

Király Júlia¹: Monetáris politikai dilemmák a 2008. októberi likviditási válságot megelőzően²

Absztrakt: Jelen tanulmány a 2006 júniusában megkezdődött költségvetési kiigazítás és a 2008 októberében kirobbant súlyos likviditási válság közötti időszak monetáris politikai dilemmáit elemzi elsősorban a Monetáris Tanács közleményei és az ülések rövidített jegyzőkönyvei felhasználásával. Megvizsgálja, hogyan értékelte a jegybank stratégiai döntéshozó szerve az infláció alakulására ható tényezőket, a 2006-ban megkezdődő költségvetési kiigazítást, a 2004-től kezdve felfutó devizahitelezést és a nyomában kialakuló hitelbuborékot, illetve hogyan reagált a 2007-től kibontakozó pénzügyi válságra. A döntések akkori információs halmazának bemutatása, a viták elemzése gazdaságtörténeti szempontból is segíti egy különösen érzékeny korszak monetáris döntéseinek megértését. Mindez segíti a jelen és jövő döntéshozóit a monetáris politika alakítása során felmerülő dilemmák elemzésekor.

JEL kód: B26, E5, F32, G01, G18, G21

Magyarország 2001-től kezdődően leszakadt az 1995-ös Bokros-Surányi csomaggal megalapozott fenntartható, az eurózónához való csatlakozást biztosító növekedési pályáról és a 2002-ben bejelentett 100 napos csomaggal, majd a költségvetés egy fokozódó hiányt növelő elengedésével fokozatosan távolodott attól (Antal 2004). A Magyar Nemzeti Bank 2001-től tért át a rugalmas inflációs célkövetésre, ami feltételezné a kormány és a jegybank fokozott együttműködését, ám az elszaladó költségvetés folyamatosan a fiskális dominancia kialakulásával fenyegetett, az ellentmondásos kormányzati intézkedések az infláció folyamatok szempontjából olyan egymásra rakódó egyszeri sokkokat jelentettek, amin nem lehetett átnézni. Így alakult ki a laza költségvetési és szigorú monetáris politika rendkívül kedvezőtlen kombinációja, amit a különböző monetáris politikai filozófiát követő iskolák meglehetősen eltérően értékeltek (Surányi 2007, Várhegyi 2006, Csermely-Hamecz 2007). Semleges – extra kiadások - nélküli fiskális pálya mellett nem lett volna szükség jelentős monetáris szigorra, és az inflációs pálya is alacsonyabban alakulhatott volna (Hornok és szerzőtársai 2008).

2006. június 10-én jelentette be a miniszterelnök az Új egyensúly programját, amely a költségvetési hiány radikális (8-10 %-ról 3-5%-ra történő) lefaragását, és két év alatt egy közel 1000 milliárdos megszorítást ígért. A csomag nem transzparens szerkezete - a kiadásoldali tételek visszafogása meglehetősen elnagyolt volt, a meghirdetett intézkedések egyértelmű bevétel-növekedésre alapozott konszolidációt sugalltak- miatt a csomag fogadtatása ellentmondásos volt, hatása radikálisan csökkenő növekedés és közben romló árfolyam, leminősítés és emelkedő infláció volt.

A monetáris politika 2004-től kezdve folyamatosan lazított, a 2003 második felében 12,5 százalékra emelt alapkamatot az egyre kedvezőbb inflációs kilátások mellett 6 százaléki

¹ Király Júlia az IBS tanszékvezető főiskolai tanára, MTKA KRTK külső kutatója. A szerző 2007-2013 az MNB pénzügyi stabilitásért felelős alelnöke, a Monetáris Tanács tagja volt.

² Köszönettel tartozom számos, az írás különböző változataihoz fűzött értékes észrevételeiért Antal Juditnak, Balogh Csabának, Banai Ádámnak, Benczúr Péternek, Bihari Péternek, Csajbók Attilának, Endrész Mariannak, Gereben Áronnak, Harmati Lászlónak, Jakab Zoltánnak, Karvalits Ferencnek, Kármán Andrásnak, Kóczán Gergelynek, Kondrát Zsoltnak, László Géának Neményi Juditnak, Oblath Gábornak és Szigel Gábornak.

mérsékelte. Ebben a helyzetben kellett szembenéznie a régen várt és szükséges költségvetési kiigazítás egyértelműen rossz szerkezetével és inflációs nyomásával.

2004-től kezdve a korábbi, a költségvetést súlyosan megterhelő kedvezményes lakáshitelezés visszaszorításával párhuzamosan a bankok a kiépült lakossági „hitelgyárakat” a kedvezményes lakáshitelekről a devizaalapú jelzáloghitelek folyósítására állították át, és egy rendkívül szerencsétlen „innováció”³ gyors elterjedése következtében ráadásul az euró helyett a svájci frankhoz kötötték az elszámolást.

Mindehhez járult a 2007-ben kirobbant subprime válság, melynek első évében ugyan úgy tűnt, hogy a „feltörekvő országokat” kevésbé érinti, de a jegybanki elemzések egyértelműen mutatták, hogy a forrásköltségek megemelkedése, a likviditásbőség megszűnése, a pénzügyi turbulenciák fertőzése mindenképpen érinti a magyar gazdaságot. A hatás erősségét az elemzők alábecsülték.

A „hármashatás”: költségvetési konszolidáció, devizahitelezés felfutása, kibontakozó pénzügyi válság határozták meg a 2006-2008 közötti monetáris politikai dilemmákat és döntéseket. Az elemző tanulmányokban is gyakran felbukkanó sommás véleményekkel szemben nem minősítésre, nem a „jó” vagy „rossz” volt a monetáris politika kérdés megválaszolására, hanem a döntéshozók rendelkezésére álló információk halmaz bemutatására, és az ez alapján hozott döntések elemzésére törekedtem.

A monetáris politika legáltalánosabban alkalmazott keretrendszerének, az inflációs célkövetés rendszerének eminens része a jegybanki transzparencia. 2001. decemberétől a Monetáris Tanács üléseiről közlemény, 2004. decembertől a kamatdöntő ülésekről rövidített jegyzőkönyv jelenik meg. 2005 októberétől nem csak a szavazati arányok, hanem az egyéni szavazatok is publikussá váltak. A rövidített jegyzőkönyvek makrogazdasági és pénzügyi folyamatokat elemző fejezete lényegében megegyezik a stáb által a Monetáris Tanács rendelkezésére bocsátott döntést előkészítő anyaggal. Ezek a dokumentumok lehetővé teszik a monetáris politikai döntéseket megelőző viták, megfontolások részletes feltárását.

A változó, de a válság előtti időszakban között kiugróan magas létszámú (10-13 tagú) Monetáris Tanács⁴ üléseit hosszú, számos nézőpont ütköztetésére alkalmas viták jellemezték. A sokáig jelentős többségben lévő „külső” és a fogyatkozó létszámú „belső” tagok nem tömbösítve szavaztak – ezt igazolják a rendelkezésre álló dokumentumok⁵. A viták érvrendszerét, a döntések indoklását áttekintve mélyebben megértjük a válságot megelőző időszak számos eseményét és talán magát a válságot is.

³ Magyarországon először a Postabank Lízing kínált svájci frank alapú hiteleket, melyeket a 2002 júliusában belépő új vezetés ugyan korlátozott – de piac hihetetlen gyorsasággal átvett.

⁴ A jegybanktörvény 2004. december 21-i módosítása (2004. évi CXXVI. törvény a Magyar Nemzeti Bankról szóló 2001. évi LVIII. törvény módosításáról) egyrészt az elnökre és egyetlen alelnökre korlátozta a „belső” monetáris tanács tagok számát és melléjük 5-9 külsős tag kinevezését tette lehetővé. Ez egyértelműen a jegybank függetlenségébe való beavatkozás volt. Mivel a már megválasztott monetáris tanács tagokat nem lehetett felmenteni így átmenetileg irracionálisan nagy 13 tagú lett a monetáris tanács létszáma. Ilyen méretű vezető testületeket csak a Fedben és az Európai Központi Bankban találunk, azaz szövetségi rendszerben működő valutazónákban. A 2007 márciusi újabb módosítás ismét több alelnököt említett, azaz a belső monetáris tagok számát emelni engedte, és a korábbi alelnökök, majd a korábban megválasztott MT tagok távozásával az MT létszáma lassan csökkenni kezdett, 2011-re elérte a 7 főt.

⁵ ⁵ Lásd: <http://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/a-monetaris-tanacs-tagjainak-szavazasi-archivuma>

1. Az árstabilitás elérésének lehetősége körüli viták a költségvetési kiigazítás mellett

A Magyar Nemzeti Bank 2001-től kezdve alkalmazza az inflációs célkövetés (IT) rendszerét, mint monetáris politikai keretrendszert. Az inflációs célkövetés rendszerének működéséhez szükséges feltételeket a 2001. évi LVIII. törvény teremtette meg, rögzítve a jegybank feladatait és garantálva a jegybank kormánytól való függetlenségét.⁶ A számszerű inflációs cél kezdetben év végi pontcél volt, majd 2005 augusztusától a Monetáris Tanács a folyamatos 3%-os inflációs célt tűzte ki, melyet három évente felülvizsgált, de mindeddig változatlanul hagyott.⁷ A jegybank információ-gazdag stratégiájának kialakítását komoly modellezési, szakértői elemzési és előrejelzési háttér tette lehetővé. Az inflációs célkövetés rendszerének kulcseleme a jegybanki transzparencia. A már 1998. óta publikált inflációs jelentések valamint a háttéranyagul szolgáló jegybanki tanulmányok⁸, a már említett közlemények és rövidített jegyzőkönyvek a vizsgált időszakban tartalmazták mindazokat az elméleti és gazdaságpolitikai megfontolásokat, statisztikai és modellezési információkat, amelyek alapján a közvélemény nyomon tudta követni a jegybanki stratégia kialakításának hátterét. Az inflációs célkövetés bevezetését követően az elemzők számos tanulmányban foglalták össze a hazai bevezetés tapasztalatait, egyben megmutatva az inflációs célkövetés hazai körülmények közötti működőképességét (lásd például Csermely 2006, Jakab és szerzőtársai 2006, Vonnák 2006, Kovács 2005, MNB 2012, Regős 2013).

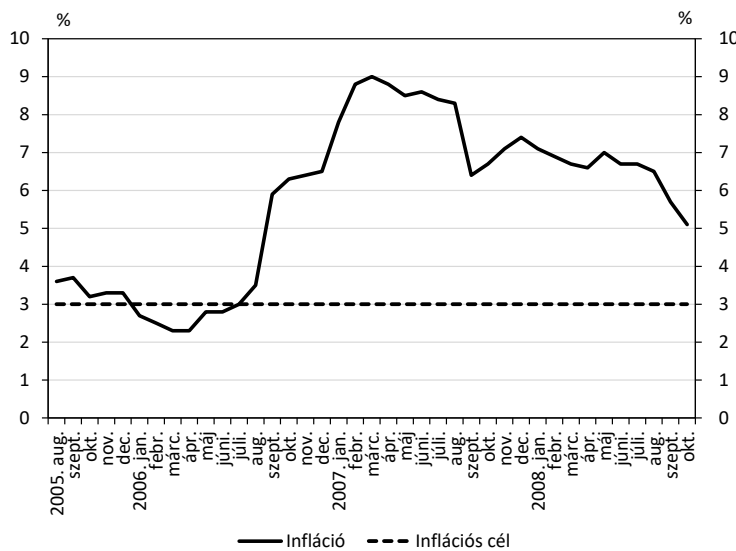
Az inflációs célkövetés rendszere eleinte úgy tűnt, hogy akárcsak a szomszédos országokban (Csehország, Szlovákia) Magyarországon is sikeres lesz: 2001-2005 között az inflációt 10 százalékról viszonylag gyorsan sikerült lehozni 5 százalék közelébe. Azonban a 2005 augusztusában meghatározott 3 százalékos folyamatos inflációs célt az általam vizsgált periódus végéig csak egy-egy hónapra - sikerült elérni, tartósan soha (1. ábra).

⁶ „1. § A Magyar Nemzeti Bank (a továbbiakban: MNB) a Magyar Köztársaság központi bankja. Az MNB, valamint döntéshozó szerveinek tagjai e törvényben foglalt feladataik végrehajtása és kötelességeik teljesítése során függetlenek, nem kérhetnek és nem fogadhatnak el utasításokat a Kormánytól vagy bármilyen más szervtől.” 2001. évi LVIII. törvény

⁷ Pontosabban 2017 márciusában a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa a 3 százalékos inflációs cél körül ± 1 százalékpontos ex ante, vagyis a döntéshozatal során is mérlegelhető toleranciasáv kijelölése mellett döntött, de ennek tanulmányunk szempontjából már nincs jelentősége.

⁸ Lásd <http://www.mnb.hu/kiadvanyok/elemezsek-tanulmanyok-statisztikak/mnb-fuzetek> illetve <http://www.mnb.hu/kiadvanyok/elemezsek-tanulmanyok-statisztikak/mnb-tanulmanyok>

1. Ábra. Az infláció alakulása és az inflációs cél 2005-2008



Forrás: MNB Statisztikai idősorok

A Monetáris Tanács (MT) folyamatosan elemezte a sikertelenség okát, és igyekezett meghatározni a célhoz vezető simított kamatpályát. A közlemények és a rövidített jegyzőkönyvek alapján az inflációs célkövetés logikájából adódó döntés⁹ meghozatalakor a főbb vitapontok az alábbiak voltak:

- A bérinfláció megléte, erőssége
- A költségvetési kiigazítás hatása
- A keresleti dezinfláció erőssége
- A nyersanyag és élelmiszerárak trendje és hatása
- Az inflációs várakozások alakulása, másodkörös hatások
- Az árfolyamsáv korlátozó hatása
- A jegybank hitelessége

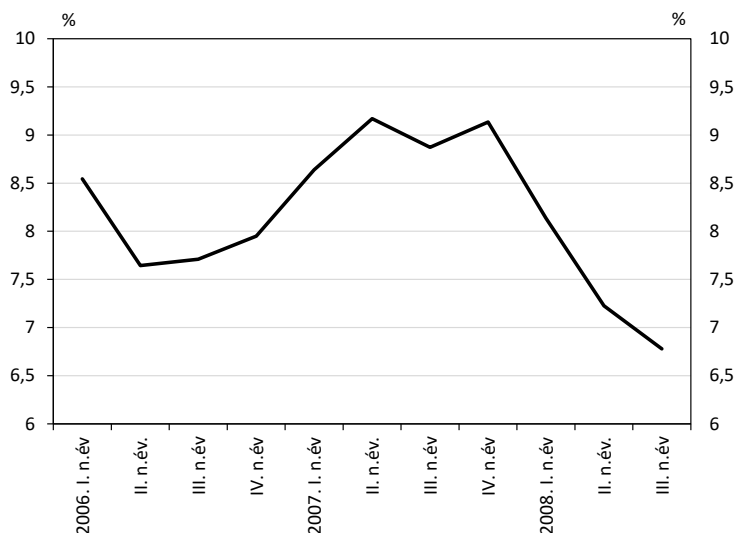
Ezek a vitapontok mindegyike olyan kérdéseket vet fel, amelyek megválaszolására nincs „objektív igazság”. A tények általában zajosak, a jövőre vonatkozó előrejelzések még inkább bizonytalanok. Az adott pillanatban a rendelkezésre álló tudás és információk halmaza alapján a tanácstagok megítélése eltérő lehet. Éppen az eltérő véleményekből kialakuló vita teszi gazdaggá és megalapozottá a monetáris tanácsi döntéseket egy mechanikusan alkalmazható

⁹ Az elemzés során most figyelmen kívül hagyom azokat az álláspontokat, melyek szerint az inflációs célkövetés logikája hibás, és más keretrendszert kellene alkalmazni (lásd erről például Bánfi 2010; Surányi 2007, Surányi 2016). A rugalmas inflációs célkövetés mint monetáris politikai keretrendszer a válság alatt és után is kellően robusztusnak bizonyult, sőt, bírálóival ellentétben a kis nyitott feltörekvő országokban még sikeresebb is volt, mint a nagy zárt gazdaságokban. A magyarországi inflációs célkövetés sikertelenségét feltehetőleg nem a keretrendszer hibáiban, hanem a speciális körülményekben (fiskális dominancia, dirty floating etc.) kell keresnünk.

szabállyal (például a Taylor szabály bármilyen formájával) szemben (Bernanke 2017). Mindebből nem következik, hogy a Monetáris Tanács „jól” vagy „rosszul” fog dönteni.

A vizsgált időszak leggyakrabban visszatérő kérdése a periódus egészét jellemző **bérinfláció** volt. 2007-2008-ban a legalább 250 főt foglalkoztató vállalatok rendszeres bérnövekedése a 7,5 – 9,5 százalékos sávban ingadozott, csak 2008 második negyedétől indult csökkenésnek. A versenyszférában egy-egy havi kereseti index meghaladta a 10 százalékot is, ami az egységmunka-költség jelentős emelkedését és komoly inflációs nyomást jelentett. (2. ábra)

2. Ábra: A rendszeres bérek alakulása 2006-2008



Forrás: MNB Jelentés az infláció alakulásáról (2008. november)

Az adatok azonban meglehetősen „zajosak” voltak, nehéz volt egy-egy intézkedés átmeneti hatását, és a tényleges bérinfláció trendjét kiszűrni. Különös nehézséget jelentett a fehéredést szolgáló kormányzati intézkedések hatásának kiszűrése – így a Monetáris Tanácsvitáinak jelentős része az „egyszeri” versus „tartós” hatás megítélése körül folyt. 2007 tavaszán visszatérő aggodalomként jelentkezett, hogy túl magas a bérnövekedés, nem szűrhető ki az adóhatás és a fehéredés. Ősztől egyre inkább a magas inflációs várakozásokhoz igazított következő évi bérmegállapodások kerülnek fókuszba, amire ráerősített 2008 januárjában a szakképesítéshez kötött minimálbér emelés. A stáb és az MT többségének véleménye szerint az Országos Érdekegyeztető Tanács túlzott inflációs várakozása, a kormány minimálbérré és bérterhekre vonatkozó lépései egyértelműen inflatorikus hatásúak voltak. Több tanácsstag ezzel szemben az adatok zajosságát hangsúlyozta, és nem tartotta reálisnak a bérinflációs nyomást. 2008. júliustól kezdve a tanács érzekelte a bérdinamika megfordulását, onnantól kezdve a szigorításra vonatkozó érvek közül kikerült a bérinfláció.

2006 júniusában, a választásokat követően a kormány feltárta, hogy a költségvetési deficit GDP arányosan megközelítette a 10 százalékot. Ekkor kezdődött a korábbi évek „fiskális alkoholizmusát” (Kopits 2008) korrigáló **költségvetési kiigazítás**. Az úgynevezett „Gyurcsány-csomag” hatására a költségvetési hiány radikálisan csökkent 2007 végére 5 százalékra, 2008 végére pedig 4 százalék alá, azonban az előzetes ígéretek, és tervek ellenére a csomag jelentős részben bevételoldali kiigazítást és jelentős ársokkot eredményezett. Ezért a Monetáris Tanácsa vizsgált periódust megelőző időszakban (2006. június – október) a csomag inflatorikus

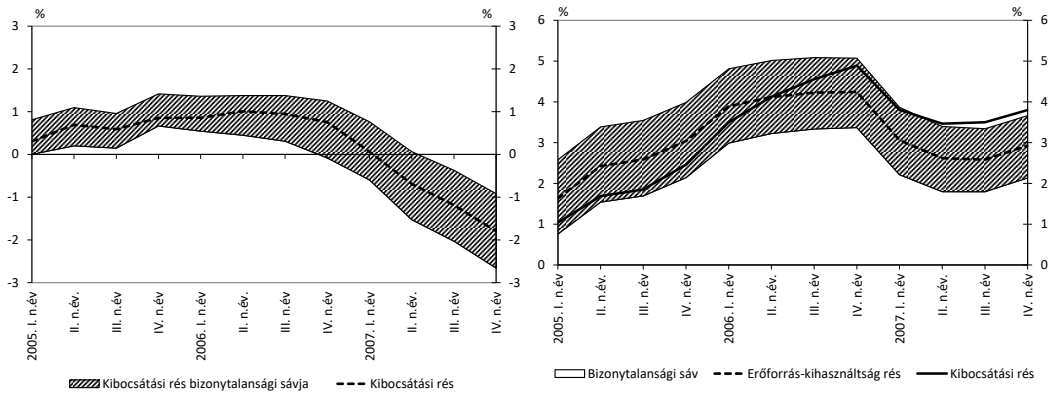
jellegét hangsúlyozva öt lépésben összesen 200 bázisponttal (25+50+50+50+25) 6 százalékról 8 százalékra emelte az alapkamatot. De még 2007 végén és 2008 elején is felmerült, hogy „az elmúlt időszak költségvetési intézkedései és költségsokkjai 2008-ban a célnál magasabb inflációhoz és a potenciálisnál lassabb gazdasági növekedéshez vezetnek” (Közlemény 2008. január 21.). Az árakba történő rendkívül gyakori kormányzati beavatkozás, az áfa kulcsok „rángatása” az egyszeri ársokkon történő átnézést nehezítette.

A költségvetési konszolidációnak azonban **dezinflációs** hatása is volt: egyértelműen visszafogta az összkeresletet. A vizsgált periódusban 2007 március – 2008 október között már sokkal inkább a csomagnak ez a dezinflációt támogató jellemzője került előtérbe, oldódóban volt a korábbi években sok vitát kiváltó fiskális dominancia. A Monetáris Tanács többsége szerint a konszolidáció mindenképp csökkentette az ország sérülékenységét, így a **kockázati felár mérséklődésén** keresztül is a dezinflációt szolgálta. A kormányzati konszolidáció megítélése a periódus egészében vitakérdés volt: az egyes tanácstagok az általuk használt becslés szerint érezték erősebbnek vagy gyengébbnek a csomag inflatorikus illetve a dezinflációs hatását.

A költségvetési kiigazításhoz kapcsolódóan visszatérő kérdés volt a **keresleti dezinfláció** erősségének megítélése. Az akkori számítások szerint a megindult konszolidáció a 2002-2006 közötti pozitív kibocsátási rést 2007-től egyértelműen negatív tartományba vitte. Azonban a korántsem egyértelmű reálgazdasági információkat, a dezinfláció mértékét, a negatív keresleti rés nyitottságát a különböző tanácstagok eltérően ítélték meg, így a dezinfláció erősségéről eltérő becsléssel rendelkeztek. Rendszeresen visszatérő vitapont volt a Monetáris Tanács ülésein a kormányzati megszorítások kiváltotta dezinfláció mértéke és erőssége. A viták során a keresleti dezinfláció erőssége, hol lanyhulni, hol erősödni látszott. A vitáknak utólag sajátos színt ad, és a mindenkori bizonytalanságot alátámasztja, hogy a kibocsátási rés újraszámításakor már világosan látszik, hogy bár 2007-2008-ban csökkent a kibocsátási rés, de a likviditási válság kialakulásáig végig pozitív volt.¹⁰ Nem mindegy, hogy a kibocsátási rés záródása az inflációs nyomás mérséklődését (pozitív rés) avagy a dezinfláció mérséklődését (negatív rés) jelenti. A vizsgált periódusban – mint utólag látszik - a kereslet, elsősorban a fogyasztás ciklikus pozíciója a potenciális szint fölött alakult. (3. ábra)

¹⁰ Először a 2009. augusztusi infláció elemezte az újrabecslült potenciális növekedési pályát és jelezte, hogy a korábbi években valószínűleg inkább pozitív, semmint negatív volt a kibocsátási rés. A 2008. májusitól való eltérések az itt közölt 2012 júniusi ábrában jobban látszanak, ezért ezt választottuk.

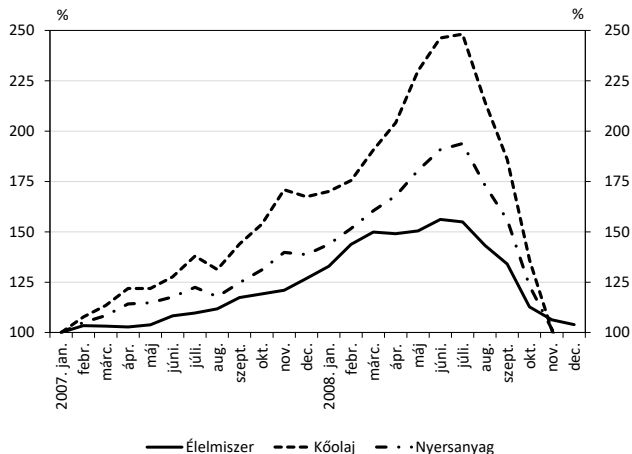
3. Ábra A kibocsátási rés alakulása 2008-as és 2012-es mérés alapján



Forrás: MNB Jelentés az infláció alakulásáról (2008. május) valamint MNB Jelentés az infláció alakulásáról (2012. június).

A harmadik fontos vitapont a **világpiaci nyersanyagárak** ijesztően magas növekedési ütemével volt kapcsolatos. A tagok egy része a megugrást egyszeri hatásnak ítélte, amely nem fog tartósan beépülni az inflációs várakozásokba, mások viszont a másodkörös hatásoktól tartva a monetáris politikai szempontjából lényeges tényezőnek tekintették az ársokkot. Egyre több olyan tanulmány jelent meg ekkoriban, amelyek a fosszilizsek és az élelmiszerek tartós áremelkedéséről, súlyos kínálati problémákról szóltak, és amelyek a döntéshozókat elbizonytalanították. 2007-ben mind az emelkedő olajár mind a gyorsuló élelmiszerár aggodalomra adott okot, 2007-2008 fordulóján inkább a gyorsuló élelmiszer ár emelkedés hazai hatásaival foglalkozott a tanács. Ezek az aggodalmak 2008 augusztusától kezdve mérséklődtek, amikor az előrejelzések már mutatták, hogy a kialakulóban lévő világméretű recesszió hatására az árbuborék el fog tűnni. (4. ábra)

4. Ábra: Nyersanyag és élelmiszer árak 2007 – 2008



Forrás: Saját számítás MNB Jelentés az infláció alakulásáról (2009. február) alapján

A monetáris politika arany szabálya, hogy felesleges növekedési áldozatokat nem idéz elő: az egyszeri ársokkokon „átnéz”, azokra szigorítással nem reagál. A gyakori hatósági ársokkok, az esetlegesen tartós nyersanyagár emelkedés, a tartós bérnyomás azonban az **inflációs várakozásokba** beépülve olyan másodkörös hatásokat idézhetnek elő, amelyek megakadályozása elsőrendű feladata a monetáris politikának. Ha az inflációs célkövetés

rendszerében tevékenykedő jegybank megakarja őrizni **hitelességét**, akkor a másodkörös inflációs hatásokra szigorítással kell reagálnia. Nem meglepő, hogy a monetáris tanácsi üléseknek visszatérő vitapontja volt az inflációs várakozások elemzése, és a jegybanki hitelesség megítélése. 2007 tavaszán többször elhangzott, hogy megugrottak az inflációs várakozások és ez súlyos veszélyt jelent, 2007 őszétől egyre többen érveltek azzal, hogy a számos „egyszeri” hatás tartósan beépülhet a várakozásokba. 2008-ban minden alkalommal szóba kerül az elhúzódó, ismétlődő költségsokk, ami a várakozásokba épülve lassít(hat)ja a dezinflációt. Elsősorban a 2008. évi üléseken kerül szóba szinte minden alkalommal a jegybank hitelessége, mikor úgy tűnik, hogy 2009-ben sem kerül célra az infláció. A jegybanki hitelesség különösen fontos volt egy frissen hivatalba lépett menedzsment számára, hiszen megítélése a vállalt cél elérésén múlt. Nem meglepő, hogy a tanács „belső” tagjai 2001-2013 között inkább hajlottak a monetáris szigorra, mint a külső tagok.¹¹

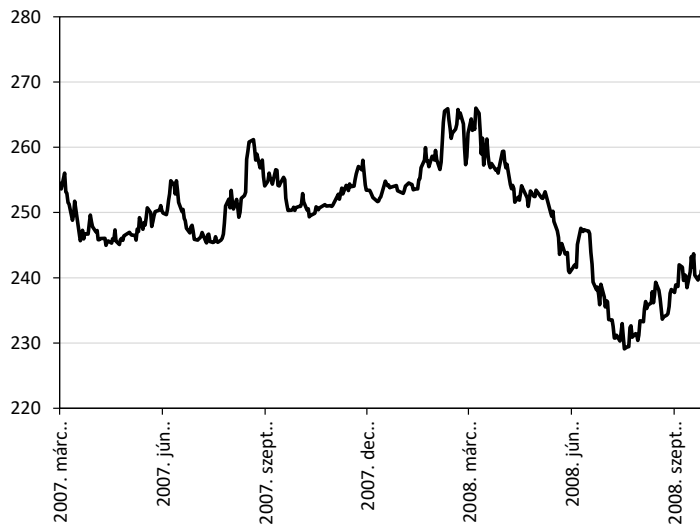
Végül, visszatérő kérdés volt a monetáris politikai kamatlépések hatását, az árfolyamcsatorna hatékony működését gátló **árfolyamsáv**. A forint árfolyama a sáv erős szélének közelében ingadozott, így egy emelkedő kamatpálya nem tudta az árfolyamot erősíteni és az árfolyamcsatornán keresztül az inflációt mérsékelni. Bár a sáv megítéléséről és monetáris politikát korlátozó jellegéről a tanácsban mindvégig viharos viták folytak (Kovács 2007, Neményi 2009), a tanács mégis szinte egyhangúan fogadta el,¹² amikor a kormánnyal egyetértésben 2008. február 26-án megszűnt az árfolyamsáv, és a forint szabadon ingadozhatott.

Ezt követően az addig nagyon szűk sávban ingadozó nominális árfolyam jelentősen erősödni kezdett, a korábban elsősorban a maga inflációs ütem „támogatta” reálfelértékelődést a nominális árfolyam – a szigorú monetáris politikát tükröző - felértékelődése is erősített (5. ábra). A monetáris tanácsban ez 2008 nyarán újra felerősítette a reálfelértékelődésről és az egyensúlyi árfolyamról szóló vitát (Neményi 2009). A reálfelértékelődés kétségtelen reálgazdasági áldozattal jár, azonban az ennek révén elért árstabilitás hosszabb távon ezt képes kompenzálni. A reálfelértékelődés mellett érvelők a szomszéd országok empirikus tapasztalatait hozták fel érveik alátámasztására. Kérdés azonban, hogy a „kompenzáció” kellő méretű-e és még időben érkezik-e meg. A reálfelértékelődés ellenzői elsősorban a megszorító költségvetésre és a szerintük recesszió közeli gazdasági helyzetre hivatkoztak. A belső viták hangulatát jól érzékelteti a Közgazdasági Szemle hasábjain ekkor lezajlott vita egy akadémikus és az MNB stáb egyik vezetője között (Erdős 2007, Kovács 2007). A reálárfolyam alul- vagy túlértékelttsége azóta is a magyar közgazdasági szakma visszatérő problémája.

¹¹ Lásd: <http://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/a-monetaris-tanacs-tagjainak-szavazasi-archivuma>

¹² Az MT nyilvános rövidített jegyzőkönyvéből látható, hogy egyedül Bánfi Tamás szavazott a javaslat ellen.

5. Ábra: A nominális HUF/EUR árfolyam 2007 – 2008 szeptember vége



Forrás: MNB Jelentés a pénzügyi stabilitásról (2013. november) Melléklet.

Összességében a vizsgált másfél évet folyamatosan az inflációs nyomástól való félelem és így a monetáris lazítástól való tartózkodás dominálta, miközben a headline infláció makacsul a 6-8 százalékos sávban ingadozott.

2. A devizahitelezés jegybanki megítélése

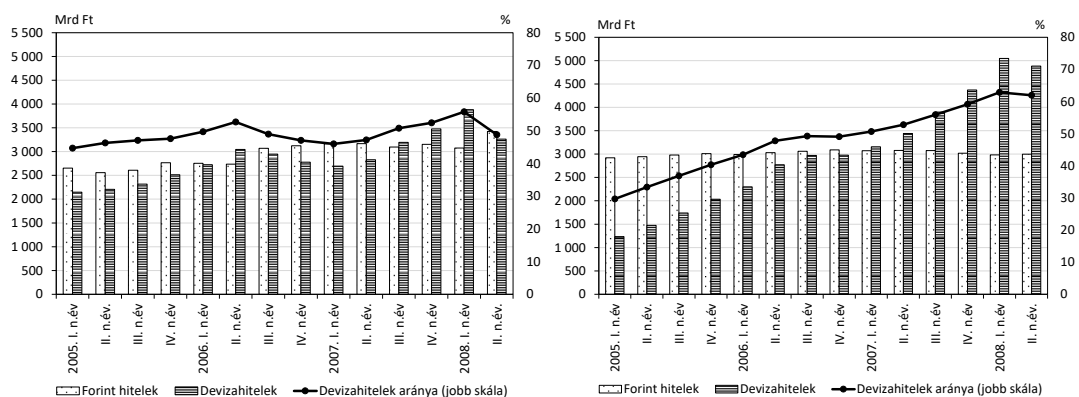
A jegybankos elemzések szerint 2006. előtt a pénzügyi stabilitás szempontjából elsődleges kockázatot a fiskális pálya fenntarthatatlansága jelentette, mivel a fenntarthatatlan fiskális pálya bármikor a kockázati megítélés radikális megváltozásához, a kockázati felár megugrásához és leértékelődéshez vezethet (MNB Stabilitási jelentés 2006 április). Ilyen környezetben a devizában történő eladósodás, a háztartások devizahitelezés révén kialakuló nyitott pozíciója akut veszélyt jelentett. A jegybank a Pénzügyminisztériumhoz eljuttatott szabályozási javaslatok azonban visszhang nélkül maradtak, a jegybanki eszköztár felhasználása (kötelező tartalékráta erre a célra való alkalmazása) pedig nem tűnt kellően hatékonynak. A 2006. áprilisi stabilitási jelentés precízen előre jelezte a későbbi súlyos helyzetet: „A pénzügyi közvetítőrendszer szempontjából a kockázatok elsődleges forrását a gazdasági szereplők devizában történő gyors ütemű eladósodásában látjuk. Hiteles költségvetési kiigazítás elmaradása esetén a devizahitelezés a piac által kiváltott árfolyam- és hozamkorrekción keresztül számottevő veszteséget okozhat az ügyfeleknek, és ezen keresztül a bankoknak. Mivel a bankok az ügyfelekre hárítják az árfolyamkockázatot, ezért egy jelentősebb árfolyammozgás a fedezetlen devizaadóssággal rendelkezők törlesztési terhének számottevő emelkedéséhez vezethet. Ez egyrészt az ügyfelek hitelképességének romlásán keresztül a banki hitelveszteségek növekedésében csapódhat le, másrészt a hitelkereslet visszaesésén és a bankokba vetett bizalom esetleges csökkenésén keresztül a pénzügyi közvetítés hatékonyságát és jövőbeli fejlődési lehetőségeit korlátozza.” (MNB 2006. április 4. oldal)

A túlzott lakossági eladósodást azonban az akkori jegybanki elemzések nem találták reális veszélynek, a mérések azt mutatták, hogy a hitelezés felfutása a természetes felzárkózási

folyamat része, az egyensúlyi pálya közelében halad (Kiss és szerzőtársai 2006). A tanulmány készítésekor azonban a legfrissebb adatok 2005. éviéek voltak, azaz a devizahitelezés jelentős felfutása az egyensúlyt vizsgáló írás megszületése után ment végbe (Király 2016). A magyarországi esetleges hitelbuborék ellen szólt az is, hogy az ingatlanpiacon korántsem volt olyan mértékű reáláremelkedés, mint a hitelboomot egyértelműen detektáló országokban. Később a válság idején frissített számok már mutatták 2006-tól kezdve a hitelbuborék kialakulását – de 2007-2008-ban ezt még nem lehetett biztosan tudni. A túlzott lakossági eladósodásról folyó vitákban inkább a „felzárkózás” típusú érvelés került fölénybe.

Az államháztartás 2006 nyarán megindult konszolidációját követően a devizahitelezést mind a stáb mind a döntéshozók a költségvetési konszolidáció negatív növekedési hatását mérséklő, a háztartási fogyasztási pályát simító eszköznnek tekintették. Pedig mind a lakossági, mind a vállalati hitelekben belül a költségvetési konszolidációt, 2006 nyarat követően indult meg a hitelállomány dinamikus bővülése melletti átváltás forintról devizára. A vállalati hitelekben belül ez nem volt kiugró mértékű az évtized egészét tekintve, a lakossági hitelezés 2006. utáni alakulása azonban már az egyszerű ránézésre is sejteti a devizahitel-buborék kialakulását (6. ábra).¹³

6. ábra: A vállalati és lakossági hitelek alakulása denomináció szerint 2000-2008



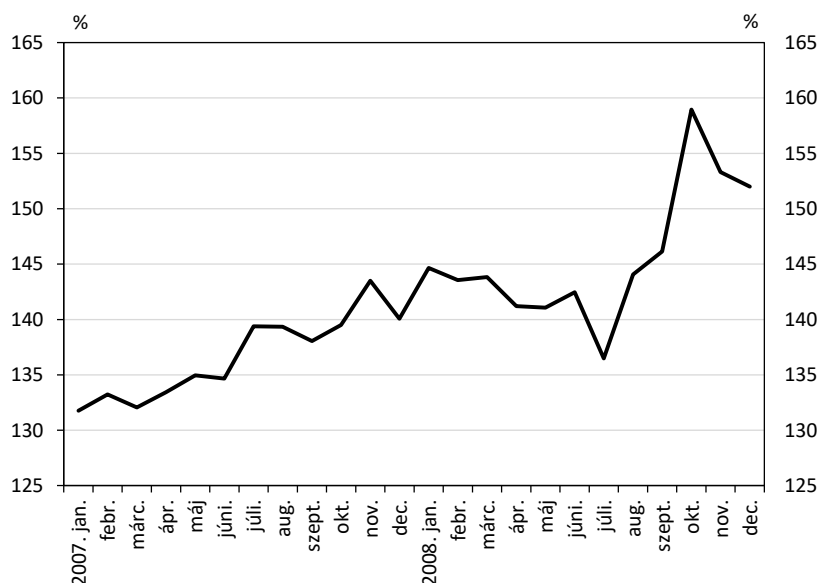
Forrás MNB Jelentés a pénzügyi stabilitásról (2008. október) Melléklet.

A 2007. áprilisi stabilitási jelentés összefoglalójában a kiemelt kockázatok között ekkor már nem szerepel a devizahitelezés, mivel „a pénzügyi közvetítőrendszer működési környezete jelentősen megváltozott az elmúlt évben. Bár tovább emelkedett a magánszektor devizában történő eladósodottsága a gazdaság a fiskális konszolidáció következtében egy középtávon fenntartható pályára került, ami csökkentheti egy szélsőséges hozam- és árfolyam-alakulás veszélyét.” (MNB 2007. április 19. old). A következő, 2008. áprilisi stabilitási jelentés a pénzügyi szektorbeli kockázatokat jelezte. Kiemelte, hogy „a háztartási hitelfelvétel nem a gazdasági folyamatokkal összhangban alakul, hanem az erős kínálat, illetve a pénzügyi intézmények korábbiaknál nagyobb kockázatok vállalásával járó (kockázatalapú) verseny mozgatja”(MNB 2008 április, 8. oldal).

¹³ A kérdéstről az egyik legkomolyabb vita 2007 május 18-án a Portfolio által szervezett „Jelzáloghitelezés és lakásfinanszírozás Magyarországon 2007” konferencián hangzott el. Az aggodalmak nem voltak annyira erősek, amennyire súlyos volt akkor már valójában a helyzet

A jelentés elkülönítette a kockázatalapú verseny elemeit: egyre magasabb hitelfedezeti arány (LTV,) lazuló hitelezési feltételek, kiemelten kockázatos termékek megjelenése. Egyre inkább terjedt, hogy a megengedhetőnek ítélt törlesztőrészlethez ajánlottak (magasabb) hitelösszeget. Kimutatható volt, hogy az alacsony jövedelmű háztartások törlesztési pályája egyre inkább kifeszített. A bankok közvetlen kockázata is nőtt: szétnyílt a mérleg szerinti devizapozíciójuk és ezzel párhuzamosan radikálisan emelkedett a swapállomány (Banai és szerzőtársai 2010). Ugrásszerűen megnőtt a nagybani piacra való utaltságot jelentő hitel/betét arány (7. ábra)

7. Ábra A bankok hitel/betét rátája 2007-2008



Forrás: MNB Jelentés a pénzügyi stabilitásról (2013. november) Melléklet.

A 2008 áprilisi stabilitási jelentés és Monetáris Tanács a vita során Magyarországot mégsem látja sérülékenynek, az érvelők többsége a költségvetési konszolidáció mellett nem lát súlyos feszültséget a bankpiac kockázat alapú versenyében. A Tanács véleménye szerint Magyarországnál sokkal sérülékenyebbek a már akkor kimutatható hitelbuborék miatt a balti országok, Románia és Bulgária. Az akkori értékelés a későbbi folyamatok ismeretében naivnak és felületesnek tűnik, ám akkor nem csak a Nemzeti Bank stábja és döntéshozó testülete, hanem más elemzők is a magyar gazdaság sérülékenységének csökkenését elemezték.¹⁴

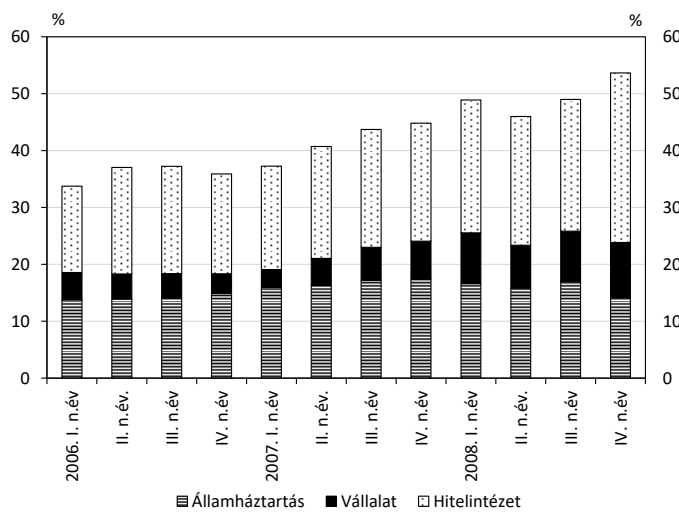
A gazdasági folyamatokat elemző és előrejelző jegybanki inflációs jelentések csak összevontan elemezték a lakossági hitelezést, nem vizsgálták külön a deviza- és a forint hitelezést, nem figyelték külön a fogyasztási és lakáshitelek alakulását. Nem ugrott ki, hogy a lakossági hiteleket már a fogyasztási célokat szolgáló szabad-felhasználású devizahitelek dominálják. A 2007. júliusi kamatdöntést előkészítő anyag ugyan jelezte, hogy „figyelemre méltó, hogy a háztartások fogyasztási célú keresletének csökkenése 2007 első négy hónapjában érdemben elmarad a lakossági jövedelmek reálértékének becsült csökkenésétől”, valamint, hogy „a lakosság fogyasztási célú – jellemzően devizában denominált – hitelkereslete korábban soha

¹⁴ Lásd például A Külgazdaság 2007 1-2 számában „A konvergenciaprogramon túl” címmel közzétett hozzászólásokat.

nem tapasztalt szintre emelkedett” de megállapítja: „mindez összhangban van a lakosság esetében feltételezett fogyasztást simító magatartással” . (MNB Rövidített jegyzőkönyv 2007 július 23, 2. oldal)

Az államháztartási konszolidációval párhuzamosan a negatív külső sokk veszélyét, így a devizahitelezés kockázatait a jegybank egyre kisebbnek ítélte. A javuló költségvetés elfedte a közben lassan és ellenállhatatlanul növekvő lakossági és vállalati hitelbuborékot és annak a **külső egyensúlyra** gyakorolt negatív hatását. A Monetáris Tanács kamatdöntő ülésein gyakorlatilag szóba se került a devizahitelezés¹⁵, illetve egy esetlegesen éppen kialakuló hitelbuborék makrogazdasági hatása, az ország sérülékenységét növelő jellege. A döntéshozók a kormányzati kiigazításnak a külső sérülékenységre gyakorolt pozitív hatását evidenciaként kezelték, a magánszektor a bankrendszeren keresztül lassan felépülő külső sérülékenységet növelő eladósodása nem volt szem előtt.

8. Ábra: A nettó külső adósság összetétele szektorok szerint



Forrás: MNB Jelentés a pénzügyi stabilitásról (2013. november) Melléklet.

Az elemzők és a döntéshozók észlelték a lakossági fogyasztásimítást és ennek pozitív növekedési hatását, de a devizahitelezés monetáris transzmisszióra gyakorolt hatásának elemzése elmaradt. A költségvetési kiigazítás pozitív hatása és a korábbi adatok alapján mért egyensúlyinak ítélt hitelnövekedés elfedte az egyre dinamikusabban növekvő devizahitelezést, és a monetáris kondíciók erre gyakorolt hatását.

A 2007-2008-ban az alapvetően szigorodó monetáris kondíciók a várakozásokon, a kamatcsatornán és az árfolyamcsatornán keresztül valóban visszafogták a ciklikus keresletet, így az eredetileg célzott antiinflációs hatás érvényesült. Azonban a hitelezési csatornán keresztül perverz hatás érvényesült. A szigorú kondíciók egyrészt növelték a hazai és külföldi kamatok között különbséget másrészt – elsősorban a sáveltörlést követően – jelentősen erősítették a nominális árfolyamot. A növekvő kamatdifferencia és a kamatparitásnak ellentmondó nominális árfolyamerősödés a hitelállomány összetételét nem csak a devizában nominált hitelek felé mozdította el (Basso és szerzőtársai 2007), de összességében is növelte

¹⁵ Egyetlen utalást találtunk a 2008. márciusi rövidített jegyzőkönyvben: „Emellett a háztartások devizaeladósodottságának növekedése, valamint a belpolitikai bizonytalanságok is a kockázatokat növelik.”

a devizában nominált hitelkínálatot (Ongena és szerzőtársai 2017, Király-Simonovits 2015). A hitelkínálat növekedés a lakosság esetében egyrészt azért következett be, mert az erősödő árfolyam és a növekvő kamatdifferencia hitelképesnek mutatta azokat a háztartásokat is, akik forintban nem lettek volna hitelképesek, így nőtt a devizában eladósodott háztartások száma, másrészt, a „törlesztőrészlethez hitelösszeget” választók esetében egyre nagyobb hitelösszeget tett lehetővé, így nőtt, az egy adásra jutó hitelösszeg a forintban eladósodó háztartásokhoz képest. Akárcsak az Egyesült Államokban a másodrendű jelzálogpiaci válság esetében Magyarországon is hitelkínálati buborék alakul ki (Király 2016).

Mindennek következményeként az egyre intenzívebb devizahitelezés mellett a szigorodó monetáris kondíciók a hitelcsatornán keresztül perverz transzmisszióhoz vezettek: az erősödő reálárfolyam, és a magas reálkamat a devizahitelezés és így az összkereslet növekedéséhez járultak hozzá, nem dezinflációs, hanem inflatorikus hatásuk volt. A perverz hatás nagyságának becslése, a szigorú monetáris kondíciók keresletre gyakorolt összehatása a monetáris politikai vitákban nem kapott kellő figyelmet.

3. A kibontakozó pénzügyi válság megítélése

A 2007 nyarán az Egyesült Államokban kibontakozó **pénzügyi válságról** az MNB Monetáris Tanács a már 2007 júliusában részletes tájékoztatást kapott. 2007-ben nem készült őszi stabilitási jelentés ¹⁶, így a válság elemzése belső anyagokban, monetáris tanácsi beszélgetésekben került elő, publikus anyagban nem. A kamatdöntést előkészítő stáb-anyagok a helyzet megítélésének bizonytalanságát is tükrözték: „A hitelfelárak emelkedése ellenére az amerikai jelzálogpiaci fejlemények várhatóan csak marginális hatást gyakorolnak a kockázati étvágra, amíg nem gyűrűznek át más piacokra vagy a lakossági fogyasztásra, aminek egyelőre még nem látszódnak a jelei.” (MNB rövidített jegyzőkönyv 2007. július 23).

Egy pénzügyi válság megítélésével kapcsolatban két fontos kérdés merül fel. Egyrészt, lényeges, hogy mennyire **sérülékeny az adott gazdaság**, egy esetleges fertőzés mennyire erősen érinti, másrészt, ha bekövetkezik a válság **milyen eszközök állnak rendelkezésre** a válság kezelésére.

2007 augusztusában a Monetáris Tanács meghallgatta az EU jegybankjainak részvételével megtartott válság-szimulációs gyakorlatról szóló előterjesztést, és megállapította, hogy likviditási válság esetén az MNB minden eszközzel rendelkezik a megfelelő, gyors és hatékony közbeavatkozásra. A 2007. tavaszi válság-szimuláció azonban csak egyedi banki likviditási helyzeteket elemzett, a teljes pénzpiac leállása ekkoriban egyik országban sem szerepelt semmilyen forgatókönyvben. A beszámoló során így nem volt szó pénzpiaci leállásáról, de az sem merült fel, hogy a jegybankban esetleg majd devizában kell likviditást nyújtania. Európában ekkor még elképzelhetetlennek tűnt, hogy a világ egyik leginkább likvid piaca, a devizaswap piac likviditásával problémák legyenek. Így a monetáris tanácsban sem történt meg a devizahitelezés és a pénzügyi válság lehetséges hatásainak összekapcsolása, a magyar jegybank nem készült fel egy devizában kialakuló likviditási válság lehetséges kezelésére.

Az Egyesült Államokban kibontakozó pénzügyi válság 2007 augusztus 9-én egy gyorslefolysú likviditási turbulencia formájában már az európai piacokat is elérte, az Európai Központi Banknak likviditási gyorssegéllyel kellett beavatkoznia (Király 2008). Az augusztusi tanácsülésen

¹⁶ A stabilitási jelentések 2008-tól már évente kétszer tavasszal és ősszel készültek.

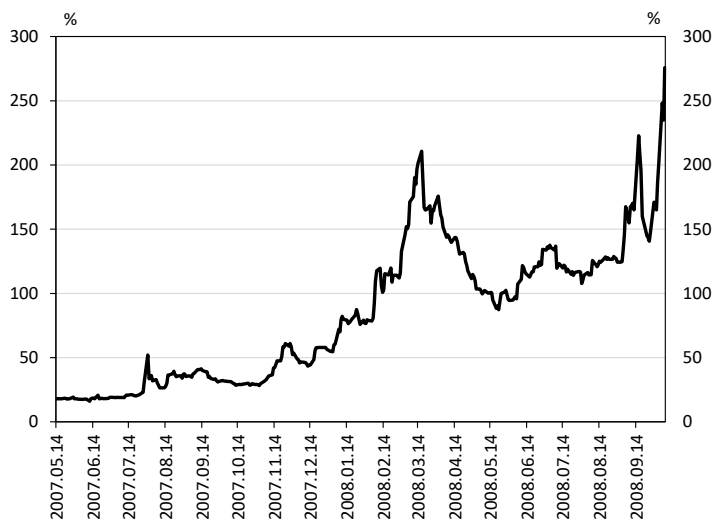
elhangzott, hogy a korábbi válságokkal ellentétben a pénzügyi globalizáció következtében a pénzügyi csatornákon a pénzáramlás sebessége felgyorsult, és a fejlett pénzügyi piacokról kiinduló subprime válságtól¹⁷ nem függetlenítheti magát egyetlen gazdaság sem. A belső anyagokból kiderült, hogy bár Magyarországon csak mutatóban vannak úgynevezett „mérgezett” (összetett strukturált) termékek (CDO-k, ABS-ek stb), de a válság közvetve már érinti a bankrendszert, mivel a nemzetközi pénzügyi piacokat egyre inkább jellemző likviditási feszültség miatt a **magyar bankok nehezebben és drágábban jutottak forráshoz**, rövidültek a pénzügyi ügyletek lejáratái. A kamatdöntését követő közlemény utalt arra, hogy a „turbulencia” hatására romlott az ország megítélése, de a tanácsstagok többsége úgy látta, hogy „a hazai gazdaság külső és belső egyensúlyhiánya határozottan mérséklődik, és az irányzat folytatódására számít, ami jelentősen csökkentheti az ország külső sebezhetőségét.” (MNB rövidített jegyzőkönyv 2007. augusztus).

Szeptemberben már a vitában hangsúlyt kapott, hogy „a nemzetközi pénzügyi piacokon növekedett a bizonytalanság; a kockázati felár az elmúlt hónapban jelentősen emelkedett, ezért a hazai folyamatok által indokolt kamatcsökkentéseket csak fokozott óvatossággal lehet végrehajtani.” (MNB rövidített jegyzőkönyv 2007. szeptember). Októberben a kamatcsökkentési ciklus leállításának egyik indoka volt már a közlemény szerint a „bizonytalan nemzetközi befektetői környezet”, de a válsággal szemben alapvetően bizakodó tanácsi hangulatot jól jelzi a jegyzőkönyv: „A pénzügyi piaci környezet összességében kedvezően alakult annak ellenére, hogy az amerikai jel-zálogpiacról kiinduló problémák az elmúlt hónapokban lényegében nem enyhültek. A közvetlenül nem érintett kockázatos eszközök iránt megnőtt a kereslet, október elejére több feltörekvő ország devizája és részvényindexe történelmi csúcsra emelkedett, és a kockázati felárak is mérséklődtek.” (MNB rövidített jegyzőkönyv 2007. október 29). A helyzet ilyen megítélése szinte egyöntetű volt a régió elemzői között, egyáltalán nem volt meglepő a jegybanki optimizmus.

A 2007. novemberi inflációs jelentés külön keretes írást szentelt a pénzügyi válságnak és várható következményeinek, a jelentés kockázati pályája pedig számításba vette a válság lehetséges negatív, növekedést visszafogó, de mérsékeltnek tételezett reálgazdasági következményeit. A kamatdöntő vita során többször elhangzik, hogy az ország sérülékeny, és „a közelmúltban a befektetők kockázatvállalási hajlandósága ismét mérséklődött, ami kedvezőtlenül érintette a forintszeközöktől elvárt hozamokat.” (MNB rövidített jegyzőkönyv 2007. november 26.). A tél során a helyzet lényegesen nem változott, elsősorban a kockázati (CDS) felárak emelkedése, a befektetői hangulat bizonytalansága, a hazai banki források rövidülése és drágulása jelenik meg a monetáris tanácsi vitákban (9. ábra).

¹⁷ A subprime válság értelmezését és részletes elemzését lásd például Király és szerzőtársai 2008, Király 2009

1. Ábra: A CDS felárak alakulása 2007-2008



Forrás: MNB Jelentés az infláció alakulásáról kiadványai és saját számítás

A februári inflációs jelentés alig foglalkozik a még mindig „turbulenciaként” aposztrofált pénzügyi válsággal, kizárólag az akkor már várható amerikai recesszió lehetséges következményeit elemzik röviden. Ez a hangulati hullámvás az Egyesült Államokat kivéve minden országban jellemző volt a válság első szakaszában, 2008 ősziig a Lehman Brothers összeomlásáig nem számoltak durva következményekkel, csak mérsékelt növekedés visszaeséssel.

A feltörekvő országokra jellemző volt az az optimizmus, amit a mexikói jegybankelnök fogalmazott meg: „Ezúttal nem nálunk van a probléma gyökere”,¹⁸ amivel arra célzott, hogy ezúttal nem az úgynevezett feltörekvő országokban robbant ki valamiféle pénzügyi válság. A kilencvenes években egymásután rázta meg a világ pénzügyi rendszerét 1995-ben az úgynevezett mexikói „peso-válság”, 1997-ben a távol-keleti (Thaiföld, Indonézia, Dél-Korea, Malaysia, Fülöp-szigetek) valuta- és bankválság, 1998-ban az orosz államcsőd közeli válság majd 1999-2002 között az argentin gazdasági válság. Ez a mostani válság azonban a legfejlettebb pénzügyi piacról, az Egyesült Államokból indult, és úgy tűnt a fertőzés csak a fejlett pénzügyi központokat éri el. A Lehman-csődöt megelőző békeévben számos elemző, kutató vizsgálta az úgynevezett „szétkapcsolódási elméletet” („decoupling theory”), ami szerint a feltörekvő gazdaságok „lekapcsolódnak” a fejlett országokról és a pénzügyi válságot elkerülve fejlődnek tovább. Dooley és Hutchinson szerint a Magyarországot is magában foglaló 16 országra kiterjedő „feltörekvő” minta országai valóságos „aranykorban” éltek a válság első időszakában nagyjából 2008 közepéig. A legtöbb deviza jelentősen felértékelődött a dollárral szemben, bankválság pedig nem fenyegetett, mivel a feltörekvő országok bankjaiban viszonylag csekély mennyiségű toxikus eszközök halmozódott fel. (Dooley–Hutchison 2009).

A „subprime fertőzés” először 2008 márciusában jelentkezett közvetlenül is a magyar pénzügyi piacokon. Átmeneti állampapírpiaci likviditási válság alakult ki: az árjegyzések akadoztak, a piaci likviditási mutatók romlottak. A „turbulencia” sikeres kezelése, amibe beletartozott a március végi monetáris tanácson egy szinte egyhangú 50 bázispontos

¹⁸ Guillermo Ortiz: „This time we did not cause it”. Idézi: Blinder 2013, page 171

kamatemelés is, kicsit azt az érzést is erősítette, hogy nem mi vagyunk a vihar epicentrumában, érint bennünket a válság, de talán nem olyan súlyosan.

Márciustól kezdve a döntést előkészítő anyagok makrogazdasági elemző része külön pénzügyi piacokat elemző részt is tartalmazott.¹⁹ A márciusi sokk elmúltával áprilistól azonban ismét háttérbe szorult a pénzügyi válság, mint döntést befolyásoló tényező, sőt, nyáron a döntést előkészítő anyagokban már kifejezetten a pénzügyi válság enyhüléséről olvashattunk: „Míg a május nagyobb része a globális piacokon a subprime-válság enyhülésének jegyében telt, addig az utóbbi hetekben a nemzetközi tőkepiaci folyamatokat egyértelműen az inflációs várakozások emelkedése határozta meg. Bár a világpiaci élelmiszerárakban március óta erőteljes korrekciót figyelhetünk meg, az olajárak emelkedése töretlenül folytatódott, és a májusi trendinfláció számos országban újra negatív meglepetést okozott. Egyes elemzések szerint az olajárak növekedése fundamentális okokra vezethető vissza (a kínálat lassan alkalmazkodik, a keresletszűkülést pedig sok országban gátolják a kormányzati ártámogatások), ezért kevesebb esély van az árak jelentős csökkenésére. A világ nagy jegybankjai eddig a növekedési kockázatokra helyezték a hangsúlyt, azonban az utóbbi hetekben mind az EKB, mind a Fed az inflációval kapcsolatban markánsan szigorúbb kommunikációt folytatott.” (MNB jegyzőkönyv 2008 június 23).

2008. szeptember 15-én csődöt jelentett a Lehman Brothers. A Lehman bukását követő 2-3 napban a fejlődő világban még semmi rendkívüli nem történt. Sőt, Kelet-Európa megítélése ekkor épp javult: a lengyelek épp ezt az időpontot találták alkalmasnak annak bejelentésére, hogy 2011-re bevezetik az eurót, a zlotyi és a cseh korona is erősödött azon a héten. Még ekkor is a legtöbb elemző a fejlődő országok elszakadásáról (decoupling-theory) értekezett,

A stáb heti tájékoztatóiban szeptember 15 után visszatérő megállapítás volt, hogy érint ugyan bennünket a válság, de semmilyen súlyosabb hazai krízisnek nincs jele. A szeptember 29-i kamatdöntéskor a Monetáris Tanács csak egy enyhe aggályt fogalmazott meg az esetleg rosszabbodó helyzettel kapcsolatban: „Bár a legsérülékenyebb országcsoportból hazánk kikerült, a befektetők szemében a forintbefektetések nem tartoznak a megbízható eszközök csoportjába, ezért a pénzügyi zavarok esetleges súlyosbodása a régió országainál jobban érintheti a forint eszközök árait.” (MNB rövidített jegyzőkönyv 2008 szeptember 29.) Monetáris politikai döntés szükségessége nem merült fel. Ugyanezen a napon, szeptember 29-én az amerikai a törvényhozás 2208:205 arányban elutasította a pénzügyminiszter által benyújtott 700 milliárdos mentőcsomagot a TARP-ot (Bernanke 2017), és hiába szavazták meg 5 nappal később – a világméretű összeomlást, a kockázattól való menekülést már nem lehetett megállítani. A Lehman lavina valójában ezen a szeptember végi napon kezdte maga alá temetni a pénzügyi világot, és a sérülékenynek ítélt gazdaságokat.

A jegybanki összkép azonban még 2008. október elején is inkább optimista volt. A jegybanki elemzők, úgy vélték „hazánkat csak viszonylag mérsékelten érintették a fejlett piacok eseményei: a forint az euróval szemben csak kisebb mértékben gyengült. Egyfelől a magyar költségvetési pozíció jelentős javulása mérsékelte hazánk külső finanszírozási igényét, másfelől a régió megítélése a szlovák euróbevezetés közelsége és a lengyel ambíciók miatt pozitív. Ezek miatt a globális kockázatvállalási hajlandóság csökkenését nem követte a korábban megszokott, biztonságos piacokra történő tőkeáramlás és ehhez kapcsolódóan árfolyamgyengülés, főként, mert a fejlett piacok kockázata is jelentősen megemelkedett.” A

¹⁹ A subprime válság kialakulásakor (2007. augusztus, szeptember) volt külön pénzügyi fejezet, azután elmaradt.

jegybank egyfajta „tudásvákuumba” került: a napi piaci elemzések a mindenkori pillanatot tudták rögzíteni, előrejelzést a várható hatásokról nem adtak, míg előrejelzések (inflációs jelentések) csak negyedévente készültek. Hasonló jelenség az Egyesült Államokban is előfordult: „Elnöki periódusom vége felé valaki feltette nekem a kérdést, hogy mi lepett meg a legjobban a pénzügyi válsággal kapcsolatban. „Maga a válság” – válaszoltam. Ezzel nem azt akartam mondani, hogy egyáltalán nem vettük észre, hogy mi történik. A kirakós játék legtöbb darabját láttuk, még ha nem is igazán tisztán. De nem értettük – „nem tudtuk elképzelni”, talán ez a jobb kifejezés –, hogy ezek a darabok miként idézhetnek elő egy olyan válságot, amely összehasonlítható a nagy gazdasági világválság nyitányát jelentő pénzügyi válsággal, sőt – sokak szerint – annál még súlyosabb is lehetett.” (Bernanke 2017, 5. fejezet).

A korabeli monetáris tanácsi anyagok alapján tehát megállapítható, hogy a rendelkezésre álló információk bázist figyelve a Monetáris Tanács túlértékelt a költségvetési konszolidáció sérülékenységet mérséklő hatását, és így nem kellően figyelt a kibontakozó pénzügyi válság Magyarországot érintő durva mellékhatásaira.

4. Devizatartalék-stratégia

Magyarországon a devizatartalék tartásának három célja van. A legfontosabb ezek közül az, hogy a devizatartalékkal, mint eszközzel a jegybank demonstrálja a pénzügyi piacokat érő sokkok ellensúlyozására irányuló szándékát és a képességét. A másik fontos cél, amely miatt devizatartalékot szükséges tartani az a devizapiaci intervenció lehetősége, például egy gyors árfolyam erősítés érdekében. Végül ugyancsak devizatartalék tartását indokolja az a tény, hogy jelenleg - számos más jegybankhoz hasonlóan - az MNB vezeti a kormányzat forint- és devizaszámláit és végzi a kormányzat devizában felmerülő tranzakcióit.

A devizatartalék ideális szintjének meghatározására sokféle megközelítés létezik. Sokáig, amíg a nemzetközi kapcsolatokban elsősorban az áruk kiviteléhez és behozatalához kapcsolódott devizamozgás devizatartalék fő feladata az volt, hogy a gazdaságot érő sokkok idején legalább – hüvelykujj szabály szerint - három havi importot ki tudjon az ország fizetni. Amikortól szabaddá váltak a tőkemozgások sokkal lényegesebb, hogy ha a gazdaságot, az országot bármilyen külső negatív hatás (sokk) éri a devizatartalék elegendő legyen a devizában felvett adósságok visszafizetésére, de legalább a gyorsan, egy éven belül lejárató adósságokéra. Ezt a nagyon elterjedt hüvelykujj szabályt hívják Guidotti – Greenspan szabálynak, mert miután 1999-ben egy nemzetközi tanácskozáson Pablo Guidotti argentin pénzügyminiszter-helyettes javasolta (Argentína elég sokszor omlott össze ahhoz, hogy legyen tapasztalatuk benne) az akkori Fed elnök Alan Greenspan elkezdte népszerűsíteni.

Természetesen ez is csak egy jó hüvelykujj-szabály, nincs tökéletes válasz arra a kérdésre mekkora legyen a devizatartalék szintje. A szükségesnél sokkal több devizatartalék sem jó, mivel a tartaléktartásnak nyilvánvaló költségei vannak. Válság idején mindig elhangzik a kritika, hogy több tartalék kellett volna, békeidőben viszont úgy tűnik feleslegesen nagy költséggel tart a jegybank ilyen drágán a biztonságot szolgáló tartalékokat. Emiatt az MNB nem egyszerűen arra törekedett, hogy az ország devizatartalékának nagysága megfeleljen a befektetők által elvárt devizatartalék szintnek, hanem egyben arra is, hogy normál körülmények között lehetőleg csak minimális mértékben haladja azt meg, ezzel is csökkentve a tartalék tartás költségét.

A Magyar Nemzeti Bank 2008 elején az akkori statisztikai adatközlések, azaz a Monetáris Tanács rendelkezésére álló akkori információk szerint elégséges devizatartalékkal rendelkezett. Tekintettel a kibontakozó pénzügyi válságra 2007. második felében az MNB érzelve egyes tartalékmutatók által jelzett növekvő tartalékigényt előbb jelentősen lelassította, majd 2008 januárjában leállította az uniós források addigi piacra vezetését. Félő volt ugyanakkor, hogy ez önmagában nem lesz elégséges a gyorsan növekvő tartalékszükséglet fedezésére. Ezért, bár a jegybank alapvetően az államadósság belföldről való finanszírozását támogatja, 2007 őszétől az MNB több alkalommal szorgalmazta, hogy az Államadósság Kezelő Központ, a kormány adósságkezelő szervezete devizakötvényt bocsásson ki, ami automatikusan a tartalékok jelentős növelését eredményezte volna. Az adósságkezelő kezdetben a megemelkedett devizafelárakra hivatkozva vonakodott ennek végrehajtásától és végül a tervezett 500 Mrd forintnyi kötvény helyett mindössze 300 milliárdnyit bocsátott ki. 2008-ban pedig, a jegybank határozott véleménye ellenére az ÁKK a megváltozott nemzetközi tőkepiaci helyzetre hivatkozva a devizakötvény kibocsátásokat elhalasztotta, míg 2008 őszén már egyáltalán nem vagy csak a korábbi felár többszörösén lett volna lehetősége nemzetközi kibocsátásra. A devizatartalékaink így épp a válságidőszakban nem nőttek, igaz, nem is csökkentek. Bízni lehetett abban is, hogy a megújítandó magánadósság jelentős részét anyabankjaik nyújtották hazai leánybankjaiknak, és válság esetén sem fogják „kirántani”.

Számos elemző van, aki szerint valójában az alacsony devizatartalék volt a problémák igazi forrása, és a Nemzeti Bank megbocsáthatatlan hibája, hogy ez így alakult (Mosolygó 2008, Surányi 2010). Az előzőekben azt mutattam meg, hogy a Magyar Nemzeti Bank 2008 elején az akkori statisztikai adatközlések, elégséges devizatartalékkal rendelkezett, és igyekezett ennek szintjét nem csak megtartani, de növelni is. Azonban az tény, hogy ez a devizatartalék szint a válságban, a befektetők, az elemzők szerint elégtelennek ítéltetett.

A válság egyik legfontosabb hazai tapasztalata (MNB 2008), hogy a rövid lejáratú adósság váratlanul, és viszonylag gyorsan képes megugrani. 2007 után a külföldi befektetők az akkor lejáró hosszú lejáratú hiteleket már csak rövid futamidőre voltak hajlandók megújítani, miközben az új adósságot a bankok és az állam is egyre inkább csak tövid lejáratú hitelekkel tudta finanszírozni. A jegybank ezeket a folyamatokat csak jelentős, két-három hónapos késéssel, a statisztikai adatközlés időpontjában látja, és a devizatartalék „hozzáigazítása” a megnövekedett rövid adóssághoz szintén időigényes folyamat. A befektetők és hitelminősítők a válság legmélyebb pontjain is elvárták a Guidotti-szabály teljesítését a kockázatosabbnak tartott feltörekvő gazdaságok jegybankjaitól. A válság kirobbanása után a fel-törekvő országok tartalék-megfelelése a befektetők, hitelminősítők érdeklődésének középpontjába került. A tartalékszint megítélésénél az értékelők nem vették figyelembe a válság tényét, illetve azt, hogy a devizatartalék csökkenése ilyen helyzetekben szükségszerű, hiszen éppen azért van a tartalék, hogy válságidőben csökkenjen. Amit az elemzők figyelmen kívül hagytak (és a diagnózisuk valóban téves volt), hogy az anyabanki források a válság legkritikusabb időszakában is megújításra kerültek, azaz a mindenki által alkalmazott Guidotti-szabály túlbecsülte a forráskiáramlás mértékét. Az anyabankok 2008 októbere és decembere között nem hogy csökkentették, hanem kifejezetten közel 20 százalékkal növelték idehelyezett forrásaikat.

Ugyancsak a válság meglepetése volt a devizacsere-piac nem várt „kiszáradása”. Likviditási válság esetén a spot-piaci intervenció mellett a swap-piacokon is szükség lehet jegybanki likviditásnyújtásra, ami növelheti a tartalékigényt. A devizacsere-piac, mint fedezett likviditáskezelő eszköz minden körülmények közti elérhetőségét senki nem kérdőjelezte meg

a válság időszaka előtt. Az a tapasztalat, hogy ez a piac kiszáradhat, nemcsak Magyarországot érte váratlanul, hiszen a subprime-válságot, és különösen a Lehman-csődöt követő időszakban a legtöbb swap-piacon dollárhiány alakult ki. A válság rámutatott, hogy a devizatartalékok méretezésekor a swap-piac kiszáradása esetén szükséges jegybanki likviditásnyújtás fedezetével is számolni kell. Még ha mindezt előre is láttuk volna, hogyan tudtuk volna a devizatartalékokat növelni? Kérdés, ha a jegybank nagy erőfeszítések árán 2007-2008-ban egy-két milliárddal megnöveli a devizatartalékokat – valószínű az is elégtelen lett volna: „Ha 17 milliárd euró helyett 19 vagy 20 milliárdos tartalékkal rendelkezünk, akkor bármiben más lett volna-e a helyzetünk? Szerintem aligha. Akkor lehet, hogy nem októberben kellett volna az IMF-hez menni, hanem novemberben. Nem ezen múltott. A magyar gazdaság fundamentumai voltak olyan gyengék, ami elkerülhetetlenné tette a nemzetközi segítségkérést”.²⁰

5. Következtetések

A tanulmányban a Monetáris Tanács kamatdöntést követő közleményei, a rövidített jegyzőkönyvek, valamint nyilvános stáb anyagok alapján vizsgáltam meg a későbbi történések fényében rendkívül izgalmas periódus, költségvetési kiigazítást követő időszak monetáris politikai dilemmáit a likviditási válság kirobbanásáig, azaz 2008 októberéig.

Megállapítható, hogy a Tanács a rendelkezésére álló információs halmaz figyelembevételével, a jövőbeli különböző kimenetek esélyeit eltérően megítélve, és így komoly viták közepette hozta meg döntéseit. A válságot megelőző periódus monetáris politikáját minősítő sommás ítéletek nem állják meg a helyüket: a tanácsi viták árnyalt, de természetesen eltérő helyzetmegítélést, felelős szavazatokat tükröznek. Mindez nem jelenti, hogy egy döntés a későbbi események tükrében nem tűnhet elhibázottnak.

A későbbi információk ismeretében bizonyos vitapontok – mennyire erős és tartós a fehéredéssel beindult bérinfláció, mennyiben jelent strukturális változást a nyersanyagár robbanás, bekövetkezett-e és ha igen mikor a forint túlzott reálfelértékelődése, eléggé csökkent-e a gazdaság költségvetési konszolidációt követő sérülékenysége ahhoz, hogy a válságnak ne legyenek súlyos következményei – mára egyértelműen eldőlték. Az akkori helyzet megítélése azonban sem a stábon sem a tanácson belül nem volt egyértelmű – ami jelzi, hogy a jövő biztos ismerete nélkül, a döntés pillanatában rendelkezésre álló információkat használva soha nincs egyetlen megfellebbezhetetlen igazság. A monetáris tanácsi viták dinamikája számos esetben szoros döntést, a vita hatására változó álláspontokat hozott ki.

A vizsgált periódusban egy nagyon óvatos kétszer 25 bázispontot és többszöri megállást tartalmazó 2007-es lazító, és egy sokkal határozottabb, szinte csak közvetlenül a 2008. évi robbanás előtt leálló összesen 100 bázispontos emelést tartalmazó szigorító ciklust figyelhettünk meg. A lazító ciklus a költségvetési megszorítás dezinfláló hatására, a szigorítás a másodkörös hatásukat tekintve egyre erőteljesebb és gyakoribb költségsokkokra alapozódott. A lazítási ciklus megállításában majd a szigorítás megindításában szerepe volt az időközben kibontakozó subprime válság a bizonytalanságot növelő hatásának.

Azonban a szigoruló monetáris kondícióknak a hitelcsatornán keresztül kifejtett perverz hatását, azaz a devizahitelezés és a magánszektor külföldi eladósodásának negatív hatását a monetáris politikai döntéshozók nem kellő súllyal vették figyelembe. A devizahitelezés gyors

²⁰ Simor András in Martin-Várkonyi Álomcsőd 115. oldal

felfutása e mellett a külső eladósodás növekedéséhez is hozzájárult egy olyan periódusban, amikor a kormányzat már behúzta a saját fékeit.

A Monetáris Tanács látta, és az adott pillanatban helyesen értékelte a kibontakozó pénzügyi válságot, azonban az ország sérülékenységét a ténylegesnél jóval kedvezőbben ítélte meg, ne számított a fertőzési hatás ilyen gyors és brutális kibontakozására. Az ország elsődleges védvonalát jelentő devizatartalékokat a rendelkezésre álló információk alapján megfelelő szinten tartotta, azonban a viharos gyorsasággal berövidülő források volumenét nem mérte fel kellő pontossággal és figyelmen kívül hagyta – mint minden más jegybank is - a swappiacok váratlan leállítását.

Mindezeket összetéve megállapítható, hogy 2006-2008-ban a Monetáris Tanácsnak nem lett volna lehetősége a 2008. októberi likviditási válságot megakadályozni, de súlyosságát talán tompíthatta volna.

Hivatkozások

ANTAL LÁSZLÓ [2004] Fenntartható-e a fenntartható növekedés? Az átmeneti gazdaságok tapasztalatai Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest, 2004, 435 o

BANAI ÁDÁM – KIRÁLY JÚLIA - NAGY MÁRTON [2010] Az aranykor vége Magyarországon. Külföldi szakmai és lokális tulajdonú bankok – válság előtt és válság után. Közgazdasági Szemle, LVII. évf., 2010. február (105-131. o.)

BÁNFI TAMÁS [2010] Tévedésben él a Magyar Nemzeti Bank. Nagy Vajda Zsuzsa interjúja Bánfi Tamással. 2010. szeptember 23., csütörtök 00:00
https://mno.hu/migr_1834/tevedesben_el_a_magyar_nemzeti_bank-225329

BASSO, H.S. – CALVO-GONZALEZ, O. – JURGILAS, M. [2007] Financial dollarization. The role of banks and interest rates. ECB Working paper series No 748, 2007 May

BERNANKE, BEN [2017] Volt merszünk cselekedni. Emlékirat egy válságról és annak utóéletéről. Napvilág Kiadó, 2017 (megjelenés alatt)

BIHARI PÉTER [2007] A jegybank esete Sziszüphosszal. Népszabadság 2007. január 30.
<http://nol.hu/archivum/archiv-433406-242412>

Blinder, A.S. [2013] After the music stopped. The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead. The Penguin Press

Csermely Ágnes [2006] Az inflációs cél követésének rendszere Magyarországon. Közgazdasági Szemle, LIII. évf., 2006. december (1058–1079. o.)

Csermely Ágnes - Hamecz István [2007] A kakukktojás. Észrevételek Surányi György: A magyar "csoda" című cikke kapcsán Népszabadság 2007. január 17. <http://nol.hu/archivum/archiv-433134-242169>

Dooley, M. – Hutchison, M. [2009] Transmission of the U.S. subprime crisis to emerging markets: Evidence on the decoupling–recoupling hypothesis. Journal of International Money and Finance 28 (2009) 1331–1349

Erdős Tibor [2007] Árfolyam-politika és inflációs cél követése Magyarországon. Közgazdasági Szemle, LIV. évf., 2007. október (853–875. o.)

Farkas Beáta (szerk.) [2012] Válság: mérföldkő az európai integrációban? Szegedi Tudományegyetem. Műhelytanulmányok MT-PNGKI – 2012/2

Jakab Zoltán – Kiss Gergely – Kovács Mihály András [2006] Mit tanultunk? A jegybanki előrejelzések szerepe az inflációs cél követésének első öt évében Magyarországon. Közgazdasági Szemle, LIII. évf., 2006. december (1101–1134. o.)

Herczeg Bálint [2007] Lakossági devizahitelek hatása a monetáris transzmissziós mechanizmusra Magyarországon. Előadás az MKE 2007. évi konferenciáján.

Hornok Cecília–Jakab M. Zoltán–P. Kiss Gábor [2008] Tükör által homályosan: fiskális expanzió és makrogazdasági folyamatok, 2001–2006 MNB-SZEMLE 2008. április pp 6-13

Király Júlia [2008] Likviditás válságban.(Lehman előtt – Lehman után). Hitelintézeti Szemle VII. évfolyam 598-611 2008/6

Király Júlia [2009] A tornádó és hurrikán. Megjelent: A jelen a jövő múltja. Járatlan utak – járt úttalanságok. Szerkesztette: Muraközy László, Akadémiai Kiadó 2009 pp. 295 – 332

Király Júlia [2016] Az amerikai másodrendű jelzálogpiaci és a magyar devizahitel-válság összehasonlító elemzése megjelent Simonovits 70. Társadalom- és természettudományi írások Arkhimédészől az időskori jövedelmekig MTA KRTK KTI 2016 329-350

Király Júlia, Nagy Márton és Szabó Viktor [2008] Egy különleges eseménysorozat elemzése - a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei. Közgazdasági Szemle, LV. évf., 2008. július- augusztus (573 - 621. o.)

Király Júlia - Simonovits András [2015] Jelzáloghitel-törlesztés forintban és devizában – egyszerű modellek Közgazdasági Szemle, LXII. ÉVF., 2015. JANUÁR (1–26. o.)

Kiss Gergely, Nagy Márton és Vonnak Balázs [2006] Credit Growth in Central and Eastern Europe: Convergence or Boom? MNB Working Papers 2006/10
<https://www.mnb.hu/letoltes/wp2006-10.pdf>

Kopits György [2008] Saving Hungary's finances, Wall Street Journal 2008. December 4

Kosztópulosz, A. [2012] A pénzügyi válság és következményei: monetáris politikai és szabályozási kihívások. Megjelent: Farkas Beáta (szerk) Válság: mérföldkő az európai integrációban? Szegedi Tudományegyetem Műhelytanulmányok. MT-PNGKI – 2012/2 14-45 oldal

Kovács Mihály András [2005]: Hogyan hat az árfolyam? MNB Háttér tanulmányok, 6. sz.

Kovács Mihály András [2007] Mit csinál a monetáris politika az inflációs célkövetés rendszerében? Észrevételek Erdős Tibor Árfolyam-politika és inflációs célkövetés Magyarországon című írásához. Közgazdasági Szemle, LIV. évf., 2007. december (1103–1120. o.)

Martin József Péter – Várkonyi Iván [2010] Álomcsőd. Interjúk a válságról. Alinea Kiadó

MNB [2008] A devizatartalék megfelelő szintje. Az MNB válaszol. Portfólió 2008. november 19. <https://www.portfolio.hu/gazdasag/a-devizatartalek-megfelelo-szintje-az-mnb-valaszol.106233.html>

MNB [2012] Monetáris politika Magyarországon <https://www.mnb.hu/letoltes/monetaris-politika-magyarorszagon-2012.pdf>

Morahan, A. – Mulder, Ch. [2013] Survey of Reserve managers: Lessons from the crisis, IMF WP/13/99 2013

Mosolygó Zsuzsa [2013] Eredendő bűnök – Magyarország és a pénzügyi válság. Portfólió 2008. november 18. <https://www.portfolio.hu/gazdasag/eredendo-bunok-magyarorszag-es-a-penzugyi-valsag.106116.html?k=3&i=106116>

Neményi Judit [2009] A monetáris politika szerepe Magyarországon a pénzügyi válság kezelésében Közgazdasági Szemle, LVI. évf., 2009. május (393–421. o.)

Ongena, S. – Schindele, I. – Vonnák, D. [2017] In Lands of Foreign Currency Credit, Bank Lending Channels Run Through? MNB Working Papers 6 2017 <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-wp-2017-6-final-hu.pdf>

Regős Gábor [2013] Kockázattal kiegészített Taylor-szabályok becslése Magyarországra Közgazdasági Szemle, LX. évf., 2013. június (670–702. o.)

Surányi György [2007] A magyar „csoda”. Népszabadság 2007. január 20. <http://nol.hu/archivum/archiv-432212-241363>

Surányi György [2010] Téves diagnózis, téves terápia. Köz-gazdaság V. évfolyam, 2. szám 2010. április (5 – 20. o.)

Surányi György [2016] Cél és valóság. Népszabadság 2016 május 14. <http://nol.hu/gazdasag/cel-es-valosag-1615549>

Várhegyi Éva [2006] A monetáris politika hitelességének növelése. Megjelent: Vizi E.Sz. – Teplán I. – Szentpéteri J. (szerk) [2006] Előmunkálatok a társadalmi párbeszédhez. A Gazdasági és Szociális Tanács felkérésére készített tanulmányok, Budapest 2006 <http://econ.core.hu/doc/parbeszed/tartalom.pdf> (202-214. o.)

Vonnák Balázs [2006] A magyarországi monetáris transzmissziós mechanizmus fő jellemzői. Közgazdasági Szemle, LIII. évf., 2006. december (1155–1177. o.)

A Magyar Nemzeti Bank honlapján elérhető nyilvános kiadványok, közlemények, rövidített jegyzőkönyvek:

MNB „Jelentés az infláció alakulásáról” 2006 – 2008 <http://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes>

MNB „Jelentés a pénzügyi stabilitásról” MNB 2006 - 2008 október <http://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/penzugyi-stabilitasi-jelentes>

MNB Közlemény a Monetáris Tanács kamatdöntő üléseiről 2006. június – 2008. szeptember <http://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kozlemenyek>

MNB Rövidített jegyzőkönyv a Monetáris Tanács üléseiről 2006. június – 2008. szeptember <http://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kamatmeghatarozo-ulesek-roviditett-jegyzokonyvei>

MNB A Monetáris Tanács tagjainak szavazási archívuma <http://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/a-monetaris-tanacs-tagjainak-szavazasi-archivuma>