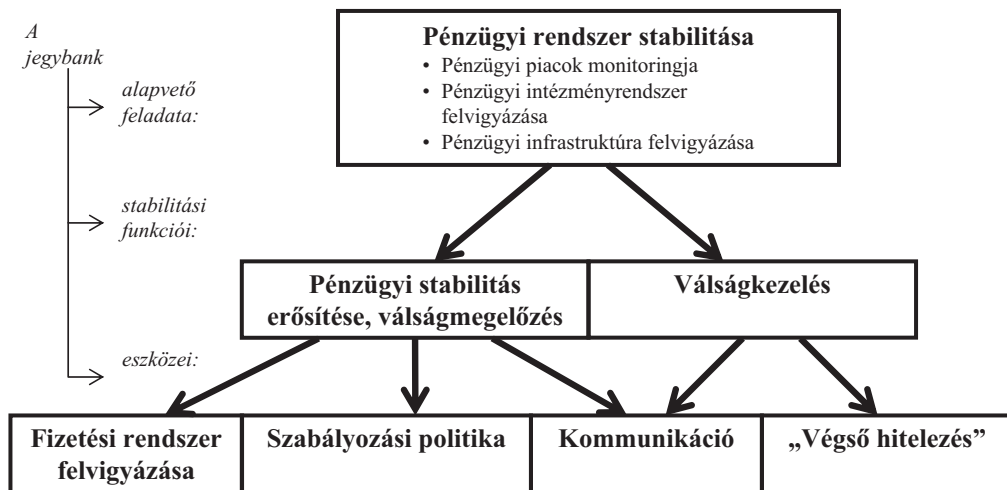
Magyarországon a jegybank nem egyedül vesz részt a pénzügyi stabilitás fenntartásában, erősítésében. Míg a rendszerszintű kockázatok feltárása, kontrollálása, makroprudenciális elemzése elsősorban a jegybank feladata, addig a mikroprudenciális, egyes intézményekre, piaci szereplőkre lebontott vizsgálat és egyedi ellenőrzés már a prudenciális felügyeletnek, azaz a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének (PSZÁF) a hatásköre. A PSZÁF foglalkozik a pénzügyi közvetítőkhöz kapcsolódó fogyasztóvédelmi kérdésekkel is. A harmadik szereplőként a Pénzügyminisztérium (PM) említhető, amely a jogszabályok előkészítéséért és betervezéséért felel. Végül az Országos Betétbiztosítási Alap a betétbiztosítás intézménye révén ugyancsak szervesen hozzájárul a hitelintézetekkel szembeni bizalom megőrzéséhez és ennek révén a pénzügyi stabilitás fenntartásához.

2.3. A JEGYBANK PÉNZÜGYI STABILITÁSI ESZKÖZEI

A Magyar Nemzeti Bank pénzügyi stabilitási céljának elérésére elsődlegesen a kommunikáción, a szabályozói környezet kialakításának támogatásán, a pénzügyi infrastruktúra felvigyázásán, a válsághelyzetbeli koordináción és a „végső hitelezési” funkciókon keresztül gyakorolhat hatást. Ezen eszközök használata rendkívül fontos a makroprudenciális kockázatok feltárásában, mérséklésében, a krízis megelőzésében vagy éppen egy válsághelyzet kezelésében.

2-1. ábra

A Magyar Nemzeti Bank pénzügyi stabilitási funkciójának keretrendszere



Kommunikáció

A megfelelő jegybanki kommunikáció mind a megelőzés, mind a válságkezelés szerves részét képezheti. A jegybanki kommunikáció legfőbb csatornájaként a válságmegelőzés során a pénzügyi stabilitási jelentések publikálása említhető.

Kiemelten fontos a makrogazdasági és a pénzügyi folyamatok rendszeres és átfogó vizsgálata, hiszen mind a makrogazdasági környezet, mind pedig maga a pénzügyi rendszer sokkok forrása lehet. Ennek a feladatnak kíván megfelelni az MNB a makroprudenciális szempontú stabilitási jelentésével, amelyet a világ országai közül az elsők között kezdett el publikálni. A 2000 augusztusa óta félévente, majd 2005 után évente megjelenő, „Jelentés a pénzügyi stabilitásról” című kiadvány fő célja az, hogy tájékoztassa a pénzügyi rendszer működtetőit és használóit a pénzügyi stabilitást érintő aktuális kérdésekről, és ezzel növelje az érintettek kockázati tudatosságát, fenntartsa és erősítse a pénzügyi rendszerbe vetett bizalmat. A Magyar Nemzeti Bank szándéka szerint ezáltal hozzájárul ahhoz, hogy a megfelelő információk az érintettek rendelkezésére álljanak a pénzügyi rendszert érintő döntésekhez, és így a pénzügyi rendszer egészének stabilitása erősödjön.

A jelentés elsődleges feladata a fentiekből adódóan a kockázatok minél hamarabbi és rendszerszintű fókusszal történő feltárása, kommunikációja, valamint a makrogazdasági környezet és a pénzügyi rendszer kölcsönhatásainak széles körű és transzparens elemzése. A monitoring, az elemzés, a várható hatások felderítése kvantitatív (mikro- és makroprudenciális indikátorokra, piaci adatokra, strukturális mutatókra) és kvalitatív (például a hitelezési felmérés eredményei⁵⁴) információkra támaszkodva, főleg a makrogazdaság és a pénzügyi piacok stabilitását veszélyeztető faktorokra, azaz a pénzügyi közvetítőrendszer hitel-, piaci és likviditási kockázati kitettségére, valamint tőkehelyzetére és jövedelmezőségére fókuszál. A jelentést a Monetáris Tanács megvitatja, majd közlemény formájában közzéteszi a pénzügyi stabilitással kapcsolatos álláspontját.

További kommunikációs csatornaként szolgálnak az MNB-tanulmányok, az MNB-füzetek és az MNB-szemle, amelyek a pénzügyi stabilitás aktuális kérdéseivel foglalkoznak.⁵⁵ Végül fontos megemlíteni, hogy az MNB és a piaci szereplők között gyakran kerül sor véleménycserére a különböző, MNB által szervezett fórumokon.

Makroprudenciális szempontok érvényesítése a szabályozói környezet kialakításában

Magyarországon a Pénzügyminisztérium rendelkezik a prudenciális szabályozás hatáskörével. Az MNB a PSZÁF-fel együtt aktívan részt vesz a pénzügyi közvetítő rendszer stabili-

⁵⁴ A Magyar Nemzeti Bank 2003 tavaszán indította el a banki hitelezési folyamat jobb megértését szolgáló, féléves gyakoriságú, kérdőíves felmérését, „Felmérés a hitelezési vezetők körében, a bankok hitelezési gyakorlatának vizsgálatára” néven.

⁵⁵ Ezen kiadványok szerepéről és általában a kommunikációról lásd még a monetáris politikai stratégiáról szóló fejezet 5. alfejezetét.

tása szempontjából fontos szabályozási munkában, a pénzügyi szolgáltatásokkal kapcsolatos jogszabályok EU-szintű jogharmonizációjában, ideértve a pénzforgalommal és a pénz- és értékpapír-elszámolási rendszerekkel kapcsolatos kérdéseket is. A pénzügyi rendszer működésével kapcsolatos döntések és jogszabályok tervezeteinek véleményezésékor az MNB elsősorban a pénzügyi rendszer hatékonyságának javítására és a rendszer-stabilitási szempontok, valamint az egyenlő versenyfeltételek érvényesítésére törekszik. A legjobb nemzetközi gyakorlatok meghonosításának szándékával rendszeresen publikál szabályozási tárgyú tanulmányokat, elemzéseket. Emellett az MNB a Jegybanktörvény alapján támogatja a pénzügyi rendszer prudenciális felügyeletére vonatkozó politika kialakítását és hatékony vitelét. Ez a gyakorlatban a PM mellett a PSZÁF-fel is szoros együttműködést igényel.

Fizetési rendszer

A fizetési rendszer működésének kontrolálása, hatékonyságának növelése, a bankrendszer sokkokkal szembeni nagyobb ellenálló képességének erősítése révén az MNB elsődlegesen válságmegelőző funkciót lát el. A biztonságos és szilárd fizetési és elszámolási rendszer kialakítása, megfelelő szabályozása és prudenciális felügyelete garantálhatja a gyors és akadálymentes pénzforgalmat, egyben csökkentheti az egyedi intézmények nem fizetése esetén fellépő „fertőzés” veszélyét.

Kvázi hatósági funkciójában az MNB szabályozza és ellenőrzi a pénzforgalmat és felvigyázza az elszámolási (fizetési) és értékpapír-elszámolási rendszerek működését. Emellett a jegybank kijelöli a magyar jog alapján működő fizetési rendszereket (VIBER stb.), valamint a rendszerekben bekövetkező változásról értesíti a belföldi és külföldi társhatóságokat. Továbbá az MNB szolgáltatóként üzemelteti a VIBER elszámolási rendszert, vezeti a hitelintézetek és az állam pénzforgalmi számláit, valamint az elszámolási rendszer aktív résztvevője.

Válságkezelés

A jegybank a piaci szereplők lépéseinek koordinálásával, valamint a végső hitelezéssel („lender of last resort”) a már kialakult válsághelyzetet kezeli, megakadályozva a krízis továbbterjedését a pénzügyi rendszer más szereplőire, illetve a reálgazdasági költségek további emelkedését.⁵⁶ Ebben az esetben a jegybank a piaci szereplők között közvetítőként léphet fel, a saját reputációjának felhasználásával elősegítheti a rendszer stabilitásának mielőbbi helyreállítását.⁵⁷ A jegybanktörvény alapján „amennyiben olyan körülmény áll fenn, amely miatt egy hitelintézet működése a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyezteti, az MNB a hitelintézetnek rendkívüli hitelt nyújthat”.

⁵⁶ Az eurozóna országaiban az egységes monetáris politika ellenére a nemzeti jegybankok hatáskörében maradt a „végső hitelezői” funkció.

⁵⁷ Példaként említhető az LTCM-válság az Egyesült Államokban, ahol a válságkezelés során a központi bank és a prudenciális felügyelet szerepét betöltő Fed közvetítőként fellépve az erkölcsi ráhatás eszközével koordinálta a piaci szereplők lépéseit.

A válsághelyzetre való felkészülés jegyében az MNB – más európai jegybankokhoz hasonlóan – a PSZÁF és a PM bevonásával rendszeres válságszimulációs gyakorlatot tart. A szimulációs gyakorlat célja a hazai hatóságok válsághelyzetben való együttműködésének, továbbá az információmegosztás, valamint a külső kommunikáció hatékonyságának a tesztelése, értékelése, valamint fejlesztése. Ez nagyban hozzájárul ahhoz, hogy a jegybank a lehető leghatékonyabban lássa el a végső hitelnnyújtási funkcióból adódó feladatát, s ezáltal támogassa a pénzügyi közvetítő rendszer stabilitását.

3. fejezet





3. A monetáris politika intézményi és jogi kerete

A monetáris politika intézményi és jogi keretét az alkotmány és a 2001. évi LVIII. törvény a Magyar Nemzeti Bankról (továbbiakban jegybanktörvény) határozza meg. Az alkotmány MNB-re vonatkozó rendelkezése általánosan kimondja, hogy az MNB felelős a monetáris politikáért, ehhez kapcsolódó feladatainak és azok ellátásának részletes meghatározása azonban a jegybanktörvény hatásköre.

3-1. keretes írás: Az MNB és a KBER

Magyarország EU-tagságával az MNB a Központi Bankok Európai Rendszerének (KBER) tagja lett. A magyar jegybanktörvény ezért minden tekintetben EU-konform, megfelel a maastrichti szerződés jegybankok intézményi keretére vonatkozó szigorú elveinek és előírásainak.

A maastrichti szerződés szövegezésekor feltételezték, hogy előbb-utóbb minden EU-tagállam teljesíti az eurobevezetés feltételeit (lásd a monetáris politikai stratégiáról szóló fejezet 3. keretes írását), és a monetáris unió teljes jogú tagjává válik. A Központi Bankok Európai Rendszere (KBER) ezért az Európai Központi Bankból (EKB) és valamennyi EU-tagország jegybankjából áll. Mindaddig azonban, amíg vannak olyan tagországok, amelyekben nem az euro a hivatalos fizetőeszköz, szükséges a monetáris unióban részt vevő, a közös monetáris politikát meghatározó és végrehajtó jegybankok terminológiai megkülönböztetése is. Az eurovezetben is részt vevő jegybankok az EKB-val közösen alkotják tehát az eurorendszert a KBER-en belül. Az eurorendszeren kívüli jegybankok az euro bevezetéséig értelemszerűen megőrzik döntéshozói és végrehajtói függetlenségüket, működésükben és intézményi keretükben azonban már az euro bevezetése előtt meg kell hogy feleljenek az európai elvárásoknak.

3.1. AZ MNB ELSŐDLEGES CÉLJA

Az uralkodó közgazdasági irányzattal és a maastrichti szerződéssel összhangban az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. A jegybank egyéb célokat – így pl. a kormány gazdaságpolitikáját is – csak az árstabilitási cél veszélyeztetése nélkül támogathat. A jegybanktörvény tehát az árstabilitást minden más cél fölé helyezi, megfogalmazva azt a széles körben elfogadott közgazdasági álláspontot, hogy a monetáris politika az árstabilitás biztosításával tud hozzájárulni a gazdasági növekedéshez és a magas foglalkoztatottsághoz (bővebben lásd a monetáris politikai stratégiáról szóló fejezetet).

3.2. AZ MNB ALAPVETŐ FELADATAI

Az MNB jegybanktörvényben is meghatározott alapvető feladatai a következők:

- **A monetáris politika meghatározása és megvalósítása:** külön fejezetekben foglalkozunk az MNB által választott monetáris politikai stratégiával, az inflációs célkövetés rendszerének bemutatásával és működtetésével, illetve a monetáris politika megvalósításához a jegybanktörvény által biztosított eszközökkel.
- **Bankjegy- és érmekibocsátás, a törvényes fizetőeszköz biztosítása:** a jegybank feladata a gazdaság készpénzszükségletének maradéktalan kielégítése megfelelő címlet-összetételű és korszerű bankjegyekkel, illetve érmékkel.
- **A deviza- és aranytartalékok kezelése:** a devizatartalék jegybanki tartásának több oka is lehet, ilyen pl. a választott árfolyamrendszertől függően az árfolyam védelme, a túlzott árfolyam-ingadozások csökkentése (intervenciós cél), a gazdasági szereplők – beleértve az államot és a nem rezidenseket is – devizaigényének kielégítése (tranzakciós cél), de alkalmas lehet likviditásszabályozásra és vagyonfelhalmozásra is.
- **A fizetési forgalom zavartalanságának biztosítása** (fizetési, elszámolási és értékpapír-elszámolási rendszerek kialakítása és működtetése): a gazdaság szereplőinek pénzforgalma túlnyomórészt bankszámlák közötti pénzmozgás útján bonyolódik, az így kialakuló kölcsönös tartozások és követelések kiszámítása a bankközi elszámolásforgalom, kiegyenlítése pedig a fizetési forgalom keretében történik. A jegybank feladata, hogy az egyedi intézmények esetleges fizetéseképtelenségéből adódó rendszerkockázatot minimálisra csökkentse.
- **A statisztikai információgyűjtés:** a jegybank a monetáris statisztikához, a fizetésimérleg-statisztikához és a pénzügyi számlákhoz kapcsolódóan (pl. a háztartások pénzügyi megtakarítására és az értékpapírok tulajdonosi megoszlására vonatkozóan) gyűjt és dolgoz fel adatokat. A statisztikáit nyilvánosságra is hozza rendszeres kiadványaiban, illetve elektronikus formában elérhetővé teszi honlapján, ügyelve arra, hogy egyedi adatszolgáltatók adatai ne legyenek megállapíthatók.
- **A pénzügyi rendszer stabilitásának biztosítására, a prudenciális felügyeletre vonatkozó politika kialakítása és a végrehajtás támogatása:** a gazdaság hatékony működéséhez szükséges, hogy a pénzügyi intézményrendszer képes legyen ellenállni a külső és belső megrázkódtatásoknak. Ezt a felelősséget a jegybank nem egyedül, hanem az állammal (Pénzügyminisztérium, Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete), illetve más állami szervekkel (felügyelet) és a piaci szereplőkkel (önszabályozás) együtt viselik. A stabilitás terén kialakult munkamegosztásban a jegybankok elsősorban a makrogazdasági szintű stabilitásért felelnek. Külön fejezetben foglalkozunk az MNB-nek a pénzügyi rendszer stabilitásában játszott szerepéről.

A fentiekén túl az MNB részt vesz az árfolyamrendszer meghatározásában, annak jellemzőiről (például a valutakosárról, a középárfolyamról és a sáv szélességről) ugyanis a kormány az MNB-vel egyetértésben dönt. Az MNB egyéb tevékenységet is folytathat, amennyiben az nem ütközik elsődleges, árstabilitási céljának teljesítésébe vagy az európai jogharmonizációban vállalt alapelvekbe.

3.3. JEGYBANKI FÜGGETLENSÉG

Az elsődleges árstabilitási cél megvalósítását célzó monetáris politikai stratégia csak akkor lehet hiteles és hatékony, ha a jegybanki döntéshozók függetlenek tudnak lenni a politikusok, érdekcsoportok politikai ciklust követő, rövid távú érdekérvényesítésétől, nyomásgyakorlásától (lásd a monetáris politikai stratégiáról szóló fejezet 1. keretes írását). Ennek érdekében a maastrichti szerződés – elismerve az uralkodó közgazdasági konszenzust – nemzetközi összehasonlításban is rendkívül szigorú függetlenségi kritériumokat támaszt a KBER jegybankjaival szemben. Az alábbiakban áttekintjük, hogy a magyar jegybanktörvényben hogyan jelennek meg ezek az intézményi, személyi, működési és pénzügyi függetlenségi feltételek.⁵⁸

Intézményi függetlenség. Az intézményi függetlenség biztosítja, hogy külső fél (például a kormány vagy EU-intézmény) ne adhasson utasítást a jegybanknak, a monetáris politika döntéshozóinak. Ez alól egyedüli kivételt a KBER központja, az Európai Központi Bank képez. A magyar jegybanktörvénnyel tehát összeegyeztethetetlen, ha külső fél felfüggeszt, jóváhagy, későbbre halaszt, cenzúráz vagy semmisnek nyilvánít egy jegybanki döntést. Továbbá külső félnek⁵⁹ nincs szavazati joga monetáris politikai kérdésekben a jegybank döntéshozó szerveiben. Az intézményi függetlenséget erősíti az MNB elnökének alkotmányban biztosított, és a jegybanktörvényben meghatározott rendeletalkotási jogköre. Ennek értelmében az alapvető jegybanki feladatok ellátásának biztosításához az MNB elnöke rendeletet adhat ki, vagyis jogszabályt alkothat (például az alapkamat és a kötelező tartalékráta mértékéről, a bankjegyek és érmék kibocsátásáról, a fizetési megbízások és az elszámolásforgalom lebonyolításáról, a statisztikai információgyűjtésről stb.).

Személyi függetlenség. A személyi függetlenség a monetáris politikai döntéshozók (lásd 3-2. keretes írást) politikától való függetlenségét jelenti. Ennek megfelelően az MNB főbb döntéshozó szerveinek tagjait a politikai ciklusnál hosszabb időre, 6 évre nevezik ki és megbízatásukat követően 3 éven át nem nevezhetők ki újra. A monetáris politikai döntéshozók megbízatása csak szigorúan körülhatárolt esetekben szűnhet meg. A személyi függetlenséget erősíti az is, hogy a Monetáris Tanács és a felügyelőbizottság tagjainak fizetését a kinevezésükkor határozzák meg, amelyet a (tárgyévet megelőző évben benyújtott magyar konvergenciaprogram alapján) várható fogyasztóiár-indexnek megfelelően emelnek a megbízatás ideje alatt.

⁵⁸ A függetlenség dimenzióinak meghatározásakor az Európai Monetáris Intézet kategóriáit használtuk.

⁵⁹ E tekintetben a Monetáris Tanács minden tagja belső tagnak, azaz szavazati joggal rendelkező tagnak számít.

3-2. keretes írás: Az MNB döntéshozó szervei

Az MNB legfontosabb, törvényben is megnevezett döntéshozó szerve a Monetáris Tanács, az igazgatóság, a közgyűlés és a felügyelőbizottság.

A **Monetáris Tanács** az MNB legfőbb monetáris és árfolyam-politikai döntéshozó szerve. A Monetáris Tanács tagja az MNB elnöke, egy elnök által javasolt alelnök és további, a köztársasági elnök által kinevezett külső tagok. A Monetáris Tanács legalább 9, legfeljebb 11 tagú testület.⁶⁰ A külső tagok megbízatásának megszűnése, a belső tagokéval megegyezően, szigorúan körülhatárolt esetekre korlátozódik. A külső tagok közül négynek a személyére (a miniszterelnök egyetértésével) az MNB elnöke tehet javaslatot, a többi tagra (az MNB elnöke véleményének kikérésével) a miniszterelnök tehet javaslatot. A Monetáris Tanács határozatképes, ha tagjainak többsége jelen van. A Monetáris Tanács határozatait a jelenlévők egyszerű szótöbbségével hozza, szavazategyenlőség esetén az elnök (akadályoztatása esetén az elnökhelyettes) szavazata dönt.

Az **igazgatóság** a jegybank operatív vezető testülete, amely felelős a Monetáris Tanács döntéseinek végrehajtásáért, és az MNB működésének irányításáért. Az igazgatóság tagja az MNB elnöke és az alelnökök. Az igazgatóság legalább 4, legfeljebb 6 tagú testület. Az igazgatóság határozatképes, ha tagjai közül legalább három jelen van. Az igazgatóság határozatait a jelenlévők egyszerű szótöbbségével hozza, szavazategyenlőség esetén az elnök (akadályoztatása esetén az elnökhelyettes) szavazata dönt.

Alapvető működési és gazdálkodási feltételek tekintetében az MNB legfőbb döntéshozó szerve a közgyűlés. A **közgyűlés** feladata az alapszabály meghatározása és módosítása, a mérleg és az eredménykimutatás megállapítása, valamint a könyvvizsgáló megválasztása, díjazásának megállapítása.

A **felügyelőbizottság** végzi az MNB folyamatos tulajdonosi ellenőrzését. A felügyelőbizottság hatásköre nem terjed ki az MNB alapvető feladataira, illetve azoknak az eredményre gyakorolt hatására.

Működési függetlenség. A működési (formai) függetlenség megköveteli, hogy a nemzeti jogszabályoknak a jegybank feladataira és céljaira vonatkozó paragrafusai összhangban legyenek a KBER jegybanktörvényében rögzített feladataival és céljával. Legfontosabb eleme, hogy az egyéb célok és tevékenységek kizárólagosan az árstabilitási célnak legyenek alárendelve.

Pénzügyi függetlenség. A pénzügyi függetlenség azt jelenti, hogy a nemzeti jegybankok automatikusan, feltétel nélkül jutnak hozzá a feladataik ellátásához szükséges pénzügyi, anyagi forrásokhoz. A jegybanktörvény szerint az MNB tárgyévi eredményéből (vagy az eredménytartalékból) osztalékot fizet a központi költségvetésnek, amennyiben azonban a tárgyévben vesztesége van, a különbözetet a központi költségvetés megtéríti, ill. a veszteség az MNB ered-

⁶⁰ A záró rendelkezések szerint a jegybanktörvény módosításakor munkaviszonyban lévő döntéshozók megbízatása a ki-nevezésükben feltüntetett határidővel jár le és a határidő lejártáig a Monetáris Tanács tagjai maradnak. Ezért 2007 elejéig nemcsak egy kijelölt alelnök, hanem valamennyi alelnök tagja a Monetáris Tanácsnak és a tanács létszáma is meghaladja a törvényben megszabott maximális létszámot.

ménytartalékából is fedezhető. Ugyanilyen fontos azonban, hogy a jegybank ne legyen kötelezhető arra, hogy az államháztartást bármilyen formában finanszírozza. Ennek megfelelően az MNB nem fizet osztalékfelőleget, nem nyújthat hitelt az államnak, a helyi önkormányzatoknak, az államháztartás körébe tartozó más intézménynek, az Európai Unió intézményeinek és szerveinek, a tagállamok központi kormányzatainak, a tagállami regionális, helyi vagy más közigazgatási szervezeteknek, egyéb közjogi testületeknek, vagy a felsoroltak befolyásoló irányítása alatt működő gazdálkodó szervezetnek.⁶¹ Továbbá ezen intézmények értékpapírjait közvetlenül a kibocsátótól nem vásárolhatja meg, azok megvásárlására a másodlagos piacokon nem kötelezhető.

3.4. ELSZÁMOLTATHATÓSÁG ÉS TRANSPARENCIA

A jegybankok függetlenségének növekedésével együtt megjelent a céljuk elérésére vonatkozó elszámoltathatóság társadalmi igénye is. Amikor utólagos elszámoltathatóságról beszélünk, azt várjuk el, hogy a jegybank meg tudja magyarázni, ha nem érte el meghirdetett elsődleges célját.

Az MNB elnökének törvényben meghatározott kötelessége évente legalább egyszer az MNB tevékenységéről és monetáris politikájáról beszámolni az Országgyűlésnek. Továbbá az MNB a monetáris folyamatok alakulásáról és az alapvető feladatai közé tartozó egyéb lényeges kérdésekről legalább negyedévente jelentést készít, és azt nyilvánosságra is hozza.

Az elszámoltathatóság fogalma ugyanakkor szorosan kapcsolódik az átláthatóság, a transzparencia fogalmához is (lásd még a monetáris politikai stratégiáról szóló rész 5.1. alfejezetét). A jegybanki működés és döntéshozatal nagyobb átláthatósága könnyebben előre jelezhetővé teszi a jegybank monetáris politikai döntéseit, a jegybank jövőbeni reakcióját különböző típusú sokkokra. A transzparenciát növeli például a Monetáris Tanács ülései jegyzőkönyvének, valamint a Monetáris Tanács tagjainak kamatdöntésről szóló szavazatainak nyilvánosságra hozatala.

⁶¹ Ez alól kivételt képeznek a részben vagy teljesen, közvetlen vagy közvetett állami tulajdonban lévő bankok, amelyekkel monetáris politikai céllal műveleteket végezhet a jegybank, azonban kizárólag a jegybanki műveleti partnerekkel szemben meghatározott feltételek mellett.

4. fejezet





4. A monetáris politika eszköztára

A jegybank azért végzi a pénzpiaci műveleteit, hogy a jegybanki kamatlépések hatékony transzmisszióját megvalósítsa, segítse a hitelintézetek likviditásmenedzselését és hozzájáruljon a bankrendszer stabilitásához. A pénzügyi közvetítés hatékonyságára, a pénzpiaci verseny előmozdítására való törekvés hozzájárul a jegybanki célok teljesüléséhez – a nemzeti fizetőeszköz értékállóságának védelméhez.

4.1. A JEGYBANKI ESZKÖZTÁR KIALAKÍTÁSÁNAK ALAPELVEI

A monetáris politikai célok eléréséhez a jegybank számára az eszközök széles választéka áll rendelkezésre. Az eszköztár kialakítását ezért segíti bizonyos általános alapelvek meghatározása, amelyek a választási szempontokat adják.

Az eszközrendszert szokás direkt és indirekt eszközökre is bontani, aszerint, hogy mennyire építenek a **piackonform működésre**. A direkt eszközök között szerepel a hitelintézetek közvetlen szabályozása az alkalmazható legmagasabb hitelkamat vagy legalacsonyabb/legmagasabb betéti kamatokon keresztül, valamint a hitel- és betéti keretek alkalmazása. Az indirekt eszközök a pénzügyi piacok hatékony működését igénylik, ilyenek a nyílt piaci műveletek (pl. a végleges értékpapír-értékesítés/vásárlás vagy repo), a betéti tenderek és a kötvénycukor, továbbá a kötelező tartalékráta szabályozása is. Egy adott jegybanki cél a monetáris eszköztár több elemével is elérhető, de az MNB legfontosabb szempontja, hogy az adott operatív monetáris cél eléréséhez az arra leginkább hatni képes piackonform eszközt alkalmazza.

A jegybank az „egy operatív cél – egy eszköz” elvén túl törekszik az egyszerű, **áttekinthető eszközfelépítésre, a költséghatékonyagra**.

Az eszköztár kialakításánál, illetve fejlesztésénél a jegybank törekszik arra, hogy hozzájáruljon a **piacépítéshez** a pénzügyi közvetítőrendszerben. Ösztönzi a bankközi piac működését, és igyekszik elérni, hogy olyan esetekben, amikor a bankközi piacon is lehetőség van a likviditás újraelosztására, akkor a hitelintézetek egymáshoz forduljanak a jegybanki hitel igénybevétele helyett. További cél, hogy a zökkenőmentes eurobevezetés érdekében az eszköztár lehetőség szerint alkalmazkodjon az eurozónában alkalmazott eszközökhöz.

Szintén alapvető fontosságú a jegybank számára, hogy **egyenlő bánásmódban** részesítse a piac szereplőit. Ezt a partnerköre kialakításánál figyelembe veszi, arra törekedve, hogy a minimális technikai feltételnek eleget tevő minden hitelintézetnek lehetősége legyen igénybe venni a jegybanki eszközöket.

4.2. AZ ESZKÖZTÁR FUNKCIÓI A MONETÁRIS POLITIKAI CÉLOK MEGVALÓSÍTÁSÁBAN

Az MNB által alkalmazott eszköztáron belül funkciójuk szerint megkülönböztetjük:

- az irányadó instrumentumként szolgáló eszközt (a kéthetes jegybanki betétet), amely a transzmissziós mechanizmusban tölt be lényeges szerepet;
- a bankközi kamatok volatilitását csökkentő eszközöket, amelyek a hitelintézetek likviditáskezelését támogatják;
- sterilizációs eszközöket, amelyek a bankrendszer likviditástöbbletének lekötését szolgálják;
- és az árfolyam direkt befolyásolását szolgáló eszközöket.

4.2.1. Az irányadó eszköz

Az irányadó instrumentum arra szolgál, hogy a jegybank közvetítse az általa optimálisnak ítélt kamatszintet a piac számára. Az irányadó jegybanki kamat változtatása a pénzpiaci kamatokon keresztül más, banki és tőkepiaci kamatokra, hozamokra is hat, így befolyásolni tudja többek között a hitelintézetek betéti és hitelkamatait.⁶²

Magyarországon az irányadó eszköz a jegybank banki és egyéb hitelintézeti partnerei által igénybe vehető kéthetes futamidejű jegybanki betét, amelynek kamata a jegybanki alapkamat.⁶³ Az irányadó kamat mértékéről a Monetáris Tanács dönt, amely döntéssel egyben a kéthetes betéti kamathoz kötött többi kamatláb (például a kamatfolyosó két szélét alkotó egynapos eszközök kamatlába) is változik.⁶⁴ Bár a gazdasági folyamatok befolyásolása szempontjából a hosszabb lejáratok kamatalakulásának van jelentősége⁶⁵, általános gyakorlat, hogy a jegybank csak a hozamgörbe egészen rövid végén, maximálisan egy hónapos lejáratú eszközzel avatkozik be saját irányadó kamata révén. Ennek több oka van. Egyrészt ha viszonylag hosszú futamidőt választ a jegybank irányadónak, akkor az megkönnyíti a partnerek *spekulációs tevékenységét*. (A hosszabb futamidő nagyobb potenciális nyereséget jelenthet a piaci szereplők várakozásának megfelelő jegybanki kamatdöntés esetén). Másrészt az irányadó instrumentum futamidejének megfelelő mértékben kell segítenie a hitelintézetek likviditásme-

⁶² A monetáris politika transzmissziójáról szóló fejezetben részletesen bemutatásra kerül a monetáris politikai döntések közvetítésében központi szerepet játszó kamat- és árfolyamcsatorna.

⁶³ 2001-et megelőzően az alapkamathoz effektív jegybanki üzletkötés nem kapcsolódott, jogszabályok hivatkozási alapként szolgált, valamint a korábbi refinanszírozási hitelkonstrukciók egyes elemeit árazták hozzá.

⁶⁴ 2004 közepétől kezdődően a jegybanki alapkamatláb megváltoztatásáról a Monetáris Tanács a mindenkor havi második ülésén hoz döntést (ún. kamatmeghatározó ülések). Ez egyrészt megfelel a nemzetközi gyakorlatnak, másrészt a döntések megalapozásához szükséges információk döntő többsége csak havonta jelenik meg. Természetesen, ha a körülmények szükségessé teszik, a tanács bármikor dönthet az alapkamatláb megváltoztatásáról.

⁶⁵ A magyar esetben a 3 hónapos futamidejű *pénzpiaci hozamoknak* kitüntetett szerepe van, számos banki hiteltermék árazása kapcsolódik közvetlenül a 3 hónapos benchmark, illetve Bubor-kamatok alakulásához.

nedzselését. Végül megfelelően rövid futamidőt választva elérhető, hogy a hozamgörbe 1 év-nél hosszabb része már tisztán a piac szereplőinek inflációs várakozásait tükrözze (a gazdaságpolitika hitelessége mellett), ami rendkívül fontos információs forrás a központi bank számára.

Ugyanakkor a jegybank a rövid lejáratú instrumentum ellenére a határidős kamatparitás felhasználásával képes közvetetten a hosszabb hozamokra is hatást kifejteni, azaz a hosszabb hozamokat az irányadó kamat jövőbeli alakulására vonatkozó várakozások mozgatják. Ennek értelmében pl. a 3 hónapos hozam olyan szintre áll be, hogy a 3 hónapos befektetés várható hozama megegyezzen a kéthetes befektetés 3 hónapon keresztül történő görgetésének várható hozamával. Amennyiben például stabil kéthetes jegybanki kamatok vár a piac, a 3 hónapos névleges hozamnak meg kell haladnia a kétheteset, mivel a görgetett befektetés kamatos kamat elérését jelenti. Ha általános kamatcsökkenési trendet vár a piac, akkor a hozamgörbe inverz alakú, mivel a kéthetes befektetés görgetése során egyre alacsonyabb kamatok mellett lehetséges csak az újrabefektetés.

Az irányadó instrumentum *kamatának változtatása jelzést* ad a piac számára a kamatok jövőbeli alakulásáról (signalling hatás). Amennyiben a jegybanki lépés azonos a piac várakozásaival, az szintén jelzés értékű, és azt mutatja, hogy a piac és a jegybank megítélése a pénzügyi, gazdasági folyamatokról hasonló. Ha a jegybank a piac várakozásaitól eltérő kamatlépést hoz (avagy nem hozza meg a piac által várt döntést), akkor a piaci szereplők azonfelül, hogy várakozásaikhoz képest eltérő kondíciókkal jutnak a jegybanki instrumentumokhoz, azt is tapasztalják, hogy a jegybank eltérően értékeli a makrogazdasági folyamatokat, és ez ösztönzi őket a saját kamatvárakozásaik átértékelésére. Így a központi bank a kamatváltoztatás közvetlen piaci hatásán jelentősen túlmutató változást képes generálni a pénz- és tőkepiacon.

Az MNB kéthetes lejáratú betétjét az MNB partnerkörének, azaz a meghatározott technikai feltételeknek eleget tevő hitelintézeteknek van lehetősége igénybe venni, szakaszos rendelkezésre állás keretében. Ez azt jelenti, hogy csak előre meghatározott nap(ok)on nyújthatják be az MNB-nek a betételhelyezési ajánlataikat, amelyeket a jegybank – szokásos piaci környezet esetén – mérlegelés nélkül elfogad. A fennmaradó négy munkanapon – rendkívüli eseteket kivéve – a hitelintézeteknek a jegybank csak az egynapos lejáratú eszközeivel ad segítséget a likviditási pozíciójuk egyensúlyozásához. A szakaszos rendelkezésre állás előnye a folyamatos rendelkezésre álláshoz képest az, hogy a kamatok direkt meghatározása mérsékeltebbé válik a ritkább üzletkötési lehetőség miatt, így nagyobb tere van a piaci mechanizmusok érvényesülésének. Ezenkívül a hitelintézeteket aktívabb likviditásszabályozásra, vagyis likviditási helyzetük előzetes felmérésére, a várakozásaik pontos kialakítására ösztönzi, ami a transzmissziós mechanizmus hatékonyságát javítja.

Bár az MNB a kéthetes betét kamatát kulcsfontosságúnak tekinti, a betétállomány nagyságának nincs kitüntetett szerepe a monetáris politikában. Ennek elsősorban az az oka, hogy a be-

tétállomány nagyságának nincs általánosan kimutatható hatása a gazdasági folyamatokra. Másrészt mivel a kéthetes betét az irányadó instrumentum szerepe mellett egyben a strukturális likviditásfelesleg lekötésének eszköze is, ezért a betétállomány volumenét leginkább olyan külső tényezők befolyásolják, amelyekre az MNB-nek csak korlátozott befolyása van (lásd a 4.2.3. alfejezetet a sterilizációról).

4.2.2. A likviditásmenedzsment segítése a rövid kamatok volatilitásának mérséklése érdekében

A pénzpiac legrövidebb futamidejű és éppen ezért legérzékenyebb kamata az egynapos (overnight, O/N) bankközi piacon kialakuló hozam. Azok a jegybankok, amelyek irányadó kamata egynapos futamidejű (pl. USA, Japán), értelemszerűen a lehető legkisebb volatilitást kívánják csak tolerálni az egynapos bankközi piacon. Az olyan központi bankok számára – mint amilyen az MNB is –, amelynek irányadó eszköze ennél hosszabb (kéthetes) futamidejű, az egynapos bankközi hozam a transzmissziós mechanizmus szempontjából csak annyiban fontos, amennyiben képes eltéríteni valamilyen irányba a piaci hozamokat.

Az egynapos kamatokra jelentős hatást gyakorol a bankrendszer likviditási helyzete, azaz, hogy aggregált szinten a hitelintézetek megfelelő szintű jegybankpénzzel (jegybanknál vezetett elszámolási számlán lévő követeléssel) rendelkeznek-e. A jegybanki likviditásszabályozás folyamata során a jegybank meghatározza a kereslet-kínálat viszonyait a jegybankpénz piacán.⁶⁶ A jegybankpénz piaca sajátos: a kínálati oldalon a központi bank monopolhelyzetben van. Az ezzel szemben álló hitelintézeti jegybankpénz-keresletnek több forrása van: jegybanki számlapénzre egyrészt az ügyfelek készpénzigényének kielégítéséhez (a számlapénz készpénzre váltható), másrészt a napi tranzakcióik lebonyolításához (működési tartalék), végül a jegybanki tartalék-előírásoknak (kötelező tartalék) való megfeleléshez van szükségük.

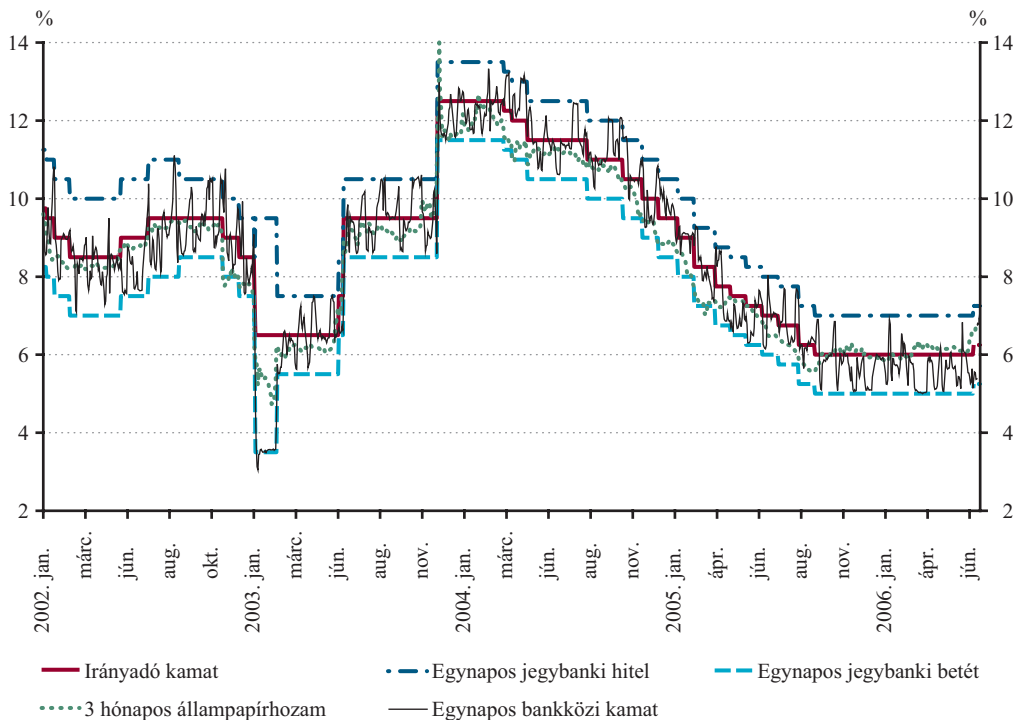
A jegybankok általában kétféle módon avatkoznak be a bankközi likviditásmenedzsmentbe. Egyes bankok diszkrecionálisan szabályozzák a likviditást, azaz eldöntik, hogy mekkora mennyiségben fogadnak el a bankrendszertől betéteket (vagy adnak el állampapírokat), illetve ajánlanak fel számukra hiteleket (vagy vásárolnak állampapírokat). Más bankok közvetlenül, és nem a mennyiségeken keresztül befolyásolják a kamatokat. Ilyenkor a jegybank a hitelintézetek „rendelkezésére áll” a műveleteivel, tehát előre meghatározott kamaton kínál forrásokat, illetve fogad el betéteket, és ezeket a hitelintézetek saját belátásuk szerinti volumenben veszik igénybe. Az MNB a második kategóriába tartozik, alkalmazkodó jellegű, a partnereknek korlátlanul van lehetőségük igénybe venni a jegybanki eszközöket. Az MNB-nek ugyanakkor megvan a lehetősége diszkrecionális elemek használatára is (pl. MNB-kötvény, tender, gyorstender).

Az MNB két eszközt használ folyamatosan a likviditási sokkok tompítására és így a rövid kamatok volatilitásának mérséklésére: a kamatfolyosót és a kötelező tartalékrendszert.

⁶⁶ Az MNB likviditásszabályozásáról részletesebben ír Antal és szerzőtársai (2001).

4-1. ábra

A jegybank irányadó kamata, a 3 hónapos benchmarkhozam és az egynapos bankközi kamat a jegybanki kamatfolyosón belül



Kamatfolyosó

A jegybank a kéthetes irányadó hozamra szimmetrikus kamatfolyosót tart fenn egynapos lejáraton, ami azt hivatott biztosítani, hogy az egynapos bankközi kamatok a kéthetes betéti kamat körül meghatározott, relatíve szűk sávon belül maradjanak. Amennyiben a hitelintézeteknek rendkívüli szükségük van rövid likviditásra, de valamilyen ok miatt nincs lehetőségük azt a bankrendszeren belül – a bankközi pénzpiacon – megszerezni, a kamatok akkor sem emelkedhetnek szélsőségesen magasra, mivel a jegybank a kamatfolyosó tetejének, azaz a kamatplafonnak megfelelő szinten egynapos futamidővel – értékpapír-fedezet mellett⁶⁷ – hitelt nyújt. A bankközi egynapos kamatszint tehát tartósan nem lehet magasabb a kamatplafonnál. Ehhez hasonló módon, amikor likviditásbőség van a piacon, a kamatfolyosó alján (kamatpadló) a hitelintézetek korlátozás nélkül elhelyezhetik a jegybanknál a fölös pénzeszközeiket egynapos lejáratra, így a kamatfolyosó aljánál kisebb kamaton a hitelintézeteknek nem áll érdekében egynapos bankközi ügyletet kötni.

⁶⁷ Az MNB által nyújtott aktív oldali rendelkezésre állás igénybevételének egyetlen „természetes” korlátja a hitelintézetek portfóliójában lévő állampapír-állomány (korlátlan rendelkezésre állás).

A bankközi kamatok stabilizálását, simítását szolgálja, ha a kamatfolyosó tetején és alján elhelyezkedő instrumentum kamatszintje közel van egymáshoz. Emiatt az MNB 1998 második felétől fokozatosan csökkentette a kamatfolyosó szélességét. Az MNB által fenntartott kamatfolyosó 1999–2001 között az irányadó kamat körül $\pm 2\%$, ezt követően $\pm 1,5\%$ volt, 2002. szeptember 1-jétől pedig az EKB gyakorlatához hasonlóan ± 1 százalékpont szélességű. (A kamatfolyosó alakulásáról lásd a 4-1. ábrát.)

Tartalékkötelezettség

A tartalékkötelezettség eredeti funkciója prudenciális tényezőkre vezethető vissza: a tartalék biztosítékul szolgált a betétvisszahívásokkal, a forrásállomány csökkenésével szemben. Ennek a funkciónak ma már lényegesen kisebb a jelentősége. A kötelező tartalék szabályozásának jelenleg az MNB eszköztárában betöltött legfontosabb funkciója, hogy segít az egynapos kamatok simításában.⁶⁸

A kötelező tartalék alapja általában az idegen források (pl. betétek) összege, vagy annak egy meghatározott része. A tartalékráta és a tartalékalap szorzata határozza meg az adott intézmény által elhelyezendő tartalék összegét. A tartalék számításának alapjául leggyakrabban egy adott időszak (számítási periódus) tartalékköteles forrásállományának napi átlaga szolgál. Az így kiszámított tartalékot pedig egy adott időszakra kell a jegybanknál elhelyezni (elhelyezési periódus).

Magyarországon a számítási periódus egy naptári hónap (ez megfelel az adó- és járulékfizetések rendszerességének), az elhelyezési periódus (szintén egy hónap) a számítási periódust követi. A tartalék számításának alapja a hó végi forrásállomány. A tartalék teljesítése a jegybanknál vezetett elszámolási számlán történik. A hitelintézetek a tartalékkövetelménynek a periódus átlagában felelnek meg, de az elszámolási számlájuk egyenlege sohasem lehet negatív.⁶⁹ Ez az átlagolási mechanizmus rugalmas likviditásmenedzselési lehetőséget biztosít a hitelintézetek számára.

Annak ellenére, hogy az MNB által alkalmazott kötelezőtartalék-ráta (5 százalék) lényegesen meghaladja az eurozóna tartalékrátáját (2 százalék), a hazai hitelintézetek a kötelezőtartalékrendszer szempontjából összességében versenysemleges helyzetben vannak. A tartalékra fizetett kamat ugyanis 2004 májusától megegyezik a jegybanki irányadó kamattal, azaz megszűnt a pénzintézeteket a tartalékrendszeren keresztül terhelő jövedelemelvonás.

⁶⁸ A tartalékkötelezettség további funkciókat is betölthet. Így a tartalékráta aktív változtatásával elméletileg stabil jegybankpénz iránti kereslet teremthető, amely ugyancsak segíthet a jegybanki likviditásszabályozásban. A kötelező tartalék állománya közvetlenül csökkenti a bankrendszer likviditását, tehát hozzájárul a fölös likviditás lekötéséhez is. A tartalék-elhelyezési kötelezettség, amennyiben likviditáshiányt hoz létre a bankrendszerben, növeli a jegybankpénz iránti keresletet – ezáltal a transzmissziós mechanizmus hatékonyságát segíti. Ezenkívül amennyiben a jegybank piacínál alacsonyabb kamatot fizet a tartalékalományra, a kötelező tartalék indirekt adó szerepét is betöltheti.

⁶⁹ Kanadában a tartalékráta mértéke nulla, de ennek a perióduson belül átlagban kell megfelelni, tehát a pénzintézetek jegybanknál lévő számlájának negatív egyenlege is lehet (zero averaging).

Egyéb likviditáskezelési eszközök

Előfordulhat azonban, hogy hirtelen bekövetkező, jelentős mértékű likviditási sokkok még e két eszköz mellett is tartósan eltéríthetnék az egynapos hozamokat a jegybank irányadó kamatától. Ezen kivételes helyzetek kezelésére az MNB rövid, de változtatható futamidejű, ún. finomhangoló eszközzel (tender, gyorstender) rendelkezik, amely képes a hitelintézetek által várttól lényegesen eltérő likviditási helyzeteket kezelni a tartalékolási perióduson belül. A tenderek, gyorstenderek használatával egyrészt a váratlan nemzetközi események okozta jelentősebb pénzmozgások magyarországi hatásai csökkenthetők, másrészt esetlegesen segíthetik a likviditásmenedzselést, különösen a tartalékolási periódus előre nehezen tervezhető utolsó napjain. Ilyen eszközök alkalmazására ritkán kerül sor.

4.2.3. A jegybanki sterilizációs eszközök

A jegybanki műveletek iránya a jegybank bankrendszerrel szembeni strukturális likviditási pozíciójával függ össze. A strukturális likviditási pozíció a jegybank hitelintézetekkel szembeni kötelezettségeinek és követeléseinek egyenlege, amelynek alakulását a jegybank mérlegében szereplő olyan tételek (úgynevezett autonóm tényezők) befolyásolják elsősorban, amelyeket a központi bank nem tud közvetlenül befolyásolni.

4-1. keretes írás: Jegybanki likviditási fogalmak

4-1. táblázat

Az egyszerűsített jegybankmérleg struktúrája

Eszközök	Források
E1. Követelés a bankok felé	F1. Kötelezettség bankok felé F1.A. Irányadó eszköz F1.B. Egyéb kötelezettség a bankok felé
E2. Nettó követelés külfölddel szemben	F2. Elszámolási betétszámla
E3. Követelés kormányzattal szemben	F3. Forgalomban lévő készpénz
E4. Egyéb belföldi követelések	F4. Kormányzati betétek
	F5. Nettó egyéb tételek

A jegybank strukturális likviditási pozícióját meghatározó autonóm tényezők közül a legfontosabb a forgalomban lévő készpénz állománya (F3.), a jegybanki mérlegben szereplő, kormányzattal szembeni követelések (E3), illetve kötelezettségek (F4.), valamint a külfölddel szembeni nettó követelések (E2.), amit kis nyitott országokban leginkább a devizatartalék nagysága befolyásol.⁷⁰

⁷⁰ Természetesen a devizatartalék szintjét a jegybank képes befolyásolni, azonban a devizatartalék mindenkori alakulása – sávszéli intervenció esetén – nem áll a jegybank teljes kontrollja alatt. Emiatt a külfölddel szembeni nettó követeléseket rendszerint az autonóm tételek között szerepeltetik.

$$\text{Strukturális likviditási pozíció} = S_p = E2.+E3.+E4.-F3.-F4.-F5. (= F1.+F2.-E1.)$$

A strukturális likviditási pozícióból a hitelintézetek elszámolásibetétszámla-állományának levonásával származtatható a jegybanki nettó likviditási pozíció, amely a jegybanki műveletek tényleges irányát és nagyságát mutatja.

$$\text{Nettó likviditási pozíció} = S_p - F2.$$

Ezen belül az irányadó eszköz irányát mutatja a jegybanki operacionális likviditási pozíció, amelyet a nettó pozícióból a nem irányadó eszközök mennyiségének levonásával kapunk meg⁷¹:

$$\text{Operacionális likviditási pozíció} = F1.A. = \text{Nettó likviditási pozíció} - F1.B + E1.$$

Amennyiben ez a pozíció pozitív, akkor a jegybank irányadó eszköze betétoldali, azaz likviditást von el a bankrendszerből.

A jegybanki műveletek iránya, illetve a bankrendszer strukturális likviditási pozíciójának alakulása legtöbbször adottság a jegybank számára, és az adott valutaövezet makrogazdasági jellemzőivel függ össze. Nagy, zárt gazdaságokban a gazdaság készpénzkereslete jellemzően olyan mértékű jegybanki refinanszírozási igényt támaszt, amely meghaladja az egyéb likviditást nyújtó tényezők hatását. Ezzel szemben felzárkózó, kis nyitott országokban, így Magyarországon is, a bankrendszer likviditási pozíciója a külföldi tőkebeáramlás és a jegybanki devizapiaci intervenció következtében legtöbbször pozitív, azaz a bankrendszerre strukturális likviditási többlet jellemző. Ennek következtében a jegybank ezekben az országokban sterilizálja a fölösleges likviditást, és betéti típusú instrumentumokat alkalmaz. Az elmúlt néhány évben a privatizációs devizabevételek mellett az államháztartási hiány devizaadóssággal történő finanszírozása is hozzájárult a bankrendszer likviditástöbbletének további emelkedéséhez. Mindezek következtében 1995 közepe óta folyamatosan pozitív volt a jegybank strukturális likviditási pozíciója. Emiatt az MNB folyamatosan, bár váltakozó eszközökkel, köti le a bankrendszer felesleges likviditását (a jegybank pénzpiaci eszközeiről lásd a 4-3. keretes írást). Erre a célra az MNB jelenleg szintén az irányadó kéthetes eszközét használja: a partnerei mennyiségi korlátozás nélkül helyezhetnek el betétet a jegybanknál.⁷² Ez biztosítja, hogy a bankrendszer szintjén felesleges likviditás a jegybanki kéthetes betétben csapódjon ki.

⁷¹ Ez az összefüggés passzív oldali irányadó eszközzel rendelkező jegybank esetére érvényes. Amennyiben egy jegybanknak az irányadó eszköze aktív oldali (hitelinstrumentum), akkor annak a követelések között szereplő mennyiséggel lesz egyenlő az operacionális likviditási hiány (negatív operacionális likviditási pozíció).

⁷² Korábban volt példa arra, hogy az irányadó eszköztől eltérő, jellemzően hosszabb lejáratú eszközt alkalmazott erre a célra a jegybank. Ezt a gyakorlatot néhány jegybank jelenleg is használja.

4-2. keretes írás: A jegybank pénzüpiaci eszközeinek formái

Formai jellemzőik alapján a következő instrumentumokat különböztetjük meg az MNB eszköztárán belül: a jegybanki betétet, a fedezett hitelt, a végleges értékpapír- (outright) műveleteket, a repót, a kötelezettséget megtestesítő értékpapírok kibocsátását és a FX-swapot. A végleges értékpapír-műveletek, a repók és a swapok likviditást nyújtó és kivonó eszközök is lehetnek, míg a többi kizárólag egyik oldali (aktív vagy passzív) művelet lehet, a bankrendszer nettó likviditási pozíciójának megfelelően. Ezen eszközök közül jelenleg rendszeresen csak a betét- és hitelműveleteket használja az MNB. A végleges értékpapír-műveleteket ritkán alkalmazza a jegybank, a repo- és FX-swap-ügyleteket pedig 2001-ben más eszközökkel váltotta fel.

A jegybanki betét

A jegybanki betét alatt azt értjük, hogy a központi bank valamely ügyfele – az értékesítés módjától függően – meghatározott vagy tenderen kialakuló kondíciók (futamidő, kamat) mellett elhelyez bizonyos összeget a jegybanknál. A jegybanki betét futamideje alatt nem felmondható. A kéthetes lejáratú jegybanki betét az MNB irányadó instrumentuma, másrészt a strukturális likviditásfelesleg lekötését is szolgálja. Az egynapos lejáratú betét pedig a kamatfolyosó alját képezi, ahol a jegybank folyamatosan rendelkezésre áll betétfogadással.

Fedezett hitel

A jegybanki hitelnyújtás két leggyakoribb technikai formája: az aktív repo, illetve a fedezet mellett nyújtott hitel. Közöttük a nemzeti bankok saját belátásuk szerint választhatnak, általában a múltbeli gyakorlat és jogi szempontok döntenek. A GMU sok országában a jegybank mindkét eszközt alkalmazza, az MNB azonban csak a fedezett hitelt. 2002-től a fedezett hitelnek kettős funkciója lett az MNB eszköztárában: az egynapos fedezett hitel a monetáris politika eszközévé vált, mint a kamatfolyosó felső széle, másrészt a napon belüli fedezett hitel a napközbeni pénzforgalmat segíti.

Végleges állampapír adásvétel

A klasszikus nyílt piaci műveletnek számító *végleges állampapír adásvétel* (outright műveletek) keretében a központi bank értékpapírokkal, elsősorban állampapírokkal kereskedik a másodlagos piacon azzal a céllal, hogy a likviditás kínálatát szabályozza. Az outright műveleteket a jegybankok kezdeményezik (diszkrecionális eszköz), viszont nem jelent kényszert a piac számára, tehát a bankok saját elhatározásból, a piaci feltételek függvényében döntenek arról, hogy elfogadják-e a jegybank ajánlatát. Ennek az eszköznek azonban a feltétele, hogy megfelelő mennyiségű értékpapír-állomány legyen elérhető a piacon, vagyis fejlett, likvid elsődleges és másodlagos értékpapírpiacon létezzen az adott országban, másrészt passzív oldali szabályozás esetén a jegybanknak is jelentős mennyiségű értékpapírral kell rendelkeznie. A klasszikus outright műveletek viszonylag kevés helyen váltak az adott ország monetáris politikájának meghatározó eszközévé (USA, Nagy-Britannia). Az MNB ezt az eszközt ritkán alkalmazza.

Repoügylet

Az *értékpapír-visszavásárlás* (vagyis *repoügylet*) két tranzakció eredője, az első egy adott értékpapír (legtöbbször állampapír) prompt eladása vagy vétele, majd ezt követően – egy előre meghatározott időpontban – a papír visszavétele vagy -adása. Az ügylet tartalmilag egy fedezet mellett nyújtott hitel, a két ár különbözete pedig a hitel kamata (repokamat). A repoügyletek monetáris politikai eszközként való felhasználásának előnye, hogy használatukat nem korlátozza a rendelkezésre álló állampapírok lejárata; egyenletes, állandó rövid futamidőn képesek hatékonyan befolyásolni a jegybank operatív kamatcélját. A jegybanki passzív repo hasonlít a jegybanki betételre, de passzív repo esetében a jegybank fedezetet nyújt az elhelyezett összeg biztosítékául. A jegybanki betét ezért egyszerűbb, mint a passzív repo: nincs szükség nagy, homogén értékpapír-állományra fedezetként. A jegybanknak (biztos fizető adósként) amúgy sem indokolt fedezetet nyújtania a nála elhelyezett összegekre. Az MNB eszköztárában 2001 decemberéig foglalt el központi helyet a repo: az egynapos aktív repo hiteloldali instrumentumként a kamatfolyosó tetejét jelentette. Azóta a fedezett hitel tölti be ezt a szerepet.

Értékpapír-kibocsátás (MNB-kötvény)

Az MNB-kötvény a jegybank által kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő, forintban denominált állampapír, amelyet a tulajdonos fedezetként felhasználhat jegybanki hitelműveleteihez is. Az MNB-kötvény 1997 és 2002 között kétféle futamidővel és többféle értékesítési technikával is szerepelt a jegybank eszköztárában. Eleinte az irányadó kamat futamidejénél hosszabb lejáratokon biztosította a bankrendszer likviditásfeleslegének lekötését, a későbbi kibocsátás célja a forgatható pénzpiaci eszközök körének szélesítése volt. Az MNB-kötvény utolsó sorozata 2002 júliusában futott ki.

Fx-swap-ügyletek

Deviza-forint FX-swap-ügyletnek nevezzük azt a tranzakciót, amely során az egymással üzletelő felek egyike „elcseréli” a másikkal a forintban denominált eszközeit a jelenben valamely devizában denomináltra, majd egy jövőbeli időpontban visszacseréli. A jegybankkal szembeni ügyletben általában forint indíttatású műveletről van szó: leggyakrabban a forintot kölcsönvevő fél a devizát fedezetként használja és az így megtestesülő forint-hitelre kamatot fizet. Az MNB 2001 áprilisáig működtette az egynapos swap eszközt az egynapos aktív repóval azonos kondíciók mellett, rendelkezésre állás formájában.

4.2.4. Az árfolyam direkt befolyásolását szolgáló eszközök

A devizapiaci műveletek általában az árfolyam(rendszer) befolyásolását szolgálják: a jegybank az árfolyam-felértékelődés elkerülésére a devizapiacra devizát vásárol (interveniál), ezáltal megnöveli a forgalomban lévő hazai deviza mennyiségét. Ezzel ellentétben devizát ad el, ha a devizapiacra leértékelődik a belföldi fizetőeszköz.⁷³ Ezen túlmenően a devizapiaci műveletekkel lehetséges a pénzpiac likviditásának befolyásolása is, swap vagy devizarepo ügyletek keretében.

⁷³ A jegybanki intervenció hatékonyságáról részletesebben lásd Kiss M. (2005).

Az MNB a jegybanki kamatok közvetett hatása mellett devizapiaci műveleteket is alkalmazhat az árfolyam közvetlen befolyásolására. Az MNB széles sávós árfolyamrendszert tart fenn 2001 tavasza óta (a forint euróval szembeni árfolyam-ingadozási sávja $\pm 15\%$). A sávszéli devizapiaci intervenció ezen árfolyamrendszer fenntartását szolgálja: a jegybank az árfolyamsáv erős szélén automatikusan devizavételi ajánlattal él, míg a gyenge szélén devizaeladásra tesz felső mennyiségi limit nélküli ajánlatot. Így védi a belföldi fizetőeszköz árfolyamát a további fel-, illetve leértékelődéstől.⁷⁴

Hiteles árfolyamsáv esetén azonban a sávszélek effektív beavatkozás nélkül is hatással vannak az árfolyamra. Például az árfolyamsáv erős széléhez közeledve egyre kisebb a valószínűsége a további erősödésnek. Ezért a piaci szereplők az árfolyam gyengülésére számítva forintot adnak el, illetve hosszú devizapozíciót nyitnak, amelyek az árfolyam gyengüléséhez vezetnek. Nem hiteles sáv esetén viszont a sávszélhez közeledve egyre nagyobb az esélye egy felértékelődésnek, így extraprofit elérésének, és ez gyorsítja az árfolyamrendszer elleni spekulációt.

A forint árfolyamának befolyásolása vagy a volatilitásának mérséklése érdekében az MNB-nek lehetősége van arra is, hogy sávon belül kereskedjen a devizapiaci partnereivel. Az árfolyam befolyásolásának eszköze lehet még az ún. verbális intervenció, amikor az MNB a piacon kialakult árfolyamszintet, vagy várt árfolyampályát az inflációs cél szempontjából nemkívánatosnak, vagy hosszú távon fenntarthatatlannak ítéli. A verbális intervenció akkor lehet hiteles, ha kudarca esetén a jegybank egyéb eszközöket (kamatlépés, devizapiaci intervenció) is hajlandó bevetni céljai eléréséhez.

A szűk sávós rendszerben gyakran előfordult, hogy a jegybank kereskedett (interveniált) a sávszéleken, jellemzően az erős sávszélén. 2001. május 4-e, a sávszélesítés óta azonban sávszéli intervencióra csak 2003 elején került sor. Ekkor az árfolyamsáv erős szélén kellett beavatkoznia az MNB-nek: a forint sávon kívülre való erősödésének megakadályozása érdekében eurót vásárolt.⁷⁵

Szintén a devizapiaci műveletekhez tartozik a számos európai uniós országban alkalmazott eszköz, amely keretében a jegybank a *devizapiacra tereli* az állami devizabevételek jegybanknál való átváltásából származó devizaeszközöket. A kialakult gyakorlat szerint a magyar költségvetés devizabevételeit (EU-transzferek, privatizációs bevétel, devizakötvény-kibocsátásból származó bevétel) nem a piacon, hanem az MNB-nél váltja át forintra. A jegybank az átváltásból származó forintot a kincstári számlán írja jóvá a költségvetés számára, ahonnan a kincstári kifizetések következtében a többletlikviditás a bankrendszerhez kerül. Az MNB annak érdekében, hogy elkerülje a bankrendszer forintlikviditásának nemkívánatos növekedését, 2004-től

⁷⁴ Az MNB az árfolyamsáv szélein rendelkezésre áll a devizapiaci partnereinek: az erős szélén automatikusan azonnali (spot) devizavételi ajánlattal él, míg a gyenge szélén devizaeladásra tesz felső mennyiségi limit nélküli ajánlatot. Mint-hogy a legalacsonyabb kötési összeg 4 millió euro, elképzelhető, hogy a lényegesen alacsonyabb összegeket érintő ügyletek egy részénél vagy a jegybanki üzletidőn kívüli kötések esetén a kötési árfolyam az árfolyamsávon kívülre esik.

⁷⁵ A 2003 elejei eseményekről részletesen lásd Barabás (2003) (szerk.): A felértékelődési spekuláció kezelése.

kezdve minden évben a devizapiacra tereli az állam MNB-vel szembeni nettó forintkonverziójának egy részét, míg a fennmaradó részt a devizatartalék növelésére fordítja. A jegybank a devizaeladással nem kívánja befolyásolni a forint árfolyamának alakulását, azt a bankközi devizapiacon, sok részletben, kis tételekben és árelfogadó módon végzi.

5. fejezet





5. A monetáris politika transzmissziója

A modern jegybankok az árak, az infláció alakulására próbálnak hatást gyakorolni úgy, hogy többnyire tekintettel vannak a gazdasági kibocsátásra is. A monetáris politika rendelkezésére álló eszközök ugyanakkor csak nagyon áttételesen és nehezen kiszámítható módon befolyásolják a gazdasági aktivitást. A fejlett országokban a jegybankok elsősorban egy rövid lejáratú pénzügyi eszköz kondícióján keresztül szoktak beavatkozni a piaci folyamatokba. Ez az eszköz többnyire egy rövid lejáratú, egy-két napos vagy néhány hetes hitel, néha betét, amely a kereskedelmi bankok számára áll rendelkezésre, és amelynek a kamata a monetáris politikai döntések tárgya. Azokkal a gazdasági szereplőkkel, akik termelési és árazási döntéseket hoznak, a jegybankok nem állnak üzleti kapcsolatban, így rájuk közvetlen hatást – a kommunikációt leszámítva – nem tudnak kifejteni.

Azt a többlépcsős, összetett folyamatot, amelyen keresztül a jegybank befolyásolja a kibocsátást és az inflációt, monetáris transzmissziós mechanizmusnak nevezzük. A monetáris transzmisszió öt csatornáját lehet megkülönböztetni: kamatcsatorna, árfolyamcsatorna, eszközárak, hitelezés és várakozások csatornája. Ezen csatornák mindegyike egy sajátos mechanizmust jelent, amelyen keresztül az árupiaci keresletet eléri a monetáris politika lépései. A megváltozott keresletre az árak csak némi késéssel tudnak reagálni, így a kibocsátás átmenetileg eltérhet hosszú távú szintjétől. A kínálati oldalt a monetáris politika a termelési költségeken keresztül is érinti.

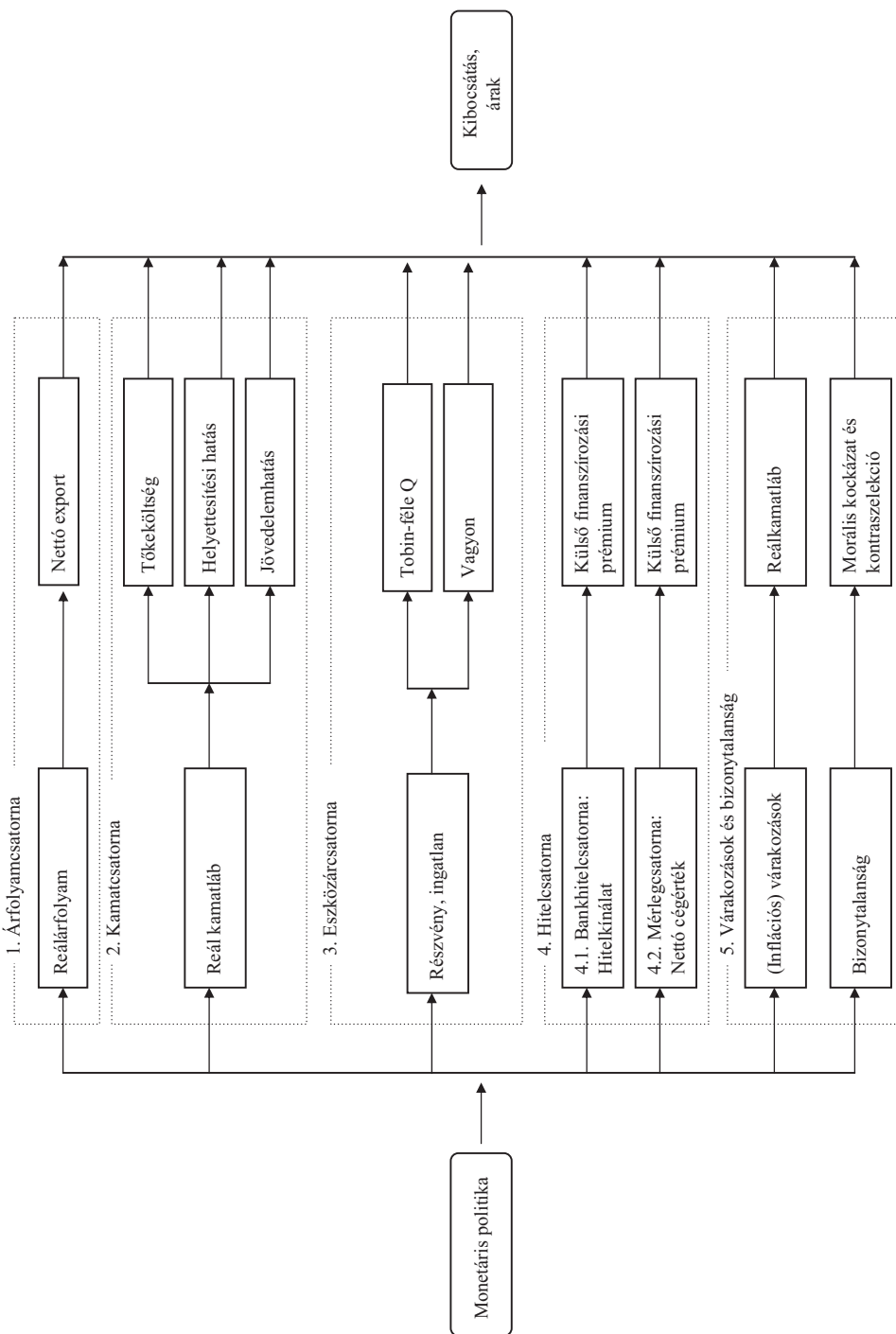
A következőkben áttekintjük a monetáris transzmisszió csatornáit, az árupiaci keresletre, kínálatra és az árazási magatartásra kifejtett hatást, végül összehasonlítjuk a hazai transzmissziós mechanizmust az euroövezetével.

5.1. A MONETÁRIS TRANZMISSZIÓ CSATORNÁI

Ebben a fejezetben a transzmissziós csatornák első lépcsőjét vizsgáljuk, vagyis azt a folyamatot, ahogy a monetáris politikai döntések eljutnak az árupiac szereplőihöz. Bemutatjuk azokat a legfrissebb tapasztalati eredményeket is, amelyek Magyarországra vonatkoznak a különböző csatornák hatásosságával kapcsolatban.

A legegyszerűbb csatorna, amely a monetáris politikai impulzusokat közvetíti, a **kamatcsatorna**. A jegybanki kamatemelés hatására drágábbá válik a kereskedelmi bankok számára a jegybanknál elérhető hitel, így előbbiek az ügyfelek számára nyújtott hitelek kamatait megemelik, de hajlandóak a betétekért is többet fizetni. A magasabb kamatok arra ösztönzik a háztartásokat, hogy kevesebb hitelt vegyenek fel, növeljék megtakarításaikat, vagyis kevesebbet fogyasszanak. A vállalatokat elsősorban beruházási döntéseikben befolyásolják a kamatok: magasabb kamat mellett kevesebb projekt tudja azt a hozamot kitermelni, ami még nyereségesse teszi, így csökkennek a beruházások.

A monetáris politika transzmissziós mechanizmusa

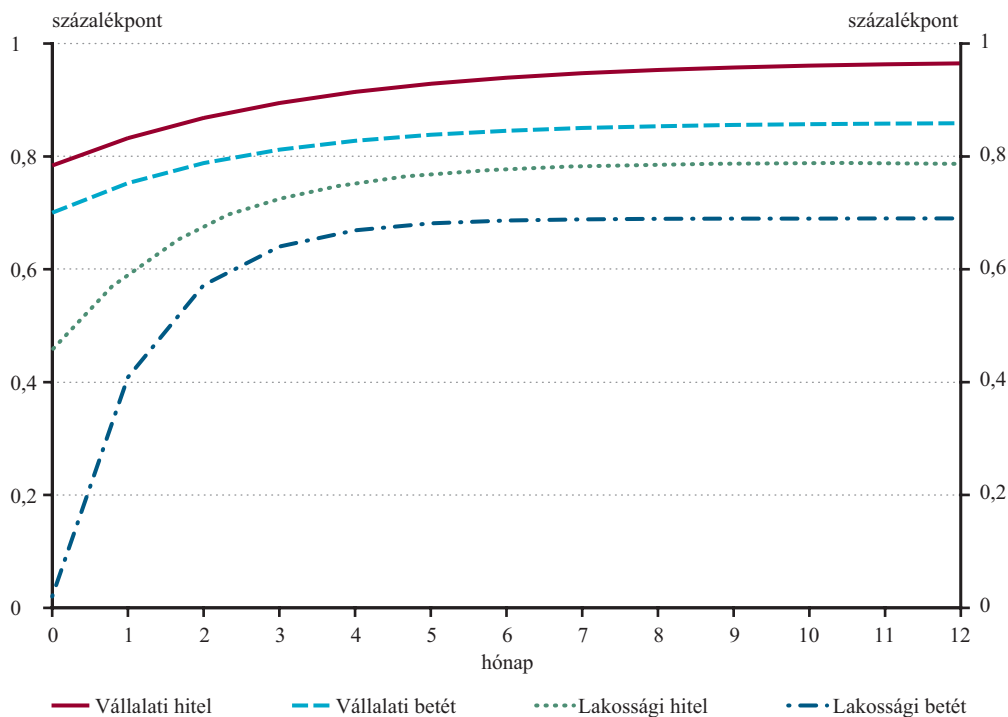


Magyarországon a fő monetáris politikai eszköz betéti jellegű⁷⁶, így bár a mechanizmus némileg eltérő, hatása ugyanaz: magasabb jegybanki betéti kamat mellett a kereskedelmi bank csak magasabb kamatért hajlandó hitelezni ügyfeleit, de megfelelő verseny esetén többet is fizet a nála elhelyezett betétekért. Függetlenül tehát az irányadó eszköz típusától, az irányadó jegybanki kamat változása azonos irányba mozdíthatja a piaci kamatokat, és ez utóbbiakat már a háztartások és a vállalatok is érzékelik.

A kamatcsatornában a bankszektor játssza a meghatározó szerepet. Magyarországon kimutatták (Horváth, Krekó és Naszódí, 2004), hogy a jegybanki kamat változásait a banki kamatok néhány hónap alatt jelentős mértékben lekövetik, vagyis a bankok hatékonyan közvetítik a monetáris politikai döntéseket. A tanulmány szerint a hazai kamatátgyűrűzés még európai összehasonlításban is a leggyorsabbak közé tartozik. Az 5-1. ábra alapján elmondható, hogy az átgyűrűzés a vállalati kamatok esetében gyorsabb, és nagyobb mértékű, mint a háztartásoknál.

5-1. ábra

Kereskedelmi banki kamatok alakulása a jegybanki alapkamat egy százalékpontos megemelkedése után (változás a kamatemelés előtti értékhez képest)



Forrás: Horváth, Krekó és Naszódí (2004).

⁷⁶ Vagyis Magyarországon passzív oldali szabályozás van. A témáról bővebb tájékoztatás a monetáris politikai eszköz-tárról szóló fejezetben található.

A kamattranszmisszió másik fontos aspektusa, hogy milyen lejáratú hitelek és betétek kamatai változnak. A jegybanki eszköz rendszerint egészen rövid lejáratú, Magyarországon kéthetes. A háztartások és vállalatok ugyanakkor hosszabb időszakra vesznek fel hitelt vagy kötik le pénzüket. A rövid és a hosszú lejáratok kamatai között a várakozások teremtenek kapcsolatot. A várakozási hipotézis szerint a hosszú lejáratú kamatok a jövőben várt rövid kamatok átlagaként adódnak. Ennek megfelelően egy jegybanki kamatemelés annál jobban növeli a háztartások és vállalatok számára érdekes kamatokat, minél tartósabbnak gondolják az emelést a piaci szereplők. Rezessy (2005) szerint a 2001 és 2004 közötti kamatlépések azonos irányban és kimutathatóan hatottak a hosszú lejáratú piaci kamatokra, vagyis kielégítően működik a lejárat transzmisszió is.

A nemzetközi tőke mozgások szabadsága esetén a kamatpolitikára érzékenyen reagálhat az árfolyam. Az **árfolyamcsatorna** különösen a kis, nyitott országokban játszik kitüntetett szerepet, ugyanis az importált javak árát, valamint az exporttermékek versenyképességét közvetlenül érinti a hazai valuta értéke. Egy felértékelődés nyomán csökken az exporttermékek iránti külső kereslet, viszont nőhet az olcsóbbá váló külföldi termékek behozatala. A hazai kibocsátás így összességében csökken, az árak – a külkereskedelemben kerülő olcsóbb javak miatt – mérséklődnek.

A kamatok és az árfolyam között a kamatparitás teremt összefüggést. Mivel egy nemzetközi portfólióbefektető választhat, hogy milyen valutában fialtatja pénzét, tartósan nem térhetnek el egymástól a különböző pénznemben realizált hozamok. A tényleges hozamot a kamat és az árfolyam változása együttesen határozza meg. Ha a kamat és az árfolyamnyereség együttesen elmarad a máshol elérhető hozamtól, a befektetők mindaddig elfordulnak a vonatkozó valutától, amíg vagy a kamatok, vagy az árfolyam-erősödés nem teszi újra versenyképpé azt.

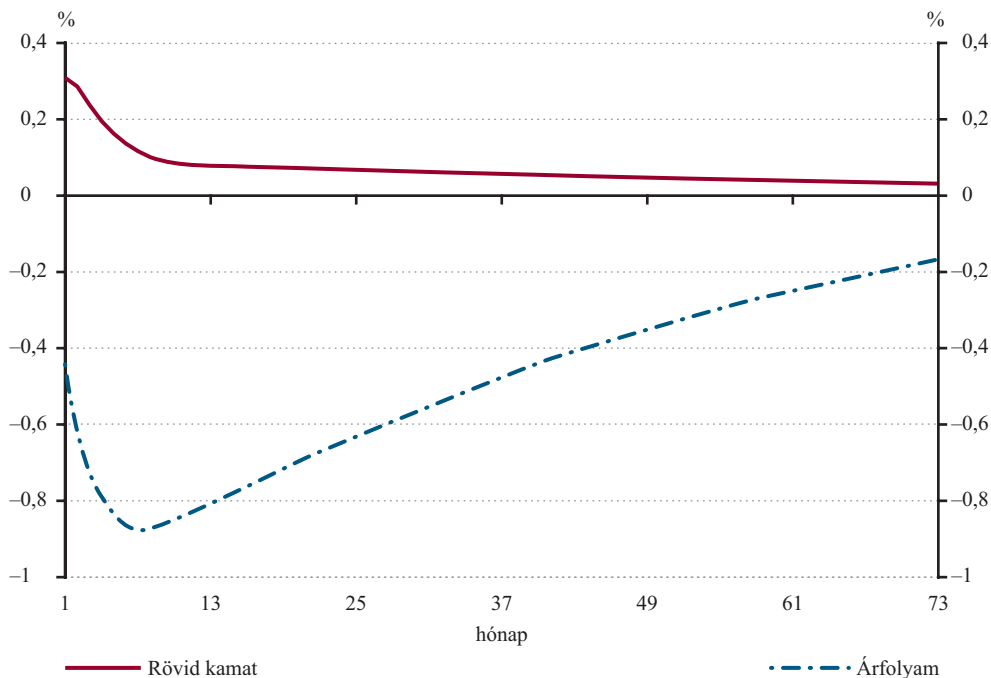
A kamatparitás elvéből következik, hogy egy jegybanki kamatemelés, amennyiben az a piaci kamatokat is növeli, vonzóbbá teszi a hazai valutában történő befektetéseket. A nemzetközi befektetők kereslete ilyenkor megélnék, ami vásárlói nyomást okoz a devizapiacra, erősítve a hazai valuta árfolyamát. Az erősödés mindaddig tart, amíg a piaci szereplők úgy nem gondolják, hogy hosszabb távon inkább gyengülés várható, és ez ellensúlyozza a kamattöbbletet. Az új egyensúlyban tehát magasabb belföldi kamatok, és felértékeltőbb árfolyam alakul ki.

Magyarországon a forint árfolyama azonnal, 1-2 napon belül reagál az MNB kamatlépéseire (Rezessy, 2005), és az erősödés vagy gyengülés évekig eltarthat (Vonnák, 2005). Az 5-2. ábra bemutatja, hogy egy valamivel több, mint negyed százalékpontos kamatemelés hatására az árfolyam az első évben majdnem egy százalékot erősödik, és még a harmadik év végén is fél százalékkal felértékeltőbb, mint a kamatemelés előtt.

A monetáris politika nemcsak a kamattal hat az árfolyamra, hanem az árfolyam-várakozások befolyásolásával is. Az 1995 és 2001 között üzemeltetett csúszó leértékelési árfolyamrendszerben a leértékelés előre bejelentett mértéke koordinálta a várakozásokat és az árazási ma-

5-2. ábra

A rövid lejáratú kamat és a forint árfolyama egy váratlan kamatemelés után
(változás a kamatemelés előtti értékhez képest)



Megjegyzés: az alacsonyabb érték árfolyam-felértékelődést jelent.

Forrás: Vonnák (2005).

gátartást. A 2001-es sávszélesítés után is sokáig fontos eleme volt a jegybanki kommunikációnak az inflációs célokkal összhangban lévő és ezáltal a jegybank által preferált árfolyamszint. Karádi (2005) bemutatja, hogy milyen hatásmechanizmuson keresztül segített a várakozások befolyásolása az árfolyam alakításában Magyarországon.

Eddig ismertettük, hogyan hat a monetáris politika a kamatozó eszközök árára és a valutaárfolyamokra. A gondolatmenetet ki lehet bővíteni; a pénzügyi és egyéb befektetésre alkalmas javak árfolyamára gyakorolt hatásokat az úgynevezett **eszközáracsatorna** foglalja össze.

Az alapvető mechanizmust a részvényárak viselkedésével illusztráljuk. Egy kamatemelés következtében a részvények hozama kevésbé lesz vonzó a kötvényekhez viszonyítva, így áruk csökkenni fog. Csökkenő részvényárak mellett a vállalatoknak kevésbé éri meg, hogy tőkeálmányukat bővítsék új részvények kibocsátásával (Tobin q-elmélete). A részvényár-csökkenés a háztartások vagyonát is elértékteleníti, akik így kevesebbet fognak fogyasztásra költeni (vagyonhatás). A részvények mellett még az ingatlanárak játszhatnak fontos szerepet a transzmisszióban.

Magyarországon a tőzsdei kapitalizáció alacsony szintje, és a háztartások vagyonában játszott elhanyagolható szerepe miatt a részvénytőke nem tekinthető a monetáris politika fontos közvetítőjének. Az ingatlanárak ugyanakkor meghatározóbbak lehetnek, amint azt Kiss és Vadas (2005) hangsúlyozza.

A közgazdászok figyelme a '90-es évek közepén fordult olyan nem hagyományos transzmissziós mechanizmusok felé, mint a **hitelcsatorna**. A hitelcsatorna különböző piaci tökéletlenségeken (információs aszimmetria, hitelkorlátok) alapul. Jellemzően két, egymástól elkülöníthető formája van: a bankhitelezési⁷⁷ és a mérlegcsatorna. Az előbbi mechanizmus arra épül, hogy egy monetáris szigorítás után csökken a látra szóló betétek állománya. A bankok forrásai így megdrágulnak, újabb forrásokat csak nagyobb finanszírozási prémium mellett tudnak bevonni, és a hitelek kamata a jegybanki kamatemelés mértékénél jobban fog emelkedni. A mérlegcsatorna azt a jelenséget takarja, amikor a magasabb kamatok miatt a vállalat eszközei leértékelődnek, és mivel azok fedezetként is szolgálnak, csak jelentősen magasabb kamatok mellett jutnak hitelhez. A hitelcsatorna fontos tulajdonsága, hogy nem önálló mechanizmus, hanem a hagyományos kamatcsatorna hatását erősíti fel.

Legvégül érdemes szót ejteni a **várakozások** szerepéről, amely egyrészt önálló, az eddig bemutatott csatornákat kiegészítő mechanizmus, másrészt a többi csatorna szerves része is lehet (eszközárak, árfolyam stb.). Ha a monetáris politika célja hiteles, akkor a racionális gazdasági szereplők annak teljesülésére számítanak. Egy inflációs célkövetéses rendszerben ez azt jelenti, hogy a gazdasági szereplők inflációs várakozását a jegybanki inflációs cél horgonyozza le. Ha egy inflációs sokk éri a gazdaságot, a gazdasági szereplők bíznak abban, hogy a monetáris politika mindent megtesz a sokk semlegesítése érdekében, így középtávon nem fognak a céltól jelentősen eltérő inflációval számolni. A várakozások ekkor megkönnyítik a jegybank dolgát, ugyanis az árazási magatartás és a bérkövetelések nem fognak további inflációs nyomást jelenteni, és minimális növekedési áldozat mellett lesz lehetséges az inflációs cél elérése. Ezzel szemben egy hiteltelen monetáris politika csak jelentős szigorítással és reáláldozattal tudja az inflációt a kívánt mederbe terelni. A várakozások tehát gyakran kulcsfontosságúak lehetnek a monetáris politika szempontjából.

5.2. AZ ÁRUIPACI KERESLET ÉS KÍNÁLAT ALAKULÁSA

A monetáris transzmisszió csatornáinak ismeretében látható, hogy a jegybanki kamatemelés következményei számos formában érinthetik a háztartásokat és a vállalatokat: magasabb hitel- és betéti kamatként, erősebb árfolyamként, csökkenő eszközárként vagy csökkenő hitelkínálatként. Ebben a fejezetben áttekintjük, hogy a monetáris politika a fentebb bemutatott csatornákon keresztül hogyan hat az áruipacra, a kibocsátásra és az árakra.

A monetáris szigorítás hatására az áruipiaci kereslet jellemzően visszaesik. Az általánosan elfogadott új-keynesi modellkeretben az árak lassan alkalmazkodnak, a gazdasági szereplők a fo-

⁷⁷ A bankhitelezési csatorna magyarországi szerepével foglalkozik Horváth, Krekó és Naszodi (2006).

gyasztási, beruházási kiadásaik visszafogásával válaszolnak a feszesebb monetáris kondíciókra, és bizonyos feltételek teljesülése esetén a nettó export is visszaesik. Mindezek negatív kibocsátási réshez, majd részben ennek következményeképpen csökkenő árakhoz vezetnek.

Magyarországon a vállalati beruházásokon mutatható ki a monetáris politikai szigorítás **kereslet-visszafogó** hatása.⁷⁸ Kamatemelés után a beruházások viszonylag gyorsan csökkennek, ugyanis a tőkeköltség nő. Ez a hatás azonban csak átmeneti, az emelés után 2-3 évvel a beruházási kiadások visszatérnek eredeti szintjükre.

A fogyasztás esete már korántsem ennyire egyértelmű. Az 1995-2004-es időszak adatait felhasználó ökonometria becslések arra utalnak, hogy a magasabb kamatszint nem vezet a lakossági fogyasztások csökkenéséhez, sőt van olyan modell, amely inkább a fogyasztás emelkedését jelzi. Erre az lehet a magyarázat, hogy a kamat- és az eszközár-csatorna Magyarországon nem játszik meghatározó szerepet, ugyanis mindkét mechanizmus a fogyasztás visszaesését indokolná. Az árfolyamcsatorna azonban fontos tényező lehet, ugyanis az erősebb forint gyorsabban csökkenti a fogyasztói árakat, mint ahogy a bérek mérséklődnének. A háztartások így átmenetileg magasabb reálbért kapnak (jövedelmi hatás), és ez magyarázhatja, hogy a fogyasztások inkább emelkedni, mint csökkenni látszanak monetáris szigorítás után.

A külkereskedelemmel kapcsolatban az tapasztalható, hogy a szigorítás hatására erősödő árfolyam az export és az exportárak gyors csökkenését okozza. Az árfolyamcsatorna meghatározó szerepe itt egyértelmű. Másfelől azonban, annak ellenére, hogy az erősebb forint olcsóbbá teszi az importtermékeket, egyes modellbecslések alapján az import is inkább visszaesni látszik, így a külkereskedelmi egyenleg, a nettó export romlása nem mutatható ki egyértelműen. Ennek az lehet az oka, hogy egyfelől az exportra történő termelés jelentős mértékben támaszkodik a behozatalra, másfelől a beruházási jóságok is jelentős részben külföldről származnak, így az export és a beruházás visszaesése negatívan hat az importra is.

A **termelést** két irányból éri a monetáris politika hatása: egyrészt a fentebb bemutatott keresleti hatáson keresztül, másfelől a termelési költségek megváltozása által. A kamatemelés után kialakuló keresletcsökkenésre először rendszerint a kibocsátás visszafogásával válaszolnak a vállalatok, ugyanis rövid távon az árak és a bérek megváltoztatása részben költséges, részben pedig a már megkötött szerződések miatt nem is lehetséges. Középtávon az árak és a bérek is alkalmazkodnak a megváltozott körülményekhez, ami lehetővé teszi a kereslet és ezzel együtt a kibocsátás visszatérését természetes szintjéhez.

Magyarországon a teljes keresletre gyakorolt hatás összességében mérsékeltnak tekinthető. Az árfolyam gyors reakciója ugyanakkor a kivitelt termelő szektor gyors áralkalmazkodását eredményezi. Egy kamatemelés és felértékelődés nyomán tehát a hazai valutában mért export- és importárak mérséklődnek, vagyis a fogyasztói kosár egy része érezhetően olcsóbbá válik.

⁷⁸ A keresleti hatás bemutatása Jakab, Várpalotai és Vonnák (2006) tanulmányára támaszkodik. A beruházásokkal kapcsolatban lásd Kátay és Wolf (2004) tanulmányát.

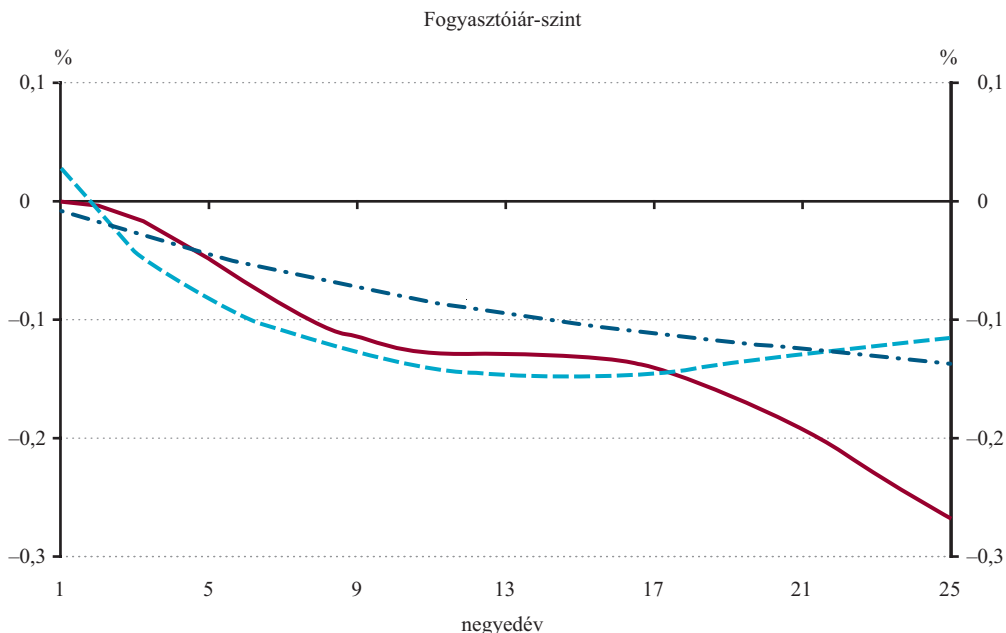
A monetáris politika teljes költségoldali hatásáról kevesebbet tudunk. A magasabb kamat növeli a kamatkiadásokat. A felértékelődő árfolyam sok, a termeléshez szükséges nyersanyag, köztes termék árát, valamint a tartós tőkejavak árát mérsékli. A bérek csak késleltetve alkalmazkodnak, így az első hónapokban nem változtatják a termelési költségeket. Sok jel mutat abba az irányba, hogy a költségoldali hatások rövid távon semlegesítik egymást. Középtávon (2-3 év) a munkapiacra meginduló folyamatok eredményeképpen mérséklődő bérek hozzájárulhatnak ahhoz, hogy a kezdeti fogyasztóiár-csökkenés tartós maradjon.

5.3. A MAGYAR MONETÁRIS TRANZMISSZIÓS MECHANIZMUS SAJÁTOSSÁGAI ÉS ANNAK OKAI

A hazai infláció és kibocsátás alakulása egy monetáris szigorítás után sok szempontból különbözik attól, amit olyan nagy, zártabb gazdaságoknál figyeltek meg, mint például az USA és az eurozóna. Utóbbiaknál a hagyományos, új-keynesi séma működik: először (1-2 évig) a kibocsátás esik vissza, majd csak ezután indul el az árak csökkenése, ami egy hosszan tartó folyamat. Magyarországon ezzel szemben kisebb a kibocsátási veszteség, az árak gyorsan reagálnak, de középtávon már nem tapasztalható jelentős dezinflációs hatás.

5-3. ábra

Egy váratlan kamatemelés hatása az árszínvonalra – becslés és szimuláció három különböző modellel
(változás a kamatemelés előtti árszínhez képest)



Forrás: Jakab, Várpalotai és Vonnák (2006).

Az eltérés okát leginkább a magyar gazdaság nyitottságában, az árfolyamcsatorna kitüntetett szerepében kereshetjük. Egyrészt a külföldi termékekkel versenyző és az importált termékek jelentős súlya a fogyasztói kosárban azt eredményezi, hogy a fogyasztóiár-index gyorsan reagál az árfolyamra, vagyis jelentős az árfolyam-begyűrőzés mértéke. Az árfolyam a magasabb kamatok költségoldali inflációs nyomását is mérsékli az importált nyersanyagok és köztes termékek révén. Végül, kamatemelés után a fogyasztás nem esik vissza, ezért a monetáris politika keresleti hatása mérsékeltebb annál, mint amit az eurozónában lehet megfigyelni. Ezek a tényezők magyarázzák tehát az eltérést a magyar és a nagy, zártabb gazdaságok monetáris szigorításának hatása között.

5.4. A TRANZMISSZIÓS MECHANIZMUS JÖVŐBEN VÁRHATÓ TENDENCIÁI

Tekintettel arra, hogy az eurozónába történő belépés után az árfolyamcsatorna jelenlegi formájában megszűnik, ugyanis a forint euróval szembeni értéke véglegesen rögzítésre kerül, jogosan merül fel a kérdés, hogy vajon ezzel Magyarország nem veszít-e el egy fontos gazdaságpolitikai eszközt. Eddig ugyanis a gazdaságot érő sokkokra a monetáris politika úgy tudott reagálni, hogy a megfelelő irányú kamatlépéssel az árfolyamot erősítette vagy gyengítette, és így csillapította az inflációs hatásokat.

A kérdés megválaszolása alapvetően két dolgon múlik. Egyrészt, ha a magyar gazdaságot hasonló inflációs sokkok érik, mint az euroövezetet, akkor az EKB ugyanakkor fog szigorítani vagy lazítani, amikor az Magyarország számára is szükséges. Másrészt, ha a magyar transzmisszió nagy vonalakban hasonlít az eurozóna egészére, a közös monetáris politika egyformán fog hatni, így a magyar üzleti ciklusok szinkronban maradnak az euroövezetével. Ha azonban vagy aszimmetrikus sokkok, vagy a közös monetáris politika aszimmetrikus transzmissziója jellemezné a magyar gazdaságot, az euro bevezetése nagyobb gazdasági instabilitáshoz is vezethet.

Orbán és Szalai (2005) kimutatják, hogy a transzmissziós mechanizmus tulajdonságait meghatározó strukturális adottságokban Magyarország nem tér el az eurozóna országaitól. Rámutatnak arra is, hogy bár jelenleg a kamatcsatorna csak mellékszerepet játszik az árfolyamcsatorna mellett, ez a csatlakozás után alapvetően megváltozik, két okból is. Egyrészt, a csatlakozás után a transzmisszió szempontjából már az Európai Központi Bank kamatai lesznek meghatározók. A közös monetáris politika nemcsak a magyar kamatokon, de a többi tagállam kamatain keresztül is hatni fog. Egy szigorítás az eurozóna egészében csökkenti a keresletet, ami a hazai termékek iránt is érvényesül, így ami eddig számunkra külső kereslet volt, az az euro bevezetése után a kamatcsatorna részévé válik, erősítve azt.

A kamatcsatorna további erősödése várható az eurozónához való csatlakozás után attól is, hogy az euróban denominált kereskedelmi banki hitelek kamatára a majdani közös kamatpolitika közvetlen hatást gyakorol majd, míg a jelenlegi kamatpolitika ezeknek a hiteleknek a költ-

ségét csak közvetetten, az árfolyamon keresztül képes befolyásolni. Ebből kifolyólag az árfolyam végső rögzítése után sem várható, hogy a gazdaság monetáris politikai „kontroll” nélkül marad.

AJÁNLOTT IRODALOM⁷⁹

Ireland, Peter N. (2005): The Monetary Transmission Mechanism, *Boston College Working Papers in Economics* 628, Boston College Department of Economics.

Mishkin, Frederic S. (1996): The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, *NBER Working Papers* 5464.

⁷⁹ A fejezet szövegében szereplő hivatkozásokat lásd a kötet végén.

6. fejezet



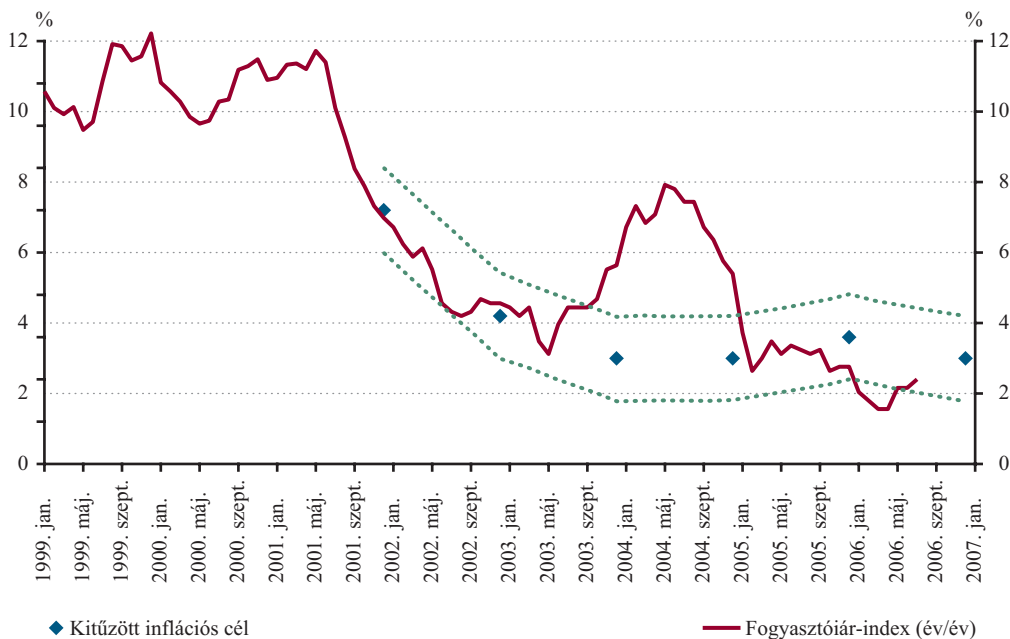


6. A monetáris politika vitele az inflációs célkitűzés rendszerében

A monetáris politika fókuszában az elmúlt öt évben az árstabilitás elérése és fenntartása állt. Az inflációs célkövetés bevezetése óta tartó időszak három szakaszra osztható. Az első szakaszban, amely 2001 közepétől 2002 végéig tartott, a monetáris szigorítás és a kedvező külső tényezők együttes hatásának köszönhetően jelentős dezinflációs eredményeket könyvelhetett el a jegybank. A 2002 végétől 2003 végéig tartó időszakban a fiskális fegyelem 2001 óta tartó fellazulásának negatív piaci megítélése és a gazdaságpolitika hitelességvesztése következtében a dezinfláció megtört, és a monetáris politika beszűkült mozgástere, valamint a magyar gazdaság kockázati megítélésében bekövetkezett romlás miatt az inflációs célokkal összhangban lévő monetáris kondíciók fenntartása átmenetileg nem volt lehetséges. 2004 elejétől azonban az inflációs célok iránt elkötelezett monetáris politika és a nominális stabilitáshoz fokozatosan alkalmazkodó várakozások hatására a dezinfláció folytatódhatott, és a monetáris politika sikeresen elérte az árstabilitást.

6-1. ábra

Az inflációs célkitűzés és teljesülése



Az előre bejelentett csúszó leértékeléses árfolyampálya mellett végbement dezinfláció utolsó éveiben (1999-től 2001-ig) az infláció mérsékelt szinten, 9-11 százalék körül állandósult. Ebben szerepe volt külső tényezőknek is a fogyasztóiár-index volatilis tételein, az energia- és

élelmiszerárakon keresztül, de a várakozásokba és a bérekbe beépült inflációs tehetetlenség is közrejátszott.

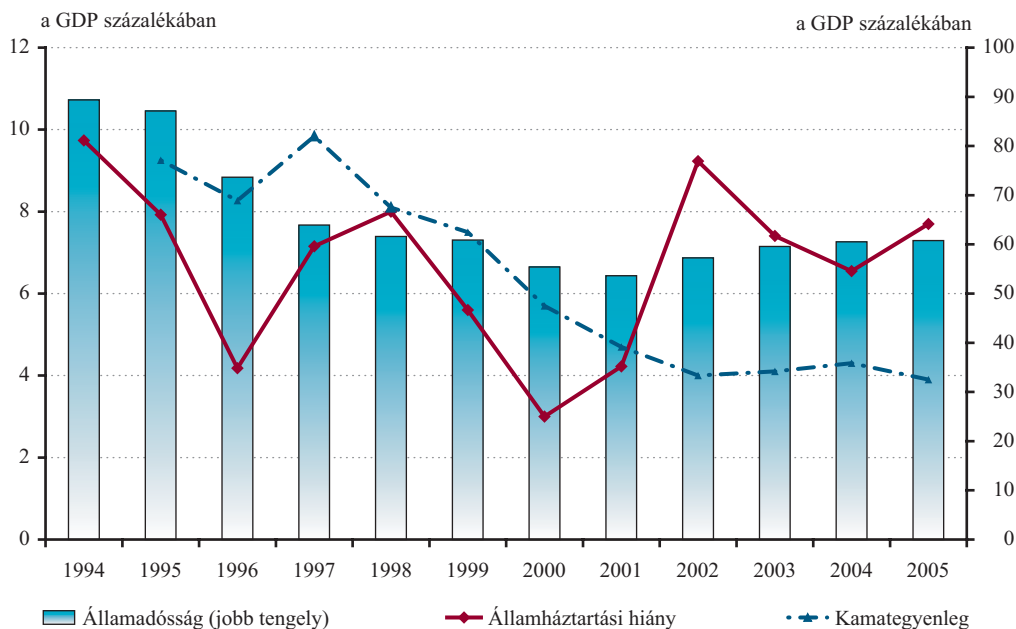
2001 tavaszán került sor a monetáris rendszer átfogó átalakítására, amelyet a hatékonyabb dezinflációt elősegítő stratégia és eszköztár bevezetése mellett az európai uniós harmonizáció is szükségessé tett. Az új jegybanktörvény az árstabilitás elérését és fenntartását jelölte meg az MNB elsődleges céljaként, és megerősítette függetlenségét is. Májusban a kormány és az MNB a forint ingadozási sávját a középárfolyamhoz képest ± 15 százalékra szélesítette ki, és a tőkeáramlásokra vonatkozó összes fennmaradó korlátozást eltörölték. Júniusban az MNB nyilvánosságra hozta új monetáris stratégiáját, az inflációs célkövetés rendszerét. Ezt követően az MNB a kormánnyal egyetértésben 2001 decemberére 7 százalékos fogyasztóiár-index növekedést célzott meg ± 1 százalékpontos toleranciasáv mellett, 2002 végére pedig a $4,5 \pm 1$ százalékos inflációt tűzte ki célul. Az év végén a 2003-as célt $3,5 \pm 1$ százalékban határozták meg.

A rendszer bevezetése utáni másfél-két évben a korábban stagnáló infláció megtört, és mind 2001-ben, mind 2002-ben sikerült elérni az inflációs célokat. A magyar gazdaságra jellemző monetáris transzmissziós mechanizmus sajátosságai miatt az árfolyamnak Magyarországon kitüntetett szerepe van a monetáris politika reálgazdasági, illetve inflációs hatásában. A forint ingadozási sávjának kiszélesítését követő időszakban az árfolyam jelentősen, kb. 10 százalékkal felértékelődött. Az árfolyam felértékelődésének dezinflációs hatása és reálgazdasági költségei körül ebben az időben még jelentős volt a bizonytalanság, mivel Magyarországon korábban nem volt példa a forint tartós felértékelődésére. A felértékelődés reálgazdaságra gyakorolt hatásának pontos előrejelzését nehezítette, hogy a magyar gazdaság felzárkózási folyamata következtében egy hosszú távú, egyensúlyi reálfelértékelődési pályán mozog. Egy ilyen környezetben a reálárfolyam esetleges túlértékeltsége a közvetlenül nem megfigyelhető egyensúlyi felértékelődési pályához viszonyítva állapítható csak meg. A kedvezően alakuló külső tényezőknek és kisebb részben a szigorú monetáris politikának köszönhetően az infláció 2001 végére a májusi csúcshoz képest 4 százalékponttal csökkent, és így a cél közelében, 6,8 százalékon alakult. Az árfolyam felértékelődése után kialakult szigorúbb monetáris kondíciók a monetáris politika szempontjából releváns – másfél-két éves – horizonton, vagyis 2002 végére a $4,5 \pm 1$ százalékos cél közelébe hozták az MNB inflációs előrejelzését.

2002-ben jelentős lazítás történt a fiskális politikában, amelyet a választások utáni években sem követett érdemi megszorítás. A tartós fiskális lazítás különféle csatornákon keresztül érintette a gazdaságot, illetve az inflációra ható keresleti és kínálati tényezőket. A keresleti tényezők között a fiskális politika direkt keresleti hatásán túl a legfontosabb a háztartások fogyasztási kiadásainak növelése volt a bérek emelésével és az adók csökkentésével, valamint a korábban bevezetett államilag támogatott lakáshitel-rendszerrel. A kínálati tényezők között a legfontosabb a munkaerő-piaci feszültség növekedése volt, amelyet a nagyarányú közalkalmazotti béremelés és az állami alkalmazottak létszámának növelése okozott.

6-2. ábra

Az államháztartási hiány és az államadósság alakulása



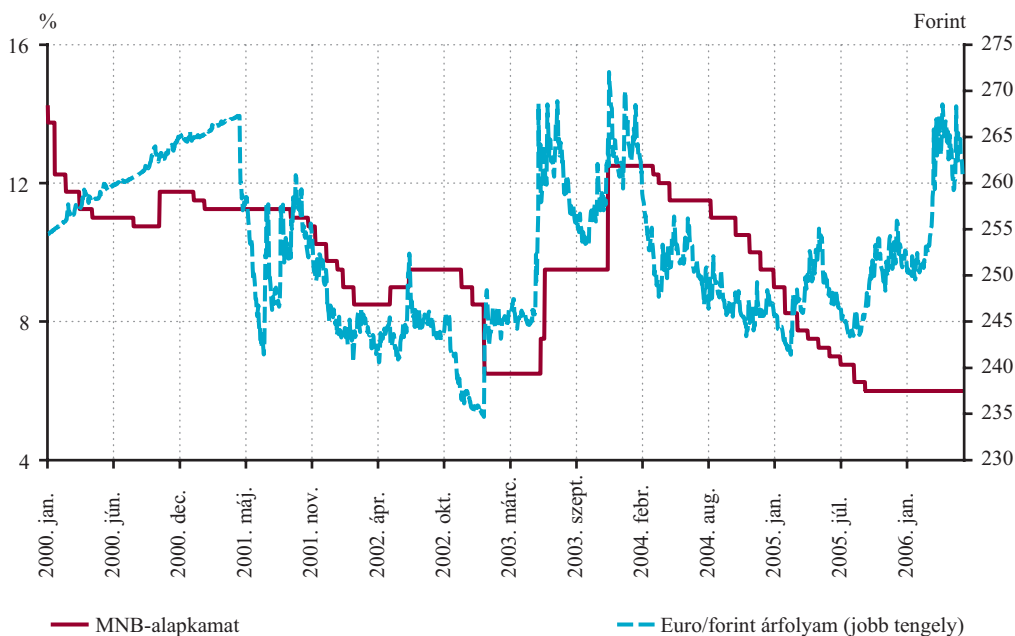
Az inflációs célkitűzéses rendszer működésének második szakaszát az egyensúlyi kockázatok felerősödése fémjelezte. Az inflációs pályát befolyásoló változók előre nem látott alakulása ugyan nem érintette a 2002 végi inflációs cél teljesülését – amely decemberre 4,8 százalékra csökkent, így közel esett a 4,5 százalékos célhoz – azonban hatásukra jelentős fölfelé irányuló kockázatok jelentek meg a 2003-as cél körül. A fiskális fegyelem fellazulása ugyanis a magyar gazdaság kockázati megítélésének romlásával és ingadozásával is együtt járt. A forint árfolyama 2002 nyarán átmenetileg leértékelődött (gyengült), és csak a jegybanki alapkamat emelése és a fiskális konszolidáció melletti explicit elköteleződés tudta ismét stabilizálni. A gazdaságpolitikai eredetű sokkok, illetve jóval kisebb mértékben az olajárak emelkedésének hatására a piac megítélésében a 2003 végi inflációs cél elérése igen szigorú monetáris kondíciókat, vagyis az ingadozási sáv erős széléhez nagyon közel eső, sőt azon túli árfolyamszint fenntartását tette volna szükségessé.

2003 folyamán a gazdaságpolitika hitelességének romlása, és az ebből fakadó árfolyam-ingadozások jelentették a legnagyobb veszélyt a dezinfláció fenntartása szempontjából. Januárban jelentős mennyiségű spekulatív tőke áramlott az országba azzal a céllal, hogy az árfolyamsáv erős szélének eltolását, vagy feladását kényszerítse ki. A spekulációs támadás a monetáris rezsim – az inflációs célkövetés és az árfolyamsáv – belső konfliktusaként jelentkezett, amelyet a monetáris és a fiskális politika irányultsága közötti ellentét hozott felszínre. A piaci szereplők szemében a monetáris politika anti-inflációs hitelessége ebben az időszakban erős volt, így több szereplő szemében megalapozottnak tűnhetett az a várakozás, amely szerint a

2003-as inflációs cél elérése érdekében az MNB kész módosítani – vagy akár feladni – a forint ingadozási sávját. E nézetek azonban több szempontból is hibásnak bizonyultak. Egyrészt 2003 elején a 2003. decemberi inflációs cél már kívül esett a monetáris politika számára releváns horizonton, másrészt piaci szereplők figyelmen kívül hagyták, hogy az árfolyamrendszer megváltoztatása csak a kormány beleegyezésével történhet meg. A jegybank az alapkamat viszonylag kisebb mértékű csökkentésével, illetve az overnight (egynapos) kamatfolyosó jelentős kiszélesítésével reagált a spekulációs támadásra, amelynek a hatására az árfolyamsávra nehezedő nyomás megszűnt: a forint árfolyama az epizód után 4 százalékpont gyengült, majd stabilizálódott.

6-3. ábra

Az MNB-alapkamat és az euro/forint árfolyam alakulása



2003 júniusában az MNB a kormány kérésére hozzájárult az árfolyamsáv módosításához, a forint középárfolyamának kismértékű, 2,26%-os leértékeléséhez. A kicsi, de váratlan lépés a monetáris politikához kapcsolódó piaci bizalom jelentős megingását okozta; tőkekiáramláshoz vezetett, aminek következtében a forint árfolyama jelentős mértékben leértékelődött. A befektetők által elvárt kockázati prémium jelentősen emelkedett, ami azt mutatta, hogy megnöttek az árfolyam jövőbeli alakulásával kapcsolatos bizonytalanságok. Ennek ellensúlyozására a jegybank júniusban két lépésben, összesen 3 százalékponttal emelte az irányadó kamatot.

A turbulens időszakot követő konszolidáció után az év vége közeledtével a piac figyelme egyre inkább a kedvezőtlen egyensúlyi helyzetre terelődött. Egyrészt az ígért fiskális szigorítás csak jelképes mértékben valósult meg, másrészt pedig a fiskális expanzió és a bővülő lakos-

sági fogyasztás a folyó fizetési mérleg erősen negatív egyenlegében is testet öltött. A nominális konvergencia hosszú távú kilátásai romlottak, és ennek megfelelően az euro magyarországi bevezetésének várt időpontja évekkal kitolódott. Ennek hatására november végén az árfolyam számottevő mértékben gyengült, a hozamok pedig emelkedtek, annak jeleként, hogy a forintbefektetések kockázati megítélése jelentős mértékben romlott. A Monetáris Tanács november végén 3 százalékponttal emelte az irányadó kamatot, hogy ellensúlyozza a kockázati prémium emelkedését, és elejét vegye a forint – inflációs célokat veszélyeztető – további gyengülésének.

Előbbi lépés ellenére a monetáris politika nem volt képes az árfolyamot az inflációs célokkal összhangban lévő tartományban tartani, ez pedig teret engedett a korábbi sokkok inflációt gerjesztő hatásainak. 2003 közepén ezért a dezinflációs folyamat megakadt, a fogyasztóiár-index növekedése 5,7%-ot ért el az év végén, számottevően meghaladva a $3,5\pm 1\%$ -os célt. A dezinfláció lendületvesztését mutatja az is, hogy az MNB az inflációs célt 2003 októberében a 2004-es $3,5\pm 1\%$ után 2005-re $4\pm 1\%$ -ban állapította meg.

A magyar gazdaság egyensúlyi problémái ellenére a 2004 elején kezdődött időszakot stabil és kiszámítható monetáris kondíciók, valamint jelentős dezinfláció jellemezték. A 2003 végi jegybanki alapkamat-emelésekkel, illetve az azt követő fokozatos kamatcsökkentési ciklussal a jegybank egyértelműen jelezte a pénzügyi piacok felé, hogy elkötelezett az árstabilitás elérése mellett, és nem tolerálja az inflációs célokat veszélyeztető árfolyamingadozásokat. Ezzel a stratégiával 2004 közepére sikerült a monetáris kondíciókat visszaterelni az inflációs célokkal összhangban lévő tartományba. Az ezt követő időszakban a forint árfolyama viszonylag stabilan alakult, és a globális pénzügyi piacokon kialakult erős kockázati étvág a hazai kamatszint fokozatos mérséklését tette lehetővé. A magyar gazdaság egyensúlyi helyzetének változó kockázati megítélése döntően a hozamgörbe mozgásaiban volt tetten érhető, ami ebben a konkrét esetben az inflációs célkitűzés hitelességének megerősödéseként értelmezhető.

A monetáris politika fokozott óvatosságát az is indokolta, hogy 2004 januárjával a kormány növelte az indirekt adók mértékét, amelyek egyszeri közvetlen hatást gyakoroltak az árszintre, ugyanakkor fennállt a veszélye annak, hogy az egyszeri magasabb infláció beépül a várakozásokba, és az infláció pályáját hosszabb távon is fölfelé tolja el. A jegybank nem kívánta a kormányzati intézkedés közvetlen inflációs hatását semlegesíteni, tehát „átnézett” azokon, azonban jelezte, hogy a „második körös” hatások fölfelé irányuló kockázatot jelentettek az inflációs cél elérése szempontjából. Amint érzékelhető volt, hogy az inflációs várakozások nem ugrottak meg, az MNB már az infláció tetőzését megelőzően csökkenteni kezdte az irányadó kamatszintet.

2004 közepén markáns dezinfláció indult meg, amelynek egyik fő összetevője a stabil és kiszámítható árfolyam volt. Az óvatos kamatcsökkentési ciklus segített a várakozások lehorgonyzásában, ezért az inflációban nem jelentkeztek az átmenetileg megugró árszint második körös hatásai. Az árak emelkedésének 2004 végi 5,5 százalékos üteme ugyan meghaladta a $3,5\pm 1$ százalékos cél felső sávját is, az adóváltozások elsődleges hatásaitól megtisztított, ún. válto-

zatlan adótartalmú árindex azonban egybeesett a 3,5 százalékos céllal. Ez azt mutatta, hogy a monetáris politika a kedvezőtlen sokkok közepette is képes volt stabil nominális pályán tartani a gazdaságot, és sikeres lehorgonyozni az inflációs várakozásokat.

2004-2005 folyamán az Európai Unióhoz történő csatlakozásunknak köszönhetően felerősödött kiskereskedelmi és importverseny, a mérséklődő lakossági fogyasztásbővülés és az alacsonyabb inflációs szinthez fokozatosan alkalmazkodó béralakulás hatására az infláció csökkenő trendje megszilárdult, és 2005 végére az infláció tartósan az árstabilitásnak tekintett szint⁸⁰ közelébe került. Az év végére kitűzött 4 százalékos cél teljesült: az infláció 2005 decemberében 3,3%-ra csökkent, a toleranciasávon belül maradván, de némileg alul löve az év végére kitűzött 4%-os inflációs célt.

⁸⁰ Kiss és Krekó (2004) tanulmánya szerint a magyar gazdaságban 2,3-3,2%-os infláció tekinthető az árstabilitással konzisztensnek.

Melléklet





Melléklet: Az euro magyarországi bevezetésével járó előnyök és költségek

Magyarország gazdasági és monetáris uniós (GMU) részvétele attól függ, hogy mikor teljesíti a konvergenciakritériumokat. Annak eldöntését, hogy a magyar gazdaságpolitika mennyire legyen GMU-irányultságú, vagyis milyen időtávra tűzze ki a konvergenciakritériumok teljesítését (az euro bevezetését), nagyban segítheti az euro magyarországi bevezetésének költség-haszon elemzése. Az MNB 2002-ben megjelent, „Az euró hazai bevezetésének várható haszna, költségei és időzítése” című műhelytanulmánya részletekbe menően vizsgálja az euro-övezetben való részvétel gazdasági következményeit.⁸⁷

Az euro magyarországi bevezetésének várható hasznai:

1. Tranzakciós költségekből adódó nyereség. A saját valuta fenntartása tranzakciós költségekkel jár. Ezek a tranzakciós költségek elsősorban a bankok és más pénzügyi közvetítők által a külföldi fizetőeszközök forintra vagy más külföldi fizetőeszközzre való átváltása fejében az ügyfeleknek felszámított jutalékok, vételi és eladási árkülönbözetek formájában merülnek fel.

2. A csökkenő reálkamatok okozta növekedési többlet. A monetáris unióhoz való csatlakozás következtében várhatóan csökkenni fognak a hazai reálkamatok, aminek a beruházások növekedésén keresztül pozitív hatása lehet a gazdasági növekedésre. A reálkamatok két okból csökkenhetnek: egyrészt a szigorú uniós költségvetési előírások miatt csökkennie kell a közösségi szektor eladósodásának. Másrészt a közös valuta bevezetésével megszűnik a magyarországi befektetések árfolyamkockázata, illetve csökken az inflációs bizonytalanság, ami a reálkamatokra is mérséklően hat, hiszen a hitelfelvevőnek nem kell a bizonytalanságból fakadó felárat megfizetnie.

3. Az élénkülő külkereskedelem okozta többletnövekedés. A közös valuta a külkereskedelem bővülésén keresztül is emelheti a magyar gazdaság növekedési ütemét. A közös valuta külkereskedelem-bővítő hatása mögötti érvek az árfolyam-ingadozás, illetve a különböző valuták külkereskedelmi fizetésekben való használatának átváltási költsége, mint kereskedelmet akadályozó tényezők megszűnésére épülnek. A bővülő külkereskedelem növekedésélénkítő hatását pedig a technológiai transzfer, a szaktudás átvétele, a növekvő verseny és egyéb, a nagyobb külkereskedelemből származó, a növekedésre pozitív hatást gyakorló tényezők magyarázzák.

4. A „feltörekvő státus”-ból való kikerülés. A feltörekvő státus és a saját valuta fenntartása egy kis nyitott országban a tőkeáramlások nagyobb ingadozásához vezethet, mint ami egy fejlett és/vagy főbb kereskedelmi partnereivel valutaunióban lévő országban jelentkezne. Ennek oka

⁸⁷ Lásd Csajbók és szerzőtársai (2002).

az, hogy ezekben az országokban a saját valuta fenntartásából származó árfolyamkockázat az egyik legfontosabb mozgatórugója a kockázati megítélés ingadozásainak. Ezek az ingadozások az üzleti ciklusra is rányomják a bélyegüket: a ciklusok volatilitása jóval nagyobb lehet, mint a fejlettebb vagy saját valutájukat feladó országokban. A közös valuta bevezetésével Magyarország egy kedvezőbb befektetési kategóriába kerülhet, kevésbé lesz kitéve pénzügyi fertőzéseknek, csökkenthető a gazdasági aktivitás fluktuációiból származó jóléti veszteség.

M1. táblázat

Az euro magyarországi bevezetésének fontosabb hasznai

	Számszerűsíthető	Nem számszerűsíthető
Rövid távon ható	Tranzakciós költségek megszűnése	A „feltörekvő státusz”-ból való kikerülés miatti csökkenő üzletciklus-volatilitás
Hosszú távon ható	Csökkenő reálkamat Bővülő külkereskedelem	

Az euro magyarországi bevezetésének várható költségei:

1. A saját pénz kibocsátásából származó bevétel csökkenése. Saját valuta fenntartása esetén az állam a pénzkibocsátásból eredő, ún. seigniorage-bevételhez jut. A teljes euroövezet-szintű seigniorage-bevételt szétosztják az euroövezeti tagállamok között, előre meghatározott szabályok alapján. Ezek a szabályok az adott tagállam lakosságát és gazdasági teljesítményét veszik figyelembe. Magyarország esetében ez a várható visszaosztott jövedelem kisebb, mint amit – ugyanolyan gazdasági növekedési és inflációs teljesítmény (azaz ugyanolyan arányú pénzkibocsátás) mellett – a saját valuta fenntartása esetén realizálna az állam.

2. Az önálló monetáris és árfolyampolitika feladása. Az önálló monetáris és árfolyampolitika elvesztését sokan az euro bevezetésének – nehezen számszerűsíthető – költségei közé sorolják. Az árfolyampolitika eszközei elvben alkalmasak az országspecifikus sokkok kezelésére. Magyarország esetében azonban nem feltétlenül jár komoly veszteséggel az árfolyampolitikáról mint gazdaságpolitikai eszközzől való lemondás. Ennek oka, hogy mivel Magyarország külkereskedelme mélyen integrált az euroövezetbe, termelési szerkezete pedig kellően sokoldalú, az euroövezetet és Magyarországot a többi euroövezeti tagállamtól lényegesen eltérően érintő, ún. aszimmetrikus sokkok valószínűsége csekély. Az árfolyampolitika feladásának költségét tovább mérsékli, hogy Magyarország nagyfokú nyitottsága és feltörekvő piaci besorolása miatt az árfolyam a múltban nem volt hatékony eszköze a ciklikus ingadozások simításának.

M2. táblázat

Az euro magyarországi bevezetésének fontosabb költségei

	Számszerűsíthető	Nem számszerűsíthető
Rövid távon ható	Seigniorage-bevétel változása	A monetáris önállóság elvesztése miatti növekvő üzleti ciklus volatilitás
Hosszú távon ható		

A tanulmány végkövetkeztetése, hogy a rövid távon jelentkező számszerűsíthető hasznok és költségek közel megegyező nagyságúak, így gyakorlatilag kioltják egymást. A hosszú távon jelentkező becsült hasznok összegzése azonban jelentős nettó előnyt mutat: az euroövezeti tagság a magyar GDP növekedési ütemét – hosszabb táv (20 év) átlagában – akár érezhetően is emelheti. Magyarországnak tehát nemcsak kötelezettsége bevezetni az eurót, hanem jól felfogott gazdasági érdeke is.

HIVATKOZÁSOK

1. fejezet

Andres, J.–I. Hernando (1999): Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence from the OECD, in M. Feldstein, eds. (1999): *The Costs and Benefits of Price Stability*, University of Chicago Press, Chicago.

Barro, R. (1995): Inflation and Economic Growth, *NBER Working Paper*, No 5326.

Batini, N.–L. Douglas (2005): *Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets*, paper presented at the Monetary Policy under Inflation Targeting conference, Central Bank of Chile, Santiago, Chile,
www.bcentral.cl/esp/estpub/conferencias/anuales/pdf/2005/Batini.pdf.

Bell, M. (2005): *Communicating Monetary Policy in Practice*, speech held at Manchester Business School, 17th May,
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/ beszédes/2005/beszéd244.pdf>.

Berg, C. (2005): Experience of inflation targeting in 20 countries, *Sveriges Riksbank Economic Review*, 1/2005, http://www.riksbank.com/pagefolders/19338/2005_1.pdf.

Bergo, J. (2006): *Projections, uncertainty and choice of interest rate assumption in monetary policy*, beszéd, <http://www.norges-bank.no/front/pakke/en/foredrag/2006/2006-01-27/>.

Csajbók A.–Csermely Á. (szerk.) (2002): Az euro bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése. *MNB Műhelytanulmányok* 24.

Csermely Á. (1997): Az inflációs célkitűzés rendszere. *Közgazdasági Szemle*, XLIV. évf., 1997. március, 233–253. o.

Cukierman, A. (2006): Central Bank Independence And Monetary Policymaking Institutions: Past, Present and Future, *Central Bank of Chile Working Papers*, No. 360.

Deutsche Bundesbank (1995): *The monetary policy of the Bundesbank*. Frankfurt am Main, Deutsche Bundesbank.

Eijffinger, S. C. W.–P. M. Geraats (2002): How transparent are central banks?, *CEPR Discussion Paper*, No. 3188.

Feldman, R. A.–R. M. Watson (2002): *Into the EU Policy Frameworks in Central Europe*. Washington D.C, IMF.

Fracasso, A.–H. Genberg–C. Wyplosz (2002): How Do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Targeting Central Banks, *Geneva Reports on the World Economy*, Special Report 2.

Geraats, P. (2005): Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice, *CESifo Economic Studies*, 2006 52(1):111-152, <http://cesifo.oxfordjournals.org/cgi/reprint/52/1/111>.

Greenspan, A. (1994): *Statement before the Subcommittee on Economic Growth and Credit Formulation of the Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs*, U.S. House of Representatives, February 22, 1994.

http://fraser.stlouisfed.org/historicaldocs/cmph/download/17583/CMP_103HR_02221994.pdf.

Greenspan, A. (2001): *Transparency in Monetary Policy*, beszéd,

<http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/Beszédes/2001/20011011/default.htm>.

Issing, O. (2006): *Communication and transparency – how do central banks meet these demands?*, beszéd, <http://www.ecb.int/press/key/date/2006/html/sp060118.en.html>.

Jakab, M. Z.–C. Hornok–J. Benes–D. Vavra–B. Klos–T. Lyziak–M. Gavura–M. Kavcic (2002): Forecasting Inflation: A Case Study of the Czech, Hungarian, Polish, Slovakian and Slovenian Central Banks, *MNB Háttér tanulmányok* 2002/2.

Judd, J. P.–D. Rudebusch (1999): The Goals of U.S. Monetary Policy, *Economic Letter*, 99-04, Federal Reserve Bank of San Francisco,

<http://www.frbsf.org/econsrch/wklyltr/wklyltr99/el99-04.html>.

King, M. (2005): *Monetary Policy: Practice Ahead Of Theory*, beszéd, Mais Lecture 2005, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/beszédes/2005/beszéd245.pdf>.

Kiss G.–Krekó J. (2004): Optimális infláció Magyarországon, *MNB Háttér tanulmányok* 2004/1.

Kydland, F.–E. Prescott (1977): Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans, *Journal of Political Economy*, 85, 473-490.

Nemzetközi Valutaalap (2006): *Inflation Targeting and the IMF*, a Monetary and Financial Systems Department, Policy and Development Review Department, és a Research Department által készített tanulmány, www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/031606.pdf.

Rasche, R. H.–M. M. Williams (2005): The Effectiveness of Monetary Policy, *Working Paper*, No. 2005-048B, FRB of St. Louis, <http://research.stlouisfed.org/wp/2005/2005-048.pdf>.

Roger, S.–M. Stone (2005): On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets, *IMF Working Paper*, No. 05/163.

Rosenberg, I. (2006): *The Riksbank's inflation targeting policy – the significance of the new interest rate assumption*, beszéd, <http://www.riksbank.com/pagefolders/25544/060419e.pdf>.

Svensson, L. E. O. (2003): *Monetary Policy and Real Stabilization*, *NBER Working Paper*, No. 9486, <http://www.nber.org/papers/W9486>.

Várpalotai V. (2005): Az inflációs célkövetés optimális horizontja Magyarországon, *MNB Műhelytanulmányok* 45.

Woodford, M. (2005): *Central Bank Communication and Policy Effectiveness*, *NBER Working Paper*, No. 11898.

2. fejezet

Aziz J.–F. Caramazza–R. Salgado (2000): *Currency Crises: In Search for Common Elements*, *IMF Working Paper* 00/67.

Bordo M.–B. Eichengreen–D. Klingebiel–M. S. Martinez-Peria (2001): *Is the Crisis Problem Growing More Severe?*, *Economic Policy*, 32, pp. 51-82.

Hoggarth, G.–V. Saporta (2001): *Costs of banking system instability: some empirical evidence*, *Financial Stability Review*, June 2001.

4. fejezet

Antal J.–Barabás Gy.–Czeti T.–Major K. (2001): *Likviditásszabályozás az MNB cél- és eszközrendszerében*, *MNB Műhelytanulmányok* 2001/22.

Barabás Gy. (szerk.) (2003): *A felértékelődési spekuláció kezelése*, *MNB Háttér tanulmányok* 2003/3.

Csávás Cs.–Erhart Sz. (2005): *Likvidek-e a magyar pénzügyi piacok? – A deviza- és állampapír-piaci likviditás elméletben és gyakorlatban*, *MNB-tanulmányok* 2005/44.

Kiss M. N. (2005): *A jegybanki devizapiaci intervenció hatékonysága. Nemzetközi tapasztalatok és elméleti megfontolások*. *Közgazdasági Szemle*, LII. évf., 2005. november, 846–872. o.

5. fejezet

Horváth Cs.–Krekó J.–Naszódi A. (2004): *Kamatátgyűrzés Magyarországon*, *MNB Füzetek* 2004/8.

Horváth Cs.–Krekó J.–Naszódi A. (2006): Is there a bank lending channel in Hungary? [A bank-hitelezési csatorna Magyarországon – Egy panel ökonometria elemzés eredményei], *MNB Working Papers* 2006/7.

Jakab M. Z.–Várpalotai V.–Vonnák B. (2006): How does monetary policy affect aggregate demand? A multimodel approach for Hungary [Hogyan hat a monetáris politika az aggregált keresletre Magyarországon? Becslések három makromodellel], *MNB Working Papers* 2006/4.

Karádi P. (2005): Exchange rate smoothing in Hungary [Árfolyamsimítás Magyarországon], *MNB Working Papers* 2005/6.

Kátay G.–Wolf Z. (2004): Investment behavior, user cost and monetary policy transmission – the case of Hungary [Beruházások, tőkeköltség és monetáris transzmisszió Magyarországon], *MNB Working Papers* 2004/12.

Kiss G.–Vadas G. (2005): The Role of Housing Market in Monetary Transmission [A lakáspiac szerepe a monetáris transzmisszióban], *MNB Background Studies* 2005/3.

Orbán G.–Szalai Z. (2005): The expected effect of the euro on the Hungarian monetary transmission [Az euró bevezetésének várható hatásai a magyarországi monetáris transzmisszióra], *MNB Background Studies* 2005/4.

Rezessy A. (2005): Estimating the immediate impact of monetary policy shocks on the exchange rate and other asset prices in Hungary [A monetáris politika azonnali hatása az árfolyamra és egyéb eszközárakra], *MNB Occasional Papers* 38.

Vonnák B. (2005): Estimating the effect of Hungarian monetary policy within a structural VAR framework [A magyar monetáris politika hatása az árakra és a kibocsátásra – becslés strukturális VAR-modellkeretben], *MNB Working Papers* 2005/1.

Vonnák B. (2006): Transmission of Hungarian Monetary Policy [Mit tudunk a magyar monetáris politikai transzmisszióról?], *MNB Working Papers*, előkészületben.

6. fejezet

Kiss G.–Krekó J. (2004): Optimális infláció Magyarországon, *MNB Háttér tanulmányok* 2004/1.

FOGALOMTÁR

Alapkamat (policy rate): Azon kamatláb, amely leginkább tükrözi a monetáris politika irányultságát, illetve annak megváltozását. Az irányadó instrumentum (Magyarországon jelenleg a kéthetes betét) kamata.

Áldozati ráta (sacrifice ratio): Az infláció egységnyi leszorításával járó átmeneti kibocsátás-veszteség.

Aggregált kereslet (aggregate demand): A tervezett fogyasztás, beruházás, az áruk és szolgáltatások vásárlására fordítandó kormányzati kiadások összege, valamint az áruk és szolgáltatások nettó exportja (az export és az import különbsége) makroszinten.

Aggregált kínálat (aggregate supply): A termelők által eladni kívánt áruk és szolgáltatások összessége makroszinten.

Árfolyamcsatorna (exchange rate channel): A monetáris transzmisszió árfolyamcsatornája: a monetáris politika lépései, a kamatdöntések hatást gyakorolnak az ország valutájának árfolyamára is. Egy kamatemelés után az árfolyam erősödik, ami csökkenti az export versenyképességét, olcsóbbá teszi az importot, ez pedig többnyire csökkenő kibocsátáshoz és alacsonyabb árakhoz vezet.

Árfolyammenedzsment (exchange-rate management): A valutaárfolyam befolyásolására irányuló monetáris politikai lépések sorozata. Szűk értelemben olyan monetáris stratégia, amely elsősorban a valutaárfolyam befolyásolásán keresztül kívánja elérni elsődleges célját.

Árfolyamsáv (exchange rate band): A hazai valutának egy kitüntetett külföldi valutához vagy valutakosárhoz képest kifejezett árfolyamának meghatározott sávja. A jegybank kötelezettséget vállal, hogy az árfolyamsáv szélein beavatkozik annak érdekében, hogy az árfolyam a sávon belül maradjon. Magyarországon jelenleg az árfolyamsáv forint–euro viszonylatban meghatározott: a 282,36 Ft/euro középárfolyamhoz képest $\pm 15\%$ -os sávszélek (324,71 Ft/euro és 240,01 Ft/euro) alkotják a sávot.

Árstabilitás (price stability): Az árszint változatlanlanságával, vagy nagyon alacsony (fejlett országokban általában 0-2 százalék) inflációval jellemzett gazdasági környezet, ahol a gazdasági szereplők fogyasztási és beruházási döntéseinek meghozatalában az infláció nem döntési tényező.

Azonnali, promptügylet (spot transaction): Olyan deviza- vagy értékpapírügylet, amely során a szerződés megkötésekor a teljesítés is megtörténik (vö. „határidős ügylet”).

Balassa–Samuelson-hatás (Balassa-Samuelson effect): A fejlett és fejletlen országok között megfigyelhető árszint-konvergenciát magyarázó modell, amely az árszintfelzárkózást a termelési hatékonyság növekedés miatti jövedelemfelzárkózásból vezeti le.

Bankhitelezési csatorna (bank-lending channel): lásd hitelcsatorna.

Bankközi pénzpiac, bankközi piac (interbank money market): A pénzpiac egyik részpiaca, a jegybanki források piaca, ahol a résztvevők a bankok. A bankközi piacon kötött ügyletek jellemzően nagyon rövid lejáratúak, az üzletek többsége néhány napos futamidejű.

Bruttó hazai termék (Gross Domestic Product, GDP): Adott időszak alatt a gazdaság által előállított termékek és szolgáltatások értéke a termeléshez felhasznált termékek és szolgáltatások értéke nélkül. A GDP abban különbözik a bruttó nemzeti terméktől (gross national product, GNP), hogy nem veszi figyelembe az országok közötti jövedelemátutalásokat. A GDP tehát azt a jövedelmet veszi számba, ami az országhatáron belül keletkezett, és figyelmen kívül hagyja a hazai gazdasági szereplők külföldön szerzett jövedelmeit, viszont tartalmazza a külföldi gazdasági szereplők belföldön szerzett jövedelmeit. Míg a nominális GDP a GDP aktuális árakon kifejezett értéke, a reál-GDP az infláció hatását próbálja kiküszöbölni azzal, hogy a GDP-t alkotó javakat valamilyen bázisidőszaki áron veszi figyelembe.

Célhorizont (target horizon): Az az időtáv, amely időtávra előrejelzett inflációnak a cél közelében tartására törekszik a jegybank az inflációs célkövetéses rezsimben.

Csúszó leértékelés (crawling peg): Olyan valutaárfolyam-rendszer, amely során a jegybank előre bejelentett ütemezésben, és előre bejelentett mértékben leértékeli az ország valutáját. A csúszó leértékelés közben az árfolyam egy előre meghatározott (általában szűk) sávban mozoghat, és az előre bejelentett leértékelési ütem és mérték mind a sávszélekre, mind a sávközépre vonatkozik. Magyarországon a 1995. március 16. és 2001. október 1. közti időszakban volt érvényben csúszó leértékelés.

Defláció (deflation): Az árak átlagos szintjének, az árszínvonalnak a csökkenése; negatív infláció (vö. dezinfláció).

Devizaliberalizáció (liberalisation of foreign exchanges): A tipikusan a hazai pénzügyi szektor védelmét szolgáló tőkekorlátozások feloldása.

Devizatartalék (foreign exchange reserves): A devizatartalék a jegybank azon likvid devizaeszközeit tartalmazza, amelyeket a monetáris hatóság fizetési problémák esetén közvetlenül felhasználhat, illetve árfolyam-politikai célú devizapiaci intervencióinak fedezetét jelentik.

Dezinfláció (disinflation): Az infláció, azaz az áremelkedés ütemének csökkentése, illetve csökkenése; lassuló infláció (vö. defláció).

Dinamikus inkonzisztencia/időinkonzisztencia (dynamic inconsistency/time inconsistency): A szabály melletti elköteleződésre nem képes gazdaságpolitika egészének, illetve egyes elemeinek jellemzője. Időinkonzisztenciáról beszélünk, ha a jövőre vonatkozó, a jelenben optimálisnak tűnő gazdaságpolitika a jövőben, a tényleges végrehajtáskor nem lesz optimális. Emiatt a kormány

ösztönzést érez a meghirdetett politikától való eltérésre. Legjellemzőbb példája, ha az infláció mérséklését megcélzó, ezáltal az inflációs várakozásokat kordában tartó gazdaságpolitika a bértárgyalásokat követően a várakozásoknál magasabb inflációt gerjeszt, magasabb növekedési ütem vagy kedvezőbb külső egyensúly érdekében.

Egységes fedezeti lista (Single List): Az eurozóna jelenlegi két kategóriával rendelkező elfogadható fedezeti körét egy többlépcsős folyamat végén felváltó, egységes elfogadott fedezeti kör. Ez új eszközökkel bővíti az elfogadott fedezetek körét, de a jelenleg a 2-es kategóriában találhatóak közül néhány eszköztípus már nem lesz elfogadott. A legjelentősebb várható változás a bankhitelek fedezetként való általános elfogadása lesz.

Előrejelzési horizont (forecast-horizon): Az az időtáv, amelyre a jegybank az infláció, illetve egyéb makrogazdasági változók előrejelzését elkészíti. Magyarországon ez jelenleg az aktuális évet követő két teljes év.

Elsődleges piac (primary market): Az értékpapírok első forgalomba kerülésének (kibocsátásának) a színtere.

Elszámolási forgalom (clearing turnover): Hitelintézetek, MNB, valamint más, az elszámolásforgalmi rendszerek szabályzata szerint az elszámolási rendszerben részvételre jogosult szervezetek közötti, saját és az ügyfelek megbízásából származó fizetési forgalom lebonyolítása, ideértve a fizetési üzenetek ellenőrzését, továbbítását távközlési hálózat igénybevételével, a résztvevők közötti tartozások és követelések megállapítását és a pénzügyi kockázatok kezelését.

Emisszió (emission): Pénz- (bankjegy- és érme-) kibocsátás.

ERM, árfolyam-mechanizmus (Exchange Rate Mechanism): Az Európai Közösségek 1979-ben létrehozott árfolyam-mechanizmusa, amely a tagországok közötti árfolyam-ingadozások mérséklését tűzte ki célul.

ERM-II, módosított árfolyam-mechanizmus (Exchange Rate Mechanism II): 1999, az európai közös valuta bevezetése óta az euro és a GMU harmadik szakaszában részt nem vevő uniós tagállamok közötti árfolyam-politikai együttműködés feltételeit megteremtő árfolyamrendszer.

Értékpapír-elszámolási rendszer (Securities settlement system, SSS): Olyan rendszer, amely lehetővé teszi értékpapírok vagy egyéb pénzügyi eszközök tartását és átutalását, akár fizetés nélkül, akár fizetés ellenében (lebonyolítás fizetés ellenében).

Eszközárcsatorna (asset price channel): a monetáris transzmisszió eszközárcsatornája: A monetáris politikai lépések hatással vannak az eszközárcsatornákra, ezért elsősorban a részvény- és az ingatlanárakon keresztül gyakorolt vagyongravitáció miatt is megváltozik az árupiaci kereslet.

Eszköztár, jegybanki eszköztár, monetáris politikai eszköztár (instruments, central bank instruments, monetary policy instruments): Mindazon eszközök összessége, amelyek a jegybank rendelkezésére állnak monetáris politikai céljai eléréséhez a jegybanktörvény felhatalmazása alapján. Az eszköztár elemeivel a bankközi kamatok szintjét, illetve a bankközi piacon forgó jegybankpénz mennyiségét lehet közvetlenül befolyásolni. Az eszköztár legfontosabb eleme a nyílt piaci (forint- és deviza-) műveletek és a kötelező tartalék.

Eurobevezetés (euro adoption): Egy ország hazai hivatalos fizetőeszköze helyett az euro hivatalos fizetőeszközként való bevezetése.

Euroövezet (euro area): Azok az európai uniós tagállamok tartoznak bele, amelyek egységes fizetőeszközként az eurót vezették be, és amelyek az EKB vezetésével egységes monetáris politikát folytatnak. Jelenleg 12 ország tagja: Ausztria, Belgium, Finnország, Franciaország, Görögország, Hollandia, Írország, Luxemburg, Németország, Olaszország, Portugália, Spanyolország.

Európai Központi Bank, EKB (European Central Bank, ECB): Az euroövezet központi bankja. Az eurorendszerre és a KBER-re ruházott feladatokat saját tevékenységén vagy a nemzeti központi bankokon keresztül hajtja végre az alapokmányának megfelelően.

Expanzív avagy laza monetáris politika (expansionary / loose monetary policy): Alacsonyabb reálkamatok és/vagy leértékeltebb árfolyam, illetve a pénzmennyiség gyorsabb növekedése révén az aggregált kereslet bővülését eredményező és magasabb infláció irányába ható monetáris politika.

Fedezetkezelés (collateral management): A jegybanki fedezetkezelés egyrészt a jegybank által fedezetként elfogadott pénzügyi eszközök körének meghatározását, másrészt azok elfogadásának és kezelésének módját jelenti.

Feltételes előrejelzés (conditional forecast): Változatlan monetáris politikát (nominális árfolyamot és kamatlábat) feltételező inflációs előrejelzés. A monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében pedig nem szükségszerűen a legvalószínűbb esetet tartalmazza, hanem a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul. Éppen ezért az MNB-előrejelzések nem vethetők össze teljes mértékben más intézetek prognózisaival.

Finomhangolás (fine tuning): A jegybank által végrehajtott kisebb, egyedi kiigazítások, melyek általában a reálgazdasági ingadozások kiküszöbölésére irányulnak. A finomhangolás a gyakorlatban igen nehezen valósítható meg, figyelembe véve a monetáris transzmisszió késleltetéseit és a sokkokat.

Fiskális politika (fiscal policy): A költségvetés kiadásainak és bevételeinek gazdaságpolitikai szempontú meghatározása (pl. adópolitika, szociális transzferek, állami beruházások). Elsődleges célja a makroökonómiai stabilizáció, jövedelemelosztás és bizonyos közszolgáltatások fenntartása.

Fix, illetve lebegő árfolyamrendszer (fixed or floating exchange rate regime): Fix árfolyamrendszerben a jegybank kötelezettséget vállal arra, hogy a hazai fizetőeszköz egy adott valutához vagy valutakosárhoz viszonyított árfolyamát egy előre kijelölt pályán tartja devizapiaci intervenciók segítségével. Lebegő árfolyamrendszer esetében a jegybank nem rendelkezik célkitűzéssel az árfolyam szintjére vonatkozóan, így az a mindenkori piaci kereslet és kínálat szerint szabadon alakulhat. Az árfolyamrendszer jellege alapvetően meghatározza a monetáris politika lehetőségeit.

Fizetési forgalom (payment): a számlavezető részére adott fizetési megbízás és annak a pénzforgalmi jogszabályokban meghatározott valamely fizetési mód alkalmazása útján történő teljesítése.

Fizetési és elszámolási rendszer (payment and settlement system): Azon eszközök, megállapodások, pénzforgalmi közvetítést és kiegyenlítést végző szervezetek és intézmények összessége, amely lehetővé teszi a fizetési forgalom lebonyolítását, illetve a pénzügyi piacok különböző értékeinek a cseréjét (az értékpapír- és devizaügyleteket).

Fogyasztóiár-index (consumer price index, CPI): Az infláció legfontosabb mérőszáma, amelyet Magyarországon a KSH állít össze. Egy reprezentatív fogyasztói kosár árának emelkedését fejezi ki az előző megfigyelt időszakhoz képest, így az „átlagos” fogyasztó fogyasztását reprezentálja. Lásd még: harmonizált fogyasztóiár-index (HICP).

Fundamentumok/gazdasági fundamentumok (fundamentals): Egy ország gazdaságának állapotát leíró legfontosabb makrováltozók (reál-GDP-növekedés, fizetési mérleg egyenlege, államháztartás egyenlege stb.) összessége.

Függetlenség/jegybanki függetlenség (independence/central bank independence): A jegybanknak, mint a monetáris politikáért felelős szervnek megfelelő szabadsággal és önállósággal kell rendelkeznie a monetáris politikai döntések meghozatalához mind személyi, mind pénzügyi, mind szakmai szempontból. A jogi értelemben vett függetlenséget a legtöbb fejlett országban törvény deklarálja.

Gazdasági és Monetáris Unió, GMU (Economic and Monetary Union, EMU): A maastrichti szerződés a Gazdasági és Monetáris Unió létrehozatalának három szakaszát fogalmazza meg. Az első szakaszt (1990. július–1993. december) az Európai Unión belüli szabad tőkemozgást akadályozó belső korlátok lebontásának folyamata jellemezte. A második szakaszban (1994. január–1998. december) jött létre az Európai Monetáris Intézet – ami az Európai Központi Bank elődjének tekinthető –, és ebben a szakaszban szűnt meg a tagországokban az állami szektor jegybanki finanszírozása is. E szakaszban zajlott a közös monetáris politikai irányításhoz és az euro bevezetéséhez történő felkészülés. A harmadik szakaszban (1999. januártól) kezdte meg működését az Európai Központi Bank, az egységes európai valuta, az euro bevezetésével egy időben.

GDP-deflátor (GDP-deflator): A teljes belföldi termelés árindexe. A fogyasztóiár-indexszel ellentétben nem tartalmazza az importált árukat és szolgáltatásokat. A nominális GDP és a reál-GDP hányadosa.

Harmonizált fogyasztóiár-index (Harmonized Index of Consumer Prices, HICP): A HICP olyan fogyasztóiár-index, amely közös statisztikai módszertan alapján mutatja be az egyes országok fogyasztóiár-változásait.

Határidős (forward) kamat (forward rate): Jövőbeni időpontban induló befektetések, hitelek kamatlába. Például az 1 év múlva kezdődő 6 hónapos határidős kamat az egy év múlva kezdődő, 6 hónapos befektetés várt kamatlába. Az azonnali és a határidős hozamok között a határidős (forward) kamatparitás teremti meg a kapcsolatot.

Határidős (forward) kamatparitás (forward interest parity): Az azonnali és határidős kamatok közötti kapcsolatot leíró összefüggés: azt fejezi ki, hogy az egymást követő rövid futamidejű határidős (jövőben induló) befektetések összesített hozamának meg kell egyeznie a megfelelő futamidejű, hosszú lejáratú, azonnali befektetés hozamával.

Határidős ügylet (forward transaction): Olyan adásvételi ügylet, amelynek során az adásvétel tárgya egy rögzített jövőbeli időpontban, előre megállapított áron cserél gazdát (vö. „azonnali ügylet”).

Határon átnyúló fedezetelfogadás rendszere (cross border eligibility of collaterals): Az eurozónában alkalmazott fedezetelfogadási rendszer, amelynek segítségével egy adott jegybank partnere a jegybanki hitelhez külföldön tartott fedezetének jegybank javára történő elhelyezésével is hozzájuthat. Az eurorendszer fedezetkezelési rendszere többfajta megoldást is kínál, amelyek a jegybankok, illetve értéktárak, elszámolóházak egymás közötti értékpapír-számla-kapcsolataira épül.

Hiperinfláció (hyperinflation): Szélsőségesen magas infláció. Rendszerint a havi 50 százalékot meghaladó árszínvonal-emelkedés jellemzésére használják. A pénz az árszínvonal-változás gyorsasága, illetve gyorsulása miatt nem, vagy csak részben tölti be hagyományos funkcióit (fizetési eszköz, megtakarítási forma). A gazdasági szereplők nem képesek hosszú távra tervezni, ezért a beruházások és megtakarítások szintje általában radikálisan visszaesik.

Hitelcsatorna (credit channel): a monetáris transzmisszió hitelcsatornája: a monetáris politikai lépések azon túl, hogy a kamatok változása által hatnak a hitelkeresletre, a hitelkínálatot is befolyásolják. A bankhitelezési csatorna (bank lending channel) elmélete szerint magasabb kamat mellett csökken a látra szóló betétállomány, és a bankok csak magasabb kamatprémium mellett tudnak a hitelezéshez szükséges forrásokhoz jutni. A mérlegcsatorna (balance sheet channel) elmélet azt mondja, hogy a magasabb kamatok csökkentik a vállalatok eszközeinek értékét, így csak kevesebb vagy drágább fedezett hitelhez juthatnak.

Hitelesség, jegybanki hitelesség (credibility): Annak mértéke, hogy a piaci szereplők mennyire bíznak abban, hogy a gazdaságpolitikai döntéshozók meghirdetett stratégiájuk, illetve előre bejelentett lépéseik szerint reagálnak a különböző gazdasági eseményekre. Például az inflációs célkövető jegybank akkor tekinthető hitelesnek, ha a gazdaság szereplői az inflációs cél teljesülését feltételezve hozzák meg döntéseiket.

Hitelkockázat (credit risk): Annak kockázata, hogy a pénzintézet ügyfele mint hitelfelvevő nem képes vagy nem akar a visszafizetési kötelezettségének eleget tenni, ezáltal veszteséget okozva a hitelező intézménynek.

Hozamgörbe (yield curve): Különböző lejáratú kamatok ábrázolása a futamidő függvényében. Leggyakrabban az állampapírok hozamait ábrázoló állampapír-piaci hozamgörbe kerül említésre.

Időinkonzisztencia (time inconsistency): Lásd dinamikus inkonzisztencia.

IMF, Nemzetközi Valutaalap (International Monetary Fund): A Nemzetközi Valutaalap az ENSZ 1945-ben létrehozott washingtoni székhelyű szervezete. Magyarország 1982 óta tagja a Valutaalapnak. Fő célja a nemzetközi pénzügyi együttműködés és az árfolyam-stabilitás elősegítése, illetve hogy átmeneti pénzügyi segítséget nyújtson fizetésimérleg-problémákkal küzdő tagországainak.

Indexálás (indexation): Pénzkövetelések, árak, bérek valamely belföldi árindexhez vagy devizaárfolyamhoz történő kötése, annak változásával történő folyamatos korrekciója.

Indikátorváltozó (indicator): Gazdasági, pénzügyi változók, amelyek előzetes információt nyújtanak a gazdaság állapotáról és segítenek előrejelezni a jövőben várható folyamatokat.

Infláció, inflációs ráta, árszínvonal-emelkedés (inflation, inflation rate, price-level increase): Az áruk és szolgáltatások általános árszintjének folyamatos és tartós emelkedése.

Inflációs adó (inflation tax): Az államnak a pénzkibocsátási monopóliumához kötődő bevétele, amely a pénzmennyiség növekedése esetén jelentkezik, a gazdasági szereplőknél lévő pénzkészlet reálértékének csökkenése révén. Amint ugyanis az állam több pénzt juttat a gazdaságba, ugyanannyi áruval nagyobb mennyiségű pénz kerül szembe, tehát az egységnyi pénzből vásárolható árumennyiség csökken.

Inflációs cél (inflation target): Inflációs célkövetéses rezsimben az a kitüntetett inflációs szint, amelynek a célhorizonton való elérésére a jegybank kötelezettséget vállal.

Inflációs célkövetés (inflation targeting): Olyan monetáris politikai keretrendszer, amelyben a jegybank explicit módon deklarálja a jövőbeni infláció alakulására vonatkozó célkitűzéseit, és kötelezettséget vállal a célok teljesítésére.

Inflációs előrejelzés (inflation forecast): A jegybank által az infláció jövőbeli alakulására vonatkozó, bizonyos feltevések alkalmazása mellett elkészített, rendszeres és publikus előrejelzése.

Inflációs tehetetlenség (inflationary inertia): Az infláció aktuális szintjét részben meghatározza az előző időszakok inflációs rátája. Ennek magyarázatát elsősorban az inflációs várakozások lassú alkalmazkodása okozta lassú béralkalmazkodásban és vállalati árképzésben kereshetjük.

Inflációs várakozás (inflation expectation): A gazdasági szereplők valamely jövőbeli időpontra vagy időszakra várt, tervezett inflációja.

Intervenció (intervention): Jegybanki beavatkozás a devizapiacon. A központi bank a devizapiacon devizavásárlással vagy -eladással befolyásolja a hazai fizetőeszköz árfolyamát. Az intervenció következtében megváltozik (devizaeladáskor csökken, devizavásárláskor növekszik) a gazdaságban levő jegybankpénz mennyisége, amely hatás sterilizációval ellensúlyozható.

Irányadó instrumentum, irányadó eszköz (policy instrument): A jegybank legfontosabb nyílt piaci művelete, rendszerint rövid lejáratú eszköz (betét vagy hitel). A jegybank az általa optimálisnak ítélt kamatszint érvényesítésére alkalmazza, ezáltal gyakorolva közvetlen és hatékony befolyást a pénzpiacra kialakuló hozamokra.

Irányadó kamat (policy rate): Lásd alapkamat.

Jegybankpénz (high powered money): Lásd monetáris bázis.

Jegybanki alapkamat: Lásd alapkamat.

Jegybanki függetlenség (central bank independence): Lásd függetlenség.

Kamatcsatorna (interest rate channel), a monetáris transzmisszió kamatcsatornája: A monetáris politika lépései részben a piaci kamatok megváltozását eredményezik. A magasabb hitelkamatok csökkentik a hitelkeresletet és a magasabb betéti kamatok növelik a megtakarítási hajlandóságot, így visszaesik a magánszektor fogyasztási és beruházási hajlandósága.

Kamatfolyosó (interest rate corridor): A jegybank o/n (overnight, azaz egynapos) aktív repo és betéti kamatai által kijelölt folyosó, amelynek legfőbb funkciója a bankközi pénzpiaci kamatingadozás mérséklése. Segítségével megakadályozható, hogy az egynapos bankközi kamatok ingadozása továbbgyűrűzzön a hosszabb hozamokra.

Kamatparitás (interest rate parity): szabad tőkeáramlás esetén két ország kamatai között kapcsolat létesül, ugyanis a befektetések annak az országnak a valutájában fog megtörténni, ahol kedvezőbb hozamot várnak a befektetők. A fedezetlen kamatparitás (uncovered interest rate parity) elve szerint két ország között a kamatok a várt árfolyamváltozásnak megfelelő mértékben térnek el egymástól.

Központi Bankok Európai Rendszere, KBER (European System of Central Banks, ESCB): Az Európai Unió minden (tehát nem csak euroövezet-tag) jegybankjaiból álló rendszer, melynek tagjai részt vehetnek az EKB Általános Tanácsában (General Council).

Keresleti sokk (demand shock): A kereslet megváltozásából fakadó gazdasági sokk (pl. fogyasztási preferenciák megváltozása, kormányzati beruházások növekedése).

Kibocsátási rés (output gap): Az aktuális és a potenciális kibocsátás (GDP) közti különbség.

Kínálati sokk (supply shock): A kínálat megváltozásából eredő gazdasági sokk (pl. olajár-növekedés, termelékenység-növekedés).

Kis, nyitott gazdaság (small, open economy): A közgazdasági elmélet szempontjából kis országnak számít az, amely export- és importpiacain árelfogadó. A nyitottság fokmérője az ország külfölddel való gazdasági kapcsolatainak, külkereskedelmének kiterjedtsége, jellemzően az export és import összegének a GDP-hez viszonyított aránya.

Kockázati prémium (risk premium): Egy adott eszköznek a kockázatmentes eszköz hozamához viszonyított többlethozama, amit a befektetők az adott eszköz különböző (politikai, partner, likviditási stb.) kockázata miatt ellentételezéseként várnak el. Az elvárt (ex ante) és a ténylegesen realizált (ex post) hozam eltérhet egymástól.

Kondicionalitás (conditionality): Lásd feltételes előrejelzés.

Konvergenciakritériumok, maastrichti konvergenciakritériumok, Maastrichti Szerződés (convergence criteria, maastricht criteria, Maastricht Treaty): A monetáris unió létrehozásához szükséges a benne részt vevő országok főbb makroökonómiai jellemzőinek a konvergenciája. A maastrichti konvergenciakritériumok a monetáris és fiskális politika alakulásának jól mérhető jellemzőit szorítják korlátok közé, hogy megvalósuljon a monetáris unió hatékony működéséhez szükséges makrogazdasági konvergencia a tagországok között. A maastrichti kritériumok az infláció, a hosszú kamatok, az államháztartási hiány, az államadósság és az árfolyam alakulására határoznak meg referenciaértékeket.

Kötelező tartalék(ráta) (required reserves, reserve ratio): A kereskedelmi bankok az általuk gyűjtött betétek és egyéb források után – a tartalékráta által meghatározott százalékban – tartalékot kötelesek képezni a jegybanknál. A tartalékráta emelése szűkíti, csökkentése növeli a likviditást, és ezáltal csökkenti/növeli a gazdaságban lévő pénz mennyiségét.

Legyezőábra (fan chart): Az inflációs előrejelzés bizonytalanságának mértékét és irányát kifejező ábra. A különböző színekkel/árnyalatokkal jelölt területek az inflációnak egy adott valószínűséggel bekövetkező sávját mutatják be. Az inflációs céllal összevetve ezen keresztül szemléltethető, hogy – az előrejelzés feltételei mellett – milyen valószínűséggel kerülhet a cél fölé vagy alá a tényleges infláció.

Likviditásmenedzsment (liquidity management): Tágabb értelemben a pénzügyi és nem pénzügyi vállalatoknak az a tevékenysége, amelynek során az üzletmenetükhöz szükséges likvid eszközöket a lehető legkisebb költség mellett biztosítják. Szűkebb értelemben a kereskedelmi bankok azon tevékenysége, amelynek során az ügyfelek tranzakcióihoz és a jegybanki tartalékelőíráshoz szükséges likvid eszközállományt a legkisebb költség mellett biztosítják.

Likviditásszabályozás (liquidity regulation): A jegybank azon pénzpiaci tevékenysége, amelynek során eszközrendszerének működtetésével úgy alakítja a jegybankpénz keresletét, illetve kínálatát, hogy azok összhangba kerüljenek operatív céljával, legyen az mennyiségi vagy kamatcél.

Likvid eszköz (liquid asset): Olyan eszköz, amelyet gyorsan és alacsony költséggel (beleértve az árfolyamvesztést is) pénzre lehet váltani.

Likviditási helyzet (liquidity conditions): A banki tartalékok tényleges és kívánatosnak tartott szintjének viszonya. Likviditáshiányról akkor beszélünk, amikor a kívánatos szint magasabb a ténylegesnél, és a bankok jegybanki hitelek felvételére szorulnak.

Likviditási kockázat (liquidity risk): annak kockázata, hogy valamely üzletkötő fél nem esedékes-ségkor, hanem későbbi időpontban tesz teljes összegben eleget fizetési kötelezettségének.

M1: A legszűkebb pénzkategória (monetáris aggregátum), amely a monetáris intézményeken kívüli szektoroknál lévő készpénzen kívül magában foglalja a látra szóló és folyószámlabetéteket denominációtól függetlenül.

M2: Szélesebb monetáris aggregátum, amely az M1 elemein túl felöleli a két évnél nem hosszabb lejáratra lekötött betéteket.

M3: A legszélesebb pénzmenyiségi kategória, amely az M2 mellett tartalmazza a belföldi monetáris intézmények (elsősorban kereskedelmi bankok) által kibocsátott azon piacképes pénzügyi eszközöket, melyek a bankbetétek közeli helyettesítőinek tekinthetők.

Maginfláció (core inflation): Speciális inflációs mutató, amely megtisztítja az infláció alakulását a legváltozékonyabb és a monetáris politikától leginkább független tényezők (idényjellegű élelmiszerek, illetve az állami árszabályozás által jelentősen befolyásolt üzemanyag- és gyógyszerárak) hatásaitól.

Makroprudenciális elemzés (makro-prudential analysis): A makroprudenciális elemzés a rendszerszintű kockázatok feltárására és kommunikációjára fókuszál, amelynek fő célja az egyensúlytalanság és az ebből származó reálgazdasági költségek elkerülése. A pénzügyi stabilitás szempontjából ezt a megközelítést „top-down” szemléletűnek nevezzük.

Másodlagos hatás (secondary effect): Egy sokkhatásnak a közvetlen inflációs hatásán túli, főként a várakozásokba való beépülése révén jelentkező hatás. Az inflációs várakozások a bérmegállapodáson, árképzésen keresztül, késleltetéssel hatnak az inflációra.

Másodlagos piac (secondary market): A már kibocsátott értékpapírok befektetők közötti adás-vételének színtere.

Mérlegcsatorna (balance sheet channel): Lásd hitelcsatorna.

Mikroprudenciális elemzés (micro-prudential analysis): A mikroprudenciális elemzés az egyes intézményekre, piaci szereplőkre lebontott vizsgálatot és egyedi ellenőrzést takarja, célja a kockázatok feltárásával, kommunikációjával a betétesek, befektetők érdekeinek védelme. A pénzügyi stabilitás szempontjából ezt a megközelítést „bottom-up” szemléletűnek nevezzük.

Monetáris aggregátum, pénzmennyiség (monetary aggregate, money): A pénzmennyiséget a pénztartó gazdasági szereplők (vállalatok, háztartások) tulajdonában lévő készpénz mellett a különféle egyéb, a pénzteremtő gazdasági szereplőkkel (bankok) szemben fennálló pénzügyi követeléseik alkotják (bankbetétek, kötvények stb.). A pénzaggregátumokat képező instrumentumok tehát a monetáris pénzügyi intézmények mérlegének forrás oldalán találhatóak. Az angol „Money” szó rövidítését felhasználva „M”-mel és egy számmal jelölik ezeket a mutatókat (vö. M1, M2, M3, monetáris bázis).

Monetáris bázis (monetary base): A legszűkebb pénzaggregátum, amely a készpénzt, valamint a kereskedelmi bankok jegybanknál vezetett forintszámláinak egyenlegét tartalmazza. A jegybank a monetáris bázis nagyságára közvetlen befolyással bír. A monetáris bázist időnként jegybankpénznek, bázispénznek, illetve nagy erejű pénznek (high-powered money) is hívják.

Monetáris kondíciók (monetary conditions): A gazdasági környezetet befolyásoló, monetáris politika által meghatározott változók. Elsősorban a reálkamatot és a reálárfolyamot értjük alatta.

Monetáris politika (monetary policy): A modern monetáris politika a gazdaságpolitika része, meghatározója a jegybank, célja pedig az árstabilitás elérése, illetve fenntartása. A monetáris politika főbb elemei a kamat- és az árfolyam-politika.

Monetáris stratégia/rezsim (monetary strategy/regime): Az a gondolkodási keret, modell, amelyben a jegybank a gazdaság működéséről, illetve a monetáris politikai célok megvalósításáról gondolkodik.

Monetáris transzmissziós mechanizmus (monetary transmission mechanism): Az a hatásmechanizmus, amely során a jegybank monetáris politikai lépései többek között a piaci hozamokon és az árfolyamon keresztül a kibocsátás és az infláció alakulására hatnak.

Nominális horgony (nominal anchor): A stabilizációs gazdaságpolitika által megcélzott nominális makroökonomiai változó (pl. árszínvonal, árfolyam, bérek, pénzmennyiség), amelynek tervezett alakulása más nominális árak kialakításakor iránymutatásként, referenciaként szolgál, ezáltal segít az infláció és az inflációs várakozások „lehorgonyzásában”.

Nominális konvergencia (nominal convergence), (kamat, árszínvonal, bérszínvonal): Eredeti értelemben a felzárkózási folyamat során a nominális változók (árszint, bérek) közeledését jelenti az eurozóna megfelelő változóinak értékéhez. A gyakorlatban sokszor használják annak mérésére, hogy teljesülnek-e az árstabilitást célzó gazdaságpolitika feltételei (maastrichti kritériumok).

Nominális változók (nominal variables): Az árváltozás (infláció) és a volumenváltozás hatását egyaránt tükröző változók (pl. árszínvonal, nominálbérek, nominálárfolyam stb.; vö. reálváltozók).

Nominál effektív árfolyam (nominal effective exchange rate): Az adott deviza egy valutakosárral szemben vett (általában kereskedelemmel) súlyozott átlagos árfolyama.

Nyílt piaci műveletek (open market operations): A jegybank azon tevékenysége, amelynek során valamely pénzügyi eszköz (elsősorban államkötvény) likvid másodpiacán kereskedik, a jegybankpénz-mennyiség, illetve a kamatszint befolyásolása céljából.

Overnight (o/n) kamat, egynapos kamat (overnight rate): Az 1 napos futamidejű, ma induló és holnap lejáró (jellemzően bankközi) kihelyezések, illetve hitelek kamata.

Phillips-görbe (Phillips-curve): A Phillips-görbe eredetileg az infláció és a munkanélküliség között vélt negatív kapcsolatot fejezte ki, a '70-es évek tapasztalatai azonban cáfolták, hogy fennállna ez az összefüggés. Napjaink közgazdasági gondolkodásában az ún. új-keynesi Phillips-görbe használatos, ami a kibocsátási rés inflációra gyakorolt hatását ragadja meg.

Pénzügyi fertőzés (financial contagion): Olyan tőkekivonás vagy árfolyam-spekuláció, amelyet nem az adott ország gazdasági fundamentumai magyaráznak, hanem az adott régió, befektetési célcsoport együttes megítélése.

Pénzügyi stabilitás (financial stability): A pénzügyi stabilitás olyan állapot, amelyben a pénzügyi rendszer ellenáll a gazdasági sokkoknak, és képes zökkenőmentesen ellátni alapvető funkcióit: a pénzügyi források közvetítését, a kockázatok kezelését és a fizetési forgalom lebonyolítását.

Pénzügyi szabályozás (financial regulation): Banki, biztosítási és befektetési szolgáltatási tevékenységeket érintő jogszabályok kialakítása. Célja, hogy alapvetően ügyfélvédelmi, hatékonysági és versenysemlegességi alapon az intézmények számára viselkedési minimumnormákat határozzon meg, illetve biztosítsa a számonkérés jogalapját.

Pénzügyi válság (financial crisis): Olyan fundamentális okokra visszavezethető zavar, amely hosszabb távon megakadályozza, hogy a pénzügyi rendszer ellássa alapvető, közvetítői funkcióját. A pénzügyi válság jelentős reálgazdasági költségeket okozhat.

Potenciális kibocsátás (potential output): A potenciális kibocsátás fogalma a gazdaságban rejlő hosszú távú, illetve maximális kapacitáskihasználtság melletti termelési lehetőségeket

igyekszik megragadni. Mivel a potenciális kibocsátás nem megfigyelhető, ezért értelmezéstől és felhasználási céljától függően termelési függvény alapján vagy idősoros technikákkal (trendszűréssel) becslik.

Prudenciális felügyelet (prudential supervision): A hitelintézetek prudenciális felügyelete annak betartatására irányul, hogy az intézmények folyamatosan megfeleljenek a törvényben megfogalmazott, prudens (átgondolt) működésre vonatkozó elvárásoknak. A prudenciális szabályozás alapvetően az azonnali fizetőképesség biztosítása mellett a felvállalt kockázatok szavatoló tőkével való fedezettségének elvárását tartalmazza. A szavatoló tőke mennyiségéhez kötött kockázatok körébe a hitel, piaci kockázatok, a koncentrációs kockázat (nagykockázat), a tulajdonszerzéshez és befektetéshez kapcsolódó kockázatok, valamint a csoporttagságból eredő, hasonló típusú kockázatok tartoznak bele.

Reálárfolyam (real exchange rate): Az ugyanazon valutában számított külföldi és belföldi árszínvonal aránya. A gazdasági versenyképesség mutatója, amely a külföldi javak hazai javakban kifejezett értékét adja meg. A reálárfolyam felértékelődése a monetáris kondíciók szigorodását, a versenyképesség romlását, az aggregált kereslet és az infláció csökkenését vonja maga után, míg a leértékelődés a monetáris kondíciók lazítását jelenti, általában versenyképesség-javító, de árszínvonal-emelő hatású. A monetáris politika csak rövid távon képes hatni a reálárfolyam alakulására.

Reálgazdaság (real economy): A gazdaság nem pénzügyi szektor része.

Reálkamat (real interest rate): A nominális kamatoknak az aktuális inflációt (ex post reálkamat) vagy az inflációs várakozást (ex ante reálkamat) meghaladó része. Elsősorban az ex ante reálkamat nagysága van hatással a fogyasztási, megtakarítási és beruházási döntésekre, és ezeken keresztül az aggregált keresletre és az inflációra. A monetáris politika többek között a reálkamat szintjének megváltoztatásán keresztül képes hatni a jövőbeli infláció alakulására.

Reálkonvergencia (real convergence): Az egy főre jutó kibocsátás és a termelékenység felzárkózását értjük alatta az eurozóna kibocsátásához és termelékenységéhez.

Reálváltozók (real variables): Az árak változásától megtisztított, pusztán a mennyiségi hatást (volumenhatást) tükröző változók (pl. reálbér, reál-GDP, reálhozam).

Rendelkezésre állás (standing facility): Olyan jegybanki eszközök, amelyek a pénzpiaci szereplők (leggyakrabban bankok) kezdeményezésére lépnek működésbe. Gyakran nem irányadó kamatként szolgálnak, hanem inkább „biztonsági” szerepük van. Az MNB-ben rendelkezésreállás-szerűen működik pl. a kamatfolyosó két szélén az egynapos fedezett hitel és az egynapos jegybanki betét.

Repo (repo): Értékpapír-visszavásárlási megállapodás. Két ellentétes irányú adásvételi ügylet együttese, amely során az eszköz (leggyakrabban állampapír) a jelenben gazdát cserél, s egyúttal egy jövőbeli, ellentétes ügylet is megkötésre kerül, meghatározott időpontra és ár mellett. Célja rövid futamidejű hitelnyújtás, illetve betételhelyezés.

Restriktív/szigorú monetáris politika (restrictive/tight monetary policy): Magasabb reálkamatok és/vagy felértékeltebb árfolyam, illetve a pénzmennyiség lassabb növekedése révén az aggregált kereslet szűkülését eredményező és alacsonyabb infláció irányába ható monetáris politika.

Seignorage: (ugyancsak helyes írásmód még: seigniorage): Az államnak a pénzkibocsátási monopóliumából származó haszna. Egyik lehetséges értelmezése szerint abból fakad, hogy a pénz vásárlóértéke meghaladja a pénz előállításából és terjesztéséből fakadó költségeket. Másik, modernebb értelmezése szerint a jegybanki mérlegben a készpénzállománnyal mint kötelezettségekkel szemben álló eszközállományra (tipikusan állampapírokra, ill. devizataratlékokra) kapott kamat. A pénzkibocsátás joga a fejlett országokban az államé, azon belül pedig a jegybanké. Így a seignorage is a jegybankoknál keletkezik, amelyet befizetnek a költségvetésbe. A seignorage hiperinflációs időkben jelentős állami bevételforrás, alacsony inflációs környezetben azonban általában nem haladja meg a GDP 0,5%-át.

Sokk, gazdasági/pénzügyi sokk (shock, economic/financial shock): A gazdaságot érő külső behatás, amely kimotozítja a makrogazdasági, pénzügyi változókat azok egyensúlyi pályáiról.

Sterilizáció (sterilization): Mindazon jegybanki műveletek, amelyek célja a devizapiaci intervenció belföldi pénzkínálatra gyakorolt hatásának ellensúlyozása (például a jegybanki betét- vagy kötvényállományának a devizapiaci intervencióval megegyező mértékű növelése).

Strukturális politika (structural policy): A gazdaságpolitika része, célja a gazdasági szerkezet hatékonyabbá/rugalmasabbá tétele, valamint a mikroökonómiai szabályozási keret kialakítása (pl. versenypolitika, árszabályozás, fogyasztóvédelem).

Swap (csereügylet, swap transaction): Olyan adásvételi megállapodás, amelynek értelmében a szerződő felek jövőbeli pénzáramlásokat cserélnek el előre megállapított feltételek mellett. Devizaswapügylet során a szerződő felek különböző devizákban megállapított pénzáramlás cseréjére szerződnek. A swapügyletek (a határidős és opciós ügyletek mellett) a kockázatkezelés alapvető eszközei.

Származtatott határidős hozam (implied forward rate): Az azonnali (spot) hozamgörbéből a határidős kamatparitás segítségével kiszámolt (implicit) határidős hozam.

Tobin q-elmélete (Tobin's q-theory): ha a részvényárak a tőkejóságok árához képest drágulnak, a vállalatoknak megéri új részvények kibocsátásával beruházni.

Tőke költség (user cost of capital): tőkejóság vásárlásának és termelésbe állításának teljes költsége.

Tőke megfelelési mutató (capital adequacy ratio): A tőke megfelelési mutató olyan mérőszám, amely a hitelintézetek tőkéjét vetíti az általa vállalt és tartalékokkal nem fedezett kockázatok sú-

lyozott értékére. A jelenleg világszerte alkalmazott tőke megfelelési mutatót az ún. első bázeli tőkeegyezmény ajánlásai alapján fogadták el annak érdekében, hogy a bankok tőkéje észszerű mértékben legyen képes a veszteségek fedezésére anélkül, hogy fizetése képtelen állapotba kerülne. A mutató számlálója az ún. szavatoló tőke, nevezője pedig a kockázattal korrigált mérlegfőösszeg. A mutatót eredetileg csak a hitelezési kockázatokra számították, ma már azonban egyes piaci kockázatok fedezésére is megfelelő mennyiségű tőkével kell rendelkezni, és ez a mutató számításában is megjelenik. A mutató szabályozó hatóságok által megkövetelt minimális értéke 8%. Általánosan használt mutató az alapvető tőkére vetített tőke megfelelési mutató is. Az MNB a stabilitási jelentésben alkalmazza a stressz-tőke megfelelési mutatót is, amely azt mutatja meg, hogy a kockázatos kitettségeinek mekkora hányadára biztosítana fedezetet a bank tőkéje egy olyan szélsőséges forgatókönyv bekövetkezésekor, amikor a bank az összes nem teljesítő eszközét kénytelen lenne egyszerre leírni.

Tőzsdei kapitalizáció (capitalization): Az összes tőzsdén szereplő cég részvényeinek együttes piaci értéke.

Transzmissziós mechanizmus (transmission mechanism): Lásd monetáris transzmissziós mechanizmus.

Transzparencia (transparency): A jegybanki működés átláthatósága a gazdaság szereplői számára. A transzparens működés hozzásegít a monetáris politika hitelességének és hatékony működésének megteremtéséhez és fenntartásához.

Túlzottdeficit-eljárás, túlzotthiány-eljárás (excessive deficit procedure, EDP): A Szerződés 104. cikke, valamint a túlzott hiány esetén követendő eljárásra vonatkozó 20. jegyzőkönyv előírja az EU tagállamai számára a költségvetési fegyelem betartását, meghatározza a túlzott hiánynak minősülő államháztartási pozíció ismérveit, valamint előírja a teendőket arra az esetre, ha az államháztartási egyenlegre vagy adósságra vonatkozó követelmények nem teljesülnek. Ezt kiegészíti a túlzott hiány esetén követendő eljárás megvalósításának felgyorsításáról és pontosításáról szóló 1467/97/EK rendelet (1997. július 7.), mely a Stabilitási és Növekedési Egyezmény egyik eleme. Vonatkozó jogszabályok: a Szerződés 104. cikke, a túlzott hiány esetén követendő eljárásra vonatkozó jegyzőkönyv, 1466/97. sz. tanácsi rendelet, 1467/97. sz. tanácsi rendelet, európai tanácsi állásfoglalás, 1997. június 17., Amszterdam, európai tanácsi nyilatkozat, 2004. június 17–18., 2001 Code of Conduct (on the content and format of the stability and convergence programmes).

Üzleti ciklus (business cycle): A gazdasági fellendülés és visszaesés (vagy a növekedés lassulása) egymást követő időszakai, amelyek során a növekedési ütem a hosszú távú trend körül ingadozik.

Valós idejű bruttó elszámolási rendszer (real-time gross settlement system): Olyan bruttó elvű (az elszámolásokat és a kiegyenlítéseket egy időben végrehajtó) fizetési rendszer, amelyben a fizetési megbízások feldolgozása és végleges kiegyenlítése folyamatosan zajlik az érintett

résztevők azonnali értesítése mellett, szemben a nettó rendszerekkel (ahol az elszámolás és a kiegyenlítés mozzanata időben elválik), vagy a késleltetett kiegyenlítésű bruttó rendszerekkel (ilyen például bankközi klíringrendszer, korábbi nevén a zsíró).

Válságmegelőzés (crisis prevention): A jegybankok pénzügyi stabilitási funkciói közé tartozik a válság megelőzése. Ennek során a jegybank kommunikációjával felhívja a stabilitást veszélyeztető kockázatokra a gazdaság szereplőinek figyelmét és a rendelkezésre álló eszközök (fizetési forgalom fejlesztése, szabályozói környezet kialakítása) segítségével törekszik arra, hogy a pénzügyi rendszer az esetleges sokkoknak ellenállóbb legyen. Végso soron a jegybank a válságmegelőzési funkcióját a pénzügyi stabilitás erősítésével teljesíti.

Válságkezelés (crisis management): A jegybankok pénzügyi stabilitási funkciói közé tartozik a válságmenedzsment. Ennek során a jegybank célja a már kialakult válság elmélyülésének megakadályozása, a pénzügyi instabilitás reálgazdasági költségeinek csökkentése. A jegybank válságmenedzsmenttel kapcsolatos eszközei alatt a válságkoordinációt és a végső hitelezést (LOLR) értjük.

Várakozási hipotézis (expectations hypothesis): a hozamgörbe várakozási elmélete szerint a hosszú lejáratú hozamokat a rövid hozamok jövőben várt pályája alakítja.

Végso cél (ultimate objective): A gazdaságpolitika általános céljai (pl. infláció leszorítása és/vagy magas foglalkoztatottság fenntartása) közül a jegybank működése szempontjából legfontosabb, általában törvény által meghatározott cél.

Végso hitelező (lender of last resort): Amennyiben egy hitelintézet likviditáshiánya állandósul, vagy hirtelen nagymértékűvé válik, akkor a jegybank mint végso hitelező a likviditási válsághelyzetbe került bankot jegybankpénzzel látja el, elkerülendő a bank összeomlását. A jegybank a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzése érdekében vállalja ezt az implicit elkötelezettséget.

VIBER: A magyar valós idejű bruttó elszámolási rendszer neve, lásd még: valós idejű bruttó elszámolási rendszer.

Végleges adásvételi művelet (outright transactions): Olyan adásvételi ügylet, ahol az adásvétel tárgyát képező eszköz (értékpapír, deviza) véglegesen gazdát cserél (vö. repo).

Verbális intervenció (verbal intervention): A jegybanki kommunikáció egyik egyedi eszköze, a várakozások orientálására alkalmas. A verbális intervenciót akkor alkalmazzák, amikor egy – a végso cél szempontjából fontos – változó (pl. árfolyam) szintjét vagy várt pályáját a jegybank az infláció szempontjából nemkívánatosnak, vagy hosszú távon fenntarthatatlannak ítéli, de egyéb úton (pl. nyílt piaci műveletekkel) a kamatok szintjén nem kíván, vagy közvetlenül nem tud változtatni.

RÖVIDÍTÉSEK

ÁKK Rt. – Államadósság Kezelő Központ Rt.

ALCO – Eszköz- és forrásbizottság

ÁPV Zrt. – Állami Privatizációs és Vagyonkezelő Zrt.

ÁSZ – Állami Számvevőszék

BÁT – Budapesti Árutőzsde

BÉT – Budapesti Értéktőzsde

BEVA – Befektető-védelmi Alap

BIS – Bank for International Settlements (Nemzetközi Fizetések Bankja)

BKR – Bankközi Klíring Rendszer

DVP – Delivery versus Payment (szállítás fizetés ellenében)

EKB – Európai Központi Bank

EMI – European Monetary Institute (Európai Monetáris Intézet)

ERM – Exchange Rate Mechanism (Árfolyam-mechanizmus)

EU – Európai Unió

Eurostat – az Európai Unió statisztikai hivatala

Fed – Federal Reserve System (az USA központi bankja)

GDP – Gross Domestic Product (bruttó hazai termék)

GMU – Gazdasági és Monetáris Unió (angol megfelelője: EMU, Economic and Monetary Union)

HICP – Harmonised Index of Consumer Prices (az Európai Unió egységesen súlyozott [harmozott] fogyasztóiár-indexe)

IRR – Internal Rate of Return (belső megtérülési ráta)

KBER – Központi Bankok Európai Rendszere (angol megfelelője: ESCB, European System of Central Banks)

KELER Zrt. – Központi Elszámolóház és Értéktár Zrt.

KESZ – Kincstári Egységes Számla

KGST – Kölcsönös Gazdasági Segítség Tanácsa

KSH – Központi Statisztikai Hivatal

M0, M1, M2, M3, M4 – pénzaggregátumok

MEHIB Zrt. – Magyar Exporthitel Biztosító Zrt.

MNB – Magyar Nemzeti Bank

O/N kamat – egynapos (overnight) kamat

OBA – Országos Betétbiztosítási Alap

OMB – Monetáris bizottság

OMB – Osztrák–Magyar Bank

ONB – Osztrák Nemzeti Bank

OSAP – Országos Statisztikai Adatgyűjtési Program

OTC – over-the-counter (tőzsdén kívüli piac)

PM – Pénzügyminisztérium

PSZÁF – Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

RTGS – Real Time Gross Settlement (valós idejű bruttó elszámolás)

SWIFT – Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication

TARGET – Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer (közös európai fizetési rendszer)

TÉBE – Takarékpénztárak és Bankok Egyesülete

VIBER – Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszer

A MAGYAR NEMZETI BANK RENDSZERESEN MEGJELENŐ KIADVÁNYAI

Éves jelentés (éves)

A Magyar Nemzeti Bank éves jelentése – amely az MNB üzleti jelentését, valamint a számviteli törvény által előírt éves beszámolóját foglalja magában – az MNB éves közgyűlését, az Országgyűlést, valamint a közvéleményt tájékoztatja a jegybank feladatairól, szervezetéről, a megelőző évben végzett tevékenységéről, gazdálkodásáról, valamint pénzügyi helyzetéről.

Jelentés az infláció alakulásáról (féléves)

Annak érdekében, hogy a Magyar Nemzeti Bank monetáris politikája érthető és világos legyen, az MNB nyilvánosságra hozza a legfontosabb döntések kialakításakor ismert információkat. A *Jelentés az infláció alakulásáról* című, félévente megjelenő kiadvány (és annak a megjelenések közötti negyedéves frissítése) bemutatja az MNB közgazdasági szakterületén készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról, és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról.

Jelentés a konvergenciafolyamatokról (éves)

A Magyar Nemzeti Bank kitüntetett szerepet játszik az euro bevezetéséig vezető konvergenciafolyamatban, ezért a közeljövő kihívásaival kapcsolatos jegybanki álláspont bemutatása közérdeklődésre tart számot. A *Jelentés a konvergenciafolyamatokról* című kiadvány rendszeres megjelentetésével az MNB hozzá kíván járulni ahhoz, hogy a döntéshozók, valamint a közvélemény tájékozottabb legyen a monetáris unióban való részvétel sokszor igen összetett kérdéseiben.

Jelentés a pénzügyi stabilitásról (éves)

A Magyar Nemzeti Bank a rendelkezésére álló eszközökkel támogatja és erősíti a pénzügyi stabilitást, valamint szükség esetén kezeli a pénzügyi rendszert érő sokkok hatását. A *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* című, évente megjelenő kiadvány fő célja, hogy tájékoztassa a pénzügyi rendszer működtetőit és használóit a pénzügyi stabilitást érintő aktuális kérdésekről. Az MNB szándéka szerint ez hozzájárul ahhoz, hogy a pénzügyi rendszert érintő döntésekhez a megfelelő információk az érintettek rendelkezésére álljanak, és így a pénzügyi rendszer egészeinek stabilitása erősödjön.

Kutatási füzetek*/Working Papers (időszaki)

A Magyar Nemzeti Bank *Working Papers* sorozatában olyan tanulmányok jelennek meg, amelyek elsősorban az akadémiai, jegybanki és egyéb kutatók érdeklődésére tarthatnak számot.

* A kiadvány angol nyelven jelenik meg.

2005 ősztől kezdődően a megjelenő szakcikkeket referensi bírálatnak vetjük alá. A végső megjelenésről szerkesztőbizottság dönt.

MNB-szemle (féléves)

A kiadvány a szakmai és szélesebb közvéleményt közérthető formában tájékoztatja a magyar gazdaságban végbemenő alapvető folyamatokról, s e folyamatoknak a gazdasági élet szereplőire és a lakosságra gyakorolt hatásáról. Emellett a jegybankban folyó kutató, elemző munka legfontosabb eredményeit is bemutatja az érdeklődők széles körének.

MNB-tanulmányok (időszaki)

Az *MNB-tanulmányok* a jegybanki döntéshozatalhoz, ennek szakmai háttéréhez kapcsolódó, megértést segítő elemzések. A tanulmányok jellemzően alkalmazott, gyakorlati jellegű kutatások eredményeit mutatják be, ill. a döntéshozatalhoz kapcsolódó elemzések eszközeit ismertetik, továbbá a jegybank számára fontos intézményi struktúra egyes elemeit írják le.

Monetáris politika Magyarországon
2006. augusztus

Nyomda: D-Plus
H-1033 Budapest, Szentendrei út 89-93.

