MONETÁRIS POLITIKA MAGYARORSZÁGON 2012

MAGYAR NEMZETI BANK

MONETÁRIS POLITIKA MAGYARORSZÁGON 2012

Monetáris politika Magyarországon*

Készítette: Kaponya Éva (szerkesztő; 1. fejezet, 2. fejezet)
Felcser Dániel (2. fejezet, 3. fejezet)
Krusper Balázs (4. fejezet)
Balogh Csaba Kornél (5. fejezet)
Pulai György (5. fejezet)

Budapest, 2012. január

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: dr. Simon András

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISBN 978-963-9383-95-1 (on-line)

* A szerzők köszönetet mondanak Vonnák Balázsnak a kötet elkészítése során nyújtott szakmai támogatásáért és értékes észrevételeiért, ötleteiért.

Tartalom

Előszó 5

1. A monetáris politika – az árstabilitás mint cél, és a hozzá vezető stratégia 6

1.1. Mi a monetáris politika? 6

1.2. Mi az infláció és hogyan mérjük? 6

1.3. Az árstabilitás nem egyenlő a nulla inflációval 7

1.4. Mi okozhat inflációt? 8

1.5. Az infláció költségei – avagy az árstabilitás előnyei 8

1.6. Monetáris politika és gazdasági növekedés 10

1.7. Racionális várakozások és hitelesség 10

1.8. A hatékony monetáris politikai stratégia alapkövetelményei 11

2. Az inflációs célkövetés rendszere 12

2.1. Az inflációs célkövető rendszer alapelvei 12

2.2. Nominális horgony – avagy a várakozások fontossága 13

2.3. Az inflációs előrejelzés mint közbülső cél 14

2.4. Az előrejelzés kulcselemei – alappálya, legyezőábra, kockázati pályák 14

2.5. Inflációs célok alakulása Magyarországon 15

3. Döntéshozatal és kommunikáció 17

3.1. A döntéshozatal menete 17

3.2. Az inflációs jelentés döntéstámogató szerepe 17

3.3. Transzparencia és hitelesség 18

3.4. A jegybanki kommunikáció feladatai 18

3.5. Az MNB kommunikációjának konkrét formái 19

4. Transzmissziós mechanizmus 21

4.1. Kamatcsatorna 22

4.2. Eszközárcsatorna 23

4.3. Árfolyamcsatorna 24

4.4. Hitelcsatorna 25

4.5. Várakozási csatorna 26

5. Az MNB monetáris politikai eszköztára 27

5.1. A jegybanki eszköztár kialakításának alapelvei 27

5.2. Az eszköztár funkciói 28

Fogalomtár 33

Előszó

A Magyar Nemzeti Bank – mint a monetáris politika viteléért felelős független intézmény – számára kiemelt fontosságú, hogy a közvélemény megismerje céljait és tevékenységét. A kötetben áttekintést nyújtunk a hazai monetáris politika jelenlegi gyakorlatáról, annak küldetéséről és keretrendszeréről. Az immáron negyedik alkalommal megjelenő *Monetáris politika Magyarországon* című kiadvány ezúttal szélesebb közönséget szeretne megszólítani. A szakmai igényesség mellett legfontosabb szempontként ezért a közérthetőséget fogalmaztuk meg.

A kiadvány szerkesztése során arra törekedtünk, hogy megismertessük az Olvasóval azokat az alapfogalmakat és összefüggéseket, amelyek mentén a monetáris politika működik. Bár a jegybank tevékenysége meglehetősen sokszínű, a kötetben nem térünk ki a bankjegy- és érmekibocsátás, a tartalékkezelés vagy éppen a válság során felértékelődött fontosságú pénzügyi stabilitással kapcsolatos feladatokra. Ezekről a témakörökről egyéb kiadványainkban, illetve a honlapunkon (www.mnb.hu) találhatnak információt az érdeklődők.

A szemléletformáló, kézikönyvszerű kiadvány akár elejétől végéig is olvasható, de részei önmagukban is megállják a helyüket. Az 1. fejezetben az árstabilitás fogalmával és fontosságával ismerkedhet meg az Olvasó, míg a 2. fejezet az ehhez vezető stratégia, az inflációs célkövetés rendszerét mutatja be. A döntéshozatal miként jéről és a jegybanki kommunikáció kitüntetett szerepéről, annak konkrét formáiról a 3. fejezetben olvashatunk részletesebben. A monetáris politika hatásmechanizmusát – az öt fő transzmissziós csatornát – a 4. fejezet írja le, míg az 5. fejezet az eszköztár főbb funkcióit és elemeit tárgyalja. A kiadvány végén található fogalomtár az egyes fejezetekben előforduló fontosabb közgazdaságtani alapfogalmakat gyűjti össze.

Reméljük, hogy a kiadvány nemcsak a közgazdaságtanban már némileg jártas Olvasók számára szolgál majd hasznos és érdekes kalauzként, hanem azok számára is, akiknek a monetáris politika világa még ismeretlen terület.

Simor András,
a Magyar Nemzeti Bank elnöke

1. A monetáris politika – az árstabilitás mint cél, és a hozzá vezető stratégia

1.1. MI A MONETÁRIS POLITIKA?

A monetáris politika a gazdaságpolitika része, amelynek viteléért a jegybank felel. A gazdaságpolitika célja, hogy a gazdasági folyamatok befolyásolásán, irányításán keresztül a társadalom jólétét növelje. Az egyes gazdaságpolitikai ágak – monetáris politika, fiskális politika, adópolitika, foglalkoztatáspolitika stb. – saját céljaik megvalósításával járulnak hozzá ehhez. A monetáris politika feladata az árstabilitás biztosítása, amely tartósan alacsony infláció és horgonyzott várakozások együttesét jelenti. A következőkben bemutatjuk, miért épp az árstabilitás fenntartásával tud a monetáris politika leginkább hozzájárulni a hosszú távú gazdasági növekedéshez, és így a társadalmi jóléthez.

1.2. MI AZ INFLÁCIÓ ÉS HOGYAN MÉRJÜK?

Az infláció az árszínvonal általános és tartós emelkedését jelenti. Ebből adódóan, ha csak egy termék ára emelkedik, az még önmagában nem jelent inflációt (ahogy az árak átmeneti emelkedése sem). A gazdaságban az árak folyamatosan változnak az irántuk megnyilvánuló kereslet és kínálat viszonyainak megfelelően. Ha egy termék iránt a kereslet megemelkedik, és a kínálat ezt nem tudja kielégíteni, az árak egészen addig nőni fognak, amíg újra helyre nem áll az egyensúly. Az is előfordulhat, hogy a termékek előállítási költsége nő meg, és ez vezet az árak emelkedéséhez. Ha tehát a termékek széles körében tapasztalható áremelkedés, inflációról beszélünk. A másik oldalról tekintve, mindez azt is jelenti, hogy az infláció miatt a pénz vásárlóértéke csökken: ugyanannyi pénzért kevesebb árut és szolgáltatást vásárolhatunk. Stabil árak mellett a jövedelmek megőrzik reálértéküket, vagyis az értük vásárolható javak mennyisége nem csökken.

Az infláció egyik kiemelt mérőszáma a fogyasztóiár-index. Ez a mutató a jellemzően vásárolt termékekből összeállított fogyasztói kosár árváltozását méri. A képzeletbeli kosárba az egyes termékek eltérő súllyal kerülnek, annak megfelelően, hogy egy tipikus magyar háztartás mennyit fogyaszt belőlük. Ez utóbbiról a Központi Statisztikai Hivatal (KSH) készít felmérést és dönti el, milyen legyen a kosár pontos összetétele. A súlyokat és a termékek körét időszakosan (jellemzően kétévente) felülvizsgálják, és ha szükséges, módosítják. Az új termékek megjelenésével például eleve módosul a kosár tényleges összetétele és egyben a korábbi tételek aránya is.

Az adatok begyűjtését – vagyis a boltokban megfigyelhető árak felírását – és feldolgozását a KSH munkatársai végzik. Havonta több ezer termék árának alakulását követik nyomon és jegyzik fel, amelyekből többféle mutatót állítanak elő. Egyik ilyen, elemzésekben is gyakran használt mérőszám az ún. maginfláció. Ennek lényege, hogy alapvetően olyan termékeket tartalmaz, amelyek áralakulása kevésbé változékony – azaz nem „ugrál" egyik időszakról a másikra – és főként piaci folyamatok hatására változik. Így nem tartalmazza a feldolgozatlan élelmiszereket, az üzemanyagokat, illetve a szabályozott árú termékeket és szolgáltatásokat. A változatlan adótartalmú index (VAI) az adóváltozás miatt bekövetkezett árváltozásokat szűri ki. Ez a mutató különösen akkor hasznos, ha a szabályozói környezet gyakran változik – például módosul az áfa vagy a jövedéki adó kulcsa. Ilyenkor a változatlan adótartalmú index megmutatja, mekkora lett volna az infláció az adóváltozások nélkül.

A fent ismertetett mutatók mindegyikével különböző időtávon belül bekövetkezett árváltozásokat fejezhetünk ki attól függően, hogy pontosan mit akarunk vizsgálni. Ha arra vagyunk kíváncsiak, hogy mennyit változott a termékek ára egy teljes év alatt, akkor az előző év azonos hónapjához viszonyítjuk az árváltozást. Ezt a mutatót éves indexnek nevezzük. Ennek nagy előnye, hogy nincsenek rá hatással az olyan vásárlások, amelyek tipikusan az év egy adott időszakában figyelhetők meg, és eltérnek az általános szokásoktól.[1]

[1] Így például szilveszterkor sokkal több pezsgőt vásárolunk, mint az év többi hónapjában, de mivel ez minden évben így van, az éves indexet nem torzítja a pezsgő iránti megnövekedett kereslet vagy éppen az akciók hatása.

Ha viszont a friss folyamatok iránt érdeklődünk, és azt szeretnénk megtudni, mennyivel emelkedtek az árak egy hónap vagy egy negyedév alatt, akkor az elmúlt hónap, illetve negyedév árszintjéhez mérjük a változást. A havi és negyedéves indexek tehát a rövid távú árváltozások mérésére szolgálnak.[2]

Az árak azonban nemcsak nőni, hanem csökkenni is tudnak. Amikor a jelenben megfigyelt árak huzamosabb ideje alacsonyabbak, mint a korábbiak, azaz az általános árszínvonal tartósan csökken, deflációról beszélünk (ennek veszélyeiről a következő fejezetben írunk részletesen). A defláció tehát nem más, mint az infláció ellentéte.[3]

1.3. AZ ÁRSTABILITÁS NEM EGYENLŐ A NULLA INFLÁCIÓVAL

Az árstabilitás nem egyenlő a nulla inflációval. Bár első ránézésre kézenfekvőnek tűnhet, hogy az árak teljes változatlanságát követeljük meg, számos érv szól amellett, hogy egy alacsony, pozitív inflációs szint kedvezőbb a gazdaság olajozott működése szempontjából.

Egyrészt, az infláció mérése során többféle statisztikai, illetve mérési torzítással kell számolni. A fogyasztóiár-index ugyanis nem tudja azonnal kezelni az egyes termékeknél bekövetkezett minőségjavulást vagy a termékek közötti helyettesíthetőséget. Ha egy termék ára nem változik, viszont a minősége javul, akkor a fogyasztó voltaképp egy jobb terméket kap ugyanazért az árért. Mindez a változatlan minőségű termékre visszavetítve árcsökkenést jelent, tehát az index felülbecsli a termék árváltozását. A torzítás másik forrása az olcsóbb, helyettesítő termékek megjelenése, illetve a fogyasztói szokások megváltozása. Az index csak késleltetéssel tudja figyelembe venni, ha valamilyen oknál fogva a korábban jellemzően vásárolt termék helyett az olcsóbb termékek irányába tolódik el a kereslet. A statisztikai hivatal igyekszik nyomon követni a fenti okokból eredő hatásokat, és időről időre azoknak megfelelően változtatni a fogyasztói kosár tartalmát.

A másik megfontolás a már említett deflációhoz kötődik. Defláció során az általános árszínvonal tartósan csökken. Amennyiben a gazdaság szereplői azt várják, hogy ez a folyamat a jövőben is fennmarad, érdemes kivárniuk, és minél későbbre halasztani fogyasztásukat, hiszen akkor adott jövedelemért több árut és szolgáltatást vásárolhatnak. Így a jövőben várható kedvezőbb árak miatt a jelenlegi kereslet visszaesik, ami egy idő után a kínálat csökkenését is maga után vonja. Mivel nincs megfelelő kereslet, a vállalatok visszafogják a termelést, ami végül az alkalmazottak elbocsátásához vezet. Hiába csökken azonban a kínálat, a termékek még így is egyre olcsóbbá válnak. Ez az önmagát erősítő folyamat végül a monetáris politika tehetetlenségéhez és elhúzódó gazdasági recesszióhoz vezethet. Emiatt, ha az elérni kívánt cél túl alacsony, nagyobb a defláció kialakulásának veszélye. A folyamat másik vetülete az ún. adósságdefláció. Az árszínvonal általános csökkenésekor ugyanis nemcsak a termékek, de a hitelek fedezeteként szolgáló ingatlanok (lakások, házak) árai is csökkennek. Ha ez tartósan fennmarad, egy idő után a fedezet nem lesz elég a fennmaradó hitelösszeg biztosítására, ezért a bank érdekeltté válik a hitelszerződés újratárgyalásában (pl. további fedezetet kérhet). Amennyiben a hitelfelvevők végül csődbe mennek, és a bankok az ingatlanok értékesítésébe fognak, az tovább nyomja lefelé az árakat a lakáspiacon. Az önmagát erősítő folyamat gazdasági következményei rendkívül károsak.

Szintén a deflációhoz kapcsolódik a nulla inflációs cél harmadik kockázata, amely a monetáris politika hatásosságát veszélyeztetheti. A jegybank legfontosabb eszköze az alapkamat, ennek változtatásával tudja befolyásolni a piaci szereplők döntéseit és így végső soron az inflációt. A kamat csökkentése több csatornán keresztül a gazdaság élénkülésének és az infláció emelkedésének irányába hat.[4] Láttuk, hogy defláció esetén az árszínvonal folyamatosan csökken, emiatt a gazdasági szereplők inkább megtakarítanak, hiszen a jövőben a pénzük többet fog érni. A jegybanknak ilyenkor kamatot kell csökkentenie. A kamatcsökkentésnek azonban korlátja van, hiszen az nem lehet alacsonyabb nullánál. Ha ugyanis a bankok negatív kamatot vetnének ki a megtakarításokra, a gazdasági szereplőknek megérné inkább készpénzben tartani a pénzü-

[2] Az éves indexszel ellentétben ezek a mutatók nem szűrik ki az ún. szezonális hatásokat. Az éven belül jelentkező rendszeres ingadozásokat szezonalitásnak nevezzük. Így általában nyáron fogy a legtöbb fürdőruha, és a téli hónapokban inkább pulóvereket vásárolunk. Idetartozik a karácsonyi nagybevásárlás és a többi ünnep körüli jelentősebb vásárlás is. A havi és negyedéves indexek érzékenyek ezekre az időszakokra. Ahhoz, hogy az egyhavi vagy negyedéves árváltozást pontosan tudjuk mérni, először ki kell szűrni az adatokból az említett hatásokat, azaz szezonális igazításra van szükség.

[3] A defláció nem keverendő össze a nevében nagyon hasonló, de jelentésében meglehetősen eltérő dezinflációval. A dezinfláció „lassuló" inflációt, vagyis az áremelkedés ütemének csökkenését jelenti. Ekkor az árak az adott időszakban kevésbé gyorsan emelkednek, mint korábban, vagyis időről időre kisebb inflációt mérünk.

[4] A monetáris politika hatásmechanizmusáról lásd a 4. fejezetet.

ket és várni annak elköltésével. A pénztartásnak így nincs költsége, és a monetáris politika nem tudja megakadályozni az árak és a gazdasági növekedés további mérséklődését. A defláció ebben az esetben is hatástalanná teszi a monetáris politikát, és gazdasági visszaesést okoz.

Végül, a kismértékű pozitív infláció mellett szóló érv a nominális bérek lefelé irányuló merevsége is. Amikor egy termék iránti kereslet csökken, a profitját maximalizáló vállalat árainak és béreinek mérséklésére kényszerül. Mivel azonban a bérek lefelé rugalmatlanok, a teljes bérköltség csak elbocsátások árán csökkenthető, ami a társadalom számára költséget jelent. Magasabb átlagos infláció mellett azonban a nominális bérek egyensúlyi növekedése is magasabb, azaz nagyobb „puffer" áll rendelkezésre a költségoldali alkalmazkodáshoz. A nominális bérnövekedés így – kisebb mértékben ugyan, de – még akkor is pozitív maradhat, ha a vállalatnak a kedvezőtlen keresleti feltételek miatt vissza kell fognia bérköltségét. Az infláció ebben az esetben lehetővé teszi, hogy a kínálat a munkanélküliség emelkedése helyett alacsonyabb béremelkedésen keresztül alkalmazkodjon a kereslet csökkenéséhez.

1.4. MI OKOZHAT INFLÁCIÓT?

Piaci körülmények között a termékek és szolgáltatások árai a kereslet és kínálat viszonyainak megfelelően határozódnak meg. Az árak emelkedését több tényező is előidézheti, így például:

- …az ideiglenesen megnövekedett kereslet. Amikor adott kínálat mellett a kereslet valamilyen okból megemelkedik, az árak egy ideig változatlanok maradnak (azaz rövid távon ragadósak), és a kínálat igyekszik utánamenni a megnövekedett igényeknek. A kapacitások szokásosnál nagyobb mértékű kihasználása – így a gyártósorok nagyobb terhelése és a túlórák – átmenetileg magasabb termelést eredményez ugyan, de költséges megoldás is egyben. A túlmunkával járó pótlékok és a gépek erőteljesebb kihasználása többletköltséget jelent a vállalat számára. Ezen túlmenően, a folyamat nem tartható a végtelenségig; amikor már nincs hova bővíteni a termelést, az árak alkalmazkodása – jelen esetben emelkedése – következik be. A magasabb árak miatt a kereslet visszaesik, és ismét kialakul az egyensúly. Ezt nevezzük keresletoldali inflációs nyomásnak.

- …a megemelkedett költségek. Ha a termelési költségek – nyersanyagok árai, bérek – emelkednek, a termelők egyrészt „lenyelhetik" ezt, saját profitjuk csökkentésén keresztül, vagy át is háríthatják azt a termékek vásárlóira az árak emelésén keresztül. Ezt költségoldali inflációs nyomásnak nevezzük.

- … ha az infláció jövőbeli alakulására vonatkozó várakozások magasak és/vagy nem horgonyzottak. Az ún. inflációs spirál akkor alakul ki, amikor a gazdasági szereplők várakozásai megemelkednek, és mivel magasabb árszínvonalra számítanak a jövőben, magasabb (nominális) bért várnak el annak érdekében, hogy jövedelmük reálértéke – azaz a megvásárolható áruk és szolgáltatások mennyisége – ne csökkenjen. Mivel azonban a bérek emelkedése a termelők számára a költségek emelkedését jelenti, ahogy azt fentebb is láthattuk, ennek hatása megjelenhet az árakban. A folyamat ezen a ponton önmagát erősítővé válik, azaz beindul a spirál.

1.5. AZ INFLÁCIÓ KÖLTSÉGEI – AVAGY AZ ÁRSTABILITÁS ELŐNYEI

Amikor az árak általánosan és folyamatosan emelkednek, több okból is hatékonyságveszteség keletkezik, ami komoly költséget jelent a gazdasági szereplők számára. Az árstabilitás fenntartása ezeket az inflációs költségeket küszöböli ki, lehetővé téve ezzel a gazdaság hatékony működését.

Az árak koordinációs szerepe érvényesül

Árstabilitás mellett az árak könnyen és hatékonyan képesek betölteni erőforrás-elosztást koordináló szerepüket. Mivel az általános árszínvonal stabil, egy termék árának emelkedése a kereslet és kínálat viszonyainak megfelelően vagy a nagyobb keresletre, vagy a szűkösebb kínálatra vezethető vissza. Ilyenkor a piaci szereplők könnyen értelmezhetik az árak által közvetített információt, és alkalmazkodhatnak az új helyzethez: a termelők új kapacitások kiépítése mellett dönthetnek, míg a vevők olcsóbb, helyettesítő termékek után nézhetnek, és végül kialakul az új egyensúlyi ár. Akkor viszont, amikor az összes termék ára emelkedik, az árak koordinációs szerepe nagymértékben csökken. Nem lehet egyértelműen megítél-

ni, hogy az áremelkedés azért következett be, mert az adott termék iránt valóban magasabb lett a kereslet, vagy csupán azért, mert a többi termék ára is emelkedett.

A stabil, kiszámítható üzleti környezet előnyei

A gazdasági szereplők az üzleti tervezés során azt próbálják felmérni, hogy a jövőben milyen gazdasági környezetre számíthatnak: lesz-e megfelelő kereslet a termékeik iránt, illetve hogyan alakulnak a számukra releváns költségek. A stabil, kiszámítható gazdasági környezet megkönnyíti ezt a tervezési folyamatot, és hosszabb távú, nagyobb beruházások megvalósulását segíti elő, valamint hozzájárul a pénzügyi rendszer mélyüléséhez is. A vállalatok könnyebben tervezhetnek, és a hitelezők is inkább hajlandóak hosszabb távra, az inflációs kockázatokat kompenzáló prémium nélkül hitelt nyújtani. Ez hosszabb távú beruházási döntések meghozatalára ösztönöz, és – mivel nem kell amiatt aggódni, hogy a jövedelmek reálértéke csökken – a megtakarítások vonzerejét is növeli.

A kiszámítható gazdasági környezet az információszerzéshez és átárazáshoz kapcsolódó költségeket is mérsékli. Változékony üzleti környezetben ugyanis, amikor az egyes termékek árai gyakran változnak, mind a termelők, mind a fogyasztók számára költségek keletkeznek. A termelők az átárazás praktikus következményei miatt felmerülő, ún. menüköltségeket szenvedik el, a vásárlók pedig nehezebben tudják nyomon követni az általuk vásárolt termékek árainak alakulását.[5]

A pénz vásárlóértéke stabil marad

Árstabilitás mellett a pénz megőrzi vásárlóértékét. Ez azt jelenti, hogy a megszerzett jövedelemért vásárolható termékek és szolgáltatások összessége nem csökken. Azt a veszteséget, amit a piaci szereplők elszenvednek azáltal, hogy a magasabb árak miatt kevesebb terméket tudnak vásárolni, inflációs adónak nevezzük.

Itt említhetjük meg, hogy az infláció az eltérő jövedelmi hátterű háztartásokat is különbözőképpen érinti. Azok, akik pénzügyi megtakarításokkal rendelkeznek, illetve fogyasztói kosarukban nagyobb súllyal szerepelnek olyan termékek, amelyek nem a mindennapi létfenntartáshoz kapcsolódnak, könnyebben tudnak védekezni az infláció káros hatásai ellen. Megtakarításaikon hozamot realizálhatnak, ami ellensúlyozza a pénz értékének romlását, illetve fogyasztásukban is képesek alkalmazkodni: akár a vásárolt termékek körét, akár azok minőségét illetően. Az általuk vásárolt termékek iránti kereslet rugalmas, azaz könnyen változhat a termék árának függvényében. Azok viszont, akiknek jövedelme a mindennapi kiadások fedezésére elég csupán, általában már nem tudnak tovább helyettesíteni. Fogyasztói kosarukban jellemzően nagyobb arányban szerepelnek élelmiszerek és a lakhatáshoz kapcsolódó költségek. Keresletük ezen termékek iránt rugalmatlan – azaz nincs lehetőségük arra, hogy reáljövedelmük csökkenésekor számottevően mérsékeljék kiadásaikat.

Az árstabilitás kiküszöböli az esetleges jövedelemátrendeződéseket

Az árak kiszámíthatatlan és folyamatos változása több csatornán keresztül is jövedelemátrendeződést okozhat. Minden olyan szerződés esetén, amelyik nominális – tehát „forintban” kifejezett – összegre vonatkozik, a várttól különböző infláció a felek között jövedelemátcsoportosítást okozhat. Így például az infláció az adós-hitelezői viszonyra is hatással van. A ma kölcsönadott pénz magas inflációs környezetben kevesebbet fog érni, mikor visszakerül a hitelezőhöz: a hitel felvevője végül jobban, a hitel nyújtója rosszabbul jár. Hasonlóképp az infláció jelentősen befolyásolja a fix (nominális) összegekben megállapított szociális juttatásokat is.[6]

[5] Az átárazáshoz kapcsolódó költségeket – az étlapok újranyomtatásának klasszikus példája alapján – menüköltségeknek nevezzük. Itt említhető meg az infláció miatt felmerülő ún. cipőtalpköltség is. Az árszínvonal folyamatos emelkedése esetén a gazdasági szereplők igyekeznek minél hamarabb megejteni vásárlásaikat, mielőtt a termékek még drágábbá válnak. Ehhez készpénzre van szükségük. Mivel bankban tartott betéteik után kamatot kapnak, akkor járnak a legjobban, ha a lehető legtovább bent hagyják megtakarításaikat. A gyakori bankba járásból fakadó költséget nevezzük cipőtalpköltségnek. A pénzügyi kultúra fejlődésével és a bankkártyák elterjedésével azonban a pénztartás vonatkozásában ennek a költségnek a jelentősége mára nagymértékben csökkent.

[6] Az inflációból eredő ilyen jellegű torzítások csökkentése érdekében elterjedt gyakorlat az ún. indexálás. Ekkor a nominális kifizetéseket a múltbeli inflációhoz igazítják. Bár ez valamelyest segít kezelni a vásárlóérték csökkenésének problémáját, de visszatekintő jellege miatt nem tudja teljes mértékben megszüntetni azt.

Ez a hatás az adórendszerben is tetten érhető. Ha az adórendszer progresszív, akkor magasabb jövedelem után magasabb adókulccsal kell adózni. Amennyiben a nominális bérek növekedése folyamatosan követi az inflációt, a jövedelem vásárlóértéke nem változik (vagyis a reáljövedelem állandó). Mivel azonban az adórendszer nem veszi figyelembe az inflációt, csak a megszerzett jövedelem mértékét, ha az már átlépi a felsőbb adósáv határát, akkor nagyobb adókulcs vonatkozik rá. Így, bár a háztartások jövedelmének adózás előtti vásárlóértéke nem változott, adózás után rosszabb helyzetbe kerülnek, mint korábban.

1.6. MONETÁRIS POLITIKA ÉS GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS

A közgazdaságtanban elfogadott és a tapasztalat által is széleskörűen alátámasztott tétel a pénz ún. hosszú távú semlegessége. Ez az elmélet azt mondja ki, hogy bár a monetáris politika rövid távon képes befolyásolni a gazdasági növekedést – élénkíteni vagy éppen visszafogni a keresletet –, hosszabb távon a reálváltozókra (foglalkoztatás, növekedés stb.) gyakorolt hatása megszűnik. Ez utóbbiak egyensúlyi szintjét ugyanis alapvetően a kínálat folyamatai – így a rendelkezésre álló technológia, a demográfia vagy a gazdasági szereplők preferenciái – határozzák meg. A gazdaság kibocsátásának egyik kitüntetett állapota az a termelési szint, amely a termelési tényezők teljes kihasználtsága mellett valósul meg. A szakirodalomban ezt az egyensúlyi állapotot potenciális kibocsátásnak nevezik. A gazdaságnak azt a lehető legmagasabb növekedési ütemét pedig, amely még nem jár inflációval, potenciális növekedési ütemnek hívjuk.[7]

A monetáris politika hosszú távú semlegességének bemutatásához tegyük fel, hogy a gazdasági szereplőknek pénzt ajándékozunk, amelyet bármire elkölthetnek. Az így szerzett jövedelemből többletkereslet lesz, ezt rövid távon a kínálat a termelés élénkítésével igyekszik kielégíteni. Amikor viszont a meglévő kapacitások már nem bizonyulnak elegendőnek, az árak emelkedésnek indulnak. Magasabb árak mellett a kereslet visszaesik, és a piacon újra kialakul az egyensúly. Végeredményben a kereslet és a kínálat a kiinduló kibocsátási szinten egyenlítődött ki, csak magasabb árszínvonal mellett. A monetáris politika reálgazdaságot élénkítő hatása tehát átmenetinek bizonyult: a kereslet rövid távú emelkedését hosszú távon kioltotta az árszínvonal emelkedése.

A fenti példa két dologra mutat rá. Egyrészt, hogy a jegybank rövid távon képes a gazdaság élénkítésére vagy visszafogására, azaz a gazdasági ingadozások simítására. Másrészt viszont ezzel nem tud tartós változást előidézni a reálgazdasági folyamatokban, lépései végül az árszínvonal változásában csapódnak le. A potenciális kibocsátás növekedését – vagy másképpen a potenciális (hosszú távú) növekedést – a kínálatoldali tényezők növekedése (a technológia fejlődése, a rendelkezésre álló tőke és munkaerő bővülése stb.) határozza meg. Fontos megjegyezni ugyanakkor, hogy a monetáris politika az árstabilitás fenntartásával nagymértékben hozzájárul a hosszú távú növekedési képesség egyik előfeltétele, a kiszámítható üzleti környezet kialakulásához, és így közvetve magára a hosszú távú növekedésre is kedvezően hat.

A legutóbbi pénzügyi válság arra is rámutatott, hogy a monetáris politikának olyan túlfűtöttséggel is számolnia kell, amely nem feltétlenül – vagy nem azonnal – jelentkezik az infláció emelkedésében. Emögött jellemzően olyan pénzügyi egyensúlytalanságok állnak (pl. eszközárbuborékok vagy nagymértékű eladósodás), amelyek felépülését nehéz azonosítani, de a folyamat „kipukkanása" szélsőséges esetben súlyos recesszióhoz vezethet. Mivel ezek a kockázatok a hagyományos előrejelző rendszerek segítségével nem ragadhatóak meg, a jegybanknak különös figyelmet kell fordítania arra, hogy ezen egyensúlytalanságokat időben felismerje, illetve kialakulásukat megelőzze. Ezt legjobban makroprudenciális elemzéssel, a pénzügyi piaci, hitelezési folyamatok rendszeres vizsgálatával, valamint előjelző mutatók alkalmazásával tudja megtenni. A gazdaság fenntartható, hosszú távú növekedésének tehát az árstabilitás szükséges, de nem elégséges feltétele; a jegybanknak a rendelkezésére álló eszközeivel a makrogazdasági stabilitás megteremtésére kell törekednie.

1.7. RACIONÁLIS VÁRAKOZÁSOK ÉS HITELESSÉG

A várakozások kulcsszerepet játszanak a gazdaságpolitikában, mert hatással vannak a gazdasági szereplők jelenbeli döntéseire. Mivel azonban várakozásaik helyességét – az ígéretek teljesülését – csak a jövőben tudják lemérni, a gazdaság-

[7] Az aktuális kibocsátás potenciális – vagy más néven természetes, hosszú távú egyensúlyi – kibocsátástól vett eltérését nevezzük kibocsátási résnek. A kibocsátási rés negatív, ha a gazdaság a potenciális kibocsátás alatt termel. Ilyenkor a reálgazdasági folyamatok – az alacsonyabb kereslet miatt – az infláció csökkenésének irányába hatnak. Ha a kibocsátás átmenetileg meghaladja a természetest – azaz a kapacitásokat „túlhasználják" – a gazdaság túlfűtötté válik, és a többlettermelés miatt megemelkedett költségek inflációt gerjesztő hatásúak lesznek.

politika számára erős lehet a késztetés arra, hogy a gazdasági szereplőket „meglepje". Így végül anélkül tudja elérni a kívánt hatást, hogy ígéreteit be kellene tartania.

Ez a kényes helyzet az infláció csökkentését célzó gazdaságpolitika mellett is fennállhat. Tegyük fel, hogy a gazdaságban magas az infláció, és a gazdasági döntéshozók kijelentik, hogy mindent megtesznek annak letörésére. Ha a gazdasági szereplők hisznek a bejelentésben, árazási és bérezési döntéseiket ennek megfelelően az alacsonyabb jövőbeli inflációhoz igazítják, ami az infláció csökkenéséhez vezet. Ezen a ponton a döntéshozók számára nagy a kísértés, hogy a már kialakult várakozásokat kihasználva megszegjék korábbi ígéretüket, és meglepetésinflációt generálva élénkítsék a gazdaságot.

A gazdasági szereplőket azonban nem lehet folyamatosan meglepni. Várakozásaikat racionálisan alakítják, vagyis nemcsak az ígéreteket, hanem a gazdaságpolitika korábbi viselkedését is figyelembe veszik. Emiatt egy olyan intézmény bejelentéseinek, amely többször is a meghirdetett lépésekkel ellentétesen cselekedett, nem lesz hatása a várakozásokra. Ha a jegybank nem hiteles, az infláció leszorításának költségei is számottevően magasabbak lesznek.

A várakozásokat tehát csak hiteles gazdaságpolitikával lehet befolyásolni. A hitelességet erősítheti a múltbeli, a küldetésnek megfelelő magatartás, valamint intézményi biztosítékok arra vonatkozóan, hogy a monetáris politika céljai nem rendelődnek alá a kormány esetleges rövid távú gazdaságpolitikai érdekeinek. Ez az oka annak, hogy a modern gazdaságokban az árstabilitás megvalósítása egy független, elszámoltatható jegybank feladata.

1.8. A HATÉKONY MONETÁRIS POLITIKAI STRATÉGIA ALAPKÖVETELMÉNYEI

A monetáris politika vitelével kapcsolatban a múltbeli tapasztalatok, illetve mérhető eredmények alapján megfogalmazhatók bizonyos irányelvek, amelyek elengedhetetlenek az elsődleges cél, az árstabilitás eléréséhez. Ezek összességét nevezzük monetáris politikai stratégiának.

A stratégia elsődleges és legfontosabb eleme a jól érthető, egyértelmű célrendszer. A modern jegybanki gyakorlatban alapvetően az árstabilitás fenntartása tekinthető kitüntetett célnak. Emellett a monetáris politika számos más szempont megvalósításában is közreműködhet: így a gazdaság átmeneti ingadozásainak simításában vagy a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának megőrzésében. Az egyes célok egymáshoz való viszonyát, fontossági sorrendjét azonban egyértelműen rögzíteni kell.

Másrészt, a gazdaság működési mechanizmusaiból adódóan a jegybanknak előretekintő módon kell döntéseit meghoznia. Ennek oka, hogy a gazdaságpolitikai döntéshozatal során kétféle késés is felmerülhet. A döntés szükségességének felismerése és a döntés meghozatala között eltelt idő az ún. belső késés, míg a döntés meghozatala és a teljes gazdasági hatás megjelenése között eltelt időt külső késésnek nevezzük. A monetáris politika esetében viszonylag könnyen lehet azonosítani azokat a helyzeteket, amelyek beavatkozást sürgetnek, azonban döntései nem tudnak azonnal hatni a gazdasági folyamatokra. A monetáris politika belső késése tehát rövid, külső késése azonban meglehetősen hosszú. Ezért szükséges, hogy a jegybank döntéshozói az általuk befolyásolható, középtávú folyamatokra összpontosítsanak, illetve, hogy előrejelzéssel rendelkezzenek azok várható alakulására vonatkozóan. A széles körű, átfogó információfeldolgozás és a részletes elemzések megalapozott döntések meghozatalát teszik lehetővé.

Végül, de nem utolsósorban, a stratégiának transzparensnek és hitelesnek kell lennie a gazdaság szereplői számára. Az átlátható működés és a világos kommunikáció elengedhetetlen ahhoz, hogy a jegybank képes legyen befolyásolni a gazdasági szereplők döntéseit és várakozásait. Ennek megvalósításához az ún. nominális horgony is segítséget nyújthat. Ennek jelentősége abban áll, hogy a várakozásokat egy jól megfigyelhető és mérhető változó kitüntetett értékéhez próbálják „horgonyozni". Amennyiben ugyanis a várakozások nem konzisztensek a jegybank céljával, nemcsak, hogy gyengítik a monetáris politikai döntések gazdasági hatását, de szélsőséges esetben önbeteljesítővé is válhatnak, és teljesen hatástalanná tehetik azt. A nominális horgony a monetáris rezsimtől függően eltérő lehet: a nominális árfolyam vagy az inflációs cél is betöltheti ezt a szerepet.

2. Az inflációs célkövetés rendszere

2.1. AZ INFLÁCIÓS CÉLKÖVETŐ RENDSZER ALAPELVEI

Az inflációs célkövetés rendszerét 27 ország – fejlődő és fejlett gazdaságok egyaránt – alkalmazza világszerte. Népszerűségét viszonylagos egyszerűségének és az úttörő jegybankok eredményességének köszönheti. Ezen monetáris politikai stratégia fő vonásai az Európai Központi Bank (EKB), valamint az amerikai jegybank (Federal Reserve – Fed) gyakorlatában is megtalálhatók.[8]

Az inflációs célkövetés *(inflation targeting, IT)* olyan monetáris politikai stratégia, amelyben a jegybank elsődleges célja, az árstabilitás megvalósítására a nyilvánosan bejelentett inflációs cél elérésével törekszik. A keretrendszer Mishkin szerint az alábbi öt stratégiai elemből épül fel:[9]

1. Számszerű, középtávú inflációs cél bejelentése.
Az inflációs célkövető rendszer egyik alapköve a számszerű, nyilvánosan bejelentett, középtávú inflációs cél. Mint látni fogjuk, ez a cél többféle szerepet is betölt. Egyrészt lehetővé teszi, hogy a jegybank elszámoltatható legyen (lásd 5. pont), és könnyen értelmezhető információt ad a gazdasági szereplőknek a monetáris politika küldetéséről, másrészt segít a várakozások megfelelő szinten való horgonyzásában (a cél nominális horgony szerepéről lásd részletesebben a következő alfejezetet).

2. Intézményi elköteleződés az árstabilitás mint a monetáris politika elsődleges célja iránt. A jegybank egyéb céljai alárendeltek ennek a célnak.
A monetáris politika céljainak törvényben való rögzítése egyrészt világos mandátumot és kötelezettségeket jelöl ki, másrészt ezek eléréséhez eszközöket és jogokat biztosít a jegybank számára. Az inflációs célkövetés rendszerében az árstabilitási cél elsőbbséget kell hogy élvezzen minden más monetáris politikai céllal szemben. Ha vannak ilyen célok, a jegybanknak úgy kell figyelembe vennie ezeket, hogy azzal ne veszélyeztesse az elsődleges cél elérését. Az intézményi elköteleződés gyakorlati megvalósításának feltétele a központi bank függetlensége. Így lehet csak biztosítani ugyanis, hogy rövid távú politikai, vagy egyéb érdekek ne tudják eltéríteni a monetáris politikát az inflációs cél elérésének elsőbbrendűségétől.

3. Széles információs bázison alapuló monetáris stratégia.
Bár az inflációs célkitűzés rendszerében a monetáris politika fő fókusza egyértelműen az árstabilitási célon van, a döntéseket nem lehet csupán egy változó alakulására alapozni. Egyfelől a gazdasági hatásmechanizmusok igen összetettek. Az infláció alakulását számos folyamat – így a várható gazdasági kilátások, nyersanyagárak, adószabályok, munkapiaci folyamatok – befolyásolja, így szükséges ezek elemzése, megértése, és mint a későbbiekben látni fogjuk, azok előrejelzése is. Másfelől a monetáris politikai döntések – mivel a gazdasági szereplők döntéseinek befolyásolásán keresztül fejtik ki hatásukat – nemcsak az árak alakulását, hanem a gazdaság többi folyamatát is érintik. Minél több információ áll rendelkezésre, annál pontosabb képet kaphatnak a döntéshozók a gazdaság helyzetéről, és annál pontosabban tudják felmérni döntéseik várható következményeit.

[8] Az EKB bár hivatalosan nem inflációs célkövető jegybank, számszerű inflációs céllal rendelkezik („2 százalékhoz közeli, de az alatti" infláció). A Fed mandátuma többszörös: az árstabilitás mellett a teljes foglalkoztatás megvalósítása és az alacsony hosszú távú kamatok biztosítása is része a jegybanki célnak.

[9] Mishkin, Frederic S. (cop. 2002): Inflation Targeting. In Snowdon, Brian–Howard R. Vane (eds.): *An Encyclopedia of Macroeconomics*. Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA, Edward Elgar, pp. 361–365.

4. A monetáris politika nagyfokú transzparenciája a monetáris hatóság terveinek, céljainak és döntéseinek a piacok és a nyilvánosság felé történő kommunikációja során.
A monetáris politika transzparenciája (átláthatósága) az intézmény egész működésére vonatkozó követelmény, és szorosan összefügg a hitelesség fogalmával. Mivel az árstabilitás az alacsony és stabil infláció mellett a várakozások horgonyzottságát is jelenti – ami a monetáris politika hatásmechanizmusában is kulcsszerepet játszik – a jegybanknak képesnek kell lennie azok befolyásolására.[10] A következetes magatartás és kommunikáció mérsékli a monetáris politikával kapcsolatos bizonytalanságot, és így iránymutatásként szolgál a piacok számára. Az átlátható működés által a döntések kiszámíthatóbbá válnak, ami a monetáris politika hatékonyságának növekedését is eredményezi.

5. A jegybank nagyfokú elszámoltathatósága az inflációs cél elérésének vonatkozásában.
Az árstabilitási cél elsődlegességével és az intézményi elköteleződéssel járó jegybanki függetlenség „ára" az elszámoltathatóság. A monetáris politika egyedüli felelőseként a jegybanknak el kell tudnia számolni döntéseivel, illetve azok következményeivel a nyilvánosság felé. Ezt a jegybanktörvényben előírtaknak megfelelően éves és negyedéves jelentések, illetve parlamenti beszámolók formájában teszi meg. Ez a kritérium egyben erősíti az előző pontban megfogalmazott transzparencia követelményét, és hozzájárul a hitelesség megerősödéséhez is.

A fent bemutatott stratégiai elemek egy fontos megállapításra világítanak rá: az inflációs célkövetés nem csupán egy nyilvánosan bejelentett inflációs cél kitűzéséből áll. Az inflációs cél elérése önmagában tehát még nem egyenlő az árstabilitással. Ahhoz, hogy a rendszer sikeres legyen, és az árstabilitás – azaz az alacsony infláció és horgonyzott várakozások együttese – biztosítva legyen, a számszerű cél teljesítésén túl a másik négy kritériumnak való megfelelés is nélkülözhetetlen.

2.2. NOMINÁLIS HORGONY – AVAGY A VÁRAKOZÁSOK FONTOSSÁGA

Az inflációs célkövetés egyik kulcseleme a nyilvánosan bejelentett, számszerű inflációs cél, amely egyben nominális horgonyként is szolgál. A nominális horgony a definíció szerint olyan gazdasági változó, amely képes arra, hogy stabilizálja, „lehorgonyozza" a gazdasági szereplők jövőbeli inflációra vonatkozó várakozásait. Ha a nominális horgony hiteles, azaz a gazdaság szereplői bíznak abban, hogy a monetáris hatóság teljesíteni tudja a célját, akkor inflációs várakozásaikat a horgonynak megfelelően alakítják ki.

A várakozások kitüntetett szerepét mi sem mutatja jobban, mint hogy a horgonyzottság meglététől függően ugyanaz a monetáris politikai lépés az ún. várakozási csatornán keresztül egymással teljesen ellentétes folyamatokat tud elindítani.[11] Hiteles jegybank és elkötelezett monetáris politika mellett a várakozások erősíthetik az egyes monetáris politikai lépések hatását, és lehetőséget adhatnak arra, hogy azok kisebb reálgazdasági költséggel járjanak. Ezek hiánya azonban csökkenti a monetáris politikai döntések hatékonyságát, és egyben növeli azok reálgazdasági áldozatban mérhető költségét.

Egy olyan helyzetben például, amikor az infláció várhatóan emelkedni fog, a monetáris kondíciók szigorítására van szükség annak érdekében, hogy a cél továbbra is elérhető maradjon. A kamatemelésnek viszont – az aggregált kereslet csökkentésén keresztül – reálgazdasági költségei vannak, amelyek horgonyzott várakozások mellett kisebbek. Amennyiben a gazdasági szereplők arra számítanak, hogy a monetáris hatóság valóban meg fogja fékezni, és célon tartja az inflációt, várakozásaikat a célnak megfelelően alakítják. Ennélfogva jelenbeli döntéseikkel – például nominális béreikre vonatkozó elvárásuk változatlanul hagyásával – maguk is hozzájárulnak ahhoz, hogy az árak növekedési üteme ne gyorsuljon. Így a hiteles monetáris politika növekedési áldozata csökken, azaz az infláció mérséklése kisebb reálgazdasági költséggel jár. Horgonyzatlan várakozások esetén pontosan fordított a helyzet. Ekkor a monetáris politikai lépéseknek egyszerre két költsége van: a kamatemelésből adódó reálgazdasági áldozat és a megemelkedett várakozásokból fakadó többletinfláció miatt szükséges további szigorítás költsége.[12]

[10] A várakozások szerepéről lásd részletesebben a 2.2. alfejezetet.
[11] A transzmissziós csatornákról és a monetáris politika hatásmechanizmusáról lásd részletesebben a 4. fejezetet.
[12] A dezinfláció reálgazdasági költségét számos más tényező is befolyásolja. Így például, ha a fiskális politika nem elkötelezett az alacsony infláció mellett, akkor a monetáris politika – legyen bármilyen hiteles is – csak nagyobb reálgazdasági költség árán képes az infláció leszorítására.

A nominális horgony és a monetáris hatóság hitelessége tehát elválaszthatatlan egymástól. A horgonyzott várakozások erősítik az alapkamat inflációra gyakorolt hatását, és egyben nagyobb mozgásteret engednek a monetáris politikának egyéb – pl. növekedési – szempontok figyelembevételére.

2.3. AZ INFLÁCIÓS ELŐREJELZÉS MINT KÖZBÜLSŐ CÉL

A jegybank az alapkamat mértékének megváltoztatásán keresztül képes a gazdasági folyamatok befolyásolására. Mivel azonban a kamatdöntések csak lassan fejtik ki hatásukat a gazdasági folyamatokra (nagy külső késéssel rendelkeznek), a jegybanknak nem a jelenben mérhető, hanem a jövőben várható folyamatokra kell megfelelően reagálnia.

A nagy külső késésen túlmenően a monetáris politikai eszközök és a végső cél közötti kapcsolat is meglehetősen bonyolult. Az alapkamat megváltoztatása a gazdasági szereplők döntésein, több köztes lépcsőn és csatornán keresztül hat végül az árszínvonal alakulására. Emiatt a döntéshozatal során érdemes olyan változókat is figyelembe venni, amelyekre a monetáris politika közvetlenül tud hatni, és amelyek a transzmissziós mechanizmuson keresztül a végső cél elérésének irányába hatnak. Ezeket a változókat nevezzük közbülső célnak. Az inflációs célkövetés rendszerében ezt a szerepet az inflációs előrejelzés tölti be. A jól megválasztott közbülső cél nemcsak a végső célra vonatkozóan ad iránymutatást, hanem egyben minél több, a jegybank hatáskörén kívül eső tényező változását is megragadja még azelőtt, hogy azok magát a végső célt ténylegesen befolyásolnák. Így a jegybank a közbülső cél alapján már az inflációs sokk kibontakozása előtt képes intézkedéseket hozni az árstabilitás fenntartása érdekében.

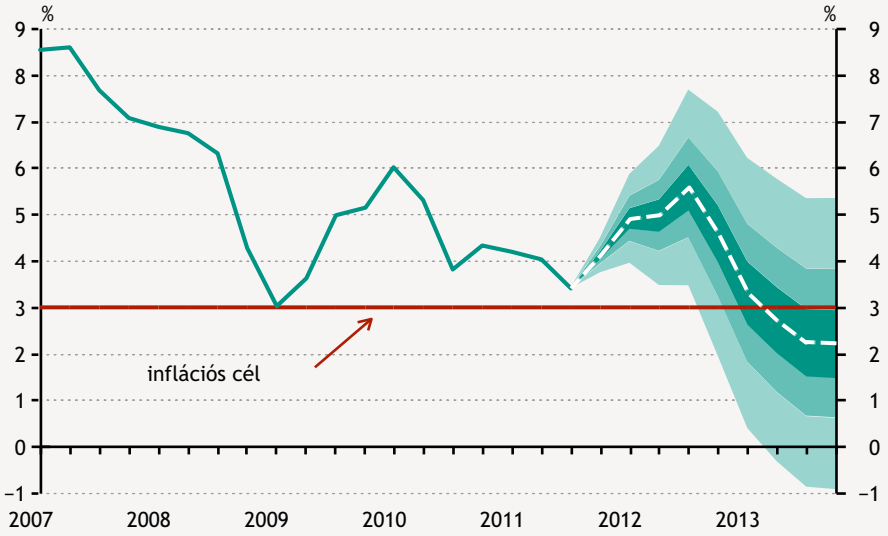
A gazdaság lassú alkalmazkodása, illetve a monetáris politika többlépcsős hatásmechanizmusa miatt tehát a jegybanki döntéshozatal előretekintő módon működik. A döntéshozatal legfontosabb információforrása a negyedévente készülő makrogazdasági előrejelzés, amely az inflációs folyamatok mellett a makrogazdasági változók széles körére is elkészül. Az előrejelzés hátterében egy, a gazdaság működési mechanizmusait jól megragadó makrogazdasági modell áll, és az infláció alakulását meghatározó tényezőket elemzi, illetve vetíti előre. Az elemzés döntéstámogató funkcióját az endogén monetáris politika teszi teljessé. Ez azt jelenti, hogy az előrejelzés makrogazdasági pályája az inflációs kilátásokra és a reálgazdasági folyamatokra reagáló monetáris politika figyelembevételével készül. Nagyon leegyszerűsítve a következő szabályszerűség áll fenn. Amikor az infláció mértéke várhatóan tartósan a cél fölé fog emelkedni, akkor a jegybank jellemzően kamatot emel, míg ha az infláció mértéke tartósan az alá csökken, akkor jellemzően kamatot csökkent annak érdekében, hogy középtávon az infláció a céllal összhangban alakuljon. Általában az infláció céltól vett eltérése mellett bizonyos súllyal a reálgazdasági kilátások is szerepet kapnak. Minél nagyobb a jegybank hitelessége, annál inkább lehetősége van arra, hogy elsődleges célja mellett figyelembe vegyen növekedési megfontolásokat is. A rendszer így lehetőséget biztosít bizonyos fokú rugalmasságra, és az elsődleges cél veszélyeztetése nélkül más szempontok támogatására is.

Az előrejelzés tehát megmutatja, milyen makrogazdasági folyamatokra lehet számítani a jövőben, és milyen kamatpályára van szükség ahhoz, hogy az inflációs cél középtávon elérhető legyen. Fontos azonban felhívni a figyelmet arra, hogy mint a modellek általában, az előrejelző rendszerek is csak leegyszerűsítve tudják megjeleníteni a gazdasági folyamatokat. A döntéshozatal során így több olyan megfontolás is felmerülhet, ami a kamatdöntés szempontjából fontos lehet ugyan, de a modell mégsem tudja azt megjeleníteni.

2.4. AZ ELŐREJELZÉS KULCSELEMEI – ALAPPÁLYA, LEGYEZŐÁBRA, KOCKÁZATI PÁLYÁK

A különböző forrásból fakadó bizonytalanságok kezelésére többféle eszköz is létezik. Az előrejelzéshez kapcsolódó ún. technikai bizonytalanságot a legyezőábra jeleníti meg. Az előrejelzés során minden időpontra kijelölhető egy tartomány, amibe az adott változó bizonyos valószínűséggel beleesik. Ennek „középértéke” a legvalószínűbbnek tekinthető – az 1. ábrán szaggatott vonallal jelölt – inflációs pálya, az ún. alappálya. Az egyes gazdasági folyamatok rövid távon – amikor viszonylag sok információ áll rendelkezésre – nagyobb bizonyossággal jelezhetők előre, mint hosszabb távon. Ebből következik, hogy minél távolabb megyünk az időben, annál bizonytalanabbá válik az előrejelzés is. Az alappályát körülvevő szimmetrikus sáv így kb. egy évig folyamatosan szélesedik, ezt követően viszont már nem nő tovább a bizonytalanság.

1. ábra
A 2011. decemberi inflációs előrejelzés legyezőábrája



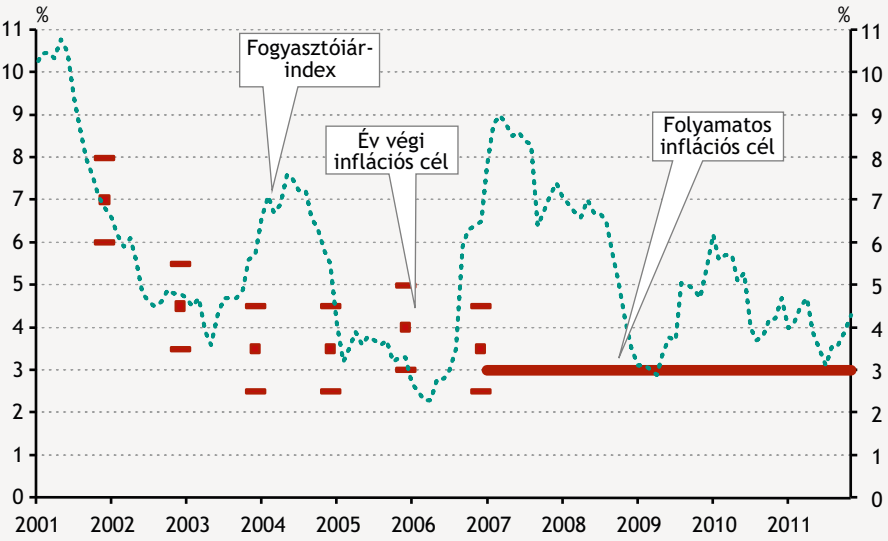
Megjegyzés: A belülről kifelé világosodó sávok 30, 60 és 90 százalékos valószínűséget fednek le.

Az alternatív forgatókönyvek az előrejelzés bizonyos feltevéseivel kapcsolatos kockázatokat számszerűsítik. A forgatókönyvekhez tartozó kockázati pályák azokat az eseményeket mutatják be, amelyek ha bekövetkeznek, eltérő monetáris politikai irányt indokolhatnak ahhoz képest, mint amit az alappálya előrevetített.

2.5. INFLÁCIÓS CÉLOK ALAKULÁSA MAGYARORSZÁGON

A Magyar Nemzeti Bank törvényben meghatározott elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása, amelynek megvalósításához 2001 júniusától alkalmazza az inflációs célkövetés rendszerét.[13] Az első célok 2001 és 2002 decemberére lettek meghatározva, majd ezt követően – 2006 végéig – évente került sor inflációs cél kitűzésére, legalább két évre előre (lásd 2. ábra). 2007-től kezdődően az inflációs cél folyamatossá vált. Ez azt jelenti, hogy az inflációnak nem egy adott év

2. ábra
Az infláció és az inflációs célok alakulása Magyarországon



[13] Szigorúan tekintve a rendszer 2008 februárjától működik tiszta formájában – ezt megelőzően sávos árfolyamrendszer korlátozta a monetáris politika mozgásterét. Az árfolyamsávról lásd az 5.2.3. alfejezetet.

átlagában, vagy egy kitüntetett időpontban, hanem az év minden egyes hónapjában a céllal összhangban kell alakulnia. A jegybank elemzései alapján az árstabilitással és a gazdaság olajozott működésével konzisztens inflációs cél jelenleg a Központi Statisztikai Hivatal által közzétett fogyasztóiár-index 3 százalékos értékének felel meg. A cél felülvizsgálata a Monetáris Tanács döntése alapján a közös európai árfolyamrendszerbe (ERM II) történő belépéskor, de legkésőbb háromévente esedékes. Az első felülvizsgálatra 2008, a másodikra 2011 augusztusában került sor. A Monetáris Tanács egyik alkalommal sem változtatott az inflációs cél 3 százalékos szintjén.

Az inflációs cél teljesülésének értékelése évente, az éves jelentésben történik. Ennek során figyelembe kell venni, hogy az infláció alakulását váratlan sokkok is érhetik, amelyekre az előrejelzés készítésekor még nem lehetett számítani, illetve amelyekre a monetáris politika – a nagy külső késés miatt – rövid távon már nem tud érdemben hatni. Emiatt a 3 százalékos céltól legfeljebb ±1 százalékponttal eltérő fogyasztóiár-index – utólagosan – még elfogadható az árstabilitás szempontjából.

3. Döntéshozatal és kommunikáció

3.1. A DÖNTÉSHOZATAL MENETE

A jegybank inflációs célját alapvetően az irányadó kamat megfelelő mértékű és ütemezésű változtatásával tudja elérni.[14] Magyarországon a jegybanki irányadó kamat szintjéről az Magyar Nemzeti Bank legfőbb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács dönt. A hatályos jegybanktörvény szerint a Monetáris Tanács legalább öt-, legfeljebb kilenctagú testület, amelynek tagjai még az MNB elnökén és alelnökein kívül további külső tagok, akiket hat évre az Országgyűlés választ. A Monetáris Tanács döntéseinek végrehajtásáért és az MNB működésének irányításáért az igazgatóság felel, amelyet az MNB elnöke és alelnökei alkotnak.

Az MNB elnökét – aki egyben a Monetáris Tanács elnöke is – és legalább kettő, legfeljebb három alelnökét hatéves időtartamra a miniszterelnök javaslatára a köztársasági elnök nevezi ki. A külsős tagok kinevezésére, illetve felmentésére az Országgyűlés illetékes bizottsága teszi meg a javaslatot az Országgyűlésnek. A Monetáris Tanács minden év első ülésén a jelenlevők egyszerű szótöbbségével megválasztja a Monetáris Tanács elnökhelyettesét. Az elnökhelyettes megbízatásának megszűnése esetén a Monetáris Tanács a soron következő ülésén új elnökhelyettest választ. A tanács ülésein a kormány képviselője is részt vesz, azonban szavazati joggal nem rendelkezik.

A Monetáris Tanács havonta legalább két alkalommal ülésezik, és minden hónap második ülésén dönt az alapkamat mértékéről – de szükség esetén bármikor összehívható. Akkor határozatképes, ha tagjainak többsége jelen van. A tanács határozatait a jelenlévők egyszerű szótöbbségével hozza, szavazategyenlőség esetén az elnök, illetve az elnök akadályoztatása esetén az elnökhelyettes szavazata dönt.

A Monetáris Tanács a kamatdöntés napján kiadott közleményben tájékoztatja a nyilvánosságot a döntésről, amely a következő naptól hatályos. A döntés indoklása a többségi álláspontot tükrözi, azonban a kisebbségben maradt vélemények is megjelennek a következő kamatdöntés előtt nyilvánosságra hozott rövidített jegyzőkönyvben. Az álláspontok támogatottságát a név szerinti szavazatok is mutatják. A tanácstagok különvéleményüket beszédekben és interjúk során is hangsúlyozhatják.

3.2. AZ INFLÁCIÓS JELENTÉS DÖNTÉSTÁMOGATÓ SZEREPE

A negyedévente készülő inflációs jelentés a közbülső célként is szolgáló inflációs előrejelzést mutatja be, és egyik alapvető funkciója a monetáris politikai döntéshozatal támogatása. A gazdasági mutatók széles körének vizsgálatával, összesűrítve jeleníti meg mindazokat az információkat, amelyek hatással lehetnek az inflációs folyamatok alakulására. A döntéstámogatásra kifejezetten alkalmassá teszi az, hogy az előrejelzés endogén monetáris politika feltevésén alapul: a modellben meghatározódó kamatpálya nemcsak a szükséges kamatlépések irányáról, hanem azok mértékéről is információval szolgál. Fontos kiemelni azonban, hogy bár az előrejelzés a változók széles körén és robusztus gazdasági összefüggéseken alapul, a döntéshozatal során több olyan megfontolás is előkerülhet, ami a kamatdöntés szempontjából fontos lehet, de a modell mégsem képes megjeleníteni. A Monetáris Tanács ezért döntései során az előrejelzés mellett számos más információt is figyelembe vehet.

A legvalószínűbb kimenet, az alappálya mellett a jelentés kulcselemei az alternatív forgatókönyvek. Ezek a forgatókönyvek a Monetáris Tanács által relevánsnak, vagy leginkább valószerűnek vélt kockázati pályákat mutatnak be, amelyek az alap-

[14] A transzmissziós mechanizmus működéséről lásd a 4. fejezetet.

pályától eltérő monetáris politikát indokolhatnak. A szcenáriók egyben lehetőséget adnak arra is, hogy a tanács egyes tagjai különvéleményt fogalmazzanak meg akár a gazdaság helyzetéről alkotott többségi álláspontot, akár az aktuális kamatdöntést illetően.

3.3. TRANSZPARENCIA ÉS HITELESSÉG

A jegybank a már említett inflációs előrejelzés mellett számos további kommunikációs eszközt is alkalmaz a gazdasági szereplők és a közvélemény tájékoztatására. Ennek alapvetően két oka van: a monetáris politika elszámoltathatóságának biztosítása és a transzmissziós mechanizmus hatékonyságának növelése.

Az elszámoltathatósági igény szorosan összefügg a modern jegybankok születésével. Napjainkban elfogadott és kívánatos, hogy a jegybank legyen független a rövid távú, sokszor politikai érdekektől, és hosszabb távra koncentrálva tudja végezni a feladatát. Demokratikus államberendezkedés mellett ugyanakkor fontos biztosítani, hogy a jegybank egyben elszámoltatható is legyen. Ellenőrizni kell tehát, hogy a függetlenséget élvező, ám a gazdaságra jelentős befolyással bíró intézmény valóban a törvényekben előírtaknak megfelelően működik-e.

A jegybank nagymértékű függetlenségét az átlátható működés követelménye ellensúlyozza. A számos évközi kiadvány mellett az MNB elnöke a jegybank tevékenységéről és monetáris politikájáról, a gazdasági folyamatok alakulásáról évente legalább egy alkalommal beszámol az Országgyűlésnek. Ezenkívül az Országgyűlés eseti tájékoztatást is kérhet. Az Országgyűlés és a nemzetgazdasági miniszter által delegált tagokból álló felügyelőbizottság folyamatosan ellenőrzi az MNB működését, azonban monetáris politikai kérdésekben nem foglalhat állást.

Az átlátható működés célja nemcsak az elszámoltathatóság biztosítása, hanem egyúttal a monetáris politika hatékonyságának növelése is. Ennek érdekében a kamatdöntéseket indoklással együtt nyilvánosságra hozzák, valamint a döntések alapjául szolgáló előrejelzések és elemzések nagy része is nyilvános. Amennyiben a gazdasági szereplők értik és elfogadják a jegybank célját és az eléréséhez szükséges lépéseket, az növelheti az inflációs cél hitelességét, és segítheti a cél körül horgonyozni az inflációs várakozásokat. Bár a jegybanki alapkamat megváltoztatása alapvetően rövidebb futamidőkön hat a hozamokra (azaz a hozamgörbe rövid végén való beavatkozást jelent), az irányadó kamat jövőbeli alakulására vonatkozó várakozások a hosszabb hozamokat is befolyásolják. Ha a piaci szereplők az irányadó kamat változását tartósnak gondolják, az hosszabb távon is hathat a pénzügyi eszközök árainak alakulására. Szintén növelheti a hatékonyságot, hogy a megfelelő információk birtokában a pénzpiaci elemzők eredményesebben tudják előrejelezni a jegybank döntéseit, ami támogathatja a pénzpiacok olajozott működését. Az átlátható működés a jegybank belső folyamataira is kedvező hatással lehet. Az intenzív külső és belső kommunikáció magasabb színvonalú jegybanki elemzésekhez és döntéshozatalhoz vezethet.

3.4. A JEGYBANKI KOMMUNIKÁCIÓ FELADATAI

A monetáris politika hatékonyságának növeléséhez közérthető és naprakész kommunikációra van szükség. A jegybank működésével kapcsolatosan jelentős mennyiségű információt oszt meg a nyilvánossággal. Mindezt rendszerezett formában, a lényeget kiemelve teszi, hogy segítse az információk feldolgozását. Ellenkező esetben az intenzív jegybanki kommunikáció zavaróan hathatna, és a kívánttal pont ellentétes eredményhez vezethetne. A nyilvánosságra való törekvés alól kivételt jelenthetnek olyan adatok, amelyek titoktartás alá esnek, vagy valamilyen szempont alapján érzékenynek minősülnek (jellemzően idetartoznak például a devizapiaci intervenciók).

Magának a jegybanki kommunikáció hatékonyságának szempontjából kulcsfontosságú, hogy a különböző csatornák egymást kiegészítve működjenek, egy egészet alkossanak. Ahhoz, hogy a piaci szereplőkhöz egyértelmű üzenetek jussanak el, és hogy ezek képesek legyenek megfelelően befolyásolni várakozásaikat, elengedhetetlen, hogy a jegybank által közzétett információk egymással konzisztensek legyenek. Ellenkező esetben fennáll annak a veszélye, hogy a különböző csatornákon érkező eltérő üzenetek zavart okoznak. Ezért is van szükség a fentieken alapuló, átfogó kommunikációs stratégiára, amely hatékonyan támogatja a jegybankot célja elérésében.

Emellett szükséges a különböző forrásokból adódó bizonytalanság jelzése is. A bizonytalanság egy része – amely alapvetően technikai jellegű – viszonylag jól megjeleníthető. Így például a legyezőábra megfelelően szemlélteti az előrejelzéssel

kapcsolatos, technikai korlátokból adódó bizonytalanságot. Más esetekben azonban inkább csak verbálisan lehet (és kell) felhívni a figyelmet arra, hogy a monetáris politika irányultsága bizonyos új események, információk fényében akár jelentősen is megváltozhat.

A fentiek alapján tehát a jegybanki kommunikáció három fő funkcióját különíthetjük el. Egyrészt feladata, hogy bemutassa, és időről időre értékelje a jegybank teljesítményét, amivel hozzájárul a nagyobb fokú elszámoltathatósághoz. Másrészt a Monetáris Tanács döntéseinek és a mögöttük meghúzódó indokoknak a közzétételével kiszámíthatóbbá teheti a monetáris döntéshozatalt, csökkentve ezzel a kapcsolódó piaci bizonytalanságot. Végül a jegybanki kommunikáció harmadik fő funkciója a monetáris politika hatékonyságának – a releváns információk megosztásán keresztül történő – javítása. A gazdasági kilátásokról alkotott vélemény nyilvánosságra hozatalát emellett az is indokolja, hogy a jegybanknak több erőforrás áll a rendelkezésére ahhoz, hogy szisztematikus gazdasági elemzéseket készítsen, így ezek többletinformációt tartalmazhatnak más elemzésekhez képest.

3.5. AZ MNB KOMMUNIKÁCIÓJÁNAK KONKRÉT FORMÁI

A monetáris politika hatékony kommunikációja érdekében az MNB számos kommunikációs eszközt használ. A legjobb nemzetközi gyakorlat is azt mutatja, hogy sokrétű, az egyes célcsoportok igényeihez igazodó információkat kell biztosítani annak érdekében, hogy minél szélesebb kör számára legyen átlátható és érthető a jegybank működése. Ezenkívül ismeretterjesztő anyagok is készülnek a széles nyilvánosság számára a monetáris politika viteléről és a jegybank gazdaságban betöltött szerepéről.

A kiadványok közül az MNB legfontosabb monetáris politikai kommunikációs csatornája az évente négy alkalommal megjelenő **Jelentés az infláció alakulásáról** („inflációs jelentés"). Ebben a kiadványban kerül bemutatásra a makrogazdasági előrejelzés, az infláció alakulása szempontjából releváns gazdasági folyamatok elemzése, az előrejelzést övező kockázatok és a várható monetáris politikai lépések. Azon túl, hogy a kiadvány a nyilvánosságot részletesen informálja a jegybank helyzetértékeléséről, ez egyben a döntéshozatalt segítő egyik legfontosabb háttéranyag is. A publikáció napján a szakértők bemutatják a jelentést a piaci elemzőknek, ami nemcsak az átláthatóságot szolgálja, hanem a jegybank számára is hasznos konzultációs fórumot biztosít.

A Monetáris Tanács minden kamatdöntése után **közleményt** publikál. A közlemények a sajtóhoz eljuttatott és az MNB honlapján megjelenő rövid írások, amelyekben a tanács kiemeli a döntés mögött álló főbb megfontolásokat, és tömören összefoglalja a gazdasági folyamatokról alkotott véleményét. Részletesebb betekintést nyújt a döntés hátterébe a kamatmeghatározó ülés **rövidített jegyzőkönyve,** amely tartalmazza az ülésen elhangzott főbb érveket, és egyben tükrözi a tanács tagjainak egyéni helyzetértékelését is. A név szerinti szavazatok lehetővé teszik az egyes tanácstagok döntéseinek nyomon követését. A jegyzőkönyvet az MNB két héttel a tanácsülés után, még a következő kamatdöntés előtt publikálja. A közvélemény és a sajtó minél pontosabb tájékoztatását szolgálják az üléseket követő **sajtótájékoztatók,** amelyeken további információhoz lehet jutni a döntés indokairól, a jegybank egyes kérdésekkel kapcsolatos álláspontjáról. A sajtótájékoztató élőben követhető az interneten, az azon elhangzott kérdések és válaszok pedig később **szerkesztett leirati** formában olvashatók.

A jegybank a kamatmeghatározó ülések között is aktív kommunikációs tevékenységet folytat. A monetáris politika vitele szempontjából lényeges fejleményekről, aktuális gazdaságpolitikai kérdésekről alkotott tanácsi véleményt **állásfoglalásokban** teszi közzé. Emellett különféle szakmai fórumokon a jegybank vezetői előadásokat és beszédeket tartanak, amelyek közül a legfontosabbak később elérhetők az MNB honlapján.

Az elszámoltathatóság követelményének megfelelően két kiadvány is rendszeresen beszámol a jegybank működéséről. A **negyedéves jelentések** – a monetáris politikai döntéseken túl a jegybank egyéb főbb feladataival együtt – hosszabb időszak tevékenységét mutatják be. Az **éves jelentés** emellett tartalmazza a számviteli törvény által előírt éves beszámolót – így az inflációs cél teljesülésének értékelését is.[15] Ez utóbbi az MNB éves közgyűlését, az Országgyűlést, valamint a közvéleményt tájékoztatja a jegybank feladatairól, szervezetéről, a megelőző évben végzett tevékenységéről, gazdálkodásáról, valamint pénzügyi helyzetéről.

[15] A számvitelről szóló 2000. évi C. törvény.

Az MNB – szerteágazó tevékenységi köréből kifolyólag – nemcsak szorosan a monetáris politika témakörében jelentet meg kiadványokat, hanem rendszeresen elemzést készít Magyarország euroövezethez való felzárkózási, ún. konvergenciafolyamatainak alakulásáról és a pénzügyi stabilitásról is. Mivel az MNB elnöke egyben a Költségvetési Tanács tagja is, költségvetési kérdésekkel foglalkozó kiadványok is rendszeresen megjelennek.

Az MNB-ben folyó magas színvonalú kutatási munka bemutatására két tanulmánysorozat készül a szűkebb szakmai közönség számára. A 2005-től csak angol nyelven megjelenő **MNB Working Papers** sorozatban – mely korábban magyar nyelven *MNB Füzetek* címen is létezett – olyan tanulmányok jelennek meg, amelyek elsősorban az akadémiai, jegybanki és egyéb kutatói érdeklődésre tarthatnak számot. Ezzel szemben az **MNB-tanulmányok** írásai jellemzően alkalmazott, gyakorlati jellegű kutatások eredményeit mutatják be, valamint a jegybanki döntéshozatalhoz kapcsolódó elemzések eszközeit ismertetik. A sorozat nyelve magyar, de néhány tagja angolul is megjelenik *MNB Occasional Papers* sorozati címen. A számos szakmai szűrőn áthaladó tanulmányok a monetáris politikával kapcsolatos kommunikációt áttételesen, a jegybanki szakértők kutatási eredményeinek bemutatásán keresztül segítik. A magyar gazdaság közérdeklődésre számot tartó folyamatairól, a jegybankban folyó kutatások legfontosabb eredményeiről szélesebb kör számára közérthető formában az **MNB-szemle** (angol nyelven *MNB Bulletin* címen) számol be.

1. táblázat
A Magyar Nemzeti Bank monetáris politikai témájú publikációi

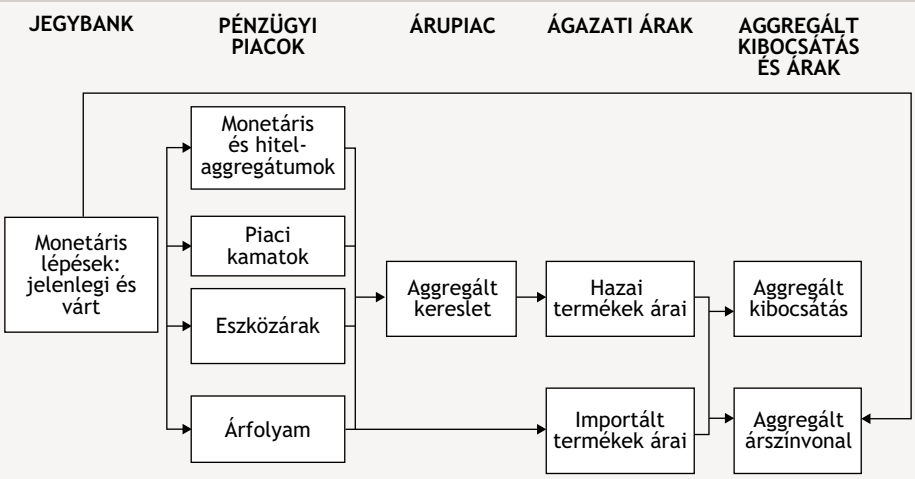
Megjelenés gyakorisága	Monetáris politika	Kutatás
Kéthetente	Közlemény az MT üléséről	
Havonta	Rövidített jegyzőkönyv az MT kamatdöntő üléséről	
Negyedévente	Jelentés az infláció alakulásáról Negyedéves jelentés*	MNB-szemle (MNB Bulletin)
Évente	Éves jelentés	
Időszaki	Monetáris politika Magyarországon Elemzés a konvergenciafolyamatokról	MNB Working Papers** MNB-tanulmányok (MNB Occasional Papers)

** Csak magyar nyelven megjelenő kiadvány.*
*** Csak angol nyelven megjelenő kiadvány.*

4. Transzmissziós mechanizmus[16]

Az előző fejezetekben bemutattuk, hogy a jegybank az árstabilitás fenntartásával tud hozzájárulni leginkább a gazdasági növekedéshez, és felvázoltuk a monetáris politika kereteit. Az árstabilitás fenntartása az inflációs célkövetés rendszerében a gyakorlatban azt jelenti, hogy a jegybank az alapkamatot úgy határozza meg, hogy azzal elérhető legyen az előre meghatározott inflációs cél. Ahhoz, hogy megérthessük az egyes kamatlépések indokait, ismernünk kell, hogy a monetáris politika hogyan hat a gazdaságra, miként képes befolyásolni az inflációs és reálgazdasági folyamatokat. Azt a folyamatot, ahogy az alapkamat megváltoztatása kifejti a makrogazdaságra gyakorolt hatását, transzmissziós mechanizmusnak nevezzük.[17]

3. ábra
A transzmissziós mechanizmus sematikus ábrája



A makrogazdasági változók (pl. kibocsátás, munkanélküliség, infláció) alakulásának hátterében az egyes gazdasági szereplők által hozott döntések állnak. Ahogy az egyes termékek piacán a kereslet és a kínálat viszonya határozza meg az adott termék mennyiségének és árának alakulását, úgy ez a teljes nemzetgazdaság szintjén is érvényes. Ekkor azonban árszínvonalról, aggregált keresletről és aggregált kínálatról beszélünk.

Árszínvonal alatt a termékek átlagos árát értjük. Az aggregált kereslet azt mutatja meg, hogy adott árszínvonal mellett a gazdasági szereplők összesen mennyi terméket kívánnak megvásárolni. Az aggregált keresletet több komponensre bonthatjuk aszerint, hogy a megvásárolt termékeket milyen célra kívánják felhasználni. Így megkülönböztetjük a fogyasztást, a beruházást, a kormányzati fogyasztást, a készletfelhalmozást, az exportot és az importot. Végül, az aggregált kínálat azt jeleníti meg, hogy adott árszínvonal mellett a gazdasági szereplők összesen mennyi terméket kívánnak eladni.

A monetáris politika az alapkamat megváltoztatásával számos csatornán keresztül befolyásolja a gazdasági szereplők döntéseit, és így elsősorban az aggregált kereslet alakulását.

[16] A fejezet ábráinak forrása: Loayza, Norman–Klaus Schmidt-Hebbel (2002): Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview. In: Loayza, Norman et al. (eds.): *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanism.* Chile, Central Bank of Chile.

[17] Az elmélet logikájának könnyebb megértése végett a következőkben egy olyan leegyszerűsített keretben gondolkodunk, amiben a monetáris politika nem szembesül más kihívással, mint az inflációs folyamatok alakításával.

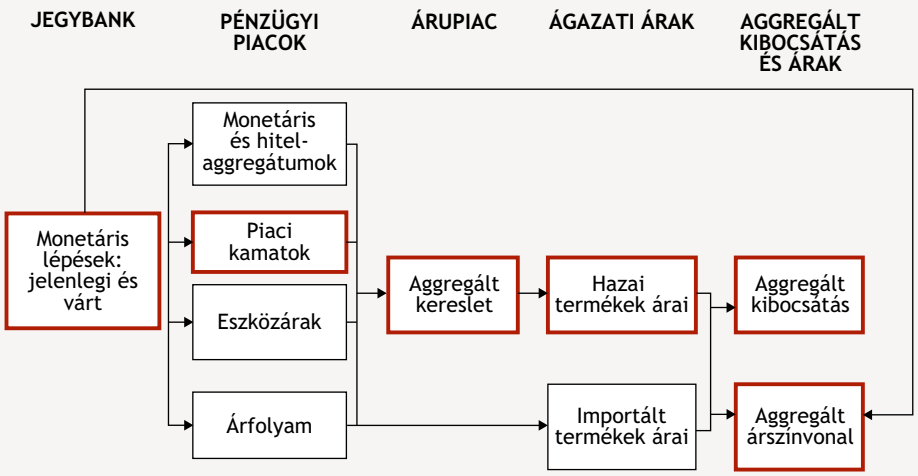
A teljes transzmissziós mechanizmust a 3. ábra szemlélteti. A jegybank alapkamatról hozott döntései, illetve a jövőbeli döntésekre utaló kommunikációja első lépésben a pénzügyi piacokon fejti ki hatását; a piaci kamatok, az eszközárak és a forintárfolyam reagál leggyorsabban. A következő állomás a termékpiac: a vállalatok és a fogyasztók alkalmazkodnak a pénzpiaci fejleményekhez, ami megváltoztatja a termékek iránti aggregált keresletüket. A megváltozó keresletre a vállalatok egyrészt az előállított termékek mennyiségének, másrészt áraik változtatásával reagálnak, így a monetáris politika a kibocsátást és az inflációt is befolyásolja.[18]

Az alábbiakban részletesen bemutatjuk a transzmissziós mechanizmus egyes csatornáit és azok működését. Öt csatornát tárgyalunk: a kamatcsatornát, az eszközárcsatornát, az árfolyamcsatornát, a hitel- és mérlegcsatornát és végül a várakozási csatornát.[19] Mindegyik esetben egy monetáris politikai lazítás, azaz az alapkamat csökkentésének hatását mutatjuk be. A monetáris politikai szigorítás, vagyis az alapkamat emelése ezzel pontosan ellentétes hatást fejt ki.

4.1. KAMATCSATORNA

A transzmissziós mechanizmus „hagyományos" csatornájának a kamatcsatornát tekintjük. Az alapkamat változtatása befolyásolja a beruházási és a fogyasztási döntéseket, azaz a termékek iránti aggregált keresletet. A kereslet változása pedig hat a kibocsátásra és az inflációra. Az alapkamat és az aggregált kereslet közötti kapcsolat azonban nem közvetlen: az alapkamat változása több lépcsőn keresztül fejti ki hatását.

4. ábra
A kamatcsatorna sematikus ábrája



Az első szakaszban a pénzpiaci változók reagálnak a kamat változására. Tegyük fel, hogy a jegybank csökkenti az alapkamatot, amely egy rövid lejáratú eszköz – a kéthetes MNB-kötvény – kamata. Az irányadó kamat megváltoztatása – a bankközi pénzpiaci kamatokon keresztül – a bankok vállalati és lakossági ügyletek során alkalmazott kamataira is hat. A legtöbb változó kamatozású vállalati hitel kamata a pénzpiaci kamatokhoz van kötve, így ez utóbbiak befolyásolásán keresztül a jegybank közvetlenül képes módosítani a vállalatok forrásköltségét, és így a beruházási javak iránti keresletet. Emellett a lakossági betétek kamatai is követik a rövid lejáratú pénzpiaci hozamok változásait.

A pénzügyi piaci hatásmechanizmus egy másik vetülete, hogy az alapkamat megváltozása a hosszabb lejáratú pénzügyi eszközök kamatára is hatással van. Amennyiben ugyanis azok nem csökkennének, a befektetők alacsonyabb kamaton tudnának felvenni rövid lejáratú hitelt, és azt egyből kikölcsönöznék hosszabb lejáraton, amivel profitot realizálnának.

[18] A monetáris politika a kibocsátásra csak rövid távon tud hatni, míg az árak alakulását hosszabb távon is képes befolyásolni. A monetáris politika hosszú távú (reálértelemben vett) semlegességéről lásd az 1.6. alfejezetet.

[19] Fontos kiemelni, hogy a transzmissziós csatornák relatív és abszolút erőssége a gazdaság aktuális állapotától, szerkezetétől függően időben változhat. Jelentősebb szerkezeti változások, erőteljes sokkok esetén előfordulhat, hogy az egyes változók közötti kapcsolatok erőssége megváltozik, ami egyben a transzmissziós mechanizmusra is hatással lehet.

A profit a visszafizetéskor a hosszabb lejáratú hitelért kapott kamat és a forrás – azaz a kezdetben felvett rövid lejáratú kölcsön – kamata közötti különbség (kamatkülönbözet). Könnyen belátható, hogy ez a helyzet nem állhat fenn sokáig, hiszen ahogy egyre többen próbálják kihasználni a profitszerzési lehetőséget, megnő a nyújtani kívánt hitelek kínálata, ami a hitelek árának, azaz a hitelkamatok fokozatos csökkenéséhez vezet. Ezért az alapkamat csökkentése alacsonyabb hosszú lejáratú kamatokhoz vezet.

A beruházási és fogyasztási döntések során azonban nem a nominális, hanem a reálkamat számít. A hitelező szempontjából ugyanis az igazi kérdés az, hogy a visszafizetés időpontjában mennyit fog érni a hitelügyleten megszerzett jövedelem – azaz mennyi terméket és szolgáltatást lehet rajta vásárolni. Ha a kölcsönadott összeg (nominális) hitelkamata például 5 százalék, de közben az árak is emelkednek 3 százalékkal, akkor egy év múlva csak 2 százalékkal ér többet a pénze. Az 5 százalékos nominális kamat 3 százalékos infláció mellett tehát 2 százalékos reálkamatot jelent. A nominális kamat meghatározásakor ezért mindig figyelembe veszik, hogy milyen inflációra lehet számítani a futamidő alatt.

Általánosan tehát: a reálkamat a nominális kamat és a várt infláció különbsége.

REÁLKAMAT = nominális kamat – várt infláció

A kamatcsatorna akkor működik megfelelően, ha a jegybanki alapkamat csökkentése legalább egy ideig a reálkamatot is csökkenti. Megfigyelések szerint az árak csak bizonyos időszakonként változnak, egy vállalat nem változtatja meg a terméke árát nap mint nap.[20] Ebből következően az infláció sem változik meg azonnal a kamatcsökkentés hatására. Így a nominális kamat változása átmenetileg alacsonyabb reálkamathoz vezet.

Alacsonyabb reálkamat esetén mind a beruházás, mind a fogyasztás élénkül. Az alacsonyabb kamat csökkenti a beruházáshoz szükséges pénzügyi források költségét, azaz több beruházási terv válik megtérülővé. A háztartások fogyasztását szintén befolyásolja a kamatszint. Ha alacsonyabb a kamat, akkor kevésbé éri meg megtakarítani a jövőbeli fogyasztásra, hiszen kevesebb lesz a megtakarításon a hozam. A háztartások az alacsonyabb kamatot kihasználva inkább hitelt vesznek fel, amit a jelenben költenek el. Az aggregált keresletet tehát a beruházás és a fogyasztás élénkülése egyaránt emeli. Ez lehetővé teszi a vállalatok számára, hogy több terméket adjanak el, illetve egy idő után magasabb árat kérjenek termékeikért. A monetáris politikai lazítás tehát a kamatcsatornán keresztül magasabb inflációhoz és nagyobb kibocsátáshoz vezet.

4.2. ESZKÖZÁRCSATORNA

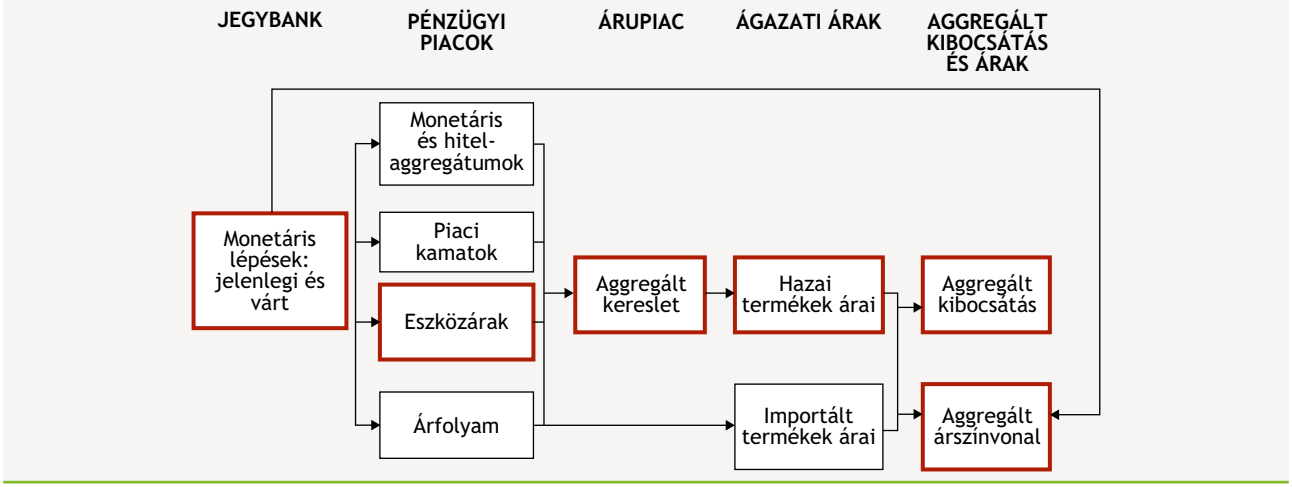
A monetáris politika a befektetésre alkalmas eszközök – különböző pénzügyi eszközök (részvények, kötvények), ingatlanok, vagy akár az arany – széles körének árfolyamát befolyásolja, ami szintén hat a fogyasztási és beruházási döntésekre. A transzmissziós mechanizmus eszközárakon keresztül érvényesülő ágát nevezzük eszközárcsatornának. A következőkben a részvényárak alakulásán keresztül mutatjuk be ennek a csatornának a működését.

Az előző részben láttuk, hogy az alapkamat csökkentése a hosszabb lejáratú kamatok mérséklődéséhez vezet, ami befolyásolja a részvényárakat is. A befektetők ugyanis a kockázat mérséklése érdekében többféle eszközt tartanak a portfóliójukban. Tegyük fel, hogy a befektetők államkötvényt és különböző részvényeket tartanak. Az alacsonyabb kamat miatt az államkötvény hozama csökken, és a többi eszköz vonzóbb befektetési formává válik. Így megnő a kereslet a részvények iránt, ami a részvényárak emelkedéséhez vezet.

Ezen a ponton két hatás is érvényesül. Egyrészt magasabb részvényárak mellett jobban megtérül a termelési kapacitások bővítése, hiszen ezzel újabb részvények kibocsátására nyílik lehetőség, amelyeket kedvezőbb áron lehet értékesíteni. Másrészt megnő a részvények tulajdonosainak vagyona is, ami lehetővé teszi számukra a fogyasztás növelését.

[20] Az átárazás költségeiről lásd az 1.5. alfejezetet.

5. ábra
Az eszközárcsatorna sematikus ábrája



A magasabb részvényáraknak köszönhetően tehát a beruházás és a fogyasztás egyaránt élénkül, azaz megnő az aggregált kereslet. Emiatt a vállalatok több terméket tudnak eladni, illetve magasabb árat kérhetnek termékeikért. Így a monetáris politikai lazítás az eszközárcsatornán keresztül szintén magasabb inflációhoz és nagyobb kibocsátáshoz vezet.

4.3. ÁRFOLYAMCSATORNA

Magyarország kis, nyitott gazdaság, azaz folyamatait a világgazdaság fejleményei nagymértékben befolyásolják. Kereskedelmi kapcsolataink révén nemcsak áru-, hanem pénzpiacunk is szorosan kötődik az Európai Unióhoz. Az árfolyam – különösen a forint euróval szembeni árfolyama – ezért fontos szerepet játszik a hazai gazdasági folyamatok alakulásában és a monetáris politika transzmissziós mechanizmusában. Ebben a részben az árfolyamcsatorna működését mutatjuk be.

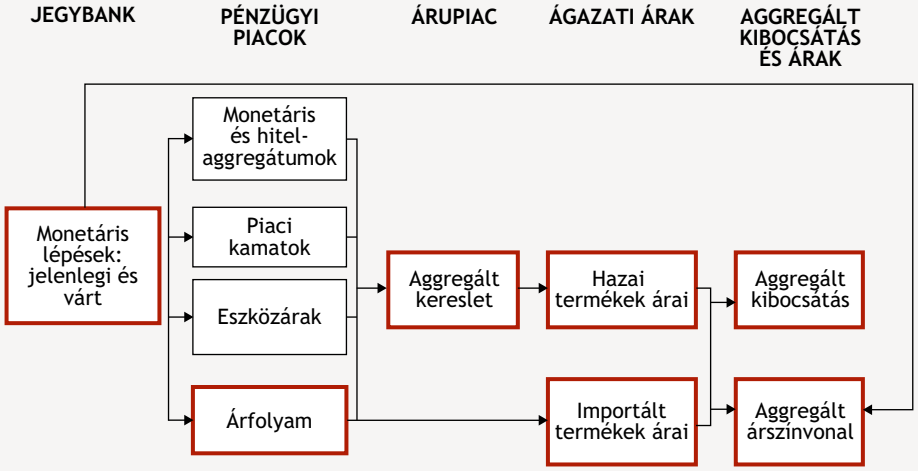
Korábban láttuk, hogy a jegybanki alapkamat csökkentése a hosszabb lejáratú kamatokat is mérsékli. Mivel így kisebb lesz az elérhető hozam, a forintban történő befektetések vonzereje csökken. Alacsonyabb forintkamatok mellett ezért a befektetők kevésbé lesznek hajlandóak forinteszközöket tartani, és igyekeznek forrásaik egy részét külföldi devizába átcsoportosítani. Ezt a gyakorlatban úgy tudják megvalósítani, hogy a devizapiacon átváltják a forintot. A hazai valuta kínálata tehát megnő, ami a forint „árának” csökkenéséhez, azaz leértékelődéshez vezet.

A forint gyengülése több módon is befolyásolja az inflációt és a kibocsátást. Az árfolyam egyrészt a nettó exporton (az export és az import különbségén) keresztül hat az aggregált keresletre, másrészt az importált termékek árának változásán keresztül közvetlenül is befolyásolja a fogyasztói árakat. Mivel Magyarország az eurozónával áll a legszorosabb gazdasági kapcsolatban, ezért a hatásokat a forint/euro árfolyam változásán keresztül mutatjuk be.

A gyengébb forint rövid távon élénkíti az exportot, mert a magyar termékek euróban kifejezve olcsóbbak lesznek, ezért külföldön megnő iránt uk a kereslet. Hasonló okból az import csökken, mert a külföldről beszerzett áruk drágábbá válnak és nehezebb lesz őket belföldön eladni. A két hatás eredőjeként a nettó export nagyobb lesz. Ez növeli az aggregált keresletet, ami nagyobb kibocsátáshoz vezet.

A forint leértékelődése közvetlenül is hat a fogyasztói árakra. A fogyasztói kosárban szereplő termékek egy része ugyanis importból származik, amelyek ára közvetlenül reagál az árfolyam alakulására. Erre jó példa a járműüzemanyagok csoportja, amelyek áralakulásában gyakorlatilag azonnal megjelenik az árfolyam változása. Az árfolyam hatása közvetett módon azonban sokkal szélesebb körben is érvényesül. Azok a belföldre termelő vállalatok, amelyeknek a termékei versenyeznek az importált árukkal (pl. tartós fogyasztási cikkek), részben hozzáigazítják áraikat a versenytársaikhoz, így ezeknek a belföldi termékeknek az árai is emelkedhetnek. Emellett Magyarország egyes fontos termelési tényezők (pl. energia) esetében nettó importőr – azaz többet használ fel belőlük, mint amennyit itthon elő tud állítani. Amennyiben ezek ára megnő, akkor a többi termék előállítása is drágább lesz, ami szintén az árak növekedéséhez vezet.

6. ábra
Az árfolyamcsatorna sematikus ábrája



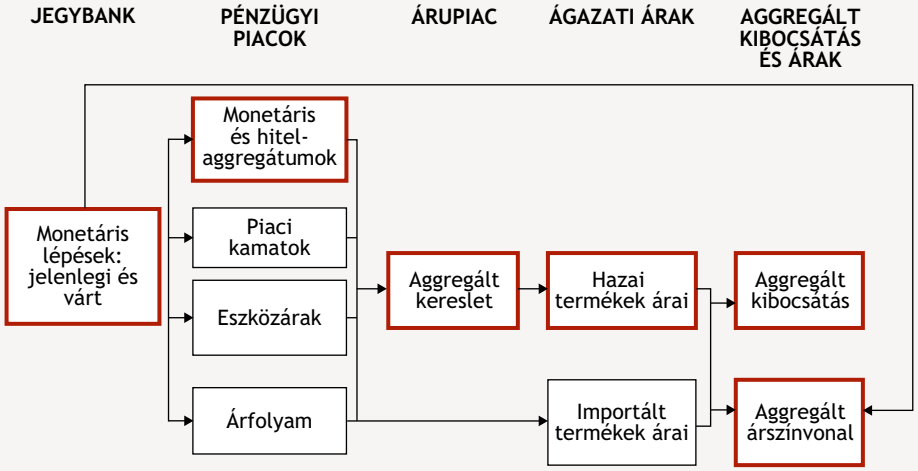
Az alapkamat változtatása tehát az árfolyamcsatornán keresztül keresleti és kínálati oldalról egyaránt befolyásolja az inflációt. A nettó exportra gyakorolt hatáson keresztül az aggregált keresletet, az importált áruk és az egyes termelési tényezők forintban kifejezett árának változtatásával pedig a kínálati oldalt érinti. Végeredményben az alapkamat csökkentése az árfolyamcsatornán keresztül a nagyobb kibocsátás és a magasabb árszínvonal kialakulásának irányába hat.

4.4. HITELCSATORNA

A hitelcsatorna a kamatcsatorna egyik speciális ága. A monetáris politika a hitelek piacán is befolyásolja a kereslet és kínálat alakulását, amivel felerősíti a hagyományos kamatcsatorna működését. Mivel a bankrendszer által biztosított hitelezési feltételek fontos szerepet töltenek be a gazdasági folyamatok alakulásában, a hitelcsatornát önálló csatornaként érdemes bemutatni. A jegybanki alapkamat csökkentése alapvetően két mechanizmuson, a bankhitelezési és a mérlegcsatornán keresztül élénkíti a bankok hitelezési aktivitását.

A bankhitelezési csatorna működésének középpontjában a bankok forrásainak alakulása áll. A bankok a náluk elhelyezett betétekből (saját forrás), illetve más pénzintézettől felvett hitelből (külső forrás) tudnak hitelt nyújtani a háztartásoknak és a vállalatoknak. Alacsonyabb kamatok mellett kevésbé éri meg hosszabb lejáratú befektetéseket választani, így arányai-

7. ábra
A hitelcsatorna sematikus ábrája



ban magasabb lesz a rövid lejáratú betétek állománya. Ekkor a bankok számára több saját forrás áll rendelkezésre. Mivel a külső forrás bevonása jellemzően drágább, ebben az esetben alacsonyabb kamat mellett tudnak hitelt nyújtani.

A mérlegcsatorna a hitelfelvevők oldalán jelentkező hatást írja le. A bankok legtöbbször valamilyen fedezet mellett nyújtanak csak hitelt, hiszen nem lehetnek biztosak abban, hogy a hitelfelvevő visszafizeti majd a tartozását. Minél nagyobb a fedezet értéke, annál nagyobb a kihelyezhető hitel összege. Az eszközárcsatorna bemutatásakor láttuk, hogy egy monetáris politikai lazítás növeli a különböző eszközök (részvény, kötvény, ingatlan) árát, amelyek gyakran fedezetként szolgálnak. Az alacsonyabb kamat mellett tehát a fedezet értéke is megnő, így nagyobb mértékű hitel felvételére van lehetőség.

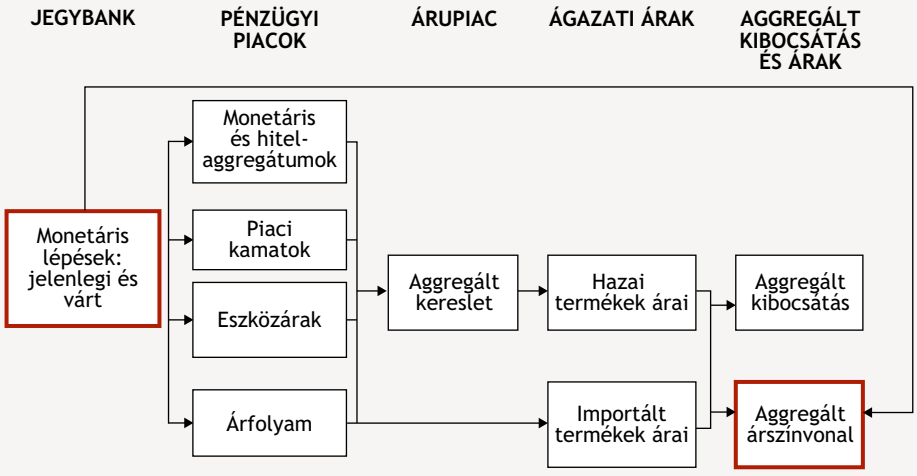
Az alapkamat csökkentését követően tehát a gazdasági szereplők kedvezőbb feltételek mellett vehetnek fel hitelt. Ez mind a fogyasztást, mind a beruházásokat élénkíti, azaz növeli az aggregált keresletet, ami végül magasabb kibocsátáshoz és inflációhoz vezet.

4.5. VÁRAKOZÁSI CSATORNA

A gazdasági szereplők döntéseik meghozatalakor nemcsak az aktuális piaci feltételeket, hanem azok jövőbeli alakulását is figyelembe veszik. Ez legszembetűnőbb módon a pénzpiacon érhető tetten. Ha például a jegybank bejelenti, hogy a közeljövőben csökkenteni fogja az alapkamatot, akkor a forint árfolyama azonnal reagál. Mivel a pénzpiaci változók alakulása nemcsak az aktuális kamatdöntéstől, hanem a kamatok jövőbeli alakulására vonatkozó várakozásoktól is függ, a várakozások mind a négy eddig bemutatott csatornában szerepet játszanak.

A várakozásoknak azonban van egy speciálisabb szerepe is, amiért önálló, ötödik csatornának tekintünk rá. A folyamat középpontjában ugyanis a vállalatok előretekintő árazási gyakorlata áll. Ez azt jelenti, hogy ha a vállalatok arra számítanak, hogy a jövőben magasabb infláció lesz, akkor már most elkezdik emelni az áraikat. A jövőbeli várt infláció tehát már a jelenben áremelkedést okoz.

8. ábra
A várakozási csatorna sematikus ábrája



Ezért az inflációs célnak fontos szerepe van: amennyiben a gazdasági szereplők hitelesnek tartják a jegybankot, akkor középtávon az inflációs céllal megegyező inflációra számítanak még akkor is, ha az aktuális infláció valamiért eltér a céltól. Ekkor horgonyzott várakozásokról beszélünk. Ebben az esetben az inflációs céllal összhangban álló árazási és bérezési döntések születnek, így a jegybank könnyebben vissza tudja terelni az inflációt a célhoz. Ha azonban a gazdaság szereplői nem bíznak az inflációs cél teljesülésében, akkor erőteljesebb – és így nagyobb társadalmi költséggel járó – jegybanki beavatkozásra van szükség.[21]

[21] A várakozások és a hitelesség kapcsolatáról bővebben lásd a 2.2. alfejezetet.

5. Az MNB monetáris politikai eszköztára

5.1. A JEGYBANKI ESZKÖZTÁR KIALAKÍTÁSÁNAK ALAPELVEI

Céljai eléréséhez, vagyis a monetáris politika gyakorlati végrehajtáshoz a jegybank számára az eszközök széles választéka áll rendelkezésre. Ezeket összefoglalóan monetáris politikai eszköztárnak nevezzük. Az eszköztárat a központi bankok néhány általános alapelv és jól meghatározott választási szempont mentén alakítják ki.

Az eszközrendszer elemeit direkt és indirekt eszközökre oszthatjuk aszerint, hogy mennyire építenek a bankközi piacok működésére. A direkt, vagyis közvetlen szabályozást jelentő csoportba tartozik például a kamatok mértékére vonatkozó előírás: a jegybank előírhatja a bankoknak (hitelintézeteknek), hogy mekkora lehet az a legmagasabb kamat, amit a hitelekre felszámolhatnak, illetve meghatározhatja a betétek után járó legkisebb (vagy legmagasabb) kamat mértékét. Ezen túlmenően szabályozhatja a hitel- és betéti keretek mértékét is.

Az MNB ezzel szemben inkább az indirekt eszközök alkalmazására törekszik, amelyek már a pénzügyi piacok hatékony működését igénylik (azaz piackonform eszközök); ilyenek például az ún. nyílt piaci műveletek, amikor a jegybank a pénzpiacon, piaci szereplőként avatkozik be. A pénzpiaci műveletek célja, hogy megvalósítsa a kamatlépések hatékony transzmisszióját, segítse a hitelintézetek likviditáskezelését, és hozzájáruljon a bankrendszer stabilitásához. Az indirekt eszközök közé tartozik a különböző értékpapírok vásárlása vagy eladása (végleges művelet vagy csere-, ún. repoügylet), a rendszeresen kiírt ún. betéti tenderek és kötvényaukciók, továbbá a kötelező tartalékráta szabályozása is.[22]

Az eszköztár elemei elsősorban a rövid futamidejű bankközi piaci hozamokra, azaz azokra a kamatokra tudnak hatni, amelyek mellett a bankok egymásnak hitelt nyújtanak néhány naptól néhány hónapig terjedő időtávra. A jegybank ezek befolyásolásával törekszik fő célja – az árstabilitás – elérésére a már bemutatott transzmissziós csatornákon keresztül. A bankközi piaci hozamok sikeres befolyásolása, valamint az egyéb monetáris politikai célok elérése érdekében több közbülső cél, feltétel teljesülése is szükséges. Az MNB az „egy cél – egy eszköz" elvét alkalmazza, vagyis minden egyes ilyen köztes, operatív cél eléréséhez az arra leginkább hatni képes eszközt választja. Emellett törekszik az egyszerű, áttekinthető eszközfelépítésre és nem utolsósorban a költséghatékonyságra.

Az említett szempontokon túl az MNB igyekszik ösztönözni a bankközi piac működését is. Így például olyan esetekben, amikor a bankok egymástól is tudnának hitelt felvenni, illetve egymásnak hitelt nyújtani, kívánatos, hogy a hitelintézetek inkább egymáshoz forduljanak, és a bankközi pénzpiacot használják a jegybanki hitel vagy betét igénybevétele helyett. További megfontolás, hogy a zökkenőmentes eurobevezetés érdekében az eszköztár lehetőség szerint alkalmazkodjon az eurozónában alkalmazott eszközökhöz.

Az is alapvető fontosságú, hogy a piac szereplői egyenlő bánásmódban részesüljenek. Így az MNB partnerkörének kialakításánál arra törekszik, hogy minden olyan hitelintézetnek, amely eleget tesz a minimális technikai feltételnek, lehetősége legyen igénybe venni a jegybanki eszközöket.

[22] Ezeket az eszközöket részletesebben a következő, 5.2. alfejezet mutatja be.

5.2. AZ ESZKÖZTÁR FUNKCIÓI

Az eszköztáron belül – funkciójuk szerint – négyféle eszközt különböztethetünk meg:

- az irányadó eszközt;
- a bankközi kamatok volatilitását csökkentő eszközöket;
- a forintárfolyam közvetlen befolyásolását szolgáló eszközöket;
- egyéb, a pénzügyi piacok likviditását támogató, illetve válságkezelő eszközöket.

A következőkben ezen négy csoport jellemzőit és elemeit vesszük sorra.

5.2.1. Az irányadó eszköz

Az irányadó eszköz arra szolgál, hogy segítségével a jegybank az általa megfelelőnek ítélt kamatszintet közvetítse a pénzügyi piacok szereplői számára. Az irányadó jegybanki kamat (más szóval jegybanki alapkamat) változtatása a bankközi pénzpiaci kamatokon (amelyeken a bankok egymásnak hitelt nyújtanak) keresztül a bankok vállalati és lakossági ügyfeleivel szemben alkalmazott kamataira is hat. A legtöbb változó kamatozású vállalati hitel kamata ugyanis a pénzpiaci kamatokhoz van kötve, így ezek befolyásolásán keresztül a jegybank közvetlenül képes módosítani a vállalatok pénzhez jutásának költségét. Emellett a lakossági betétek és hitelek kamatai is követik a rövid lejáratú pénzpiaci hozamok változásait. Így a központi bank a lakosság, illetve a vállalatok számára fontos kamatok befolyásolásával tud hatni a gazdaságban a beruházási és fogyasztási javak iránti keresletre, a lakosság megtakarítási és fogyasztási döntéseire. Ez a monetáris transzmisszió kamatcsatornája. Az irányadó kamat változtatása emellett a forinteszközök (bankbetétek, értékpapírok) hozamára gyakorolt hatásával befolyásolja a hazai deviza vonzerejét más devizákkal szemben. Minél magasabb hozamszintet ígér egy pénzügyi eszköz a kockázatosságához képest, annál vonzóbb egy befektető számára. A külföldi szereplők forintkereslete ennek következtében megnő, ami végül hatással van a forintárfolyam alakulására. Ez az ún. árfolyamcsatorna, amely egy kis nyitott gazdaságban a monetáris politikai transzmisszió legfontosabb csatornája.[23]

Az irányadó eszköz egyik fontos jellemzője annak iránya, vagyis hogy igénybevételével a bankok pénzhez jutnak-e a jegybanktól (a jegybank hitelt nyújt-e nekik), vagy a már náluk lévő pénzt helyezik-e el a jegybanknál. Utóbbinak eszköze lehet egy, a jegybanknál elhelyezett betét éppúgy, mint egy, a jegybank által kibocsátott értékpapír, amelynek megvásárlásával a kereskedelmi bankoktól a pénz a jegybankhoz kerül. Az irányadó eszköz irányát az határozza meg, hogy a bankrendszer egésze a szükségeshez képest mennyi jegybankpénzzel (készpénz, illetve a kereskedelmi bankok jegybanknál vezetett számláin lévő számlapénz) rendelkezik, ami pedig az ország adottságainak (pl. a lakosság készpénzigénye, külföldi tőkebefektetések, árfolyamrendszer) függvénye. Az irányadó eszköz egy másik fontos ismérve a futamidő. Bár a gazdasági folyamatok befolyásolása szempontjából inkább a hosszabb lejáratú kamatok alakulásának van jelentősége, általános gyakorlat, hogy a jegybank csak a rövidebb futamidejű hozamok szintjébe avatkozik be.[24] Így egyrészt megnehezíti a spekulációs tevékenységet, másrészt hatékonyabban segíti a hitelintézetek pénzgazdálkodását, más szóval likviditáskezelését. Ezenkívül így biztosítható, hogy a hosszabb lejáratú hozamok már inkább a piaci szereplők inflációs várakozásait tükrözzék, és ne közvetlenül a jegybank határozza meg őket.

Magyarországon az irányadó eszköz a kéthetes futamidejű MNB-kötvény. Ezt azt jelenti, hogy az ezt megvásárló hitelintézeteknek a jegybank az alapkamatot fizeti. Ennek mértékéről a Monetáris Tanács menetrend szerint havonta egyszer dönt. Az alapkamat szintjének megváltozását követően egyben más – a kéthetes kötvény kamatához kötött – jegybanki eszközök kamatlába is változik. Ráadásul, az irányadó kamat változtatásával a jegybank képes a néhány hónapos futamidejű hozamokra is közvetett hatást kifejteni. Ezeket ugyanis főként az alapkamat jövőbeli alakulására vonatkozó várakozások mozgatják. A 3 hónapos pénzpiaci hozam például olyan szintre áll be, hogy a 3 hónapos befektetés hozama megegyezzen a kéthetes befektetés 3 hónapon keresztül történő görgetésének várható hozamával, vagyis lényegében a 3 hónapos időszak „átlagos alapkamatával". A néhány hónapos pénzpiaci hozamok pedig a már fentebb említett mechanizmusokon keresztül

[23] A transzmissziós mechanizmus és az egyes csatornák működéséről lásd a 4. fejezetet.

[24] A magyar esetben a 3 hónapos futamidejű pénzpiaci hozamoknak kitüntetett szerepe van. Számos banki hiteltermék árazása kapcsolódik közvetlenül a 3 hónapos állampapír hozamának, illetve a – bankok egymással szemben alkalmazott hitelkamatát mutató – ún. BUBOR-kamatoknak az alakulásához.

hatást gyakorolnak egyfelől – a vállalati és lakossági kamatokon keresztül – a vállalatok beruházási és a háztartások fogyasztási, illetve megtakarítási döntéseire, másfelől a forint árfolyamára.

Mivel az MNB partnerei mennyiségi korlátozás nélkül vásárolhatnak kötvényt a jegybanktól, a bankrendszer szintjén felesleges likviditás (pénz) legnagyobb része MNB-kötvényben csapódik ki. Ez leegyszerűsítve azt jelenti, hogy a kereskedelmi bankok a náluk lévő jegybankpénz azon részét, amelyet az elkövetkező két hét során nem kívánnak más célra felhasználni, a jegybanknál helyezik el oly módon, hogy belőle kéthetes kötvényt vásárolnak. A bankrendszerben lévő likviditási többlet nagyságát – így tehát a kéthetes MNB-kötvény állományának alakulását is – olyan tételek (úgynevezett autonóm tényezők) határozzák meg elsősorban, amelyek nagyobb részét a központi bank nem tudja közvetlenül befolyásolni. Az elmúlt években például az államháztartási hiánynak a részben devizaadóssággal történő finanszírozása (miután a befolyó devizát az MNB forintra konvertálta, az államháztartás pedig elköltötte) és az Európai Uniótól származó támogatások járultak hozzá a bankrendszer forintlikviditás-többletének emelkedéséhez. A rendszerszintű likviditási többlet persze nem jelenti azt, hogy egyes bankok ne szorulnának likviditásra egyes napokon. Normál körülmények közt a bankközi piac szolgál a likviditás bankok közötti cseréjére. Ha viszont egy adott hitelintézet mégsem képes a számára szükséges pénzt ezen a csatornán megszerezni, az MNB hiteleszközeit tudja igénybe venni.

5.2.2. A bankközi kamatok volatilitását csökkentő eszközök

A pénzpiac legrövidebb futamidejű és éppen ezért legérzékenyebb hozama az egynapos (overnight) hitel-betét ügyletek hozama. Ez az a kamatszint, amely mellett a bankok egymásnak egy napra kölcsönt nyújtanak. Azok a jegybankok, amelyek irányadó kamata egynapos futamidejű (pl. USA, Japán), a lehető legkisebb volatilitást kívánják csak tolerálni az egynapos bankközi piacon. Az olyan központi bankok számára, amelynek irányadó eszköze ennél hosszabb futamidejű (például az MNB), az egynapos bankközi hozam a transzmissziós mechanizmus szempontjából csak annyiban fontos, amennyiben képes eltéríteni valamilyen irányba a hosszabb piaci hozamokat.

Az egynapos kamatokra jelentős hatást gyakorol a bankrendszer likviditási helyzete, azaz, hogy aggregált szinten a hitelintézetek megfelelő szintű jegybankpénzzel rendelkeznek-e. A jegybankpénz piaca sajátos: a kínálati oldalon a központi bank monopolhelyzetben van. Az ezzel szemben álló hitelintézeti jegybankpénz-keresletnek több forrása van. A hitelintézeteknek ügyfeleik készpénzigényének kielégítéséhez (a számlapénz készpénzre váltható), a napi tranzakcióik lebonyolításához (működési tartalék), valamint a jegybanki tartalékelőírásoknak való megfeleléshez van szükségük jegybankpénzre.

A jegybankok általában kétféle módon avatkozhatnak be a bankközi likviditáskezelésbe. Egyes központi bankok diszkrecionálisan (eseti jelleggel) szabályozzák a likviditást, azaz eldöntik, hogy mekkora mennyiségben fogadnak el a bankrendszertől, illetve nyújtanak neki likviditást. Más jegybankok közvetlenül a piaci kamatszintet befolyásolják. Ebben az esetben a jegybank a hitelintézetek „rendelkezésére áll" műveleteivel – tehát előre meghatározott kamaton kínál forrásokat, illetve fogad el eszközöket – amelyeket a hitelintézetek saját belátásuk szerinti mértékben vesznek igénybe. Az MNB is inkább ez utóbbi csoportba tartozik: alkalmazkodó jellegű, eszközeinek többsége a partnerek számára korlátlanul rendelkezésre áll. Ugyanakkor, diszkrecionális elemek használatára is (pl. állampapír-vásárlás, tender, gyorstender) megvan a lehetősége.

A likviditási sokkok tompítására és a rövid kamatok ingadozásának mérséklésére az MNB két eszközt használ folyamatosan: a kamatfolyosó a rövid kamatok mozgásterének szab határt, míg a kötelező tartalék rendszere e sávon belül hivatott csillapítani az ingadozását. Ezeket az alábbiakban mutatjuk be.

Kamatfolyosó

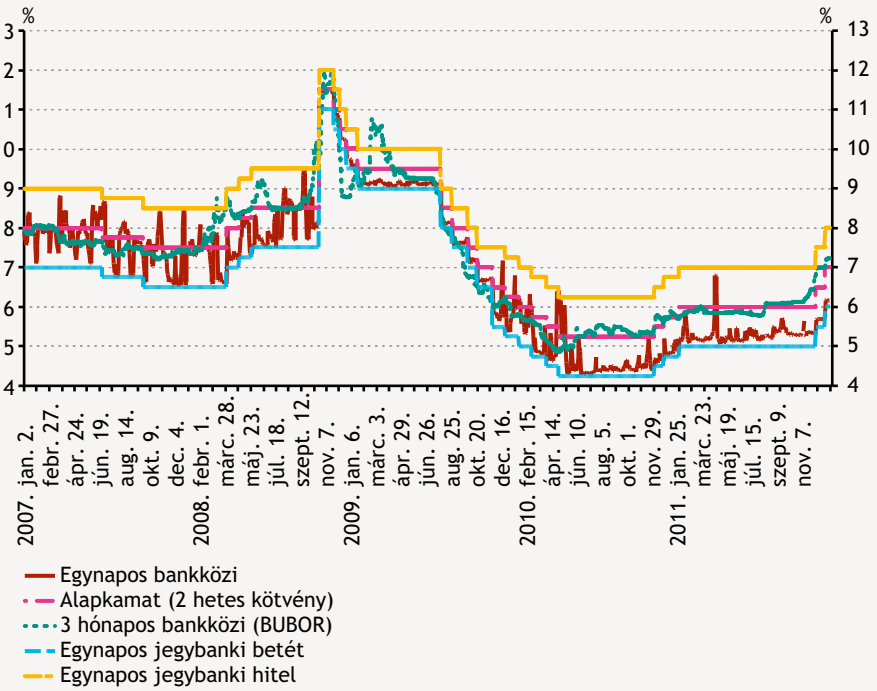
A jegybank a kéthetes irányadó kamatra szimmetrikus, ún. kamatfolyosót tart fenn egynapos lejáraton, vagyis a kamatfolyosó alja és a teteje – rendkívüli időszakoktól eltekintve – az irányadó kamatlábtól egyenlő távolságra van. Ez a folyosó hivatott biztosítani, hogy az egynapos bankközi kamatok az irányadó kamat körül meghatározott, relatíve szűk sávon belül maradjanak.

A kamatfolyosó teteje az a hitelkamat, amelyen egynapos futamidővel – értékpapír-fedezet mellett – hitelt nyújt a jegybank. Amennyiben a hitelintézeteknek szükségük van rövid likviditásra, de valamilyen oknál fogva nincs lehetőségük azt a bankközi pénzpiacon (vagyis más kereskedelmi bankoktól) megszerezni, a kamatok akkor sem emelkedhetnek szélsőségesen magasra, mivel a jegybank egy, a kamatfolyosó tetejét jelentő kamatláb mellett minden igényt kielégít. A bankközi egynapos kamatszint tehát tartósan nem lehet magasabb ennél a kamatplafonnál.

Ehhez hasonló módon a kamatfolyosó aljának (kamatpadló) nevezzük azt a jegybank által megjelölt kamatot, amelyen a bankok egynapos betétet helyezhetnek el a központi banknál. Amikor likviditásbőség van a piacon (azaz a bankok többsége a szükségesnél több pénzzel rendelkezik, és ezt ki kívánja helyezni), az egynapos bankközi piacon a kamatszint lecsökken. A kamatpadló arra szolgál, hogy ezt a csökkenést egy ponton megállítsa. Mivel ezen a kamaton a fölös pénzeszközök egynapos lejáratra korlátozás nélkül elhelyezhetők a jegybanknál, a kamatfolyosó aljánál kisebb kamaton a hitelintézeteknek nem áll érdekében egynapos bankközi ügyletet kötni.

A kamatfolyosó határai tehát folyamatosan biztosítottak. A bankközi kamatok stabilizálását, simítását szolgálja, ha a kamatfolyosó tetején és alján elhelyezkedő eszköz kamatszintje közel van egymáshoz, vagyis a kamatfolyosó szűk. Emiatt az MNB 1998 második felétől fokozatosan csökkentette a kamatfolyosó szélességét, amely 2002. szeptember 1-jétől az EKB akkori gyakorlatához hasonlóan ±1 százalékpont.[25] (A kamatfolyosó alakulásáról lásd az 9. ábrát.)

9. ábra
A kamatfolyosó, az egynapos és a 3 hónapos bankközi piaci kamatok alakulása



Tartalékkötelezettség

A kötelezőtartalék-előírás lényege, hogy a bankoknak forrásaik (elsősorban vállalati és lakossági betéteik) egy meghatározott hányadát a jegybanknál vezetett számláikon kell tartaniuk. Az MNB eszköztárában a kötelezőtartalék-szabályozás jelenlegi legfontosabb funkciója, hogy segítse az egynapos kamatok simítását.

[25] Az EKB 2008 őszén ±0,5 százalékra csökkentette a kamatfolyosója szélességét, majd 2009 elején újra ±1 százalékra szélesítette, azt követően pedig 2009 májusától ±0,75 százalékra szűkítette azt. Az MNB a 2008. őszi pénzpiaci turbulencia idején átmenetileg szintén ±0,5 százalékra szűkítette a kamatfolyosót.

A hitelintézeteknek egy hónap átlagában kell megfelelniük a tartalékkövetelménynek, de az elszámolási számlájuk egyenlege soha sem lehet negatív. Ez az átlagolási mechanizmus lehetőséget ad arra, hogy a bankok likvid eszközeiket hónapon belül átcsoportosítsák, és egyben biztosítja a rugalmas likviditásmenedzsmentet a hitelintézetek számára.[26] Az MNB 2010-ben vezette be a rugalmas tartalékrátát. Ebben a rendszerben a hitelintézetek saját méretüknek és pénzigényük ingadozásának megfelelően tudják kiválasztani a kötelezően elhelyezendő tartalék nagyságát. A választott ráta 2 és 5 százalék közé eshet, módosítására félévenként nyílik lehetőség. A rugalmas tartalékráta láthatóan segíti a bankok likviditáskezelését, ami az egynapos eszközök kisebb igénybevételében tükröződik.

Egyéb likviditáskezelési eszközök (jegybanki finomhangolás eszközei)

A kamatfolyosó és a tartalékrendszer mellett is előfordulhat azonban, hogy hirtelen bekövetkező, jelentős mértékű likviditási sokkok tartósan eltérítik az egynapos hozamokat a jegybank irányadó kamatától. Ezen kivételes helyzetek kezelésére az MNB rövid, de változtatható futamidejű, ún. finomhangoló eszközökkel (tender, gyorstender) rendelkezik. A tenderek, gyorstenderek használatával egyrészt a váratlan nemzetközi események okozta jelentősebb pénzmozgások magyarországi hatásai csökkenthetők, másrészt segíthetik a likviditáskezelést, különösen a tartalékolási periódus – előre nehezen tervezhető – utolsó napjaiban. A bankrendszer átmeneti likviditászavara esetén az MNB megfontolhatja, hogy a bankközi kamatokat hagyja-e a kamatfolyosó határain belül jelentősen elmozdulni, vagy tenderrel, gyorstenderrel meggátolja a zavaró hatású (esetleg indokolatlan) ingadozásukat. Ezek a tenderek az MNB diszkrecionális, vagyis eseti jelleggel alkalmazható eszközei, futamidejüket a jegybank tetszőlegesen meghatározhatja, és lehetnek aktív (a bankrendszernek likviditást nyújtó) vagy passzív (a bankok likviditását csökkentő) oldaliak is.[27]

5.2.3. Az árfolyam direkt befolyásolását szolgáló eszközök

A devizapiaci műveletek az adott árfolyamrendszer fenntartását, illetve a hazai fizetőeszköz árfolyamának befolyásolását szolgálják (a piaci beavatkozást idegen szóval intervenciónak hívjuk). A jegybank a hazai deviza felértékelődésének elkerülése érdekében a devizapiacon devizát vásárolhat a hazai fizetőeszköz ellenében, megnövelve ezzel a hazai deviza kínálatát, ezáltal gyengítve azt. Ezzel ellentétben – a devizatartalék erejéig – devizát adhat el, ha a belföldi fizetőeszköz leértékelődését kívánja fékezni, ekkor keresletet támaszt a hazai fizetőeszköz iránt. Az MNB a jegybanki kamatok közvetett hatása mellett devizapiaci műveleteket is alkalmazhat a forintárfolyam befolyásolására. 2001 közepén az inflációs célkövetés rendszerének bevezetésével együtt a korábbi szűk sávos árfolyamrendszert széles sávos rendszer váltotta.[28] Ez 2008 elején szűnt meg, és azóta lebegő árfolyamrendszer van érvényben. A forint volatilitásának (ingadozásának) mérséklése érdekében – vagy esetlegesen az árfolyam befolyásolása miatt – ugyanakkor továbbra is lehetőség van devizapiaci intervenció alkalmazására.

Az árfolyam befolyásolásának eszköze lehet még az ún. verbális intervenció, amikor a jegybank véleményt nyilvánít az árfolyam szintjéről vagy alakulásáról. Erre akkor kerülhet sor, ha az MNB a devizapiacon kialakult árfolyamszintet az inflációs cél szempontjából nemkívánatosnak vagy hosszú távon fenntarthatatlannak ítéli. A verbális intervenció akkor lehet hiteles, ha eredménytelensége esetén a jegybank egyéb eszközöket (kamatlépés, devizapiaci intervenció) is hajlandó bevetni céljai eléréséhez.

5.2.4. Egyéb, a pénzügyi piacok likviditását támogató, illetve válságkezelő eszközök

Előfordulhatnak olyan piaci körülmények, amikor a fent részletezett, folyamatosan rendelkezésre álló eszközök nem elégségesek, és további jegybanki intézkedések válnak szükségessé. A rendkívüli eszközzel történő jegybanki beavatkozást leginkább két eset indokolhatja. Egyrészt, ha egy vagy több pénzügyi eszköz piacán kialakult körülmények (pl. megszűnik

[26] Egy eszköz akkor tekinthető likvidnek, ha gyorsan és jelentős költség, illetve veszteség nélkül pénzzé tehető. Jellemzően ilyen a készpénz és az értékpapírok többsége.

[27] Ezen eszközök alkalmazására normál piaci környezetben ritkán került sor. A 2008. őszi válság hazai bankközi piacra gyakorolt kedvezőtlen hatásainak csillapítására azonban az MNB – egyéb intézkedések mellett – forinthitel-tendereket vezetett be kéthetes és hat hónapos futamidővel.

[28] A forint euróval szembeni árfolyam-ingadozási sávja ±15 százalék lett, és a két sávszélen az MNB kötelezettséget vállalt, hogy devizapiaci műveletekkel meggátolja az árfolyam további elmozdulását.

a kereskedés, nincs megfelelő árjegyzés) hatására a piaci árak torzulnak, és ezáltal nem megfelelően közvetítik az irányadó kamat szintjét (vagyis sérül a transzmisszió). Másrészt, ha a bankok egy csoportja nem jut elegendő forint- vagy devizalikviditáshoz, ami pénzügyi stabilitási szempontból jelent kockázatot.

A 2007-ben kezdődő és 2008 során elmélyülő válság a bankok egymással szembeni bizalmának romlását és a kockázatosabbnak számító feltörekvő piaci – így a magyar – pénzügyi eszközök iránti kereslet visszaesését eredményezte. Mindezek következtében az MNB több rendkívüli eszközt is bevezetett, hogy segítse az egyes piacok normalizálódását, illetve a hazai bankok forint- és devizalikviditáshoz jutását. Utóbbi szempontból máig is fontos szerepet játszanak a devizacsere-ügyletek (ún. FX-swap eszközök). A hazai bankrendszer magas devizaigényét ugyanis jelentős részben ezen eszközök piacán keresztül elégíti ki, ami azonban pénzügyi turbulenciák idején nehezebbé és drágábbá válhat. A jegybank FX-swap eszközei ilyen szélsőséges esetekben is lehetővé teszik, hogy a bankok devizához jussanak, ami a pénzügyi piacok zavartalan működését segíti elő.

Fogalomtár

Adókulcs: Az a százalékos érték, amely megmutatja, hogy a megszerzett jövedelem mekkora hányadát kell adó formájában az állam számára befizetni.

Adósságdeflláció: Az árszínvonal általános csökkenésekor nemcsak a termékek, de a hitelek fedezeteként szolgáló ingatlanok (lakások, házak) árai is csökkennek. Ha ez tartósan fennmarad, egy idő után a fedezet nem lesz elég a fennmaradó hitelösszeg biztosítására, ezért a bank érdekeltté válik a hitelszerződés újratárgyalásában (pl. további fedezetet kérhet). Amennyiben a hitelfelvevők végül csődbe mennek, és a bankok az ingatlanok értékesítésébe fognak, az tovább nyomja lefelé az árakat a lakáspiacon. Az önmagát erősítő folyamat gazdasági következményei rendkívül károsak.

Aggregált kereslet: A gazdasági szereplők – háztartások, vállalatok, kormányzat – által támasztott kereslet. A tervezett fogyasztás, beruházás, kormányzati kiadások, valamint az áruk és szolgáltatások nettó exportjának (az export és az import különbségének) összege.

Aggregált kínálat: A termelők által eladni kívánt áruk és szolgáltatások összessége.

Alappálya: lásd inflációs előrejelzés alappályája

Államkötvény: Olyan hitelviszonyt megtestesítő értékpapír, amelyet az állam bocsát ki. Ennek megvásárlója – előre meghatározott időre és kamatra – hitelt nyújt az államnak. Az államkötvények szabadon adhatók, vehetők a futamidő alatt is, azaz likvid eszköznek számítanak.

Alternatív forgatókönyvek: lásd kockázati pályák

Árfolyamcsatorna: A monetáris transzmisszió egyik csatornája. A monetáris politika lépései, a kamatdöntések hatást gyakorolnak az ország valutájának árfolyamára is. Egy kamatemelés után a valuta erősödik, ami egyrészt csökkenti az export versenyképességét, másrészt olcsóbbá teszi az importot. Ez csökkenő kibocsátáshoz és – az importált termékek forintban kifejezett alacsonyabb ára miatt – az infláció csökkenéséhez vezet. (Vö. monetáris transzmissziós mechanizmus.)

Árstabilitás: Tartósan alacsony infláció és horgonyzott várakozások együttese. Árstabilitás mellett a gazdasági szereplők fogyasztási és beruházási döntéseiben az infláció nem meghatározó tényező.

Aukció: Az értékesítés olyan formája, amely során a partnerkörhöz tartozó hitelintézetek meghatározott formai és tartalmi elemeknek megfelelő ajánlatokat adhatnak be, és a jegybank ezt követően dönt azok elfogadásáról.

Belső késés: A gazdaságpolitikai döntés szükségességének felismerése és a döntés meghozatala között eltelt idő. A monetáris politika esetében ez a késés viszonylag rövid. (Vö. külső késés.)

Cipőtalpköltség: Az árszínvonal folyamatos emelkedése esetén a gazdasági szereplők igyekeznek minél hamarabb megejteni vásárlásaikat, amihez készpénzre van szükségük. Mivel bankban tartott betéteik után kamatot kapnak, akkor járnak a legjobban, ha a lehető legtovább bent hagyják megtakarításaikat. A gyakori bankba járásból fakadó költséget nevezzük cipőtalpköltségnek. A pénzügyi kultúra fejlődésével és a bankkártyák elterjedésével azonban ennek a költségnek a jelentősége mára nagymértékben csökkent.

Deflláció: Az általános árszínvonal folyamatos és tartós csökkenése, „negatív” infláció.

Devizacsere-ügylet: lásd swap- (csere-) ügylet

Devizapiaci intervenció: lásd intervenció

Devizatartalék: A jegybank birtokában lévő devizaeszközök összessége. Tartásának legfontosabb céljai a tartalékszintre vonatkozó nemzetközi befektetői elvárásoknak való megfelelés, az állam tranzakciós devizaigényének biztosítása, a devizapiaci intervenciós kapacitás biztosítása, valamint bizonyos országokban az árfolyamrendszer fenntartása.

Dezinfláció: Az infláció – azaz az árszint növekedési ütemének – csökkenése; lassuló infláció.

Direkt eszközök: Azon jegybanki eszközök csoportja, amelyekkel a jegybank közvetlenül szabályozza a bankok által, azok ügyfeleivel szemben alkalmazott pl. betéti vagy hitelkamatok szintjét, vagy valamilyen mennyiségi korlátot határoz meg. (Vö. indirekt eszközök.)

Diszkrecionális eszközök: Azon jegybanki eszközök csoportja, amelyeket a jegybank nem rendszeresen alkalmaz, hanem szükség esetén, eseti jelleggel hirdet meg. Futamidejüket a jegybank tetszőlegesen meghatározhatja, és lehetnek aktív (a bankrendszernek likviditást nyújtó) vagy passzív (a bankok likviditását csökkentő) oldaliak is.

Endogén monetáris politika: Az előrejelzés során alkalmazott modellben a monetáris politika – egy viselkedési egyenlet alapján – reagál az inflációs és reálgazdasági kilátásokra. Ennek eredményeképpen előáll egy kamatpálya, amely azt mutatja meg, hogy milyen lépésekre van szükség a középtávú inflációs cél eléréséhez.

Eszközárcsatorna: A monetáris transzmisszió egyik csatornája. A monetáris politikai lépések az eszközárakon – elsősorban részvény- és ingatlanárakon – keresztül is hatnak a fogyasztási és beruházási döntésekre. A kamat csökkentése a részvények iránti kereslet növekedésének irányába hat. A megemelkedett részvényárak több beruházást és tulajdonosaik számára magasabb fogyasztást tesznek lehetővé. Végül mind az aggregált kereslet, mind az árak nőni fognak. (Vö. monetáris transzmissziós mechanizmus.)

Felértékelődés: A hazai fizetőeszköz felértékelődése (vagy más szóval erősödése) akkor következik be, ha az iránta megnyilvánuló kereslet megnő, vagy csökken annak kínálata. Ekkor egy egységnyi külföldi valutáért kevesebb hazai valutát kell fizetni (illetve fordítva: egy egységnyi hazai valutáért több külföldi valutát kell fizetni). (Vö. leértékelődés.)

Finomhangoló műveletek: A jegybank akkor használja ezen eszközeit, ha egy piaci (jellemzően overnight) hozamszint valamely külső tényező hatására átmenetileg eltér a jegybank által preferált szinttől, de még azon a mozgástéren belül, amelyet a kamatfolyosó lehetővé tesz. A bankrendszer átmeneti likviditászavara esetén a jegybank megfontolhatja, hogy a bankközi piaci kamatokat hagyja-e a kamatfolyosó határain belül jelentősen elmozdulni, vagy tenderrel, gyorstenderrel meggátolja a zavaró hatású – esetleg indokolatlan – ingadozásukat.

Fogyasztóiár-index: Az infláció legfontosabb mérőszáma, amelyet Magyarországon a Központi Statisztikai Hivatal mér és publikál. Egy tipikus háztartás által jellemzően vásárolt termékekből összeállított fogyasztói kosár árának változását fejezi ki az előző megfigyelt időszakhoz képest. Az index lehet hosszú bázisú, azaz éves (ha az egy évvel korábbi árszinthez mérjük a változást) és rövid bázisú, azaz negyedéves vagy havi (az előző negyedévhez, illetve hónaphoz viszonyított árváltozás esetén).

Függetlenség, jegybanki függetlenség: A jegybanknak mint a monetáris politikáért felelős intézménynek 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 biztosítja.

FX-swap ügylet: lásd swap- (csere-) ügylet

Hitelcsatorna: A monetáris transzmisszió egyik csatornája. A monetáris politikai lépések azon túl, hogy a kamatok változása által hatnak a hitelkeresletre, a hitelkínálatot is befolyásolják. A bankhitelezési csatorna elmélete szerint alacsonyabb kamat mellett emelkedik a látra szóló betétek állománya, és a bankok alacsonyabb kamatprémium mellett tudnak a hite-

lezéshez szükséges forrásokhoz jutni. A mérlegcsatorna elmélete alapján az alacsonyabb kamatok növelik a vállalatok eszközeinek értékét, így több (és egyben olcsóbb) fedezett hitelhez juthatnak. (Vö. monetáris transzmissziós mechanizmus.)

Hitelesség, jegybanki hitelesség: 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. Az inflációs célkövető jegybank működése akkor tekinthető hitelesnek, ha a gazdaság szereplői az inflációs cél teljesülését feltételezve hozzák meg döntéseiket.

Horgonyzott várakozások: A gazdasági szereplők középtávon az inflációs céllal megegyező inflációra számítanak még akkor is, ha az aktuális ráta eltér a céltól. (Vö. inflációs cél.)

Hosszú táv: lásd rövid, ill. hosszú táv

Hozamgörbe: Különböző lejáratú pénzügyi eszközök hozamainak ábrázolása a futamidő függvényében. Leggyakrabban az állampapírok hozamait ábrázoló állampapír-piaci hozamgörbét értik alatta.

Indexálás: Nominális összegek – pénzkövetelések, árak, bérek – valamely árindex múltbeli értékéhez történő kötése az inflációból eredő veszteségek csökkentése érdekében.

Indirekt eszközök: Azon jegybanki eszközök csoportja, amelyekkel a jegybank nem közvetlenül határozza meg a bankok által, azok ügyfeleivel szemben alkalmazandó kamatszintet, hanem a piacok működési mechanizmusán keresztül próbálja elérni a céljaihoz szükséges feltételeket (pl. nyílt piaci műveletekkel). (Vö. direkt eszközök.)

Infláció: Az általános árszínvonal – azaz az áruk és szolgáltatások általános árszintjének – folyamatos és tartós emelkedése.

Inflációs adó: Az a veszteség, amit a piaci szereplők elszenvednek azáltal, hogy a magasabb árak miatt kevesebb terméket tudnak vásárolni.

Inflációs cél: Az inflációs célkövetéses rendszerben az a kitüntetett inflációs szint, amelynek elérésére a jegybank kötelezettséget vállal.

Inflációs célkövetés: Olyan monetáris politikai keretrendszer, amelyben a jegybank elsődleges célja az árstabilitás fenntartása. Ennek megvalósítására inflációs célt jelöl ki, és kötelezettséget vállal annak elérésére. (Vö. inflációs cél.)

Inflációs előrejelzés alappályája: A makrogazdasági előrejelzés alapján a gazdasági folyamatok várható legvalószínűbb kimenete, az előrejelzés valószínűségi tartományának középértéke.

Inflációs spirál: Akkor alakulhat ki, amikor a gazdasági szereplők inflációs várakozásai megemelkednek, és öngerjesztő folyamatot indítanak el. Mivel magasabb árszínvonalra számítanak a jövőben, magasabb (nominális) bért várnak el annak érdekében, hogy jövedelmük reálértéke – azaz a megvásárolható áruk és szolgáltatások mennyisége – ne csökkenjen. A bérek emelkedése azonban a termelők számára magasabb költséget jelent, aminek hatását az árakban is megjeleníthetik. A folyamat ezen a ponton önmagát erősítővé válik, azaz beindul a spirál.

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

Intervenció: Jegybanki beavatkozás a devizapiacon vagy egyéb pénzügyi termék piacán. A központi bank a devizapiacon devizavásárlással vagy -eladással befolyásolja a hazai fizetőeszköz árfolyamát. Az intervenció következtében megváltozik – devizaeladáskor csökken, devizavásárláskor növekszik – a gazdaságban lévő jegybankpénz mennyisége.

Irányadó eszköz: A jegybank által optimálisnak ítélt kamatszint érvényesítésére szolgáló elsődleges eszköz. A jegybank az irányadó eszközön keresztül gyakorol befolyást a pénzpiaci hozamokra, amelyek hatással vannak a vállalati és lakossági

betétek és hitelek kamatszintjére, valamint a forint árfolyamára. Rendszerint rövid lejáratú eszköz, irányát tekintve lehet betét- vagy hiteloldali. Magyarországon ezt a szerepet jelenleg a kéthetes futamidejű MNB-kötvény tölti be.

Irányadó kamat: lásd jegybanki alapkamat

Jegybank (központi bank): A monetáris politika viteléért felelős független intézmény. Magyarországon ezt a szerepet a Magyar Nemzeti Bank (MNB) tölti be. Az MNB jogairól, kötelezettségeiről a 2011. évi CCVIII. – vagy röviden csak „jegybank-törvényként" hivatkozott – törvény rendelkezik.

Jegybanki alapkamat: Azon kamatláb, amely leginkább tükrözi a monetáris politika irányultságát, illetve annak megváltozását. Az MNB esetében ez egyben az irányadó eszközre fizetett kamatlábat is jelenti.

Jegybankpénz: A legszűkebb pénzaggregátum, amely a készpénzt, valamint a kereskedelmi bankok jegybanknál vezetett forintszámláinak egyenlegét tartalmazza. A jegybankpénzt időnként monetáris bázisnak, bázispénznek, illetve nagy erejű pénznek is hívják.

Kamatcsatorna: A monetáris transzmisszió egyik csatornája. A monetáris politika lépései a piaci kamatok megváltozását eredményezik. A kamatcsökkentés következtében kialakuló alacsonyabb hitelkamatok növelik a hitelkeresletet, az alacsonyabb betéti kamatok pedig csökkentik a megtakarítási hajlandóságot. Így megnő a magánszektor fogyasztási és beruházási hajlandósága, ami magasabb inflációhoz vezet.

Kamatfolyosó: A jegybank egynapos (O/N, overnight) fedezett hitel- és betéti kamatai által kijelölt folyosó, amelynek legfőbb funkciója a rövid lejáratú bankközi piaci kamatlábak ingadozásának mérséklése. Segítségével megakadályozható, hogy az egynapos bankközi kamatok ingadozása továbbgyűrűzzön a hosszabb hozamokba.

Keresletoldali inflációs nyomás: A megemelkedett keresletből fakadó áremelési nyomás.

Kibocsátási rés: Az aktuális kibocsátás potenciális – vagy más néven természetes, hosszú távú egyensúlyi – kibocsátástól vett eltérése. A kibocsátási rés negatív, ha a gazdaság a potenciális kibocsátás alatt termel. Ilyenkor a reálgazdasági folyamatok – az alacsonyabb kereslet miatt – az infláció csökkenésének irányába hatnak. Ha a kibocsátás átmenetileg meghaladja a természetest – azaz a kapacitásokat „túlhasználják" – a gazdaság túlfűtötté válik, és a többlettermelés miatt megemelkedett költségek inflációt gerjesztő hatásúak lesznek.

Kockázati pályák: Az inflációs előrejelzés alappályája mellett ún. alternatív forgatókönyvek is készülnek, amelyek az előrejelzés bizonyos feltevéseivel kapcsolatos kockázatokat számszerűsítik. A forgatókönyvekhez tartozó kockázati pályák azokat az eseményeket mutatják be, amelyek ha bekövetkeznek, eltérő monetáris politikai irányultságot indokolhatnak ahhoz képest, mint amit az alappálya előre vetített. A kockázati pályák segítségével a Monetáris Tanács tagjainak lehetőségük nyílik arra, hogy a többségitől eltérő álláspontjukat kommunikálják.

Költségoldali inflációs nyomás: A termelési tényezők árának megemelkedéséből fakadó áremelési nyomás.

Kötelező tartalékráta: A kereskedelmi bankok az általuk gyűjtött betétek és egyéb források után – a tartalékráta meghatározott százalékban – tartalékot kötelesek képezni a jegybanknál. A tartalékráta emelése szűkíti, csökkentése növeli a likviditást. Elsődleges célja ugyanakkor nem a pénzmennyiség változtatása, hanem az átlagolási mechanizmuson keresztül a kereskedelmi bankok likviditáskezelésének elősegítése és a rövid bankközi piaci hozamok ingadozásának mérséklése.

Közbülső cél: Olyan gazdasági változó, amelyre a monetáris politika közvetlenül tud hatni, és amely a transzmissziós mechanizmuson keresztül a végső cél elérésének irányába hat. A jól megválasztott közbülső cél a jegybank hatáskörén kívül eső tényezők változásait is megragadja még azelőtt, mielőtt azok magát a végső célt ténylegesen befolyásolnák. Az inflációs célkövetés rendszerében ezt a szerepet az inflációs előrejelzés tölti be.

Központi bank: lásd jegybank

Külső késés: A gazdaságpolitikai döntés és annak teljes hatásának végleges lecsengése között eltelt idő. A monetáris politika külső késése meglehetősen nagy. (Vö. belső késés.)

Leértékelődés: A hazai fizetőeszköz leértékelődése (vagy más szóval gyengülése) akkor következik be, ha csökken az iránta megnyilvánuló kereslet, vagy megnő annak kínálata. Ekkor egy egységnyi külföldi valutáért több hazai valutát kell fizetni (illetve fordítva: egy egységnyi hazai valutáért kevesebb külföldi valutát kell fizetni). (Vö. felértékelődés.)

Legyezőábra: Az inflációs előrejelzés bizonytalanságának mértékét kifejező ábra. A különböző árnyalatokkal jelölt területek az infláció egy adott valószínűséggel bekövetkező sávját mutatják be. A bizonytalanság növekedésével kb. egy évig fokozatosan szélesedik. A sávok középértéke a legvalószínűbb kimenetet, az inflációs előrejelzés alappályáját jelöli.

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

Likviditási helyzet: 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.

Likviditáskezelés: 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 tartalék-előíráshoz szükséges likvid eszközök állományát a legkisebb költség mellett biztosítják.

Likviditásszabályozás: 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.

Maginfláció: Olyan termékeket tartalmazó inflációs mutató, amelyek áralakulása kevésbé változékony és főként piaci folyamatok alakítják. Így nem tartalmazza a feldolgozatlan élelmiszereket, az üzemanyagokat, illetve a szabályozott árú termékeket és szolgáltatásokat.

Makrogazdasági előrejelzés: Az előrejelzés megmutatja, milyen makrogazdasági folyamatokra lehet számítani a jövőben. Hátterében egy, a gazdaság működési mechanizmusait jól megragadó makrogazdasági modell áll. A negyedévente megjelenő prognózis az infláció alakulását meghatározó tényezőket elemzi, vetíti előre, és egyben a monetáris döntéshozatal legfontosabb információforrása.

Makroprudenciális elemzés: A rendszerszintű kockázatok feltárására és kommunikációjára fokuszáló átfogó elemzés, amelynek fő célja az egyensúlytalanság kialakulásának felismerése és megelőzése, és az ebből származó reálgazdasági költségek elkerülése. (Vö. pénzügyi egyensúlytalanság.)

Menüköltség: Az étlapok újranyomtatásának klasszikus példája alapján a tartósan magas inflációs környezetben a termelők oldalán jelentkező, az átárazáshoz kapcsolódó költség.

Monetáris politika: A gazdaságpolitika része, amelynek viteléért a jegybank felel. A gazdaságpolitika célja, hogy a gazdasági folyamatok befolyásolásán, irányításán keresztül a társadalom jólétét növelje. A monetáris politika ehhez leginkább az árstabilitás biztosításával tud hozzájárulni.

Monetáris politikai eszköztár: Mindazon eszközök összessége, amelyek a jegybanktörvény felhatalmazása alapján a jegybank rendelkezésére állnak monetáris politikai céljai eléréséhez. Az eszköztár elemeivel a bankközi kamatok szintjét, illetve a bankközi piacon forgó jegybankpénz mennyiségét lehet közvetlenül befolyásolni. Az eszköztár legfontosabb elemei a nyílt piaci (forint- és deviza-) műveletek és a kötelező tartalékráta.

Monetáris politikai stratégia: A múltbeli tapasztalatok, illetve mérhető eredmények alapján megfogalmazható, a monetáris politika vitelével kapcsolatos azon irányelvek összessége, amelyek elengedhetetlenek a monetáris politikai célok eléréséhez.

Monetáris transzmissziós mechanizmus: Az a hatásmechanizmus, amely során a jegybank monetáris politikai lépései – a piaci szereplők döntéseinek befolyásolásán keresztül – a kibocsátás és az infláció alakulására hatnak.

Nettó export: Az export (az országból külföldre eladott termékek és szolgáltatások) és az import (a külföldről vásárolt termékek és szolgáltatások) különbsége.

Nominális horgony: Olyan gazdasági változó, amely képes arra, hogy stabilizálja, „lehorgonyozza" a gazdasági szereplők jövőbeni inflációra vonatkozó várakozásait. Ha a nominális horgony hiteles, azaz a gazdaság szereplői bíznak abban, hogy a monetáris hatóság teljesíteni tudja a célját, akkor inflációs várakozásaikat a horgonynak megfelelően alakítják ki. (Vö. inflációs várakozások.)

Nominális változó: Olyan változó, amely tartalmazza az árak megváltozásának hatását. Két típusa van: tisztán ár (pl. árfolyam, árszínvonal) és érték (pl. nominális GDP) típusú nominális változó. Az árváltozók csak az árak megváltozásának hatását mérik, míg az érték típusú mutatók a mennyiségi és árváltozások együttes hatását mutatják. Az árváltozás hatásának kiszűrésével csak mennyiségi változást mérő, ún. reálmutatókat kapunk. (Vö. reálváltozó.)

Nyílt piaci műveletek: A jegybank azon tevékenysége, amelynek során valamely pénzügyi eszköz piacán eladóként vagy vevőként lép fel, a jegybankpénz-mennyiség, illetve a kamatszint befolyásolása, kívánatos szintjének közelében tartása céljából.

Overnight (O/N) kamat, egynapos kamat: Az egynapos futamidejű, az üzletkötés napján induló és az azt követő munkanapon lejáró (jellemzően bankközi) pénzpiaci (hitel/betét) ügyletek kamatlába.

Pénz hosszú távú semlegessége: Az elmélet azt mondja ki, hogy bár a monetáris politika rövid távon tud hatni a gazdasági növekedésre – így képes a gazdasági ingadozások simítására –, hosszabb távon a reálváltozókra (foglalkoztatás, növekedés stb.) gyakorolt hatása megszűnik. Ez utóbbiak egyensúlyi szintjét ugyanis alapvetően a kínálat folyamatai – így a rendelkezésre álló technológia, a demográfia vagy a gazdasági szereplők preferenciái – határozzák meg. A monetáris politika lépéseinek rövid távú hatása végül az árszínvonal változásában csapódik le.

Pénzügyi egyensúlytalanság: Egy vagy több gazdasági szektor (pl. háztartások) túlzott mértékű eladósodása, illetve egyes piacok (pl. tőzsde, ingatlanpiac) árainak túlzott ütemű növekedése, ami hosszabb távon nem maradhat fenn. Ezek spontán kiigazodása (korrekciója) azzal a veszéllyel jár, hogy piaci pánikot és nagymértékű gazdasági visszaesést, válságot okoz. Emiatt a legjobb, ha sikerül elkerülni vagy legalább mérsékelni a felépülésüket, mert a kiigazodás túlzott társadalmi veszteséggel jár.

Pénzügyi válság: Olyan fundamentális okokra visszavezethető zavar, amely hosszabb távon megakadályozza, hogy a pénzügyi rendszer ellássa alapvető, közvetítői funkcióját. Egy pénzügyi válság jelentős reálgazdasági költséggel járhat.

Potenciális kibocsátás: A gazdaság kibocsátásának egyik kitüntetett állapota. Az a termelési szint, amely a termelési tényezők teljes kihasználtsága mellett valósul meg. (Vö. potenciális növekedés, kibocsátási rés.)

Potenciális növekedés: A gazdaságnak az a lehető legmagasabb növekedési üteme, amely még nem jár inflációval. A potenciális növekedés ütemét a kínálatoldali tényezők növekedése (a technológia fejlődése, a rendelkezésre álló tőke és munkaerő bővülése stb.) határozza meg. (Vö. kibocsátási rés.)

Racionális várakozások: A gazdasági szereplők döntéseiket az összes rendelkezésre álló információ alapján hozzák meg. Emellett tisztában vannak azzal, hogy a gazdaságpolitika számára kifizetődő lehet olyan ígéreteket tenni, amelyeket – a kívánt gazdasági hatás elérése után – végül nem valósít meg.

Reálgazdaság: A gazdaság azon része, amely nem a pénzügyi szektorhoz köthető.

Reálkamat: A nominális kamat és a várt infláció különbsége. A reálkamat nagysága hatással van a fogyasztási és beruházási döntésekre, így az aggregált kereslet és – közvetetten – az infláció alakulására.

Reálváltozó: Az árak változásának hatásától megtisztított változó, amely csak a mennyiségi változásokat (volumenváltozást) mutatja. (Vö. nominális változó.)

Recesszió: Általánosságban a gazdasági visszaesés időszakát értjük alatta. Technikai értelemben akkor beszélünk recesszióról, ha a gazdaság növekedése két egymást követő negyedévben is negatív (azaz csökken az előállított nemzeti össztermék).

Rövid, ill. hosszú táv: Makrogazdasági értelmezésben a rövid és a hosszú távot aszerint különböztetjük meg, hogy a változók mennyire tudnak alkalmazkodni a gazdaság megváltozott viszonyaihoz. Rövid távon bizonyos változók nem képesek reagálni, míg hosszú távon mindegyik változhat. Így például rövid távon az árak „ragadósak", és a kereslet-kínálat megváltozott viszonyaihoz a termelés alkalmazkodik. Hosszú távon ezzel ellentétben az árak változása teremti meg az egyensúlyt a piacon.

Rugalmas kereslet: Egy termék árváltozása és az iránta megnyilvánuló kereslet összefüggését adja meg. A termék iránti kereslet rugalmas, ha egyszázaléknyi árváltozás – például áremelkedés – hatására a kereslet egy százaléknál nagyobb mértékben változik – jelen példában esik vissza. (Vö. rugalmatlan kereslet.)

Rugalmatlan kereslet: Egy termék árváltozása és az iránta megnyilvánuló kereslet összefüggését adja meg. A termék iránti kereslet rugalmatlan, ha egyszázaléknyi árváltozás – például áremelkedés – hatására a kereslet egy százaléknál kisebb mértékben változik – jelen példában esik vissza. (Vö. rugalmas kereslet.)

Swap- (csere-) ügylet: Olyan adásvételi megállapodás, amelynek értelmében a szerződő felek jövőbeli pénzáramlásokat cserélnek el előre megállapított feltételek mellett. A swapügyletek egy csoportját képezik a devizacsere-ügyletek, amely ügyletek során a felek a jelenben „elcserélnek" egy devizát valamely másik devizára, majd egy jövőbeli időpontban – előre meghatározott árfolyamon – visszacserélik azt. A swapügyletek (a határidős és opciós ügyletek mellett) a kockázatkezelés alapvető eszközei.

Szezonalitás: A gazdasági változókban megfigyelhető, éven belül jelentkező rendszeres ingadozás. Az infláció esetében például a szezonalitás elsősorban az idényjellegű vásárlási szokásokhoz, ünnepnapokhoz köthető.

Tender: lásd aukció

Transzmissziós mechanizmus: lásd monetáris transzmissziós mechanizmus

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

Változatlan adótartalmú index (VAI): Az index az adóváltozás miatt bekövetkezett árváltozásokat szűri ki, és megmutatja, mekkora lett volna az infláció, ha az adóváltozások nem torzítják az árakat. Ez a mutató különösen akkor hasznos, ha a szabályozói környezet gyakran változik – például módosul az áfa vagy a jövedéki adó kulcsa.

Várakozási csatorna: A monetáris transzmissziós mechanizmus egyik csatornája, amelynek középpontjában a vállalatok előretekintő árazási gyakorlata áll. Ha a vállalatok arra számítanak, hogy a jövőben magasabb infláció lesz, akkor már most elkezdik emelni áraikat. A jövőbeli várt infláció tehát már a jelenben áremelkedést okoz. (Vö. monetáris transzmissziós mechanizmus.)

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

Verbális intervenció: A jegybanki kommunikáció egyik egyedi eszköze, amely a várakozások befolyásolására alkalmas. A verbális intervenciót akkor alkalmazzák, mikor egy – a végső cél szempontjából fontos – változó (pl. adott ország devizájának árfolyama) szintjét vagy várt pályáját a jegybank nemkívánatosnak, vagy hosszú távon fenntarthatatlannak ítéli, de egyéb módon (pl. nyílt piaci műveletekkel, kamatváltoztatással) egyelőre nem kívánja befolyásolni azt.

Monetáris politika Magyarországon

2012. január

Nyomda: D-Plus
H–1037 Budapest, Csillaghegyi út 19–21.