

**Komlóssy Laura**

## **A nem-hagyományos monetáris politikai eszközök**

### **nemzetközi és hazai tapasztalatai**

*Az elmúlt hónapokban mind a fejlett, mind a feltörekvő országokban is számottevő mértékben emelkedett az infláció, míg a korábbi évekre a jegybanki céloktól érdemben elmaradó áremelkedés volt jellemző. Több közgazdász is úgy véli, hogy a globális inflációban egy trendforduló lehet kibontakozóban, amellyel az alacsony infláció időszaka a végéhez közeledhet, így érdemes visszatekinteni, hogy a világ jegybankjai a globális gazdasági válságból fakadó kihívásokat, valamint az elhúzódnak bizonyuló kilábalást a hagyományos monetáris politikai eszközök mellett milyen nemkonvencionális intézkedésekkel egészítették ki. A hagyományos monetáris politikai eszközök korlátainak elérését követően a jegybankok széles körben kezdtek nemkonvencionális eszközök alkalmazásába. A bevezetett eszközök a jegybankok elsődleges mandátumát, az inflációs cél elérését támogatták, illetve a pénzügyi rendszer összeomlásának megakadályozását, és ezen keresztül a gazdaság élénkítését célozták. A Lehman-csőd utáni bizalmi válság likviditásnyújtó eszközök széles körű alkalmazását tette szükségessé. A globálisan meghatározó jegybankok állampapír-vásárlási programokat hirdettek meg, majd több jegybank is negatív tartományba csökkentette az irányadó kamatot. A monetáris transzmisszió helyreállítása céljából néhány esetben célzott eszközök kerültek bevezetésre, valamint a jegybanki eszköztárakban is változások történtek. A Magyar Nemzeti Bank a válság következményeire válaszként bevezetett intézkedései illeszkedtek a nemzetközi gyakorlatba, ugyanakkor az MNB által bevezetett eszközök karakterisztikáiban eltértek a nagy jegybankok eszközeitől. Az MNB az eszközök szélesebb körével és célzottabban kezelte a pénzpiaci zavarokat, célozta a transzmisszió helyreállítását, valamint lazította a monetáris kondíciókat.*

**A pénzügyi válság kitörését követően számos jegybank lazított a monetáris kondícióin.** A jegybanki kamatok nulla alsó korlátjának elérését követően több központi bank is a mennyiségi lazítás eszközehez folyamodott, majd ennek alkalmazása mellett, bizonyos esetekben – korábban kizártnak tartott – negatív jegybanki kamatokat vezettek be. A pénzügyi piacok stabilizálása, valamint a likviditási folyamatokkal kapcsolatos bizonytalanság enyhítésére a jegybankok széles köre alkalmazott likviditásbővítő eszközöket. A válság következményeihez való alkalmazkodás a jegybanki eszköztárakban is változásokat eredményezett. Emellett a bankrendszer mérlegle-

építési folyamata miatt visszafogott banki hitelezést számos jegybank igyekezett célzott hitelösztönző programokkal kezelni. A jegybankok által alkalmazott nemkonvencionális eszközöket összefoglaló táblázatból jól kirajzolódik, hogy **a vizsgált országokban az MNB alkalmazta az eszközök legszélesebb körét** (1. táblázat).

1. táblázat: A jegybankok alkalmazott nemkonvencionális eszközei

	EA	USA	JP	UK	SE	AR	KR	CH	DK	CZ	TR	PL	NO	NZ	MX	HU	
QE	✓	✓	✓	✓	✓						✓						
negatív kamat	✓		✓		✓			✓	✓								✓
mennyiségi korlátozás					✓			✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
FX-swap	✓				✓		✓			✓	✓	✓					✓
kamatswap															✓	✓	
célzott hitelösztönzés	✓		✓	✓		✓	✓										✓
árfolyampadló								✓		✓							
aszimmetrikus kamatfolyosó	✓	✓		✓						✓	✓						✓

Forrás: központi bankok honlapja

A 2007-ben kezdődő pénzügyi válság során számos jegybank lazított a monetáris kondícióin, ugyanakkor a reálgazdasági teljesítmény nagymértékű visszaesését, a pénzügyi rendszer és a pénzpiacok működésében jelentkező zavarokat a monetáris politika hagyományos eszköztárával nem tudták hatékonyan kezelni, így a továbbra is szükséges monetáris lazításra csak alternatív eszközökkel nyílt lehetőség. A Lehman-csőd utáni bizalmi válság a jegybankok széles körében **likviditásnyújtó eszközöket** tett szükségessé, mivel a bankok megemelkedett forrásköltsége, valamint a különböző pénzügyi piacok befagyása a transzmisszió sérülésével, illetve a pénzügyi közvetítés összeomlásával fenyegetett. A pénzügyi piacok stabilizálása és a monetáris transzmisszió helyreállítása, valamint a likviditási feszültségek enyhítése érdekében számos jegybank (cseh, lengyel, koreai, török, svéd, kanadai, izlandi, perui, chilei, szerb, brazil, MNB) alkalmazott **likviditásnyújtó intézkedéseket**, illetve **FX-swap**

**tendereken** keresztül mérsékeltek a likviditási folyamatokkal kapcsolatos bizonytalanságot.

A jegybanki kamatok – az akkor gondolt – nominális alsó korlátjának elérését követően több központi bank is a **mennyiségi lazítás (QE)** eszközehez folyamodott. A klasszikus állampapír-vásárlás több jegybank esetében is **vállalati értékpapírok, valamint egyéb értékpapírok vásárlásával egészült ki**. Míg az állampapír-vásárlás az állampapírpiaci hozamgörbe leszorítását és az inflációs folyamatok támogatását célozza, addig az egyéb értékpapír-vásárlás a különböző piaci szegmensekben tapasztalt zavarok enyhítésére, valamint végső soron a magánszektor hitelkondícióinak javítására szolgál. **Eszközvásárlási programokat többek között a Fed, az EKB, a svéd, az angol, a japán, az izraeli és a török jegybank hajtott végre.**

A mennyiségi lazítás alkalmazása mellett, bizonyos esetekben néhány jegybank **negatív jegybanki kamatok**at vezetett be. A negatív kamatot országonként eltérő indokból alkalmazták, mivel a gazdaságok helyzete is különbözött. Emellett a negatív kamat bevezetésének részletei is eltértek egymástól. Míg **a dán, a svéd és a svájci** jegybank a valutaárfolyamra nehezedő felértékelő nyomást akarta elsősorban mérsékelni, addig az **EKB és Japán** gazdaságélénkítő hatást vár a lépéstől. A **Magyar Nemzeti Bank** esetében az aszimmetrikus kamatfolyosó kialakítása során csökkent negatív tartományba az egynapos betéti kamat. Néhány jegybank esetében a bankrendszer likviditástöbblete, az alacsony állampapír-hozamok, valamint a nagy gazdasági nyitottság miatt a mennyiségi lazítás nem tűnt célravezetőnek, ezért **az árfolyam nemkonvencionális monetáris politikai eszközként történő alkalmazása** mellett köteleződött el. **Az árfolyam túlzott erősödésének megakadályozása, a defláció elkerülése**, valamint az inflációs és reálgazdasági folyamatok támogatása céljából **a cseh és a svájci jegybank is árfolyampadló alkalmazása** mellett döntött. A svájci jegybank az euróval szembeni 1,2-es árfolyamküszöböt 2011 szeptemberében vezette be, amikor jegybank értékelése szerint a svájci frank erősen túlértékelt volt és kivételesen magas volt a bizonytalanság a pénzügyi piacokon. Az árfolyamküszöböt 2015 januárjában törölte el a jegybank, valamint a nemkívánatos monetáris politikai szigorítás elkerülése érdekében az alapkamatot is jelentősen csökkentette. A cseh jegybank a defláció és az inflációs cél alullövésének megnövekedett kockázata miatt 2013-ban döntött az árfolyamküszöb bevezetése mellett, mivel a kamatcsökkentésben és az előretekintő iránymutatásban rejlő lehetőségeket korábban kihasználta, míg a negatív kamat alkalmazását gazdasági és jogi megfontolások akadályozták. A 27 CZK/EUR szint melletti egyoldalú jegybanki elköteleződés

szerint olyan mennyiségben és ideig interveniálnak, amilyen és amennyi ideig szükséges a cseh korona erősödésének megakadályozása érdekében, míg a korlát gyenge oldalán hagyják lebegni az árfolyamot. A cseh jegybank április 6-án végül rendkívüli ülés keretében az árfolyampadló eltörlése mellett döntött. Az árfolyampadló eltörlésének ténye nem okozott meglepetést a pénzpiacokon, ugyanis a jegybank korábbi kommunikációjában hangsúlyozta, hogy 2017 március végétől bármikor döntés születik az árfolyamküszöb eltörléséről, ugyanakkor a döntés időzítése váratlanul volt, hiszen az elemzők többsége május elejére várta az elköteleződés elhagyását. Az árfolyamkorlát elengedése óta a cseh korona árfolyama 1,5-2 százalékkal erősödött az euróval szemben.

Az utóbbi években a bankrendszer mérlegleépítési folyamatának következményeként **a banki hitelezés visszaesett, amit számos jegybank célzott eszközökkel igyekszik kezelni.** A beruházások serkentése, főként a kkv szektor aktivitásának támogatása érdekében a jegybankok, köztük az **EKB, az angol, a japán, az argentin, a koreai és a magyar** különböző, hitelezést támogató eszközöket alkalmaznak. Az **EKB** Long-Term Refinancing Operation (LTRO) programja a bankok likviditási feszültségeinek enyhítését szolgálta, célzottá csak a sokadik átalakítás után vált. A magánszektorbeli hitelezés és a reálgazdasági élénkítés céljából 2014 júniusában elindult a **TLTRO I**, amelynek kamata az éppen aktuális MRO-szinten volt rögzítve a teljes futamidőn. 2016 júniusában újabb célzott, hosszú lejáratú eszközt (**TLTRO II.**) indított a jegybank, amelyben a hitelezéstől függően a forrásköltség az O/N betéti kamatig is lemehet. Az **angol jegybank a Funding for Lending Scheme (FLS)** programjával a bankrendszer forrásköltségének csökkenésén keresztül célozza a banki hitelezési feltételek oldódását, ösztönözve a gazdasági növekedést. A hitelt a jegybank az alapkamat +25 bázispontos kamatfelár mellett nyújtja a pénzintézetek számára. A Brexitről szóló döntés után kialakult helyzet kezelésére bevezetett **Term Funding Scheme (TFS)** eszközön keresztül a Bank of England az alapkamathoz közeli kamaton nyújt forrásokat a bankrendszernek, ezzel segítve az alapkamat transzmisszióját. Emellett az új források a hitelezési aktivitást is támogathatják. A **japán jegybank Hiteltámogató programján** keresztül 0,1 százalékos kamat mellett biztosít forrást a pénzügyi intézmények számára. A jegybank **másik, speciális hitelösztönző programja természeti katasztrófák idején biztosít forrást** az újjáépítésben résztvevő felek számára. Az **argentin jegybank (BCRA) hitelprogramja** 2010 júniusában indult és a stratégiaileg fontos, produktív iparágak támogatáshoz biztosít kedvezményes hitelt. A BFPF keretében folyósított hitelek kamatlába 9,9 százalék minden esetben. Az **argentin jegybank másik hitelösztönző programja (CLPI)** kizár-

rólág a kkv szektor hitelezését célozza, a maximált kihelyezési kamatlábat 22 százalékban korlátozzák. A **koreai jegybank Aggregált hitelplafon programjában** kedvezményes hitelkeretet biztosít a hitelintézetek számára a kkv szektor finanszírozása céljából. A hitelintézetek 1,25 százalékos kamattal juthatnak forráshoz. Az MNB az alapkamat csökkentése mellett a monetáris politikai eszköztár új, célzott elemeként 2013 júniusában elindította a **Növekedési Hitelprogramot (NHP)** a kkv-k hitelezésében tapasztalt tartós piaci zavar enyhítése érdekében. A jegybank az NHP keretében 0 százalékos kamatozású refinanszírozási forinthitelt nyújtott a hitelintézeteknek, amit azok legfeljebb 2,5 százalékos kamattal mellett hitelezhetek tovább a kkv-knak. 2016 elején elindult a **Növekedéstámogató Program (NTP)**, amely az NHP harmadik, kivezető szakaszát és a Piaci Hitelprogramot (PHP) foglalja magában. Utóbbi a hitelezési feltételhez kötött kamatcsere eszközzel (Hitelezési IRS; HIRS), valamint egy likviditáskezelést segítő eszközzel (a preferenciális betételhelyezési lehetőséggel) támogatja a bankok piaci hitelezésre való átállását.

## 2. táblázat: A jegybanki hitelösztönző programok

	<i>Program</i>	<i>Célzott hitelállomány</i>	<i>Bevezetés</i>
<i>EKB</i>	Targeted Long-Term Refinancing Operations I. (TLTRO I.)	Vállati hitelezés	2014. szept.
	Targeted Long-Term Refinancing Operations II. (TLTRO II.)	Nem-pénzügyi vállalatok és háztartások (lakáshitelre nem)	2016. jún.
<i>BoE</i>	Funding for Lending Scheme (FLS)	Kkv fókuszt	2012. júl.
	Term Funding Scheme (TFS)	Vállalatok, háztartások	2016. aug.
<i>BoJ</i>	Measures to Support Financial Institutions in Disaster Areas	Újjáépítésben résztvevő harmadik felek, természeti katasztrófák idején	2011. ápr.
	Loan Support Program	Hitelezési költségek csökkentése	2010. ápr.
<i>BCRA</i>	Credit Line for Productive Investment (CLPI)	75 százalékban kkv-k számára, beruházásra	2012
	Bicentenary Productive Financing Program (BPPF)	Stratégiaiilag fontos iparágak támogatása	2010. júl.
<i>MNB</i>	Növekedési Hitelprogram (NHP) 1-2. szakasz, NHP+	Kkv fókuszt	2013 – 2015
<i>MNB</i>	Növekedés Támogató Program (NTP)	Kkv-hitelezés, egyre csökkenő jegybanki szerepvállalás mellett	2016. jan.
<i>BoK</i>	Aggregált hitelplafon	Kedvezményes hitelkeret kkv-k finanszírozására	2008

*Forrás: központi bankok honlapja*

A válság következményeihez való alkalmazkodás **a jegybanki eszköztárakban is változásokat eredményezett**. A konvencionális eszköztár elemei nem-hagyományos jegybanki funkciókkal egészültek ki. Számos jegybank bővítette a nyílt piaci műveletek során **a fedezetként elfogadható értékpapírok** és az azt kibocsátó intézmények körét (EKB, chilei és koreai jegybank), valamint több esetben is **aszimmetrikus kamatfolyosó** (EKB, Fed, török, cseh, angol jegybank, MNB) került kialakításra. **Aszimmetrikus kamatfolyosó bevezetésére** jellemzően olyan országokban került sor, ahol az irányadó kamat megközelítette a nullát, viszont a jegybank nem vezetett be negatív O/N betéti kamatot (az EKB a negatív kamat bevezetése előtt már aszimmetrikussá tette a kamatfolyosót). Az MNB esetében az aszimmetrikus kamatfolyosó kialakítása, valamint az O/N jegybanki hitelkamat alapkamatra csökken-

tése az irányadó eszköz mennyiségi korlátozásához, illetve a laza monetáris kondíciók fenntartásához kapcsolódott.

A nemzetközi gyakorlat nem egységes, de **több jegybank is meghatároz mennyiségi korlátot az irányadó eszközre. Az országok egy része változó áras aukciót használ** (Lengyelország, Mexikó, Törökország), ahol a bankok versenyző ajánlatokat adnak be és a legjobb ajánlatok kerülnek elfogadásra. Ezekben a jegybankokban a mennyiségi korlát jellemzően azt a célt szolgálja, hogy **a bankok versengő ajánlatai mellett kerüljön értékesítésre az irányadó eszköz**. Van példa olyan rendszerekre is, ahol az **aukció fix áras, azonban mennyiségi korlátot is alkalmaz a jegybank, így valamilyen nem hozamon alapuló allokációs mechanizmus alkalmazása szükséges**. A svéd és izlandi jegybank például ún. „pro-rata”, azaz arányos allokációt használ, ahol a beadott mennyiségekkel arányosan kerülnek szétosztásra a beadott ajánlatok túljegyzés esetén. Vannak jegybankok, amelyeknél a likviditás irányadó eszközből való kizorítása deklarált cél, ugyanakkor a hozamleszorító szándékot nem kommunikálják, mint például a norvég esetben. Norvégiában és Új-Zélandon a **banki kvóták alapján csak az ajánlatok egy része kamatozik az irányadó kamaton**, amivel a tartalékszámra növekedésének megakadályozását, valamint a bankközi piaci aktivitásának növelését célozzák. **A tartalékszámra korlátozásának célja más országokban a negatív kamat következményeinek enyhítése (Dánia, Svájc)**. Az **MNB 2016 őszétől korlátozza a három hónapos betétbe való hozzáférést**, melynek célja egyrészt a jegybank hitelösztönzési és Öntfinanszírozási programjának támogatása, valamint a hozamok célzott csökkentése. A korlátozott 3 hónapos betétet fix kamatozású tenderen értékesíti, ami biztosítja, hogy a jegybanki kamatok rendszere áttekinthető maradjon. Az MNB három hónapos betéti tenderein az allokáció a banki mérlegfőösszegeken alapul.

Összefoglalásként elmondható, hogy a globális gazdasági válság következményeit és az elhúzódó kilábalást a hagyományos monetáris eszköztár nem tudta hatékonyan kezelni, ezért a további szükséges lazítást a jegybank széles köre nemkonvencionális eszközök bevezetésével érte el. A klasszikus mennyiségi lazítás mellett több jegybank is negatív tartomány csökkentette az irányadó kamatot, míg azokban az országokban, amelyekben erre nem volt lehetőség, a jegybankok az árfolyam nemkonvencionális monetáris politikai eszközként történő alkalmazása mellett köteleződtek el. A banki mérleglépítés következtében visszaeső hitelezést a jegybankok hitelösztönző programokkal igyekeztek serkenteni. Magyarország esetében a válság speciális helyzetben érte a gazdaságot: a jelentős mértékű devizaadósság miatt

nagy volt az ország külső sérülékenysége, emellett a devizahitelek magas aránya következtében nem megfelelően funkcionáló bankrendszer jellemezte a gazdaságot. Hazánkban emiatt ugyanazok a megoldások nem tudtak működni, mint a globálisan meghatározó jegybankok esetében, így innovatív, célzott eszközök bevezetésére volt szükség. Az elsődleges eszköz az irányadó ráta maradt, emellett azonban számos új eszközzel kibővült a jegybanki eszköztár, amelyek kiemelten az inflációs cél elérését szolgálták.

*„Szerkesztett formában megjelent a Világgazdaság.hu oldalon 2017. április 13-án.”*