



Monetáris politika 1. – Monetáris trilemma, jegybanki célkövetési rendszer	Olvasási idő: 15 perc 	Készítette: Dr. habil. Kiss Gábor Dávid 
---	---	---

Monetáris trilemma

A **monetáris trilemma** („impossible trinity”) szerint a **tőkepiaci integráció** (a tőke szabad áramlása, a pénzügyi mérleg liberalizálása), a **monetáris autonómia** (a jegybank a belföldi gazdaság igényei szerint alakítja kamatpolitikáját) és a **devizaárfolyam-stabilitás** (rögzített árfolyamrendszer fenntartása) egyidejűleg nem biztosítható.

- **Példák:**
 - **Eurozónán** belül a devizák árfolyama visszavonhatatlanul rögzítésre került, a tőke szabadon áramlik, azonban a monetáris politikát az Európai Központi Bank (European Central Bank, ECB) alatt központosították. A tagállamok jegybanki vezetői szavazatukkal döntenek a kormányzó tanács ülésein a monetáris politika változtatásáról, valamint jegybankjaik végrehajtják az ECB döntéseit.
 - **Kína** esetében a yüan (renminbi) árfolyamát rögzítik a dollárhoz (vagy épp NEER-hez), valamint a tőke áramlása erősen korlátozott.
 - Az amerikai dollár árfolyama szabadon lebeg, a tőke szabad áramlása is biztosítva van, valamint az **amerikai jegybank** (Federal Reserve - FED) autonómiája komolyan tekinthető.
- **Mérhetősége:**
 - az irányadó belföldi kamatlábak és a külföldi-belföldi kamatok különbsége a főbb kereskedelmi partnerek irányában,
 - a folyó fizetési mérleg és a pénzügyi/tőkemérleg folyó tételeit érintő korlátozások mértéke,
 - a belföldi deviza árfolyamának stabilitása

A monetáris politika elsődleges célja és a döntéshozatal módja

Ahogy Vigvári (2003) is kifejti, a jegybankok monetáris politikai céljai rendszerezhetőek; **végso, közbensó és operatív célok** szerint. A végso cél áll legfelül, ehhez járul hozzá a többi célkitűzés, a közbensó célok egyenlők a nominális horgonyokkal (pénz mennyisége, valutaárfolyam), az operatív célok pedig a legalsó szintet képviselik, ezek a monetáris politika eszközeivel közvetlenül teljesíthetők, és rájuk a monetáris hatóságnak közvetlen hatása van. Ebbe az utolsó kategóriába tartozik például a jegybanki alapkamat.

- A mai modern jegybankok fő célja, a nemzetközi gyakorlat szerint az infláció tartósan alacsony szinten tartása, azaz az árstabilitás, vagy az infláció visszaszorítása. Ez a cél a legtöbb fejlett európai országban 2% körül van meghatározva, Magyarországon ez kissé magasabb, 3%-os szinten van meghatározva.

A célrendszerek hivatalos sémája (IMF AREAR alapján) a következőképp jelenik meg:

- **Árfolyam-célkitűzések**
- **Monetáris aggregátum célok**

- **Inflációs célkövetés**
- **Egyéb célok**

Árfolyam-célkitűzés rendszere

Az árfolyam jegybanki célkitűzésként azt jelenti, hogy az ország nemzeti fizetőeszközét másik devizához/devizákhoz köti, így értéke a választott deviza változása függvényében alakul. Alapjának a rögzített árfolyamrendszer alkalmazása tekinthető. A monetáris hatóság itt külföldi valutát vásárol, illetve értékesít, annak érdekében, hogy fenntartsa az árfolyamnak az előre meghatározott szintjét, vagy meghatározott tartományon belül tartsa. A célárfolyam ezért nominális horgonyként szolgál a monetáris politika számára (Mishkin 2004).

- **előfeltétele**, hogy a fenntartásához szükséges makrogazdasági alapok adottak legyenek az országban.
- mögöttes eszköze eleinte az arany volt, az 1872-1914-ig tartó aranystandard és részben az ezután következő 1971/73-ig tartó Bretton Woods-i rendszerben
- 1980-as évektől terjedt el ez a célkövetés a fejlődő országok körében, mikor alábbhagyott a monetarizmus iránti lelkesedés
- **Előnye**, hogy egyszerű és átlátható, az inflációt folyamatos ellenőrzés alatt tarthatja a jegybank azzal, hogy a nemzetközi áruforgalomban részt vevő termékek inflációs rátáját összeköti a rögzített valuta országában lévő megfelelő inflációs rátával (Mishkin 2004)
- **Hátránya**, hogy a rögzített árfolyam hitelességének fenntartásához jelentős mennyiségű külföldi devizatartalék kell, fenntartása is nehéz, ha jelentősen ingadozik a célzott árfolyam, és spekulatív támadásoknak teheti ki az árfolyamot az alkalmazó fél (Mishkin 2004)

Monetáris aggregátum célok

Pragmatikus monetarizmus, azaz pénzmennyiség-célok követése esetén a jegybank monetáris hatósága minden eszközével a monetáris aggregátumok – azaz a pénztartalékok (M0), M1, M2 – előre meghatározott szintig történő szabályozására törekszik.

Arra a feltételezésre épül, hogy az egyes pénzaggregátumok növekedése és az infláció nagysága összefüggésben van - rövidtávon érvényesülő, stabil kapcsolat → ha a jegybank kezelni tudja a pénzmennyiség alakulását → az inflációt és a kibocsátást is a kellő szinten tudja tartani.

- az Egyesült Államokban 1979 és 1982 között használták a sokkterápiával történő stagfláció elleni küzdelemhez: az infláció a növekedéstől függetlenül a fő ellenség lett
 - 1965 és 1980 közötti magas infláció részben az USA FED negatív kamatpolitikájának következménye
 - ezután a kereskedelmi banktartalékokat a FED szabályozta, és a hozamgörbe piaci erők középpontjába került → kamatlábak és kötvényhozamok fellendültek, míg a bankok likviditási hiánytól szenvedtek
 - de, a pénzkínálat és a monetáris bázis közötti kapcsolat gyenge; az információk csak késéssel állnak rendelkezésre, miközben a keret fokozta a kamat- és / vagy árfolyam-volatilitást
 - → **Több mint 1000 amerikai bank, amelyek hosszú lejáratú fix kamatozású pénzt kölcsönöztek 1979 előtt, fizetéseképtelenné vált. Az infláció azonban csökkent, és a gazdasági növekedés újra megindult**

- A pragmatikus monetarizmusnak a globális gazdaságra is voltak átgyűrűző hatásai: például Mexikó, Brazília és Argentína államcsődöt jelentett be, míg Magyarország az IMF tagjává vált (1982-ben!) kínai támogatással a csődhelyzet elkerülése érdekében.
- **Tanulság:** Ha félünk az inflációtól, és a problémát hitelezési politikákkal lehet megoldani, akkor miért ne koncentrálnánk csak az inflációra?
- ott működött jól, ahol a jegybank átlátható, elszámoltatható volt - háztartások, vállalatok portfóliódöntései hatással voltak a pénzaggregátumok nagyságára
- **Előnye:** a pénzkínálati multiplikátor alakulása megfelelő pénzmennyiség célhasználatával jól irányítható
- **Hátránya:** erős és megbízható összeköttetésnek kell lenni a befolyásolni kívánt változó, ami az infláció vagy a névleges jövedelem lehet, és a megcélzott aggregátum között
- rendszer vége: volatilisen változó pénzmennyiség és kamatlábak
 - **legtöbb jegybank elhagyta az 1990-es évek alatt**

Inflációs célkövetés

Olyan monetáris politikai stratégia, amelyben a jegybank a nyilvánosan bejelentett inflációs cél elérésére törekszik, rendelkezésre álló eszközeinek a használatával. A rendszer szükséges elemei a jegybank által követett monetáris politika átláthatósága és elszámoltathatósága (Mishkin 2004).

A jegybanki irányadó **kamatláb** alakítása az **inflációs** cél elérése érdekében.

Az inflációt középtávon a fogyasztói árindex határozza meg (1-2 év várakozásai).

- *A rövid távú kamatok változásának három alapvető csatornája van: hitelezési, árfolyam és várakozási csatornák.*
 - A **hitelezési csatorna** a fogyasztáshoz, a beruházásokhoz és az államadóssághoz kapcsolódik - a kulcsfontosságú kamatlábak változásai hatással lesznek a kereskedelmi bankbetétek és a banki kölcsönök kamatlábjaira. Ez a folyamat, a **transzmissziós mechanizmus**, amelyen keresztül a monetáris politikai döntések általában befolyásolják a gazdaságot, és különösképpen az árszínvonalat.
 - Az **árfolyam-csatorna** azt szemlélteti, hogy az árfolyam-változások hogyan befolyásolják az importált áruk belföldi árát. Az importot a termelési folyamat inputjaként használják, az alapanyagok alacsonyabb ára a végtermékek alacsonyabb árait eredményezi. Az importárak a hazai termelésű termékek versenyképességéhez kapcsolódnak a nemzetközi piacokon. Az árfolyamhatások erőssége attól függ, mennyire nyitott a gazdaság a nemzetközi kereskedelem előtt.
 - A **várakozási csatorna** befolyásolja a magánszektor hosszú távú várakozásait. Hatékonysága alapvetően függ a központi bank kommunikációjának hitelességétől, attól, hogy miként képes irányítani a gazdasági szereplők jövőbeli inflációs várakozásait, ezáltal befolyásolva bérek és ármeghatározási magatartásukat.
- **Főbb jellemzői közé tartozik:**
 - **a lakossággal és a piacokkal való folyamatos kommunikáció a monetáris politikai döntéshozók tervezeteiről, céljairól,**
 - **a központi bank fokozott elszámoltathatósága ezeknek a céloknak az elérésében**
 - **a monetáris politikai döntések gyakran a jövőbeli inflációra vonatkozó prognózisok által vezéreltek**

- Először 1988-89-ben Új-Zélandon kezdték az inflációt nominális horgonyként alkalmazni, majd az 1990-es évektől lépett a vezető nominális horgony szerepébe az inflációs célkövetés - a devizaárfolyam célokat többen elhagyták, a monetáris aggregátum célok és az aranystandard pedig kiesett.
- Az 1994-től 2002 januárjáig jelentkező sorozatos valutaválságok hatására sok ország, köztük Mexikó, Brazília, Argentína, jegybankja is átvették ezt.
- Később a 2007-ben kezdődő gazdasági válság arra kényszerítette a központi bankokat, hogy gondolják újra a főleg az inflációra fókuszáló gondolkodásmódjukat.
- **Előnye:**
 - a háztartások döntéseire is figyelmet fordít és az ezeket érő sokkokra is tud reagálni
 - pénz és infláció közti kapcsolat stabilitása nem kritikus pontja
 - rendszer átláthatósága, könnyen érthetősége
 - jegybank magánszektorral és kormánnyal szembeni elszámoltathatóságának megemelkedett szintje
- **Hátránya:**
 - nem tud azonnal jelezni a piacok és a magánszektor felé - infláció nem irányítható teljes egészében a monetáris hatóságok által
 - sebezhető a kínálati oldalról érkező sokkok által → fejlődő országokat nagyobb mértékben gyengíti

Jelenleg a célkövetés legfőbb végső célja: árstabilitás – stabil gazdasági növekedés, az infláció alacsony szinten tartása mellett

- Az **árstabilitás** több szempontból is **jó** cél:
 - lehetővé teszi a piac számára az erőforrások hatékonyabb elosztását
 - hitelezők biztosak lehetnek abban, hogy az árak a jövőben is stabilak maradnak,
 - nem igényel „inflációs kockázati prémiumot”,
 - az adó- és jóléti rendszerek rossz ösztönzőket hozhatnak létre, amelyek torzítják a gazdasági magatartást,
 - az infláció a készpénzállományra kivetett adóként viselkedik,
 - az árstabilitás fenntartása megakadályozza a vagyon és jövedelem újraelosztását inflációs környezetben,
 - a pénzügyi eszközök hirtelen átértékelődése aláássa a bankszektor mérlegének megbízhatóságát, és csökkenti a háztartások és a vállalatok vagyonát
- **Tanulság:** működik, mert amikor egy ország bevezette a múltban, az infláció előbb vagy utóbb csökkent.

Egyéb célkövetés

Egyéb célkövetés jellemző, ha az adott ország nem rendelkezik kifejezett nominális horgonnyal, hanem monetáris politikája meghatározása, alakítása során inkább különféle mutatókat vizsgál (pl. növekedés).

- a korábban inflációs célkövetést folytató európai országok a nem konvencionális monetáris politikai lépéseiket követően sorolódtak át az „egyéb” kategóriába

Források:

Davis, J. S. (2015): *The Trilemma in Practice: Monetary Policy Autonomy in an Economy with a Floating Exchange Rate*. FEDERAL RESERVE BANK OF DALLAS, Globalization and Monetary Policy Institute 2015 Annual Report

Magas I. (2018): A pénzügyi alkalmazkodás kis, nyitott gazdaságokban a „lehetetlen szentháromság” trilemma tükrében. *Hitelintézeti Szemle*, 17. évf. 1. szám, 2018. március, 5–33. o.

Frankel, J. A. (2011): Monetary Policy in Emerging Markets. In Friedman, B., Woodford, M., (eds.): *Handbook of Monetary Economics*. Vol. 3, No. 1, North Holland. Elsevier

Mishkin, F. S. (2004): *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 7th edition. Boston, Pearson. (The Addison-Wesley series in economics)

Obstfeld, M. – Shambaugh, J. C. – Taylor, A. M. (2005): The Trilemma in History: Tradeoffs Among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility. *The Review of Economics and Statistics*, vol. 87, no. 3, pp. 423-438.

Polgár É. K. – Novák Zs. (2015): A monetáris politika elméleti és gyakorlati alapjai. Második, bővített kiadás. Budapesti Corvinus Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar, 104.-109. o.

Vigvári A. (2013): A pénzügyek alapjai. http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/0007_c4_1070_1072_penzugyekalapjai_scorm/7_5_arfolyam_rendszerek_sVwmF5F9AvmPJmWM.html.

Önellenőrző kérdések:

1. Hogyan érvényesül a monetáris trilemma az Euro-övezetben?
2. Miért tekinthető mára meghaladottnak a monetáris aggregátum, mint monetáris politikai cél?
3. Miért hasznos az inflációs célkövetés?
4. Miért kell a jegybankoknak pénzügyi felügyeleti kérdéssel is foglalkozniuk?

Jelen tananyag a Szegedi Tudományegyetemen készült az Európai Unió támogatásával.

Projekt azonosító: EFOP-3.4.3-16-2016-00014

