

# Az inflációs célkövetés megújulása a válság után\*

Ábel István – Csortos Orsolya – Lehmann Kristóf –  
Madarász Annamária – Szalai Zoltán

*Ebben az írásban az inflációs célkövetés keretrendszerének – a pénzügyi válság következményeként bekövetkezett – változásaival és megújításával kapcsolatos elméleti és gyakorlati lehetőségeket tekintjük át. Teljes körű áttekintést adni erről nem lehet, de törekszünk arra, hogy a Magyar Nemzeti Bank monetáris stratégiájának átalakulását ebbe a szélesebb keretbe helyezve mutassuk be. Először röviden bemutatjuk az inflációs célkövetés keretrendszerét, annak legfőbb elemeit és gyakorlati működésének alapelveit. Ezt követően ismertetjük, hogy a pénzügyi válság kirobbanásának tükrében milyen kritikák érték az inflációs célkövetés keretrendszerét, és azok milyen gyakorlati, stratégiai, illetve elméleti újításokhoz vezettek. Ennek jegyében bemutatjuk, hogy a válság által támasztott kihívásokra melyek voltak a leginkább elterjedt megoldási lehetőségek, illetve felmerült, de végül nem alkalmazott javaslatok. Végül áttekintést adunk ezen eszközökkel kapcsolatosan az elmúlt években a fejlett és a feltörekvő gazdaságokban szerzett gyakorlati tapasztalatokról. A nemzetközi tapasztalatok alapján elmondható, hogy az inflációs célkövetés továbbra is az egyik legjobb monetáris politikai gyakorlatnak tekinthető, és hogy annak válság alatti átalakulása – az inflációs cél elsődlegessége mellett – további (pl. pénzügyi stabilitási) szempontok fokozottabb figyelembevételét jelenti. Az inflációs célkövetés korábbi kereteinek változása nem a célrendszer rugalmasabbá válását, hanem az eszköztár és intézményrendszer olyan átalakulását és kibővülését jelenti, amely a pénzügyi válságot követően is a monetáris politika és a jegybanki gyakorlat szerves része maradhat. Ezt az áttekintést a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Politika és Pénzpiaci Elemzés Igazgatóság Monetáris Stratégiai Főosztálya<sup>1</sup> munkaanyagainak felhasználásával tájékoztatási céllal állítottuk össze.*

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** E52, E58, E42

**Kulcsszavak:** inflációs célkövetés, nemkonvencionális monetáris politikai eszközök, kamatpolitika, mennyiségi lazítás

\* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját. Ábel István, vezető közgazdasági szakértő (MNB) és egyetemi tanár (Budapesti Corvinus Egyetem Üzleti Gazdaságtan Tanszék); Csortos Orsolya, junior elemző (MNB); Lehmann Kristóf, MPP Monetáris stratégia főosztály vezetője (MNB); Madarász Annamária, junior elemző (MNB); Szalai Zoltán, vezető közgazdasági elemző (MNB).

1 A felhasznált munkaanyagokat Csortos Orsolya, Felcser Dániel, Lehmann Kristóf, Motyovszki Gergő, Szalai Zoltán és Tóth Máté készítette.

# 1. Bevezetés

Jelen cikk célja, hogy az inflációs célkövetés (inflation targeting – IT) monetáris politikai keretrendszerének a válság hatására bekövetkezett, legfőbb stratégiai és eszközrendszeri változásairól áttekintést nyújtson. A tanulmány olyan, a válság kitörése kapcsán felmerülő vagy előtérbe kerülő kihívásokat és dilemmákat mutat be, amelyek megoldása napjainkban az inflációs célkövetést folytató – vagy ahhoz közel álló – jegybankok számára az egyik legnagyobb nehézséget jelenti. Az inflációs célkövetés keretrendszerének általános jellemzőit (pl. stratégiai alapelemek, transzparencia és elszámoltathatóság jelentősége), elméleti hátterét (pl. kamatszabályok szerepe) és rugalmasságának aspektusait Felcser et al. (2014) tárgyalja részletesen.

Az inflációs célkövetés keretrendszerét számos fejlett és feltörekvő ország alkalmazza világszerte. Népszerűségét viszonylagos egyszerűségének és a keretrendszert alkalmazó üttörő jegybankok eredményességének köszönheti. *Abo-Zaid és Tuzemen* (2012) bemutatta, hogy az inflációs célkövetés mind a fejlett, mind a feltörekvő országok számára kedvező keretrendszernek bizonyul. Ezt jelzi, hogy az inflációs ráták számottevően alacsonyabbak és stabilabbak az IT-t alkalmazó, feltörekvő gazdaságokban, illetve mind a fejlett, mind a feltörekvő országok körében magasabb a gazdaság növekedési üteme az IT előtti időszakhoz hasonlítva, mint a nem IT-országokban.<sup>2</sup>

Ugyanakkor a pénzügyi válság nem hagyta érintetlenül a monetáris politika kereteit, mivel rámutatott arra, hogy önmagában az árstabilitás megteremtése nem biztosítja a makrogazdasági és pénzügyi stabilitást. A válság változást eredményezett az intézményi struktúrában és az eszközrendszerben egyaránt.

A pénzügyi válság súlyos következményeinek kezelésére számos jegybank nemkonvencionális eszközöket alkalmazott, miután a kamatcsökkentés lehetőségét már kimerítették (*Shirai*, 2014). A hagyományos eszközök (kamatpolitika) alkalmazási lehetőségeinek kimerülésével a további monetáris lazítás véghezviteléhez, az úgynevezett mennyiségi és minőségi lazításhoz újabb monetáris politikai eszközökre, illetve egyéb, a várakozásokat befolyásoló eszközökre volt szükség. A fejlett országok jegybankjainak kötvényvásárlása és kommunikációs gyakorlatának változása említhető ezek sorában, de ezek is eltérő nemzeti sajátosságokat tükrözve, igen vegyes és összetett képet mutatnak, amelyek a feltörekvő országok számára is számos tanulsággal szolgálnak.

---

2 Erről részletesen I. FELCSER et al. (2014).

## 2. Az inflációs célkövetés rendszere

Az inflációs célkövetés egy olyan monetáris politikai keretrendszer, amely átfogja az árstabilitásra törekvő jegybank szándékait és viselkedését. Az 1990-es évek során kialakított inflációs célkövetési rendszerek egyik motivációja az volt, hogy a gazdaság hatékony és stabil működésének, illetve a lehető legnagyobb társadalmi jólét elérésének előfeltétele az *árstabilitás fenntartása*. Az inflációs célkövetés keretrendszerét a kezdeti adaptálását követően még közvetlen inflációs célkövetésnek (direct inflation targeting – DIT) nevezték, amely mögött az a megfontolás állt, hogy bár korábban is az árstabilitás megteremtését tekintették a monetáris politika egy kiemelt céljának, azonban az olyan közbülső célváltozók, mint az árfolyam vagy a monetáris aggregátumok nem bizonyultak sikeresnek az inflációnak egy kívánt szintre csökkentésében, illetve olyan egyéb közbülső cél megválasztása, mint a nominális GDP nem merült fel releváns alternatívaként (Krzak–Ettl, 1999). Az inflációs célkövetés keretrendszerében a közbülső cél szerepét az inflációs előrejelzés tölti be, amely nemcsak a végső célra – az inflációra – vonatkozóan ad iránymutatást, hanem egyben a lehető legtöbb, a jegybank hatáskörén kívül eső tényező változását is megragadja még azelőtt, hogy azok magát a végső célt ténylegesen befolyásolják. A rendszer egyik kiemelt kommunikációs eszköze a (többnyire negyedévente) publikált inflációs jelentés, amely az inflációs és reálgazdasági folyamatok mélyreható elemzésével és a jegybank makrogazdasági előrejelzéseivel támogatja a döntéshozatalt, segíti a jegybanki döntések szélesebb közönségnek szánt magyarázatát és a várakozások alakítását.

### 2.1. Az inflációs célkövetés elméleti megfontolásai

Az inflációs célkövetés keretrendszerének fő építőelemei: az árstabilitási mandátum elsődlegessége, a számszerű inflációs cél kijelölése, a jegybank függetlenségének biztosítása, a jegybanki működés átláthatósága és az elszámoltathatóság lehetősége. Ezek közül az inflációs célkövetés kulcselemei az *árstabilitás elsődlegessége* (semmilyen egyéb cél ne akadályozza az árstabilitás elérését) és a *nyilvánosan bejelentett, számszerű inflációs cél*, amely egyben nominális horgonyként is szolgál. Az árstabilitást általában egy alacsony, de nem zérus inflációs szintben határozzák meg, mivel mind a deflációnak, mind a magas inflációnak negatív hatásai vannak a reálgazdaságra. Az árstabilitás mellett a hatékony alkalmazkodást segíti, ha az árváltoztatások lebonyolítása feleslegesen nem emészt fel erőforrásokat. Ekkor a kereslet változásaihoz való alkalmazkodás is egyszerűbb, mert a vállalkozások költségkalkulációiknál és bérezési döntéseiknél pontosabban figyelembe tudják venni a működésükre jellemző, egyedi keresleti és kínálati sajátosságokat, az inflációból adódó bizonytalanság nem teszi kiszámíthatatlanná döntéseik következményeit.

A stabilan alacsony és kiszámítható inflációs környezetben bátrabban kötnek hosszú távú megállapodásokat, ami csökkenti az üzleti környezet bizonytalanságát, a hosszú kamatok mérsékli és ösztönzőleg hat a beruházásokra. További kedvező mellékhatás, hogy az államadósság finanszírozása is kedvezőbb feltételekkel történik, ha a befektetők által az inflációs bizonytalanság kompenzációjaként elvárt többlethozam alacsonyabb. A vállalatok és a háztartások hitelfelvételi döntéseit a hitelkamatok alacsonyabb szintje a hazai valuta felé terelheti, csökkentve ezzel a devizahitelek és a devizaügyletek árfolyamkockázatából adódó pénzügyi stabilitási kockázatot.

A számszerűen bejelentett inflációs cél mint nominális horgony képes arra, hogy stabilizálja, „lehorgonyozza” a gazdasági szereplők jövőbeli inflációra vonatkozó várakozásait. Ha a nominális horgony hiteles, azaz a gazdasági szereplők bíznak abban, hogy a monetáris hatóság teljesíteni tudja a célját, akkor inflációs várakozásaikat a célnak megfelelően alakítják ki. Minél inkább elhiszik a gazdasági szereplők, hogy a jegybank ténylegesen biztosítani fogja az árstabilitást, annál inkább ennek megfelelően alakítják árazási és bérezési döntéseiket. Ekkor a jegybank számára az inflációs cél elérése, illetve fenntartása jóval egyszerűbb, és kevesebb reálgazdasági áldozatot igényel.

Az inflációs célkövetési keretrendszer hatékony működésének alapja a jegybank függetlenségének biztosítása, működésének átláthatósága és elszámoltathatóságának biztosítása. Mindezek jegyében kulcsfontosságú, hogy a *jegybank hitelesen működjön*, tehát lépései előretekintve, a cél elérésére irányuljanak, mert ekkor az inflációs cél a háztartások és a vállalatok számára iránymutatást ad az árak és bérek alakításáról. Ezt a hatást számos transzmissziós csatornán keresztül tudja a jegybank érvényesíteni, és végül így teljesülhet elsődleges mandátuma, az árstabilitás elérése.

*Monetáris transzmisszió*nak nevezzük azt a többlépcsős, összetett folyamatot, amelyen keresztül a jegybank a nominális kamat változtatásával befolyásolja a kibocsátást és az inflációt. A monetáris transzmisszióknak több csatornája van, amelyeken keresztül a monetáris politikai lépések befolyásolják a reálgazdaságban kialakuló keresletet és a fogyasztói árindexet. A kamatcsatornán keresztül a nominális kamat emelése megváltoztatja a háztartások és vállalatok fogyasztási, illetve beruházási döntéseit, amely végül a belföldi kereslet csökkenéséhez és a keresletoldali inflációs nyomás mérséklődéséhez vezet (intertemporális helyettesítés). Az árfolyamcsatorna működése során a magasabb jegybanki alapkamat vonzóbbá teszi a belföldi devizában denominált eszközöket, így a valuta felértékelődéséhez, az importárak mérséklődéséhez és az infláció csökkenéséhez vezet (importált infláció; árfolyam-begyűrés, ún. „pass through”). Emellett az árfolyam alakulása a reálgazdaságot két, az infláció szempontjából ellentétes hatáson keresztül is érinti. Egyrészt az árfolyam erősödése rontja a belföldi vállalatok versenyképességét, ami mérsékli a gazdasági aktivitást és inflációt (kiadásátterelés); másrészt – amennyiben a belföldi gazdasági szereplők devizaadóssággal rendelkeznek – az árfolyam erősödése növeli a rendelkezésre álló jövedelmet, így inflációs hatású (mérlegcsatorna). A várakozási csatorna a monetáris politika

---

előretekintő jellegét ragadja meg. Ez egyrészt azt jelenti, hogy a jegybanki lépések nemcsak az adott időszaki folyamatokon keresztül érvényesülnek, hanem befolyásolják a gazdasági szereplők várakozásait is. Másrészt a gazdasági szereplők döntéseik meghozatalakor nemcsak az aktuális gazdasági folyamatokat, hanem azok jövőbeli alakulását is figyelembe veszik; így ha a gazdasági szereplők hitelesnek tartják a jegybankot, akkor középtávon az inflációs céllal megegyező inflációra számítanak még akkor is, ha az aktuális infláció eltér a céltől – így az infláció jegybanki beavatkozás nélkül is visszatér a jegybank céljához (Krusper–Szilágyi, 2013).

## 2.2. Inflációs célkövetés a gyakorlatban

Az inflációs célkövetés a gyakorlatban mindig *rugalmas*, azaz az inflációs célkövetés ke-retrendszerében a jegybank nem kizárólag az infláció alakítására összpontosít (Svensson, 2008). Az árstabilitás elsődlegessége nem azt jelenti, hogy az infláció folyamatosan célon van; az inflációs célkövetést folytató jegybankok esetében is megfigyelhetők olyan időszakok, amikor az infláció eltér a kitűzött céltől. Az inflációs célkövetés egy rugalmas keret, ami az árstabilitásra törekvés mellett, éppen az árstabilitás tartós biztosítása érdekében, reálgazdasági – és bizonyos esetekben pénzügyi stabilitási – szempontokat is figyelembe vesz. Ennek a célja a reálgazdasági ingadozások csillapítása, ami jelzi, hogy egy inflációs célkövetést folytató jegybank sem kíván túlzott reálgazdasági áldozatokat okozni az elsődleges cél elérése érdekében. A reálgazdasági szempontok hangsúlyosabb figyelembevételének egyik módja, ha a jegybank nem az éppen zajló folyamatokra vagy az alapfolyamatokat nem érintő, egyszeri sokkokra, hanem az infláció középtávon várható alakulására reagál (Krusper–Szilágyi, 2013).

Mindebből az is következik, hogy az inflációs célkövetés fontos jellemzője az *előretekintő jelleg*. A döntéshozók tehát nem közvetlenül az aktuálisan beérkező adatokra reagálnak, hanem a jövőben várható folyamatokra. Ennek egyik oka, hogy a monetáris politika hatása késleltetve jelentkezik a főbb makrogazdasági változókban; a hatás jellemzően 3-4 negyedéven túl a legerősebb. Másik oka pedig az a feltételezés, hogy a gazdasági szereplők előretekintő módon, vagyis a jövőre vonatkozó várakozásaik alapján hozzák meg döntéseiket. Ha az inflációs várakozások horgonyoztak, akkor az inflációt érő, átmeneti sokkok ellensúlyozását célzó kamatváltoztatás az árstabilitás fenntartása szempontjából szükségtelen reálgazdasági áldozattal járna. Ezért kellő hitelességgel rendelkező, inflációs célkövetést folytató jegybankok megtehetik, hogy nem reagálnak az árakat érintő, átmeneti sokkokra, azaz „átnéznek” például az indirektadó-emelések, illetve az egyszeri energiaársokkok közvetlen árszintnövelő hatásán. Emellett viszont fokozott figyelmet fordítanak a várakozásokon, illetve a bérezésen keresztül esetlegesen megjelenő közvetett, „másodkörös hatásokra”.

### 3. A válságra adható monetáris politikai válaszok

A válságot megelőző években, a „nagy mérséklődés” (Great Moderation) időszakában árstabilitás-közeli helyzetben viszonylag sokáig tartó, stabil növekedés volt megfigyelhető mind a fejlett, mind a feltörekvő országokban. Ennek fényében a válság előtti konszenzus szerint az inflációs célkövetés megfelelő keretet nyújtott a monetáris politika számára az árstabilitás, tágabban értelmezve a fenntartható prosperitás megteremtéséhez. Azonban a stabilnak tekinthető makrogazdasági környezetben, alacsony infláció mellett egyre gyakoribbá váltak a makroszintű pénzügyi instabilitásra utaló jelenségek, amelyek végül hozzájárultak a pénzügyi válság kirobbanásához. Ezt felismerve, az elmúlt években körvonalazódik az a konszenzus, hogy az inflációs célkövetés akkori formájában nem volt képes a hosszú távú makrogazdasági stabilitás megteremtésére. Emellett nem csupán stratégiai, hanem implementációs, főként szabályozói és felügyeleti hibák is szerepet játszottak a pénzügyi válság kialakulásában. Ilyen lehetett többek között a nem megfelelő pénzügyi piaci ösztönzők vagy információs problémák<sup>3</sup> jelenléte, illetve néhány speciális körülmény (például az amerikai jelzálogpiac problémája, l. *Svensson*, 2010).

A fentiek egyben azt is tükrözik, hogy a válság előtt jellemzően külön kezelték a mikroprudenciális szabályozás, a makroszintű pénzügyi stabilitás és a monetáris politikai stratégia kérdéseit. A válság rámutatott arra, hogy ezen gazdaságpolitikai szakágakat mind elméleti és modellezési szinten (l. *1. keretes írás*), mind gyakorlatban, azaz a stratégiai és intézményi kérdések tekintetében együttesen, egymásra gyakorolt interakcióik figyelembevételével kell kezelni (*Borio*, 2014). Mindezek az inflációs célkövetés szemléletmódjának és eszközrendszerének megújítása felé mutatnak.

#### 1. számú keretes írás

##### **Pénzügyi egyensúlytalanságok, pénzügyi ciklusok és a potenciális kibocsátás becslése a pénzügyi válság tapasztalatainak tükrében**

A fentiek alapján a pénzügyi megfontolások beépítése a monetáris stratégiába a modellezésben is újszerű megközelítést igényel, amelynek során a pénzügyi változók ciklikus mozgását a reálszektor ciklikus mozgásával való kölcsönhatásában expliciten is figyelembe veszik.

A szakirodalomban és a gyakorlatban korábban elfogadott kibocsátásirés-becslések kiindulópontja egy olyan makrogazdasági elemzési keret volt, amelyben a pénzügyi változóknak – például hitelaggregátumoknak –, tágabban, a pénzügyi szektornak nem volt érdemleges szerepe. Az empirikus kibocsátásirés-becs-

3 Például nem megfelelően mérték fel a bonyolult összetettségű eszközfedezetű értékpapírok kockázatait, és túlságosan alábecsülték a rendszerkockázat mértékét.

lések ennek megfelelően a reálszektor ciklikus állapotát kívánták megragadni reálváltozók segítségével. A legegyszerűbb, egyváltozós megközelítések magának a kibocsátásnak a saját idősorát vették alapul, és azt vizsgálták, hogy a saját trendjéhez képest pozitív vagy negatív-e a kibocsátási rés. Amennyiben pozitív, akkor az inflációs nyomás erősödésére, ellenkező esetben annak enyhülésére következtethetünk. Bár egyszerű és átlátható a módszer, monetáris politikai szempontból nagy hátránya, hogy éppen a legfontosabb kérdésre, a fordulópontokra azonos időben nem tud megbízható becslést adni: amikor irányváltás következik be a kibocsátásban, akkor azt csak késve jelzi, így a döntéshozóknak huzamosabb ideig téves maradhat a helyzetértékelése. A becslések utólag, az új adatpontok fényében jelentősen újraértékelik a gazdaság múltbeli ciklikus helyzetét és a potenciális kibocsátást is.

Ennek az úgynevezett „végponti bizonytalanság” problémának a kezelésére további változókat adtak hozzá az egyváltozós becslésekhez, amelyek információt hordoznak a kibocsátás ciklikus helyzetével kapcsolatban, sőt oksági vagy függvényszerű kapcsolatban is állnak azzal (strukturális becslések). Emögött az a megfontolás állt, hogy időben jelezhetőek lehetnek a fordulópontok, illetve azonos időben pontosabban mutathatják a gazdaság ciklikus helyzetét. Az egyik ilyen elterjedt kapcsolat a Phillips-görbének nevezett összefüggés. Ennek az alapgondolata az, hogy a munkapiac feszesedésével, azaz a munkanélküliség csökkenésével, vagy tágabban értelmezve, a kapacitáskihasználtság növekedésével az inflációs nyomás folyamatosan növekszik, és idővel veszélybe kerül az árstabilitás.

Az egyváltozós becsléshez képest az egyéb kapcsolatokat is tartalmazó, strukturális becslések már hasznosabbak a monetáris politikai helyzetértékelés során. Ugyanakkor ezzel kapcsolatban a válság fényében újabb problémák merültek fel: a Phillips-görbe szintén instabil kapcsolatnak bizonyult, ami újabb nehézségeket vet fel a NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment – a munkanélküliség természetes rátája) becslésével kapcsolatban. Az ilyen hozzáadott strukturális kapcsolatok instabilitásának valószínűleg nem pusztán technikai, mérési okai vannak, hanem fundamentális problémákra mutat. Felmerül: a modern gazdaságok olyan szerkezeti változáson mentek keresztül, hogy ma már a fellendülésben tipikusan nem az infláció korlátját feszegetik, hanem a pénzügyi instabilitás, a fenntartható finanszírozás korlátját. Azaz, a kibocsátás fenntartható ütemű növekedéséről nem ad kielégítő információt az infláció alakulása: a növekedési pálya stabil infláció mellett is fenntarthatatlannak bizonyulhat pénzügyi egyensúlyi szempontból.

A BIS munkatársai (Borio et al., 2013a; 2013b és 2014) ezért bevezették a „finanszírozássemleges” („finance-neutral”) kibocsátási rés fogalmát a hagyományos („inflációsemleges”) kibocsátási réssel szemben. A hagyományos becslések szerint a kibocsátási rés akkor zárt, amikor az árstabilitás követelménye teljesül, azaz az infláció előretételeként összhangban alakul az inflációs céllal. Az új résmutató – ezzel analóg módon – szintén egy fenntartható kibocsátási pályához hasonlítja a gazdaság tényleges helyzetét, de kiegészítve azzal, hogy az eladósodás és a vagyontárgyak áralakulása nem vezet túlhevüléshez, majd hirtelen veszélyes mértékű túlhűtöttséghez. A gazdaság reálszektorának állapotát az új megközelítésben megfigyelhető változókkal közelítik, mint a munkanélküliség vagy más kapacitás-kihasználtsági mutatók, amelyek nemcsak akkor utalnak túlfűtöttségre, amikor inflációs nyomást érzékelnek (azaz a becslés nem támaszkodik az instabilnak bizonyult Phillips-görbére). Az inflációsemleges és a finanszírozássemleges kibocsátási rés között tehát az egyik fő különbség az, hogy az inflációsemleges kibocsátási rés becslése során árstabilitás mellett is épülhetnek fel pénzügyi egyensúlytalanságok, míg a finanszírozássemleges kibocsátási rés igyekszik erre



is kontrollálni, azaz az inflációs folyamatok és a pénzügyi változók figyelembevételével ad becslést a kibocsátási résre és a gazdaság túlfűtöttségére. A becslésben egy lépésben becsülik az új kibocsátási részt, ami átláthatóbb és kisebb modellt eredményez, emellett kevésbé kell revidálni az új adatok fényében. Így megbízhatóbb egyidejű információkat ad a gazdaságpolitikuskok számára a döntéshozatalhoz.

A válság miatt az elhúzódó recesszió reálgazdasági és deflációs kockázatát új eszközökkel kellett kezelni. A válság hatására a fogyasztási és a beruházási kereslet zsugorodott, emiatt az infláció csökkent (egyes esetekben deflációs kockázatok jelentek meg), és a termelés is visszaesett. Mindez a kamatok gyors csökkentését indokolta. A fejlett országok jegybankjai gyorsan nulla százalékos közelébe csökkentették a kamatokat, azonban még ezzel sem voltak képesek megelőzni a recessziót és az inflációs célok alluvésését. Már nem volt lehetőség további csökkentésre annak érdekében, hogy a reálkamatok csökkenjenek. Egy olyan eszköz jelenlétében, ami mindig legalább nulla nominális hozamot biztosít, mint a készpénz, a nominális kamatok nem csökkenhetnek tartósan és jelentősen nulla alá. A nominális kamatok ezen nulla alsó korlátja (zero lower bound – ZLB) így gátat vetett a gazdaság számára szükséges, a korábban használt, konvencionális eszköztárral történő, további monetáris lazításnak. Ezért, válaszul a kihívásokra, a fejlett országok jegybankjai erőteljes nemkonvencionális monetáris lazításba kezdtek.

A ZLB elérése tehát kihívást jelent a monetáris politika számára, hiszen konvencionális eszköztárának kimerítésével újabb, nemkonvencionális eszközökkel kell további gazdaságélénkítő hatást kifejtenie. A nulla alsó korláttal azonban szoros összefüggésben, az ún. likviditási csapda problémája további kockázatokat hordoz azon felül is, hogy a központi bank nem tudja megelőzni a recessziót, és elkerülni az inflációs cél alluvésését. A likviditási csapda az az állapot, amely rendszerint nulla nominális kamatszint mellett következik be, amikor a piacokon további kamatsökkentésre nem számíthatnak, vagy további nominális kamatsökkentés már nem is lehetséges, ezért megnövekszik a készpénz iránti kereslet, és nem keresik a hosszú lejáratú kötvényeket. Az alacsonyabb infláció beépülhet a gazdasági szereplők várakozásaiba, sőt elég nagy sokk esetén deflációs várakozások is kialakulhatnak. Amint az inflációs várakozások elszakadnak a jegybank inflációs céljától, a reálkamat elkezd emelkedni, még messzebb kerülve a gazdaság stabilizálásához szükséges szinttől, és még inkább súlyosbítva a reálgazdasági válságot. Ez további lefelé ható nyomást fejt ki az árakra, amelyek az inflációs várakozásokba továbbgyűrűzve, egyre mélyülő deflációs spirálba<sup>4</sup> taszíthatják a gazdaságot, amelyből konvencionális monetáris politikai eszközökkel nem lehetséges kikerülni.<sup>5</sup> A nulla alsó korlát jelentette kihívásokra adható megoldási lehetőségekről az alábbi ábra nyújt áttekintést, amelynek főbb pontjait a következő fejezetekben részletesen is ismertetjük.

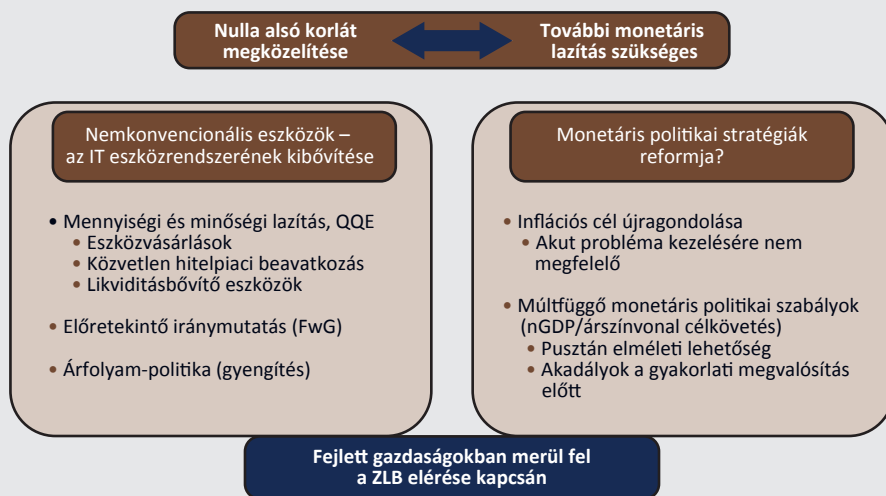
4 ÁBEL–LEHMANN–MOTYOVSKI–SZALAI (2014)

5 Ebben az esetben a nemkonvencionális eszközök gyakorlatilag felváltják, helyettesítik a hatékonyságukat elvesztő konvencionális eszközöket. Abban az esetben viszont, ha a pénzügyi piacok alacsony likviditása vagy az indokolatlanul magas felárak miatt sérül a monetáris transzmisszió, akkor a nemkonvencionális eszközök a transzmisszió helyreállításával kiegészítik a monetáris politikát, így alkalmazásuk nullánál magasabb kamat mellett is indokolt lehet (KREKÓ et al., 2012).



## 1. ábra

A nulla alsó korlát jelentette kihívásokra és a válság által okozott akut problémákra adható megoldási lehetőségek



Forrás: MNB.

### 3.1. Mennyiségi és minőségi lazítás (QQE), hitelpiaci beavatkozás és likviditásbővítés

A hosszabb lejáratú értékpapírok piacára belépve, a központi bank *közvetlen intervenció-jával* képes befolyásolni a hosszú hozamokat. Ezen az úton *mennyiségi lazítás* formájában a jegybank mérlegének bővítésével, a megfelelő eszközök vásárlásával közvetlenül befolyásolja a piaci hozamokat. Fontos hangsúlyozni, hogy a jegybank mérlegének és ezen keresztül a monetáris bázisnak a növekedése ebben az esetben további monetáris lazítást nem biztosít.<sup>6</sup> Az eszközvásárlások hatására az adott eszközök piaci hozama csökken. Likviditási csapda állapotában az eszközvásárlással növelt likviditás önmagában nem jelent olyan további lazítást, amiből hitelbővülés keletkezne. A többletlikviditás ekkor a jegybankoknál elhelyezett tartalékokat növeli. Ebben az esetben a bankok halmozzák fel a fölös pénzmenyiséget a likviditási csapdát jellemző esethez hasonlóan, amikor más magánszereplőknél csapódik ki a pénz anélkül, hogy keresletet vagy kínálatot bővítene.

<sup>6</sup> A hagyományos pénzelméletben a jegybank mérlegének növelése, azaz a monetáris bázis növelése indukálja a pénz- és hitelbővülést, amelyen keresztül a lazítás élénkíti a gazdaságot. A mennyiségi lazítás a közvélekedéssel ellentétben nem jelent pénzteremtést, mivel az a jegybanknál banki betétben (tartalékban) csapódik ki (l. részletesen MCLEAY–RADLA–THOMAS, 2014).

A mennyiségi lazításhoz hasonló elven működik a célzottabban a hitelezés élénkítésére alkalmazott, *közvetlen hitelpiaci beavatkozás*. Az eszköz alkalmazásával a központi bankok vállalati értékpapírokat, jelzálogleveleket vásárolnak, vagy közvetlenül pénzügyi vállalkozások számára nyújtanak hitelt. A jegybank így közvetlen kapcsolatba lép a nem pénzügyi magánszektorral, és annak hitelkockázatát részben magára vállalja. Ezeknek a beavatkozásoknak a célja a hitelpiacok működésének segítése, a hitelpiacokon megjelenő kockázati és likviditási felárak mérséklése, végső soron a magánszektor hitelkondícióinak javítása. A recessziós környezetben jelentős finanszírozási nehézségekkel szembesülő kis- és középvállalati szektor problémáit a közvetlen vállalati értékpapír-vásárlás nem tudja érdemben kezelni; erre vagy a kkv-hitelt is tartalmazó, eszközfedezetű értékpapírokon (ABS), vagy állami ügynökségeken keresztül van mód.

A központi bankok normál időszakban is biztosítanak likviditást a pénzügyi rendszer számára, azonban a válság kitörését követően lényegesen nagyobb volumenű és más szerkezetű *likviditásbővítésre* volt szükség. Az új likviditásbővítő eszközök célja, hogy segítsék a bankok refinanszírozását, amikor a banki forrásköltség jóval magasabb az irányadó rátához képest, vagy a bankok mérlegében az eszközök nagymértékben válnak illikviddé, esetleg a piacon beszűkült a devizalikviditás. Éppen emiatt csak akkor hatásosak ezek az eszközök, ha a bankok alapvetően likviditási problémákkal, és nem a tőkehelyzetük korlátozó hatásával küzdenek, illetve, ha likviditási okok miatt szűkül a banki hitelezés, és nem például erősödő kockázatkerülés miatt.

### 3.2. Előretekintő iránymutatás<sup>7</sup>

A transzparens jegybanki működés és a világos kommunikáció (a monetáris politikai célváltozokról, döntések háttéréről, azok mögött meghúzódó érvekről, makrogazdasági folyamatok várható alakulásáról) a válságot megelőzően is széles körűvé vált a legjobb példának tekintett jegybankok között, szerepe azonban a zéró alsó korlát elérése kapcsán még inkább felértékelődött. Ennek köszönhetően szokványos időkben a gazdasági szereplők a jegybank korábbi magatartása alapján képesek következtetni arra, hogy az miként fog reagálni különböző gazdasági folyamatokra, sokkokra. Abban az esetben, ha megnövekszik a gazdasági kilátásokat övező bizonytalanság, felértékelődik a jövőbeli monetáris politikai irányultságról szóló kommunikáció, mivel kiszámíthatatlanabb a gazdasági környezet, másrészt a ZLB miatt a monetáris politika mozgásterét is korlátozottabb.

---

<sup>7</sup> Az előretekintő iránymutatás elméleti megfontolásairól, a háttérben meghúzódó elvi megfontolásokról (pl. előrejelzés versus elköteleződés jellegű iránymutatás), transzmissziós mechanizmusáról és gyakorlati tapasztalatairól CSORTOS–LEHMANN–SZALAI (2014) ír.

---

Ennek jegyében a mennyiségi lazítás mellett a válság alatt számos jegybank igyekezett a hozamgörbe hosszabb végét előretételekkel iránymutatással alakítani. A várakozások menedzselése fontos transzmissziós csatorna, mivel a fogyasztási és beruházási döntések jellemzően hosszabb lejáratú (reál) kamatoktól függenek. A hosszabb lejáratú hozamok alakulása kevésbé az alapkamat aktuális szintjétől, inkább a jegybanki alapkamat pályájára vonatkozó várakozásoktól és a középtávú inflációs kilátásoktól függ.

Az előretételekkel iránymutatást mint a válságban alkalmazott, új jegybanki kommunikációs eszközt a legtöbb elemző és gazdaságpolitikus kedvezően fogadta. Az előző szakaszban ismertetett értelmezések szerint a fő cél a zéró nominális alsó kamatkorlátot elért jegybank számára az, hogy az inflációs várakozásokat a cél közelébe emelve, a várt reálkamatoakat csökkentse, és így a várakozási csatornán keresztül élénkítse a gazdaságot. A magyarázatok másik csoportja szerint az inflációs várakozások emelésével nem lehet csökkenteni a várt reálkamatot, és ezen keresztül ösztönözni a jelenbeli kiadásokat; az előretételekkel iránymutatással azonban a normalizálódás során lehetséges a hosszú nominális hozamok emelkedési ütemének fékezése és a reálkamatok hirtelen növekedésének, illetve a kötvénypiacok túlzott reakciójának a megelőzése. Ez a megközelítés tehát az előretételekkel iránymutatásnak a kamatemelési ciklus megkezdésével kapcsolatos kötvénypiaci bizonytalanságok mérséklésében és a pánikszerű kötvényeladások megelőzésében betöltött szerepét hangsúlyozza (erről részletesebben I. Csontos–Lehmann–Szalai, 2014).

Csontos–Lehmann–Szalai (2014) alapján megállapítható, hogy a válság során az előretételekkel iránymutatás aktívan használt kommunikációs eszközzé és a monetáris politikai eszköztár szerves részévé vált. Bár a válságot és a nulla alsó korlát enyhülését követően ezen kommunikációs eszköz stratégiai jelentősége csökkenhet, de az utóbbi évek tapasztalatai alapján az eszköz javította a monetáris politika hatékonyságát.

### **3.3. Az inflációs cél újragondolása (emelése)**

A válság rámutatott, hogy a gazdaságot jelentős méretű deflációs sokkok érhetik. Ennek kapcsán elméletben felmerült annak a lehetősége, hogy a monetáris politika magasabb inflációs cél teljesítésére törekedjen, mert akkor a jövőben, újabb sokkok esetén nagyobb mozgástere maradna a cél eléréséhez, valamint kisebb lenne a likviditási csapda bekövetkezésének valószínűsége és költsége. Ugyanakkor számos érv sorakoztatható fel az inflációs cél megemelése ellen. Vonzó lehetne a reáladósságoknak a magasabb inflációval való erodálódása, de emellett a reálkamatok, a reálbérek és a reálingatlan-árak is csökkennének, ami újabb makrogazdasági alkalmazkodást követelne meg, így számos költséggel járna.

Mindez azonban hosszú távon jelentős költségeket okoz a tartósan magasabb és volatilisabb infláció formájában. Az egyik legfontosabb probléma, hogy a magasabb infláció meg-

változtathatja a gazdaság struktúráját, felerősítheti az inflációs sokkokat és csökkentheti a monetáris politika hatékonyságát. Emellett – még akkor is, ha a jegybank expliciten csak átmenetileg tartja megemeltnek az inflációs célt – jelentős mértékű kockázatként merül fel, hogy a jegybank hitelessége és hosszú távú horgonyként működő szerepe megkérdőjeleződik, ami előretételezve, szintén számos nehézséget okozhat a jegybanki döntéshozatal számára. Így egy akut probléma kezelésére ez a típusú megoldás nem tűnik megfelelőnek, és egyetlen jegybank sem változtatta meg eszerint a keretrendszerét.

### 3.4. Múltfüggő stratégiák<sup>8</sup>

Az inflációs célkövető rendszer keretein túlmutató, múltfüggő monetáris politikai stratégiák elméletileg megfelelőek lehetnek a likviditási csapda kezelésére (bár erről élénk vita folyik), gyakorlati megvalósításuk azonban mindenképpen akadályokba ütközne, és számottevő költségekkel járna. Érdemes megjegyezni, hogy az inflációs célkövetés és a nominális GDP-t célzó rendszerek közötti fő különbséget nem a reálgazdasági szempontok eltérő figyelembevétele jelenti, hanem az, hogy a nominális GDP-célzás egy szintváltózára lő, így úgynevezett múltfüggőség<sup>9</sup> alakul ki.

Egy elméleti modell keretrendszerében az inflációs várakozások átmeneti emelkedése – mint a reálkamat további csökkentésének elérhető módja – kívánatos lehet a nulla alsó korlát közelében. A várakozások orientálása elméletileg lehetséges olyan múltfüggő monetáris politikai célrendszer használatával (árszínvonal célkövetés, nominális GDP-célkövetés), amely átmenetileg képes lehet magasabb inflációt implikálni. Ezek a megközelítések a hosszú távú árstabilitást garantálhatják, habár az infláció helyett egy másik nominális változó (nominális GDP, árszínvonal) játssza a nominális horgony szerepét, így ebben az értelemben az inflációs célkövetés keretein túlmutatnak ezek a megoldások.

Ezen múltfüggő monetáris politikai stratégiák azonban számos olyan gyakorlati problémával járnának, amelyek megkérdőjeleznék bevezetésük valós hasznát. Legtöbb előnyük csak nagymértékben előretételező jellegű várakozások feltételezése mellett él, továbbá kommunikációs szempontból is nehezebben megérthető koncepcióról van szó. A célrendszer alapos megértésének hiányában az inflációs várakozások emelkedése sem csak átmeneti lehet, hanem tartóssá is válhat. Gondot okoz a célpálya kezdőpontjának megválasztása, és a nominális GDP-célkövetés esetén a potenciális kibocsátás szintjének téves becslése

8 Minderről részletesen I. CSERMELY–TÓTH (2013).

9 A múltfüggő monetáris politikai szabályok az inflációs célkövetéssel ellentétben nem előretételezőek, hanem a célváltozó múltbeli alakulása is befolyásolja a kamatpolitikát, ami kihat az inflációs várakozások befolyásolására. A múltfüggőséget általában úgy lehet elérni, ha a monetáris politika közbülső céljaként (nominális horgonyaként) nem egy nominális változó növekedési ütemét, hanem annak szintjét választja, így ebben az értelemben az inflációs célkövetés keretein túlmutatnak ezek a megoldások (FELCSER et al., 2014).

---

permanensen magasabb inflációt eredményezhet. Egy másik múltfüggő stratégia, az árszínvonal-követés esetében további hátrány, hogy nem lehet figyelmen kívül hagyni az egyszeri ársokkokat, így dezinflációs vagy deflációs sokk esetén lazább, míg inflációs sokk esetén szigorúbb lenne a monetáris politika, mint az inflációs célkövetés rendszerében. Mindezek fényében a múltfüggő stratégiák csupán elméleti lehetőségként merülnek fel.

## 4. Fejlett és feltörekvő országok IT-keretrendszerének megváltozása a válság után

Bár a pénzügyi válság számos kihívás elé állította az inflációs célkövető rezsimeket, emellett egyes tanulmányok rámutattak arra, hogy az IT-keretrendszerben működő országok esetében egy válság következményei enyhébbek. Például a *Mollick–Cabral–Carnerio* (2011) által vizsgált adatok a globális pénzügyi válság időszakát már nem fedik le, de a mintában számos regionális és egyedi országot érintő válság szerepelt. Azt találták, hogy az inflációs célkövetést alkalmazó országokban gyorsabb volt a válság utáni talpra állás. Ez az eredmény vélhetően összefügg azzal, hogy az inflációs célkövetés alkalmazásának előfeltétele a gazdasági stabilitás fenntartásához szükséges intézmények megléte és a pénzpiacok megfelelő fejlettségi szintje, ami önmagában is növeli a gazdaság külső megrázkódtatásokkal szembeni ellenálló képességét.

### 4.1. Fejlett országok

A fejlett országok jegybankjai az előző fejezetben ismertetett, nemkonvencionális eszközöket a válság alatt aktívan használták. A fedezet ellenében történő likviditásbővítő programokat minden globálisan meghatározó jelentőségű vagy legjobb példaként tekintett inflációs célkövető jegybank alkalmazta, több esetben hosszabb lejáratra vagy akár devizában is nyújtottak likviditást. Kevesebb jegybank alkalmazta a mennyiségi lazítást és a hitelpiaci beavatkozást. Ugyanakkor egyetlen fejlett ország jegybankjában sem merült fel az inflációs cél emelése vagy az inflációs célkövetés elhagyása és más mutató (például árszint vagy nominális GDP) célzása (1. táblázat).

**1. táblázat**  
**A fejlett országok által alkalmazott monetáris politikai eszközök a válság után**

Ország	Előretekintő iránymutatás	Nemkonvencionális eszközök			Inflációs cél emelése	Egyéb cél követése
		Mennyiségi lazítás	Közvetlen hitelpiaci beavatkozás	Likviditás-bővítés		
EZ	X	X	X	X		
J	X	X	X	X		
US	X	X	X	X		
AU	X			X		
CA	X			X		
NO	X			X		
NZ	X			X		
SE	X			X		
UK	X	X	X	X		

*Megjegyzés: EZ: Eurózána, J: Japán, US: Amerikai Egyesült Államok, AU: Ausztrália, CA: Kanada, NO: Norvégia, NZ: Új-Zéland, SE: Svédország, UK: Egyesült Királyság.*

A Federal Reserve 2012 januárjában 2 százalékos explicit inflációs célt jelentett be, míg a Bank of Japan – kisebb elköteleződéssel ugyan, de a 2 százalékos vagy az alatti közép- és hosszú távú cél meghatározásával – szintén az IT felé mozdult el. Az Európai Központi Bank – annak ellenére, hogy van explicit inflációs célja – szintén nem inflációs célkövető monetáris politikát folytat, azonban mind eszközei és azok alkalmazásai, mind stratégiája és kommunikációja alapján az egyik árstabilitás iránt leginkább elkötelezett, globális jelentőségű jegybanknak tekinthető. A táblázat alsó felében a legjobb gyakorlatot folytató inflációs célkövető jegybankok országai találhatóak.

Összességében elmondható, hogy a jegybanki eszközrendszer megváltozott, a célok a pénzügyi válság miatt átrendeződtek, a pénzügyi stabilitás és egyes reálgazdasági mutatók figyelembe vétele előtérbe került. Szem előtt kell tartani, hogy egyes reálgazdasági változók erőteljesebb hangsúlyozása az előretekintő iránymutatás eszközének kiegészítő elemeként merült fel, és nem a célváltozó megváltozását jelentette. A fejlett országok tapasztalatai rámutattak arra, hogy a rugalmas inflációs célkövető rendszerek helyt tudtak állni a nulla alsó korlát jelentette, komoly kihívásokkal szemben, így a rugalmas inflációs célkövetés továbbra is a legjobb monetáris politikai gyakorlatnak tekinthető. Ezt jelzi többek között az is, hogy a globálisan meghatározó jelentőségű jegybankok (pl. Federal Reserve) is jellemzően az inflációs célkövetés keretrendszerének alkalmazása felé mozdultak el. Mindezek jegyében az inflációs célkövetés korábbi kereteinek megújítása nem a célrendszer rugalmasabbá válását, hanem az eszköztár olyan kibővítését jelenti, amely a válság által támasztott kihívásokra segít választ adni.

---

A fejlett országokban a válság során alkalmazott monetáris politikai eszközök mennyisége és összetett tartalma miatt egy táblázatban foglaltuk össze azokat, és nem részleteztük az alkalmazásuk háttérében meghúzódó tényezőket. Ebben az is szerepet játszik, hogy a fejlett országok esetén ezek az eszközök főként a nulla alsó korlát által teremtett kihívásokra adott válaszok, míg a feltörekvő országokban – ahogy hazánkban is – jellemzően más tényezők miatt volt szükség a válság során az inflációs célkövetés eszközzrendszerének megújítására és további monetáris politikai eszközök alkalmazására.

## 4.2. Feltörekvő országok

### 4.2.1. A válság hatása a feltörekvő országok monetáris politikájára

A fejlett országok jegybankjainak példátlan mértékű monetáris lazítása jelentősen csökkentette a fejlett piacokon elérhető hozamszinteket, ami a feltörekvő piacokra is számottevő hatást gyakorolt. A „hozamvadászat” (search for yield) jegyében jelentős mértékű tőkebeáramlás volt megfigyelhető ezekben az országokban, amint a befektetők a magasabb megtérülés reményében a fejlett piacokról ide csoportosították át megtakarításaikat. Ez támogató hatást gyakorolt a feltörekvő gazdaságok valutaárfolyamaira, illetve csökkentette finanszírozási költségeiket. Egyes országokban a nagyfokú tőkebeáramlás révén pénzügyi stabilitási aggodalmak is felmerültek az esetlegesen felépülő makrogazdasági egyensúlytalanságok, túlhevülő bankrendszer vagy pénzügyi buborékok miatt, amit néhol tőkekorlátozásokkal igyekeztek ellensúlyozni. Máshol viszont éppen a megnövekedett globális likviditás és kockázatvállalási hajlandóság tette lehetővé, hogy a kockázati prémium csökkenése révén a monetáris politika lazább lehessen, mint egyébként megtehetette volna, és ezzel támogassa a válságból való kilábalást.

A feltörekvő gazdaságokra tipikusan jellemző, hogy finanszírozási igényük jelentős részét devizából elégítik ki (ún. „original sin” probléma). Noha makrogazdasági szinten nincs jelentős devizakitettség (a devizaforrások mellett egyes gazdasági szereplők devizaeszközökkel is rendelkeznek), a gazdasági szereplők szintjén előfordulhat. Amennyiben a háztartási és vállalati szektor devizakitettsége magas, az egyrészt befolyásolja a monetáris transzmissziót<sup>10</sup>, másrészt a pénzügyi stabilitási szempontok fokozott figyelembevételre szűkítheti a jegybank mozgásterét.

---

<sup>10</sup> A devizaadósság a monetáris transzmisszió árfolyamcsatornájának – ami a feltörekvő, jellemzően kis, nyitott gazdaságok legfontosabb csatornája – a hatékonyságát rontja, mivel egyszerre jelentkezik egy pozitív és egy negatív hatás (l. 2.1. fejezet).



A válság óta számos feltörekvő jegybank felülvizsgálta a vélekedését arról, hogy az árszabályozás mellett milyen szerepe van a pénzügyi stabilitásnak, és így a monetáris politika mellett a makroprudenciális politikának. Ennek jegyében egyre elterjedtebb az a nézet, hogy a hosszú távú árszabályozás és a monetáris politika hatékony működéséhez elengedhetetlen a pénzügyi stabilitás fenntartása is (*Billi–Vredin, 2014*). Több jegybank feladatköre és eszköze is kibővült a makroprudenciális szabályozással, és a pénzügyi stabilitás biztosítását egyre több helyen az árszabályozás elérésének és fenntartásának elsődlegességével szembeállították a monetáris politika másik fontos céljává tették.

A következőkben azt mutatjuk be, hogy az előző fejezetben tárgyalt válságra adható válaszok mennyiben és milyen formában jelentek meg egyes, inflációs célkövetést alkalmazó vagy annak irányába elmozduló, feltörekvő országok jegybanki gyakorlatában.

#### 4.2.2. A feltörekvő országok jegybanki gyakorlata a válság követően

A vizsgált feltörekvő országok is alkalmaztak egyes nem-szokványos eszközöket, azonban a fejlett országoktól eltérő körülmények között és eltérő formában (*2. táblázat*).

**2. táblázat**  
**A feltörekvő országok által alkalmazott monetáris politikai eszközök a válság után**

Ország	Előretételezett iránymutatás	Nemkonvencionális eszközök			Inflációs cél emelése	Egyéb cél követése	Egyéb intézkedések
		Mennyiségi lazítás	Közvetlen hitelpiaci beavatkozás	Likviditásbővítés			
CL	X			X			
CZ	X			X		X	
HU	X	X		X		X	
PL	X			X			
RO				X	↓		
RU	X			X	↓	X	
TU	X			X	X		

*Megjegyzés. CL: Chile, CZ: Csehország, HU: Magyarország, PL: Lengyelország, RO: Románia, RU: Oroszország, TU: Törökország.*

Különböző típusú *előretételezett iránymutatást* Románia kivételével az összes általunk vizsgált feltörekvő ország alkalmazott, azonban kevésbé elkötelezetten, mint a fejlett országok jegybankjai. A cseh jegybank elköteleződött az alacsony kamattal, és jelezte, hogy az addig marad ezen a szinten, amíg az inflációs nyomás nem erősödik jelentősen. Iránymutatásuk hitelességét erősíti, hogy inflációs jelentésükben legyezőábra formájában publikálják kamattábla előrejelzésüket is. Lengyelországban a 2012–2013 során zajló kamatsökkentési

ciklus lezárását követően a kialakult kamatszint (2,5 százalék) változatlan szinten maradását kommunikálták, amelynek időhorizontját folyamatosan kitolták.<sup>11</sup> A Magyar Nemzeti Bank már a lazítási ciklus során (2012. augusztus – 2014. július) is alkalmazta az előretekintő iránymutatás eszközét azáltal, hogy egyre több információt nyújtott a kamatsökkentési ciklus mértékére, illetve a lazítási ciklus végére vonatkozóan. A lazítási ciklus lezárását követően az MNB előretekintő üzenete hangsúlyozta, hogy az előrejelzés feltételeinek teljesülése esetén a középtávú inflációs cél elérése a laza monetáris kondíciók tartós fenntartásának irányába mutat. Chilében azt követően, hogy 2009 végén 0,5 százalékra csökkent az irányadó ráta, a jegybank 2010 második negyedévéig elköteleződött ezen alacsony kamatszint fenntartása mellett. Ezekkel az országokkal szemben Törökország a szigorú monetáris kondíciók fenntartását kommunikálja mindaddig, amíg az inflációs kilátások nem javulnak érdemben. Oroszország is alkalmazott előretekintő iránymutatást, mégpedig arról, hogy nem fognak kamatot csökkenteni 2014 második negyedévében.

A feltörekvő országok közül egyedül az MNB hajtott végre *mennyiségi lazítást*, amelynek keretében 2008 utolsó negyedévében 250 milliárd forint értékben vásárolt államkötvényeket a másodpiacon. Erre azért volt szükség, mert a piac likviditása jelentősen romlott. A bankok egy megállapodás alapján az MNB mennyiségi lazításával párhuzamosan, szintén növelték állampapír-állományukat, így a 2008 őszén még szűkös bankrendszeri likviditás-többlet megnövekedett.

Különböző *likviditásbővítő intézkedések* a feltörekvő országokban is elterjedtek, ezek részletezése azonban meghaladja ezen tanulmány kereteit. (A válság alatt alkalmazott, hazai nemkonvencionális eszközökről részletesen I. Krekó et al. [2012], 3. keretes írás, 32–34. o.). Az általunk vizsgált feltörekvő országok közül egyedül Csehországban érték el a nominális kamat nulla alsó korlátját – 2012 novemberétől napjainkig 0,05 százalék az irányadó ráta –, azonban további lazításként nem a fejlett országok jegybankjai által használt eszközöket, hanem a devizapiaci intervenciót kezdték el alkalmazni. Nulla közeli, de még a nulla alsó korlátba nem ütköző (0,5 százalék) alapkamat volt 2009 végén Chilében.

Az *inflációs cél megemeléséhez* egyedül a török jegybank folyamodott.<sup>12</sup> Romániában az inflációs célkövetés hitelességének erősödése, illetve Oroszország esetében az inflációs célkövetés fokozatos implementálása során az inflációs célokat csökkentették.<sup>13</sup> Románia

---

11 A lazítási ciklus lezárása után egy évvel, azzal párhuzamosan, hogy erősödött a tartósan alacsony külső és belső inflációs környezet valószínűsége, elhagyták az addig alkalmazott iránymutatást.

12 2009-ben 4 százalékról 7,5 százalékra emelték.

13 Románia esetében 2005-ben  $7,5\% \pm 1$  százalékpontos sávban állapították meg az inflációs célt. Az év végi célokat fokozatosan csökkentették, így azokat 2009–2010-re 3,5%, majd 2011-től 3%, végül 2013-tól  $2,5\% \pm 1$  százalékpontos toleranciasávban határozták meg. Oroszország esetében 2013-ban 5-6 százalékos célsávot határoztak meg, majd 2014-ben 5 százalékos, 2015-re 4,5 százalékos, 2016-ra pedig 4 százalékos célt tűztek ki. A pontcélok körül mindegyik esetben  $\pm 1,5$  százalékpontos toleranciasávot jelöltek ki.

esetében mindez az euró bevezetéséhez szükséges lépésként is értelmezhető, mivel a célcsökkentést követően hivatalos céldátumot is kijelöltek.

*Egyéb intézkedésnek* tekinthető a cseh jegybank esetében a korona árfolyamának monetáris politikai eszközként való alkalmazása a monetáris kondíciók lazítása érdekében. Ennek jegyében a jegybank az árfolyamot átmeneti és alternatív monetáris politikai eszközként használja, ami illeszkedik az inflációs célkövetés rendszerébe. Ez egy aszimmetrikus beavatkozás, amelynek lényege, hogy nem engedik az árfolyamot 27 CZK/EUR szintnél tovább erősödni, a gyenge oldalon azonban a piaci folyamatok határozzák meg az árfolyam alakulását. Az MNB esetében egyéb országspecifikus, nemkonvencionális eszköznek tekinthető a 2013-ban elindított Növekedési Hitelprogram (NHP), amely célzottan igyekszik a kkv-szektorban javítani a válság alatt sérült monetáris transzmissziót, és ezen keresztül támogatni a vállalati hitelezést. Az MNB egy további, új intézkedése az önfinanszírozási koncepció, amely az államadósság belső forrásokból történő finanszírozásának erősítésével azt célozza, hogy csökkenjen a bruttó külső adósság, ezáltal az ország külső sérülékenysége. Mindez összhangban van az MNB azon stratégiájával, amely szerint az elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi stabilitás fenntartását és erősítését.

A táblázatban az egyéb intézkedéseknél jelöltük, hogy az orosz jegybank jelenleg átmeneti szakaszban van az IT-rendszer bevezetése felé, amelyre a jegybank 2015-ben kíván teljesen áttérni. Szintén koncepcionális változásnak tekinthető, hogy a török jegybank 2010 végétől új monetáris politikai stratégiát alkalmaz, ennek jegyében az elsődleges cél továbbra is az árstabilitás elérése és fenntartása, amelyet a pénzügyi stabilitás megteremtése mint kiegészítő cél támogat.<sup>14</sup>

Mindezek alapján látható, hogy egyik általunk vizsgált, feltörekvő ország sem tért át az inflációs célkövetés helyett valamilyen más keretrendszer alkalmazására – sőt, ezen országok is jellemzően az IT melletti elkötelezettségüket erősítették a keretrendszer felé tett elmozdulással. Emellett a feltörekvő országokban jellemzően nem merült fel az inflációs cél emelésének lehetősége, mivel általában nem szembesültek a nulla alsó korlát által állított kihívásokkal; sőt egyes esetekben a nominális konvergencia jegyében az inflációs cél csökkentésére volt példa. Ugyanakkor látható, hogy a pénzügyi válság által okozott problémákat sok esetben ezek az országok is csak nemkonvencionális monetáris politikai eszközökkel vagy egyéb új intézkedések bevezetésével tudták kezelni. Összességében tehát az inflációs célkövetés kereteinek megváltozása nem a célrendszer rugalmasabbá válását, hanem az eszköztár és az intézményrendszer olyan átalakulását és kibővülését jelenti, ami az IT-rendszer szellemében ad megoldási lehetőségeket a válság által támasztott kihívásokra. Ezen eszközök – a válság tapasztalatainak tükrében, főként a monetáris politikai

<sup>14</sup> Ennek jegyében a török jegybank számos új eszközt (pl. aszimmetrikus kamatfolyosó, tartalékolási mechanizmus) vezetett be; ezek alkalmazásának motivációja sokszor homályos, és az általuk megvalósuló transzmisszió nem átlátható. Az ilyen eszközök alkalmazása, illetve nem megfelelő kommunikációja rontja a török monetáris politika kiszámíthatóságát és a jegybank hitelességét.

---

stratégia, a makroprudenciális és mikroprudenciális politika szorosabb együttműködésének jegyében – előretékitve is a monetáris politika és a jegybanki gyakorlat szerves részei maradhatnak.

## 5. Összefoglalás

A nemkonvencionális eszközökkel kibővített, rugalmas inflációs célkövető rendszerek képesek voltak helytállni a válság támasztotta kihívásokkal szemben. A pénzügyi válság kirobbanása kapcsán számos kritika érte az inflációs célkövetés keretrendszerét, de a nemzetközi példákat tekintve, egyetlen jegybank sem lépett ki az inflációs célkövetés rezsimből – sőt, számos esetben afelé tett elmozdulás volt tapasztalható –, így az továbbra is az egyik legjobb monetáris politikai gyakorlatnak tekinthető. *A rugalmas inflációs célkövetés eddigi keretének megújítása nem a célrendszer rugalmasabbá válását, hanem az eszköztár olyan kibővítését jelenti, amely a nulla alsó korlát jelentette kihívásokra vagy a pénzügyi válság által okozott egyéb akut, strukturális problémákra segít választ adni.* Ezáltal a rugalmas inflációs célkövető stratégia válság alatti elmozdulása az árstabilitási cél elsődlegessége mellett egy olyan keretet biztosít, amelyben a jegybank rövid távon az inflációs cél elérése vagy a deflációs kockázatok elkerülése érdekében figyelembe vesz egyéb (reálgazdasági, pénzügyi stabilitási, stb.) szempontokat is. A pénzügyi válság tapasztalatai ugyanakkor arra is rávilágítottak, hogy önmagában az inflációs cél elérésére való törekvés kevésnek bizonyulhat a hosszú távú makrogazdasági stabilitás fenntartásához, ha ez pénzügyi instabilitással párosul. A jegybanki eszköztár megújulása részben erre ad megoldási lehetőséget, ami célzottan a pénzügyi rendszer egyes részterületein jelentkező egyensúlytalanságokat, sérülékenységeket és kockázatokat kívánja mérsékelni. Mindezek fényében a rugalmas inflációs célkövetés új eszközei előretékitve is a monetáris politika és a jegybanki gyakorlat szerves részei maradhatnak.

### Felhasznált irodalom

ABO-ZAID, S. – TUZEMEN, D. (2012): Inflation Targeting: A three-decade perspective. *Journal of Policy Modeling*, Elsevier, Elsevier, vol. 34 (5), pp. 621–645.

ÁBEL ISTVÁN – LEHMANN KRISTÓF – MOTYOVSZKI GERGŐ – SZALAI ZOLTÁN (2014): Deflációs félelmek a fejlett gazdaságokban. *MNB-szemle*, július, 7–17. o.

BAKSA DÁNIEL – FELCSER DÁNIEL – HORVÁTH ÁGNES – KISS M. NORBERT – KÖBER CSABA – KRUSPER BALÁZS – SOÓS GÁBOR DÁNIEL – SZILÁGYI KATALIN (2013): Semleges kamat Magyarországon. *MNB-szemle*, október (különszám), 7–13. o.

BALL, L. (2013): The Case for 4% Inflation, Central Bank Review (Central Bank of the Republic of Turkey), May, <http://www.voxeu.org/article/case-4-inflation>

BILLI, ROBERTO M. – VREDIN, A. (2014): Monetary policy and financial stability – a simple story. *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2014:2.

BLANCHARD, O. – DELL'ARICCIA, G. – MAURO, P. (2010): Rethinking Macroeconomic Policy. *IMF Staff Position Note*, SPN/10/03. February 12, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>

BORIO, C. – DISYATAT, P. – JUSELIOUS, M. (2013a): Rethinking potential output: Embedded information about the financial cycle. *BIS Working Papers* No. 404, [www.bis.org/publ/work404.htm](http://www.bis.org/publ/work404.htm)

BORIO, C. – DISYATAT, P. – JUSELIOUS, M. (2013b): Measuring potential output: Eye on the financial cycle. <http://www.voxeu.org/article/measuring-potential-output-eye-financial-cycle>

BORIO, C. – DISYATAT, P. – JUSELIOUS, M. (2014): A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output. *BIS Working Papers* No. 442, <http://www.bis.org/publ/work442.pdf>

BORIO, C. (2014): Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery? *BIS Working Papers* No. 440, <http://www.bis.org/publ/work440.pdf>

BROADBENT, B. (2013): Forecast errors. Speech given by external member of the Monetary Policy Committee, Bank of England At The Mile End Group of Queen Mary, University of London, Wednesday 1 May, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2013/speech653.pdf>

CSERMELY ÁGNES – TÓTH MÁTÉ BARNABÁS (2013): Nominális GDP célkövetés: miről beszélgetnek a jegybankárok. *MNB-szemle*, május, 7–11. o.

CSORTOS ORSOLYA – LEHMANN KRISTÓF – SZALAI ZOLTÁN (2014): Az előzetekintő iránymutatás elméleti megfontolásai és gyakorlati tapasztalatai. *MNB-szemle*, július, 45–55. o.

CSORTOS ORSOLYA – SZALAI ZOLTÁN (2013): Makrogazdasági egyensúlytalanságot megragadó indikátorok értékelése. *MNB-szemle*, október, 14–24. o.

FELCSER DÁNIEL – KOMLÓSSY LAURA – VADKERTI ÁRPÁD – VÁRADI BALÁZS (2014): Inflációs célkövetés. Módszertani kézikönyv, Magyar Nemzeti Bank (megjelenés alatt).

FELCSER DÁNIEL – LEHMANN KRISTÓF (2012): A Fed inflációs célja és a bejelentés háttere. *MNB-szemle*, október, 28–37. o.

---

FISHER, RICHARD W. (2014): Monetary Policy and the Maginot Line (With Reference to Jonathan Swift, Neil Irwin, Shakespeare's Portia, Duck Hunting, the Virtues of Nuisance and Paul Volcker). University of Southern California, Los Angeles. July 16., <http://dallasfed.org/news/speeches/fisher/2014/fs140716.cfm>

HAMMOND, G. (2012): State of the art of inflation targeting. *Centre for Central Banking Studies*, Bank of England, Handbook No. 29.

HILSCHER, J. – RAVIV, A. – REIS, R. (2014): Inflating away the public debt? An empirical assessment. *CEPR Discussion Paper* No. 10078.

KREKÓ JUDIT – BALOGH CSABA – LEHMANN KRISTÓF – MÁTRAI RÓBERT – PULAI GYÖRGY – VONNÁK BALÁZS (2012): Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei. *MNB-tanulmányok*, 100. háttér tanulmány.

KRUSPER BALÁZS – SZILÁGYI KATALIN (2013): Hogyan jelenhetnek meg a reálgazdasági szempontok egy kamatszabályban? *MNB-szemle*, május, 43–50. o.

KRZAK, M. – ETTL, H. (1999): Is direct inflation targeting an alternative for Central Europe? Oesterreichische Nationalbank, Focus on Transition 1/1999, <http://www.oenb.at/en/Publications/Economics/Focus-on-Transition/1999/Focus-on-Transition-1-1999.html>

LEHMANN KRISTÓF – MÁTRAI RÓBERT – PULAI GYÖRGY (2013): A Federal Reserve System és az Európai Központi Bank válság során alkalmazott intézkedéseinek bemutatása. *MNB-szemle*, október (különszám), 100–109. o.

LEHMANN KRISTÓF (2012): A nemkonvencionális jegybanki eszközök nemzetközi tapasztalatai. *MNB-szemle*, június, 24–30. o.

LEIGH, D. (2010): A 4% inflation target? <http://www.voxeu.org/article/4-inflation-target>

MCLEAY, M. – RADIA, A. – THOMAS, R. (2014): Money in the modern economy: an introduction. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q1, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q101.pdf>

MOLLICK, A. V. – CABRAL, R. – CARNEIRO, F. G. (2011): Does inflation targeting matter for output growth? Evidence from industrial and emerging economies. *Journal of Policy Modeling* 33, pp. 537–551.

NEGRO, M. DEL – GIANNONI, M. P. – SCHORFHEIDE, F. (2014): Inflation in the Great Recession and New Keynesian Models. *American Economic Journal* (megjelenés alatt), <http://www.nber.org/papers/w20055>

SHIRAI, S. (2014): Recent Monetary Policy Trends in Advanced Economies and the Asia-Pacific Region, [https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen\\_2014/data/ko140724a1.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2014/data/ko140724a1.pdf)

SVENSSON, LARS E. O. (2008): Inflation Targeting. In BLUME LAWRENCE, E., DURLAUF, STEVEN N. (ed. by): The New Palgrave Dictionary of Economics, 2nd edition, Palgrave McMillan.

SVENSSON, LARS E. O. (2010): Inflation targeting after the financial crisis. Speech at the International Research Conference „Challenges to Central Banking in the Context of Financial Crisis”, Mumbai, 12 February, <http://www.bis.org/review/r100216d.pdf>

TAYLOR, J. B. (2008): The Impact of Globalization on Monetary Policy. Globalization, Inflation and Monetary Policy, International Symposium, Banque de France, March, pp. 257–263.