

A monetáris transzmissziós mechanizmus jellemzői Magyarországon

A költségvetési deficit alakulása sem Magyarországon, sem nemzetközi szinten nem kedvezett a fiskális politika népszerűségének. A figyelem kétségtelenül ráterelődött erre az elemre, különösen Európában, a Stabilitási és Növekedési Paktum lényeges mutatójaként. Nem merül fel a kérdés, hogy miért, milyen körülmények, milyen szerkezeti változások vagy fejlettségi szint mellett keletkezett, csak az abszolút, illetve GDP-hez viszonyított nagyság számít. Egyes intézkedések esetén közrejátszó politikai megfontolások kedvezőtlen nemzetközi megítélését sem hagyhatjuk figyelmen kívül. Mindez a stabilizációs célú költségvetési politika mozgásterének csökkenését idézi elő és nagyobb hangsúlyt ad a monetáris politikának. A monetáris politikával kapcsolatosan azonban két kérdés vetődik fel:

1. Mint tudjuk, hatásmechanizmusa nem közvetlen, számos áttételen keresztül, gyakran „külső késéssel” gyűrűzik be a reálszférába. Hatékonysága megannyi feltételtől függ, amely közgazdasági viták középpontjában is áll. A mai Magyarországon mennyiben teljesülnek ezek a feltételek?
2. Ha csatlakozunk az eurozónához, teljesen elveszítjük ezt az eszközt, vagy csak részlegesen? Ekkor hogyan változik a hatásmechanizmusa?

A monetáris politika hatékonysága vizsgálatának fontosságára, ennek megnövekedett jelentőségére utal az is, hogy a Magyar Nemzeti Bank külön is foglalkozott a transzmissziós mechanizmussal, projekt keretében. Számos tanulmány született, eredményeik rövid összefoglalására is vállalkozik ez a tanulmány.

Jelentésbeli eltérések

A standard makroökonómia oktatásában ma is elsődleges helyen áll a monetáris politika növekedésre és foglalkoztatásra gyakorolt szerepe. Mindez bizonyosan annak köszönhető, hogy a keynesi koncepció meghatározó a makrogazdaságtanban. Nem véletlenül van ez így. A ragadós árakra alapozó közgazdasági vélemények napjainkban is erősödő „pozícióban” vannak. A „neokeynesianus” illetve „újkeynesi” névvel jelölt iskolák ma is a ragadós árak létezésének magyarázatát keresik, tökéletesítik. Ezért fontos megkülönböztetni a monetáris transzmisszió hatásait ragadós- illetve rugalmas árrendszer létezése esetén. Az elméleti vita eldöntésére természetesen ennek az elemző jellegű írásnak a keretei között nincs lehetőség, ugyanakkor annak vizsgálatára, hogyan veszi mindezt figyelembe a gyakorlat – igen. A gyakorlat ugyanis – legalábbis napjainkban – eltolódott a monetarista nézetrendszer irányába. A modern jegybankok transzmissziós mechanizmusról alkotott képe egyébként jóval összetettebb, és többségük operatív célja valamilyen rövid lejáratú kamatláb meghatározása. Ilyen körülmények között a mai gyakorlatban a bázispénz és a pénz-mennyiségek egymásra gyakorolt hatásának iránya inkább fordított, azaz a gazdasági szereplők portfólióidöntéseinek eredménye csapódik le a jegybanki mérlegben, és határozza meg a monetáris bázis nagyságát. Szemben a keynesi gondolatmenettel, melyben rövid távon elérhető (ez alatt körülbelül 2 évet érthetünk) a termelés és a foglalkoztatás bővülése, mintegy kiegészítve a költségvetési politikát, a monetaristák az árstabilitás eléréséhez rendelik a monetáris politikát. Szerintük 5 vagy több év alatt, tehát középtávon eredmények elérésére nyílik lehetőség az inflációs ráta leszorításában és az árstabilitás megtartása tekintetében. Mindeközben a költségvetési politikára is meghatározó jelleggel bír. A monetaristák a termelésre és foglalkoztatásra irányuló monetáris politikával szemben úgy érvelnek, hogy mivel az a belső kereslet fokozásán keresztül hat, két ponton is aggályos; egyrészt az infláció, másrészt az import nagymértékű növekedéséhez vezet, tehát későbbi súlyos egyensúlyhiány okozója. Ugyanakkor a monetáris politikának nem csak lehet, számos vélemény szerint kell is választania a célok közül, nem vállalkozhat a célok egyidejű elérésére, ezért ki kell jelölnie egyet, amelynek prioritást ad a többivel szemben

és átmenetileg akár a többi kívánatos eredmény rovására is érvényesíti. Ezt tükrözi a mai jegybanktörvény, amely elsődleges célként megjelöli az árstabilitást, a többi cél fölé emelve. Az a meggondolás van az infláció kezelésének „egyeduralma” mögött, hogy a hiteles módon alakított árstabilitás egyben a gazdasági növekedéshez és a magas foglalkoztatáshoz is hozzájárul. A gazdasági alanyok ugyanis – mintegy a láthatatlan kéz Adam Smith-i elve alapján – a lehető leghatékonyabban képesek működni olyan gazdaságban, ahol az árak kiszámíthatóan alakulnak. Számos figyelmeztető jel utal azonban arra, hogy az eszközök rugalmas alkalmazása nélkül nem következik egyértelműen az árstabilitás meglétéből a többi lényeges elem automatikus biztosítotttsága.

Egyébként az, hogy a monetáris politika elsősorban monetarista nézetrendszert követ, nem jelenti, hogy minden elemében be is tartaná a gyakorlat e közgazdasági iskola ajánlásait; például szinte soha, sehol konzekvensen nem alkalmazták az állandó ütemű pénzexpanzió szabályát. Árstabilitás alatt pedig a monetáris politika gyakorlati irányítói alacsony, ám nem 0 inflációs rátát értenek, hiszen ez ki lenne téve a defláció, illetve egy defláció-depresszió spirál veszélyének. A Magyar Nemzeti Bank munkatársa által szerkesztett, a magyarországi monetáris politikáról szóló kiadvány (László Flóra: A monetáris politika Magyarországon, 2006.) szerint: „A monetáris transzmisszió fogalma azt a mechanizmust jelöli, amely során a monetáris politika által meghozott mennyiségi és kamatdöntések különböző áttéteken keresztül befolyásolják a gazdaságban a makrokeresletet és az inflációt”. A gyakorlat árstabilitás „egyeduralmát” mi sem bizonyítja jobban, hogy a fogalomban szereplő makrokereslet befolyásolása is pusztán az azon keresztüli inflációra való hatást szolgálja – mint ez a további magyarázatokból kiderül.

Miért is érvényesül másként a monetáris transzmisszió rugalmas és ragadós árak esetén? Először is az igényel megjegyzést, hogy ragadós árak alatt nem teljesen merev, hanem lassan alkalmazkodó árakat kell érteni. A lassú áralkalmazkodás következtében a pénzkínálat változása változtatja a kamatszintet és a pénzkeresletet. Ha ez a pénzmennyiség változás növekedés, akkor elmondható, hogy ez esetben jobban nő a pénzmennyiség, mint a jövedelmek, lassul a forgási sebesség. A reálkamatláb csökkenés pedig beruházás növekedést, ezzel általános ke-

resletbővülést és jövedelemnövekedést idéz elő. Ez azonban csak a kapacitáskihasználtság korlátjáig működik így. Ennek a korlátnak a meghatározása számos elméleti vitára ad okot, ahogy az elmélet mikroökonómiai bázisának hiánya is. Ezt igyekszik orvosolni a napjainkban egyre inkább nagy jelentőségre szert tevő újkeynesi közgazdaságtan. A monetarista iskola klasszikus alapjaiból következően sem hisz a stabilizációs politikában. A reálkamatláb mértékét szerintük a reálgazdaság törvényei határozzák meg. Mint ahogy a termelést, kibocsátást is kizárólag a rendelkezésre álló termelési tényezők és a technológiai fejlődés határozzák meg. Így ha van is hatás a monetáris politika következtében ezekre a változókra, az átmeneti. (Az újklasszikus közgazdaságtan szerint átmeneti sincs. Ugyanakkor ennek az elméleti iskolának számos szigorú feltevését kétségbe vonják a valós gazdasági folyamatok.) Tehát, ha $MV=PY$,¹ mint ahogy a klasszikus eredetű iskolák felteszik, a monetáris expanzió, M növelése nem Y, a reálkibocsátás növekedését, hanem P, az árszínvonal növekedését vonja maga után, az infláció elsődleges fokozójává lép elő. Ezért teszi le a voksát egy szerény mértékű, egyenletes pénzmennyiség növelés mellett. Mielőtt górcső alá vennénk a monetáris politika hatásmechanizmusának folyamatát gyakorlati szempontból, még egy szempontot vizsgálni kell. Azt, hogy ki mit nevez pénznek, vagy milyen kamatlábakat vesz figyelembe, és ez hogyan alakítja a monetáris politika hatásszágáról folytatott vitákat. Ha a monetáris politika a pénzkínálaton keresztül kíván hatni a gazdaságra, a kamatrugalmasság nagysága dönti el ugyanis, hogy hatásosnak, vagy hatástalannak nevezhetjük-e a monetáris politikát. Ha az M1 kategóriát vesszük pénznek,² – a különböző jegybankok e kategória tartalmában egységes definíciót adnak,

¹ Pénz mennyiségi egyenlete, amelyben M a pénzmennyiség, V a forgási sebesség, P az árszínvonal, Y a jövedelem.

² „Monetáris aggregátum, pénzmennyiség (monetary aggregate, money): A pénzmennyiséget a pénztartó gazdasági szereplők (vállalatok, háztartások) tulajdonában lévő készpénz mellett a különféle egyéb, a pénzteremtő gazdasági szereplőkkel (bankok) szemben fennálló pénzügyi követeléseik alkotják (bankbetétek, kötvények stb.). A pénzaggregátumokat képező instrumentumok tehát a monetáris pénzügyi intézmények mérlegének forrás oldalán találhatóak. Az angol „Money” szó rövidítését felhasználva „M”-mel és egy számmal jelölik ezeket a mutatókat (M1, M2, M3, monetáris bázis).” (A monetáris politika Magyarországon, 2006., szerk.: Horváth Ágnes)

tehát a készpénz és folyószámla-, látra szóló betétek, azaz nem, vagy minimális mértékben kamatozó számlák tartoznak ide – akkor nyilvánvalóan nagyobb kamatrugalmassággal fogunk szembesülni. Ez a keynes-i álláspontnak kedvez. Likviditási szempontból ugyanis a következő kategória, amely már kamatozó, az M2-es kategória, minden országban tartalmazza a kvázipénzt, a határidős betéteket. Ekkor az átcsoportosítás jelentős része e kategóriába történik. Így, ha az adott ország gyakorlatában a „pénz” kifejezés a szakmai körökben magába foglalja az M2-t, (aminek M1 is része) akkor kamatemelkedés következtében nagy változásra nem kell számítani a pénzkészlet nagyságában, csak átrendeződnek a pénztartás formái. Nem mutatható ki akkora kamatrugalmasság, mint a másik esetben. A megfigyelt kamatláb hosszú-, vagy rövid lejáratú volta is számít; míg a rövid lejáratú kamatlábak szenzibilisek a változásokra, a hosszú lejáratú lassan mozog. Ezek a különbségek arra intenek, hogy a hatásossága, hatástalansága tekintetében figyelembe kell venni, milyen induló adatok szolgáltak a bizonyítás alapjául.

Érdeemes figyelembe venni azt is, hogy az áruk adott gazdaságban, gazdasági integráció területén mennyire ragadósak. Az áruk ragadóságának legfőbb magyarázata még mindig a munkaerő piaci merevségek létezése, bár a legújabb elméletek az étlapkiadásokat, aggregált keresleti externáliát, aszinkron ár- és bérmegállapítást, koordinációs kudarcokat is említik. Természetesen a valós gazdaságban nincsenek tiszta esetek, mint legrugalmasabb munkapiaccal rendelkező gazdaságot, az Egyesült Államokat szokták felhozni és Európát, mint kevésbé rugalmas munkapiaccal rendelkező kontinenst – azonban ennek szabályozása nem egységes e tekintetben. Jelenleg az Európai Unió munkapiaccal kapcsolatos kudarcai, az Európát fenyegető elöregedési folyamatok, a népesség rossz önreprodukcióra való hajlandósága nem teszi lehetővé – valószínűleg a jövőben még kevésbé –, hogy a foglalkoztatáspolitikát, mint e problémák orvoslásának legfőbb eszköze a jövőben kisebb jelentőséget kapjon, és előtérbe kerüljenek a tisztán piaci alapú folyamatok. Nem kivétel ez alól Magyarország, ahol az utóbbi évben a munkanélküliségi ráta ugrásszerű növekedésének vagyunk tanúi és a népességcsökkenés jelentős méreteket ölt. Tehát elmondható, hogy a monetáris politika pénzmennyiség szabályozásán keresztül történő gyakorlata Európában nyilván hatásosabb, illetve hatása hosszabban

tart, mint azt amerikai eredetű közgazdasági iskolák alapján feltételezhetnénk. Természetesen bizonyos szituációk (például likviditási csapda) teljesen hatástalanná teheti.

Rugalmas árak esetén, rövid távon a monetáris politika hatásosságát a tökéletlen információk magyarázzák. A gazdaság szereplői rosszul érzékelik a gazdasági környezet változását. A tökéletlen informáltság egyik alapesete, hogy valamely piacon bekövetkezett áremelkedést úgy értelmezik, hogy az adott piacon előállított termék relatív ára nőtt meg, így a nagyobb kereslet kielégítése érdekében növelni kell a kibocsátást, holott mindez az árszínvonal általános emelkedését jelzi. Jelentheti még a munkavállalók téves megítélését is a reálbérrel kapcsolatosan. Ha a nominálbérek változását a munkavállalók összevetéssel a reálbér változásával, ez kereslet- és kínálatnövelő tényező egyaránt lehet. Ezek azonban átmeneti hatások, addig tartanak, míg a gazdasági szereplők fel nem ismerik tévedésüket.

A célrendszer

Először a célrendszert illető kérdések átgondolása kerüljön napirendre. A fő célok ismertetése már megtörtént, tehát az inflációs ráta bizonyos szintjének vagy a gazdasági növekedés valamilyen mértékének megcélozása, illetve a külső egyensúlyra vonatkozó cél. Természetesen az első kettő tekintetében megállapítható, hogy a monetáris politika egyszerre mindkettőre hatással van, csak az a kérdés, hosszú távon melyik célkitűzésnek van értelme. A gyakorlat tehát amellet tette le a voksát, hogy árstabilitást lehet elérni, amely így a gazdasági döntések kockázatának csökkenésében csapódik le, növeli az előre tervezhető időtávot. Az erőforrások hatékony allokációját elősegíti és az árfolyamot is stabilizálja. Az árstabilitás így mégis hozzájárul a kibocsátás és foglalkoztatás növeléséhez.

Azonban nem csak a pénzkínálaton keresztül, hanem a kamatok befolyásolásán keresztül is hathat a végső célok irányába. Egyszerre a két közbeeső célt nem befolyásolhatja. Az utóbbi évtizedekben pedig sok országban az árfolyam vált a legfontosabb közbeeső célkitűzéssé; ez annak köszönhető, hogy a nemzetközi tőkemozgás, a felgyorsult pénzügyi globalizáció, a pénzügyi innovációk terjedése következtében

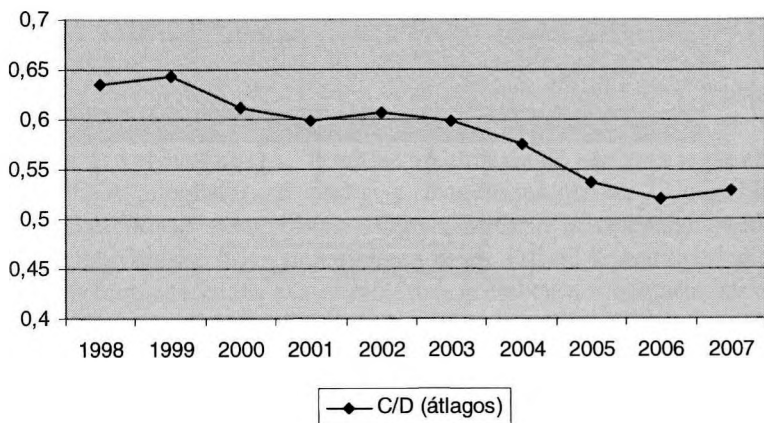
a valutaárfolyamok ingadozása megnőtt. A módszer, vagyis az operatív célok azok, amelyekre a jegybank közvetlenül tud hatni, amelyek fölött ellenőrzést gyakorol. Ez a rövid lejáratú piaci kamatszinten túl a jegybanki tartalék (monetáris bázis) és a monetáris szféra által nyújtott hitelek. A monetáris politikai célok napjainkban leggyakrabban alkalmazott eszköze a rövid lejáratú kamatláb meghatározása. A monetáris bázis a reálváltozók- (foglalkoztatottság, kibocsátás), és olyan nominális változók függvénye, mint az árak vagy a kamatlábak. Ez egyértelmű meghatározódást jelent. Természetesen a pénzpiaci egyensúly létrejötté automatikus, akkor is, ha a magánszféra maga dönt arról, hogy milyen pénzügyi eszközöket vesz igénybe megtakarításai tekintetében. A portfóliódöntésre vonatkozó általános függvény:³

$$\left(\frac{M}{P}\right)^D = L(r_s, r_b, \pi_e, W, \varepsilon)$$

Tehát az általunk hozott portfóliódöntést az elérhető pénzügyi eszközök likviditása, várható hozama és kockázatossága mellett számos egyéb tényező is, mint például a fizetési rendszerekkel kapcsolatos technikai innovációk és a szabályozási környezet változásai is befolyásolják, amelyek ε -ban jelennek meg. A szabályozási környezet változásaira példa lehet a kamatadó, ám éppen ennek a „látványos” változtatásnak a hatása nem jelentkezik élesen. A 2006 szeptemberétől Magyarországon is létező adófajta bevezetésének az lett a következménye, hogy a lakosság megtakarításainak nagy része hosszabb lejáratú lekötött betétekbe és befektetési jegyekbe került. Azonban a befektetési alapoknak azon része számít Magyarországon a legsikeresebbnek, az elsősorban kockázatkerülőnek nevezhető lakosság körében, melyeknek az egy befektetési jegyre jutó nettó eszközértékének volatilitása alacsony. Ezek azok a befektetési alapok, amelyek új for-

³ A függvény jelmagyarázata (M/P)^D: pénzkereslet, L: likviditás, likviditási függvény, r_s : részvények reálhozama, r_b : a kötvények reálhozama, a várt inflációs ráta és a reálvagyon befolyásolja, de természetesen a pénzügyi- (és reál) instrumentumok részletesebb felosztásával finomítható. ε tényező nem elhanyagolható a függvényben, hiszen ebben az egyszerű megközelítésben a kockázat is ε tényezőben jelenik meg, ahogy a szabályozási környezet változásai is. (pl. kamatadó).

rásaik jelentős részét ismét csak bankbetétekben helyezték el, így ebben az esetben a teljes tartalékkötelezettség nem változott lényegesen. Pedig az alapvető, a monetáris transzmissziót érintő változás e ponton keletkezett volna. A technológia fejlődésének eredményeit a szaporodó bankautomaták, nagy kártyaforgalom, kártyás fizetési lehetőségek bővülése, a kártyák növekvő „tudása” (ld.: okoskártya) jelenítik meg.

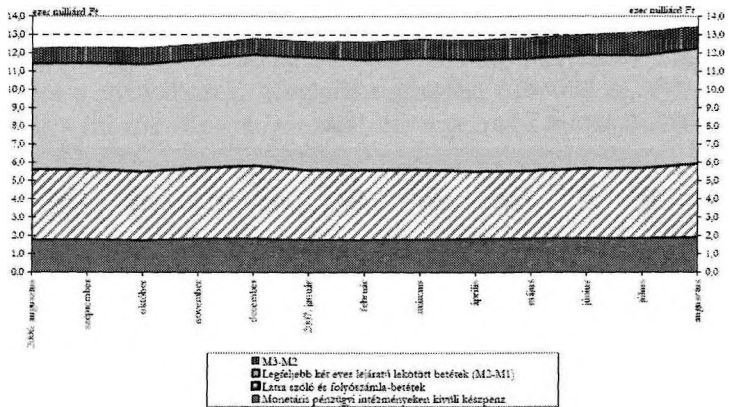


1. ábra: Készpénz-betét arány alakulása Magyarországon

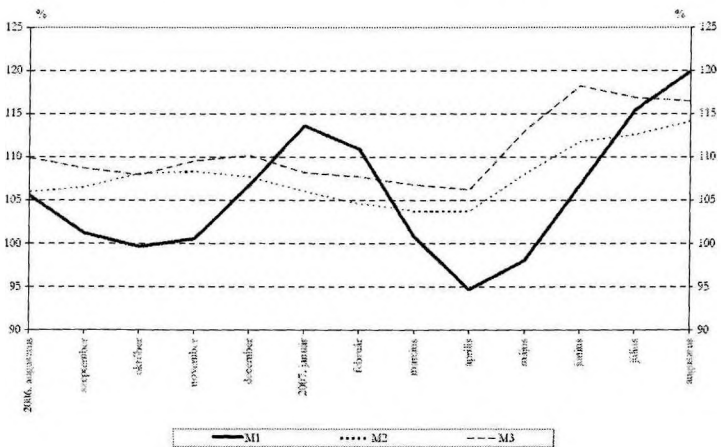
Forrás: MNB adatok alapján saját ábra

Az irányadó kamat – közvetetten – hatással van a portfóliódöntésre, ám a kapcsolat nehezen előrejelezhető és időben változékony lehet. Ebből kifolyólag a jegybank kamatdöntéseit nem is a pénzkínálat irányításának rendeli alá, hanem a transzmissziós mechanizmus jóval összetettebb csatornáira épít (ld.: ábra és Vonnák, 2007). De ez esetben a monetáris bázis alakulása tőle független, exogén lesz. Tulajdonképpen akkor kinek a kezében van a döntés? A magánszektor kezében. Hiszen a háztartás és a vállalat maga hozza meg döntését arról, hogy milyen pénzügyi portfóliót alakít ki. Tehát milyen részt tart olyan eszközben, amelyet már nem tartunk pénzjellegűnek és milyen részt azokban az eszközökben, amelyek hordozzák a pénz alapvető funkció-

it. Az első kategóriára példa a részvények vagy akár az állampapír. Tehát a gazdaság szereplőinek arra vonatkozó döntése, hogy pénzüket milyen eszközben tartsák, a pénzaggregátumok nagyságát alakítja ki.



2. ábra: A pénzmennyiségek összetétele



3. ábra: A pénzmennyiségek rövid bázisú évesített növekedési indexei

Az ábrák forrása: MNB közlemény, 2007. augusztusi adatok alapján.

Befolyásolja ezt hozamán kívül, illetve azzal szoros összefüggésben a papír kockázata, likviditása. Ez az eszköszervezet az, ami a kötelező tartalékok és a forgalomban levő készpénz állományát meghatározza; azaz a monetáris bázist. Tehát a hatásmechanizmus nem egészen úgy fest a gyakorlatban, ahogy arra a pénzmultiplikátor modell következtetni engedne. A fordított mechanizmus megértéséhez a pénzmultiplikátor modell hatásainak rövid ismertetésére van szükség; a pénzmultiplikátor modell alapján ugyanis a monetáris bázis nagyságával a jegybank határozza meg az M1 kategóriát, amely tranzakciós alapú pénzkeresleti modellek alapján kihat a többi kategóriára is.⁴

Reális figyelembe vétel esetén tehát a pénzmennyiségek (tágabban értelmezett pénzmennyiségek) azok, amelyek a monetáris bázisra meghatározó erővel bírnak. Tehát az alkalmazkodó szerep a jegybankra hárul. A meghatározó pedig a magánszektor, az ő portfóliódöntéseiket (kissé elnagyolva) jellemezhetjük a készpénzhányaddal. Ez megmagyarázza, hogy napjainkban miért a rövid lejáratú pénzügyi kamatláb meghatározása került előtérbe, szemben a monetáris bázisra vonatkozó mennyiségi céllal szemben. Ha megfordul a hatásmechanizmus, azaz a monetáris bázis adottság a jegybank részére és a gazdasági szereplők portfóliódöntései jelennek meg, illetve ennek eredménye a jegybanki mérlegekben, meghatározva a jegybankpénz mennyiségét, akkor az M0 kategória, vagyis a monetáris bázis nem ad és nem is adhat semmiféle információt, előrejelzést, amely tükrözné a jegybank szándékait vagy előrejelzését a várható inflációt.

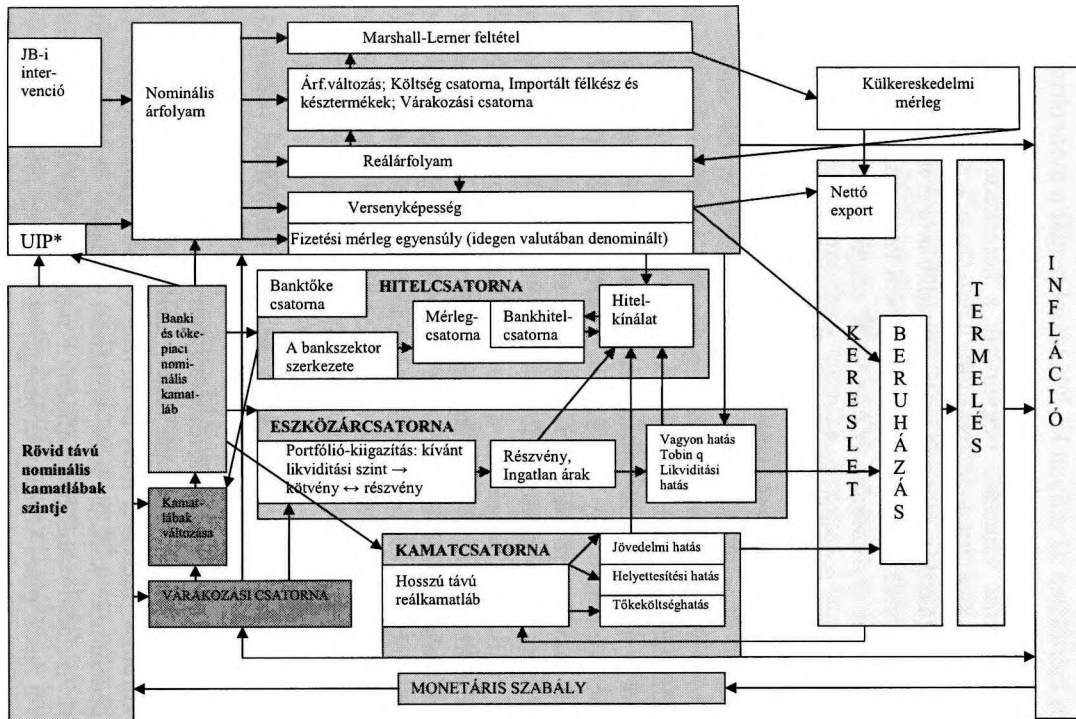
Kérdés azonban az, hogy e területen semmiféle kölcsönhatás nem ismerhető fel, vagy a monetáris politika is képes valami módon hatással lenni a portfóliódöntésekre? Valójában elmondható, hogy nagyon csekély mértékben. Ha röviden végignézzük, miképpen, mely csatornákon keresztül hathat a monetáris politika, ez belátható. Magyarországon köztudottan az árfolyam hatása a legmeghatározóbb a monetáris transzmisszió során (ld.: 4-es ábra). Mivel Magyarország kis, nyi-

⁴ A pénzmultiplikátor modell: a monetáris bázis meghatározza a forgalomban levő pénz mennyiségét.

$\Delta M = \Delta B \cdot \frac{1 + cr}{cr + rr}$. Ahol B a bázispénz, cr az C/D, készpénz és a látraszóló betétállomány hányadosa és rr a tartalék-betét arány (R/D).

tott ország, a külkereskedelem aránya a GDP-n belül magas, így az árfolyam hatása a nettó exportra és a beruházásokra jelentős. A kamatsatorna azonban gyenge erejű, a megtakarítások befolyásolására nem alkalmas, ennek az oka a korábban említett kockázatkerülő attitűd (vagy a pénzügyi műveltség nem megfelelő szintjéből származó hatás). A lakosság az alacsonyabb kamatlábú, biztonságos megtakarításhoz ragaszkodik, annak szintjétől szinte függetlenül, illetve a megtakarítások krónikusan visszaesett szintjének köszönhetően a megtakarításokon belül nagy részarányt képviselnek a nyugdíj- és életbiztosítási díjak, lakástakarék-pénztári befizetések; ezek alakulását rövid távon nem befolyásolja a forinthozamok alakulása.

A vállalatok hitelállománya tekintetében is a kamatpolitika hatássonosságának korlátaira lehetünk figyelmesek Magyarországon; e hitelek jelentős része külföldi fizetőeszközben denominált (svájci frank alapú hitel legnagyobb részben, de megjelenőben vannak a japán jen alapú hitelek, amelyek elfoglalhatják a CHF helyét), a külföldi tulajdonban lévő vállalatok pedig tőkeemelés esetén választhatnak a hazai és az anyavállalat országának pénzügyi között, illetve tulajdonosi hitelhez juthatnak az anyavállalattól. A hazai monetáris politika korlátait az is növeli, hogy a külföldi székhelyű cégek hazai leányvállalatainak jelentős része exportra termel, és így az e termékek iránt támasztott keresletet a külföldi monetáris politikai intézkedések befolyásolják. Meg lehetne vizsgálni a bankhitelcsatornát, de számos magyar tanulmány (többek között MNB tanulmányok) állapítja meg, hogy a bankhitelcsatorna alacsony jelentőségű; a monetáris politika sokkal kevésbé képes a hitelfelvétel mértékére hatni, mint pl. a hiteltámogatások megvonásán, mérséklésén, esetleg növelésén, adózási rendelkezéseken keresztül hatékony fiskális politika, ehhez kapcsolódó törvényi szabályozás.



4. ábra: A monetáris transzmisszió áttekintő ábrája

*uncovered interest parity: fedezetlen kamatpari

A legfontosabb csatornák jellemzése

A kamatátgyűrűzés fontos szerepet játszik abban, hogy a gazdaság milyen mértékben és milyen késleltetéssel reagál a monetáris politikai lépésekre. A kamatcsatorna első szakaszának nevezzük, mikor a jegybanki alapkamat változása begyűrűzik a kereskedelmi bankok által alkalmazott kamatlábakba. Második lépcsőben a vállalatok és fogyasztók reagálnak a megváltozott kamatlábakra a megtakarítások és hitelfelvétel csökkentésén, illetve növelésén keresztül. A magánszféra a kamatváltozásra különböző erősséggel reagálhat. Ennek az oka lényegében három hatásban keresendő: a helyettesítési-, a jövedelmi- és a vagyon-hatásban. Részben a (reál) kamatváltozás által előidézett helyettesítési hatás nagyságától is függ, hogy más megtakarítások és ráfordítások alternatívaköltsége hogyan változott ennek hatására. A kamatszint változása módosítja a gazdasági szereplők bevételeit és kamatkidadásait is, azaz a nettó pénzügyi jövedelmét (ezt jövedelmi hatásnak is nevezzük). Azonban hatása van a reál- és pénzügyi eszközök piaci értékére is, így hatással van a gazdasági szereplők vagyona (vagyon-hatás). A jövedelmi és a helyettesítési hatás erősségét az határozza meg, hogy a kamatlábak változására milyen sebességgel és milyen mértékben reagálnak a banki kamatok, továbbá milyenek a bankok árazási szokásai. A kamattranszmisszió erőssége mellett a kamatcsatorna jelentőségét fokozza, hogy ha a fogyasztási és beruházási kiadások banki kamatérzékenysége és az egyéb hozamok alakulásának piaci szereplők döntéseiben játszott szerepe magas. Napjainkban jellemzően gyors és rugalmas reakciók a jellemzőek a kereskedelmi banki szektor részéről.

Az árfolyamcsatorna Magyarország, mint kis nyitott ország szempontjából a legfontosabb csatorna. A magyar monetáris politika számára legerősebb transzmissziós mechanizmus az árfolyam importáron keresztül kifejtett hatása. Ezek közül kiemelendő az árfolyam "pass-through" mértéke, mely az ország nyitottságának, tradable (külkereskedelemben kerülő áruk szektora) szektor arányának (hazai tradable infláció = külföldi infláció + nominális árfolyam változása), illetve a belső piaci verseny erősségének egyenes arányú függvénye. Az összes hazai infláció a tradable infláció és a non-tradable infláció

összege, melyben a hazai tradable infláció a külföldi infláció plusz a nominális árfolyam változása, ezt a következőképpen is felírhatjuk:

$$CPI = p_t = \mathcal{P}_{H,t} + (1 - \gamma)s_t$$

A γ együttható a kis ország nyitottságának komplementere, tehát a megtermelt javakból mennyi kerül hazai fogyasztásra. Magyarországon ez az érték 30% körüli, tehát erőteljesen nyitott ország lévén a második összetevő kapja a 70%-os súlyt. Ez pedig a nominális árfolyam váratlan megváltozásának mértéke. Eszerint a hazai eredetű ár-növekedés hatása marginális az utóbbihoz képest. Magyarországra mindenképpen indokolt az időben változó kockázati prémiumot tartalmazó modellt alkalmazni. Az elmúlt évtizedben, amióta külföldi portfólióbefektetők jelentek meg a forintpiacokon, számos esetben nyilvánvaló volt, hogy a változó kockázati megítélés és preferenciák nagy árfolyamkilengéseket okoztak. A monetáris politika többnyire megpróbálta ezeket a sokkokat semlegesíteni, hogy azok ne gyűrűzzenek be a fogyasztói árakba. A kockázati prémium sokkok jelenléte megnehezíti a monetáris politika árfolyamra gyakorolt hatásának mérését.

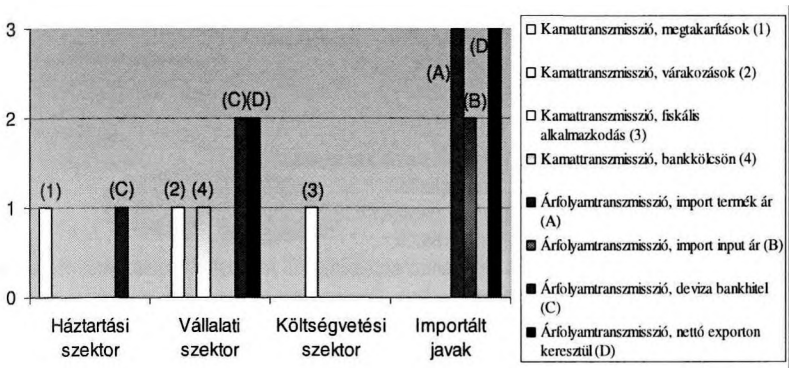
Az eszközár-csatorna Magyarországon nem játszik meghatározó szerepet. A monetáris szigorítás következménye, hogy az eszközárak csökkennek; ebben mind a monetarista, mind a keynesi elmélet megegyezik. A magasabb kamat következtében magasabb hozamot várnak a kötvényektől, ami csökkenti a kötvények árát. Ugyanekkor a részvényárak is esnek. Az ingatlanok veszítenek értékükből, ez érzékenyen érinti a háztartások fogyasztási kiadásait, különösen ma, mikor nagyon is jellemző, hogy ingatlanhitelt vesznek fel, lakásvagyonuk terhére adósodnak el. A szakirodalomban gyakori a részvényár-csatorna vizsgálata az eszközár-csatornán belül. A Tobin q elméletéből is gyakran magyarázzák. Ha a részvényárak a tőke pótlási költségéhez viszonyítva olcsók, a vállalatoknak nem éri meg, hogy új részvények kibocsátásával finanszírozva beruházási javakat vásároljanak, ezért a beruházások visszaesnek. Ez után „lépnek színre” a háztartások, fogyasztásukkal. Az alacsonyabb részvényárak csökkentik a háztartások vagyonát, akik ezért kevesebbet fogyasztanak. Magyarországon a monetáris politika részvényárfolyamokra gyakorolt hatására

nincsenek bizonyítékok, joggal feltételezhető, hogy a részvényárcsatorna nem jelentős Magyarországon.

A tőkepiacok magyar gazdaságban korlátozott szerepe a hitelcsatorna hatásosságának a kérdését helyezi előtérbe, hiszen a nem pénzügyi vállalati szektor ez esetben elsősorban hitelintézetektől szerezhet forrásokat. A kelet-közép-európai országok azonban nem arról ismeretek, hogy a hitelcsatorna jól működik. Több tényező is szól ez ellen. A bankszektor nagymértékben koncentrált, és meg kell említeni azt is, hogy a gazdasági szereplők nagy részét külföldiek adják. E külföldi háttérrel rendelkező bankok jobban függenek saját anyaintézményüktől, mint a belföld monetáris politikájától. E többségében multinacionális vagy akár transznacionális háttérrel rendelkező bankok a hazai hitelpiacot megkerülik. Saját vállalatcsoportjuktól ugyanis kedvező feltételekkel kapnak segítséget. Az euroövezetben hatékonyabban működik a hitelcsatorna, ezért majd várhatóan, az eurozónához való csatlakozás után és következtében azon hazai bankok és vállalatok, amelyek most „kihúzzák magukat” a belföldi monetáris kondíciók alól, erőteljesebben fogják majd érezni az Európai Központi Bank pénzpolitikai döntéseinek hatását. Egyébként többen megkülönböztetnek egy bizonyos „mérlegcsatornát” is, melynek lényege, hogy a kamatváltozások révén megváltozik egy cég nettó értéke annak pénzáramlásán és a fedezetül szolgáló vagyontárgyak értékén keresztül.

Lényeges a várakozási csatorna szerepe is. Ez a csatorna a legnehezebben számszerűsítható területe a transzmisszióknak. A várakozások hatékonyabbá teszik a monetáris politikát. Magyarországon a kutatások nem tudtak kimutatni erős kapcsolatot, úgy tűnik az árak és bérek meghatározása során a monetáris politika céljai nem játszottak horgony szerepet. Ha az árstabilitás elérése, illetve fenntartása elég hiteles a piac számára, akkor a vállalatok elfogadják a jegybank inflációs előrejelzését és ezzel egybeeső várakozásokat. A várakozások néhány említett csatorna működésében is fontos szerepet játszanak, különösen az eszközárak és a valutaárfolyam reakciójában. Magyarországon nincsenek intézményi akadályai a várakozási csatorna hatékony működésének. Ez különösen azért fontos tény, mert a monetáris politika transzmissziós mechanizmusának hatékonysága az eszköztár hozzáértő alkalmazásán túl egyéb tényezőktől is függ. Lényeges, sőt egyre lényegesebb, hogy a gazdaság szereplői, a pénzügyi vállalkozá-

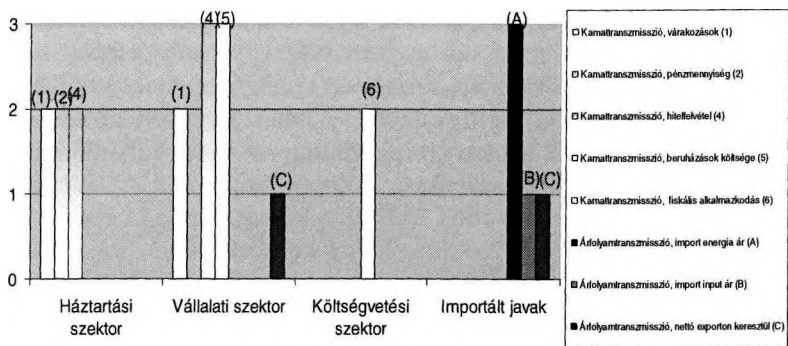
sok mellett a vállalatok, vállalkozók, sőt a háztartások is megértsék a jegybanki szándékokat, lássák a gazdasági egyensúly megőrzésére irányuló és inflációcsökkentési célok elérésének feltételeit. Az átláthatóság és a kiszámíthatóság úgy javítja a monetáris politika eredményességét, hogy annak hatásaival a gazdaság szereplői kalkulálni tudnak, azokat beépíthetik döntéseikbe.



Bővebb magyarázat:

- (1) A megtakarításokon belül a nem szerződéses pénzügyi eszközök által.
- (2) A várakozások befolyásolásán keresztül.
- (3) A kamategyenleg által kikényszerített fiskális alkalmazkodás.
- (4) A belföldi banki kölcsönök miatti kamattranszmisszió.
- (A) A behozatali árak miatti árfolyamtranszmisszió.
- (B) Az import input általi árfolyamtranszmisszió.
- (C) Külföldi bankok által nyújtott hitel és tulajdonosi hitelek által és belföldön felvett devizahitelek által.
- (D) Nettó exporton keresztül kétféle: értékén keresztül és az export visszaszorulása esetén nagyobb belső termékinálat.

5. ábra: A transzmissziós csatornák erőssége Magyarországon

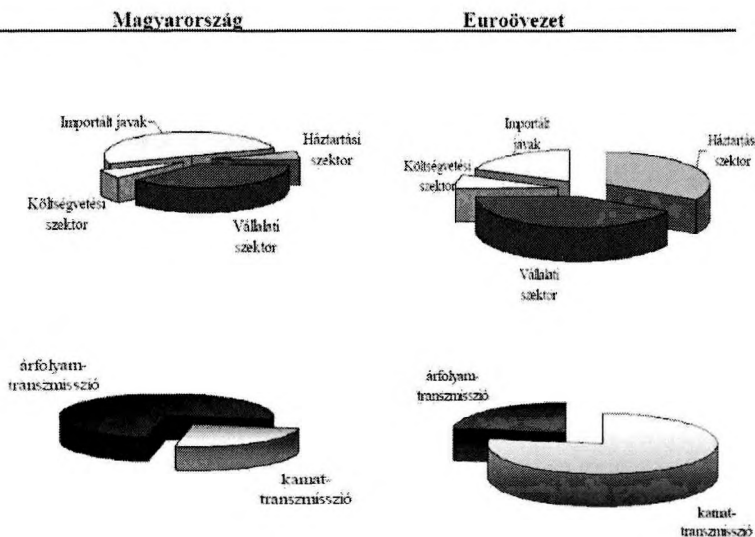


Bővebb magyarázat:

- (1) A várakozások befolyásolásán keresztül kamattranszmisszió.
- (2) A pénzmennyiség megváltoztatásán keresztül.
- (3) Az eszközárakon keresztül módosított megtakarítási hajlandóság.
- (4) Beruházások kamatérzékenységén keresztül.
- (5) Kamattranszmisszió- kétféle: a hitelkamatokon keresztül módosított hitelfelvételi hajlandóság és a már meglévő hitelek költsége.
- (6) A kamategyenleg által kikényszerített fiskális alkalmazkodás.
- (A) A behozatali energiaárak miatti árfolyamtranszmisszió.
- (B) Az import input általi árfolyamtranszmisszió.
- (C) Nettó exporton keresztül kétféle: értékén keresztül és az export visszaszorulása esetén nagyobb belső termékínálat.

6. ábra: A transzmissziós csatornák erőssége az Európai Gazdasági és Monetáris Unióban

Az első ábra alapján került bemutatásra Magyarország, mint kis nyitott gazdaság transzmissziós csatornáinak hatékonysága. Jól megfigyelhető az árfolyamcsatorna dominanciája. Ugyanakkor a monetáris politikának összességében nincsen akkora számú hatékony eszköze, mint az Európai Gazdasági és Monetáris Unió esetén. Eszközeire a háztartási szektor csak kis mértékben (1-2-es érték) érzékeny. Szembetűnő, hogy a háztartási szektor nem érzékeny a hitelkamatokra, hitelfelvételük esetlegesen a konjunktúra függvénye. Ugyanakkor a szektor eladósodottsága jelentős, mégpedig az utóbbi években a devizában való eladósodás miatt nőtt az árfolyamcsatorna jelentősége, elsősorban ingatlan- és személygépkocsi hitelek jelentős megnövekedése miatt.



7. ábra: A monetáris politikai beavatkozások hatásosságának és a szektorokra való befolyásának arányai

Forrás: Saját számítások alapján 2007.

(A közölt ábrákon levő körcikkek a magyarországi ábránál a beavatkozások összességében jóval kisebb hatékonyságát is jelentik.)

A fejlett országok valutáiban denominált hitelek kamatlába alacsony, a háztartások hitelfelvételi döntéseiknél az árfolyam alakulásának nagyobb jelentőséget tulajdonítanak. Az eszközárak tekintetében megnyilvánuló kis mértékű érzékenység jelentőségét tompítja a háztartások megtakarításainak jelentős mélyrepülése. A háztartások jelentős részének kizárólag a „szerződéses jellegű” megtakarítások jelentenek lényegesebb megtakarítást, ugyanakkor ezek mértéke szerződésben rögzített, mértéküknek nem lehet köze a kamattranszmisszióhoz, de az árfolyamtranszmisszióhoz sem; a külföldi devizában denominált pénzügyi eszközök jelentősége a háztartási szférában csekély. A vállalati szektoron keresztüli hatás viszonylagosan erős (2-es érték) és egy-

aránt megnyilvánul kamat- és árfolyamtranszmisszió keresztül, bár az árfolyamcsatorna szerepe erősebb. A kamatcsatorna szerepe a várakozások befolyásolásánál kis mértékben játszik szerepet, a vállalati szektor ilyen szempontú elemzései, illetve a kamatlábakra irányuló várakozások figyelembevétele az üzleti tervezésben jellemző. A belöldi banki kölcsönök felvételénél is figyelembe veszik a hazai kamatszintet a vállalati szektor döntéshozói. Az árfolyamtranszmisszió szerepe azonban erősnek mondható a vállalati szektor esetében. Ez főként a felvett devizahiteleknek a forintban denominált hiteleknel magasabb állománya, a külföldi tulajdonú vállalatok anyavállalattól kapott hiteleinek az állománya és zömében a vállalat anyacégének országából érkező külföldi bankhitel miatt van így. A költségvetési szektoron keresztüli csekély hatás nem egyedülálló, a GMU-ban (Gazdasági és Monetáris Unió) sem elsősorban e szektoron keresztül bontakoznak ki a monetáris politikai beavatkozás hatásai. Magyarországon az utóbbi években a költségvetés pénzügyi ellehetetlenülése, a költségvetési deficit nagyon magas szintje, majd a meghozott kapkodó kényszerintézkedések azt bizonyítják, hogy talán még az ábrán jelölt csekély mértékben sincs visszatartó ereje az adósságok kamatterheinek államháztartást ellehetetlenítő mértékének, tehát a kamatláb nagyságának sem. A konvergenciaprogram léte sem a kamatterhek növekedésére való rugalmas reakció, hanem a maastrichti konvergencia kritériumoknak való megfelelés kényszerítette ki, mely itt, szempontunkból exogénnek, külső hatásnak számít.

Az importált javakon keresztüli hatások a legerősebbek, itt azonban észre kell venni, hogy kizárólag az árfolyamcsatornának lehet jelentős szerepe, hiszen az áruk és szolgáltatások kereskedelmében a kamatok szerepe marginális helyre szorul vissza, többnyire a rövid távú kamatszinttől többé-kevésbé eltérő késedelmi és büntető kamatok szempontjából. A behozatali árakban (a késztermékek áraiban) jelentkező hatások a legerősebbek. Forint erősödés esetén a lecsökkent export miatti hatás is erős, ennek következménye a belső termékkínálat növekedése és a kínálati nyomás alá kerülő belföldi árak növekedése. Az inputárak esetében a külföldi cégek saját anyavállalataiktól való speciális beszerzési rendszere (bérmunka-rendszer stb.) miatt erős, de kisebb jelentőségű tényező. Természetesen az árfolyamcsatornán keresztüli hatások esetében a jól ismert késési mechanizmusokat sem

hagyhatjuk figyelmen kívül (J görbe hatás: az árfolyam változásához való alkalmazkodás éveket vehet igénybe. Az árfolyamváltozások hatásainak időbeli kibontakozására élő példa a Ft/Euro árfolyamban történt változás a 2003-as sáveltolás miatt, aminek következménye jelentős folyó fizetési mérleg romlás, amelynek hatása napjainkban is tart.)

Az Európai Gazdasági és Monetáris Unió, mint nagy, zárt gazdaság, az ábrákra rátekintve is látható, hogy jóval több eszközzel rendelkezik a monetáris transzmisszió szempontjából és azok erősebbek is. Számunkra fontos e hatások tanulmányozása, hiszen az euroövezetbe tartó országok nem csak egy új hivatalos pénznem használatára kell hogy számítsanak, hanem mindezen változások kibontakozásával, a transzmissziós mechanizmus, csatornáinak fontossági sorrendjének változása tekintetében is azonnali kiigazodások következnek majd be. A háztartási szektorra való hatás összességében erős és a kamatcsatornán alapul. A háztartási szektorban a kamatvárakozások befolyásoló erővel bírnak, szemben a hazai tendenciákkal. A pénzmennyiség megváltoztatásán keresztüli hatás is jelentkezik, hiszen a nagy nyitott gazdaság szabad kamatalakulása miatt a monetáris politikának rövid távon jelentős keresletbefolyásoló tevékenysége lehet: a pénzmennyiség csökkenése a fogyasztói kereslet visszaeséséhez vezet, növekedése konjunktúrát idéz elő. Hosszabb távon azonban elsősorban az árszínvonal megváltozásában csapódik le. Jelentős hatású a kamatszint megváltozása a megtakarítások alakulásában is, jelentős szerepe van a kamatláb alakulásának a megtakarítási termékek piacán, de a hitelpiacon is. A fejlett nyugat-európai országok pénzügyi rendszereiben magas fokú monetizáltság hatásai jelentkezik itt. A legerősebb hatás nem az importált javak tekintetében, hanem a vállalati szektoron keresztül jelentkeznek. Ezen belül a leglényegesebb a beruházások erős kamaterzékenysége. Míg a magyar gazdaságban a körülbelül egy évtizeddel ezelőtt tapasztalt 30% körüli kamatszint okozta sokk is tompítólag hat az 1-2 százalékpontos kamatláb-változásra való reakciókra, elmondható, hogy az euroövezetben már 1 százalékpontnyi változás is jelentős visszaesést jelent a beruházások szintjében. A meglévő hitelek költsége a másik nagyon erős reakciót mutató terület a kamattranszmisszió szempontjából. A hitelek szerkezetének gyors átrendeződésével jár együtt, ami a pénzügyi piac fejlettségével is kapcsolható

tos. Az eszközárak megváltozásának hatása és a várakozások befolyásolásán keresztül való hatás szintén lényeges elem. A kamatvárakozások szerepe jelentős, üzleti tervek és kalkulációk szempontjából nagy hatással lehet a konjunktúrára, vagy dekonjunktúrát idézhet elő. Az árfolyamtranszmisszió csak a nettó export értékének alakulásán keresztül jelentkezik, zárt gazdaság lévén nem jelentős mértékű.

A fiskális fegyelemre hatással van a kamatlábváltozás, ugyanakkor a Stabilitási és Növekedési Paktum törekvése is – amely konkrét irányszámot tartalmaz és szankciókkal kívánják kikényszeríteni – komoly nehézségekbe ütközik, néhány ország betartásra irányuló hajlandósága már-már ellehetetlenítőleg hat. Ezekben az országokban egészen biztosan nem lehet erős a kamatlábváltozás fiskális fegyelmet erősítő hatása sem. Az árfolyamtranszmisszió az importált javakon keresztül fejti ki hatását, ezen belül leglényegesebben az energiaárakban jelenik meg. Napjainkban az olajárak változása tartja élénken az emberek érdeklődését, ahogy az euroövezetben, úgy Magyarországon is. A tagállamai belső országhatárainak gazdasági, kereskedelmi szempontból való megszűnése miatt nagy zárt gazdasággá váló Európa sem az import inputok, sem az export visszaszorulása miatti nagyobb belső termékkínálat okozta árnövekedés tekintetében nem mondhat magáénak jelentős hatásokat.

Magyarországon elmondható, hogy a transzmissziós csatornák száma és erőssége az euroövezetéhez képest jóval alacsonyabb. Ugyanakkor lassú és folyamatos erősödés figyelhető meg, amely megállapítás vonatkozik a transzmissziós csatornák számára és hatékonyságára. A gazdaság kis, nyitott jellegéből adódóan a legerősebb eszköz az árfolyam, mely egyrészt az importáron keresztül-, másrészt a vállalati mérlegeken keresztül jelenik meg. Emellett a várakozások befolyásolása a nagyon fontos kérdés, csak egy hiteles jegybank mellett lehet hatékony, de számos felmérés mutatja, hogy az erre vonatkozó kritériumnak a Magyar Központi Bank eddigi tevékenysége alapján megfelel. Ennek a kérdéskörnek a körüljárása, értékelése azonban már túlmutat e rövid, elemző írás keretein.

Summary

In the last few years the monetary transmission came on the focus of the interests. The changes happened because of the developing financial system mainly. But important changes in channels of the monetary transmission didn't were. The exchange rate channel dominates the transmission mechanism. Hungarian monetary policy has paid special attention to exchange rate movements and expectations. The belief was that this is the most, if not the only effective channel of transmission. It was observed that tradable goods prices followed closely exchange rate movements, influencing incomes, wages and other prices. Should this picture alter significantly, there might be consequences for monetary policy strategy. With the adoption of the euro, the most important channel of transmission will disappear. Those of present eurozone member countries will not be so important that an asymmetric response to common monetary policy and a real divergence in the euro area could be expected.

FELHASZNÁLT IRODALOM:

- VONNÁK BALÁZS (2006): A magyarországi monetáris transzmissziós mechanizmus fő jellemzői, Közgazdasági Szemle, LIII. évf. december, 1159-1168. o.
- BALÁZS VONNÁK (2007): The Hungarian Monetary Transmission Mechanism: an Assessment, MNB Working Papers (2007/3.)
- NAGY MÁRTON (2002): Egyre hatékonyabb monetáris transzmisszió? (<http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=3&i=23829>)
- LÁSZLÓ FLÓRA szerk. (2006): Monetáris politika Magyarországon. Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- TARAFÁS IMRE (2001): A monetáris politika a nagy válságtól az ingatag pénzpiacokig, Aula kiadó, Budapest
- MNB közlönyök, statisztikák; www.mnb.hu