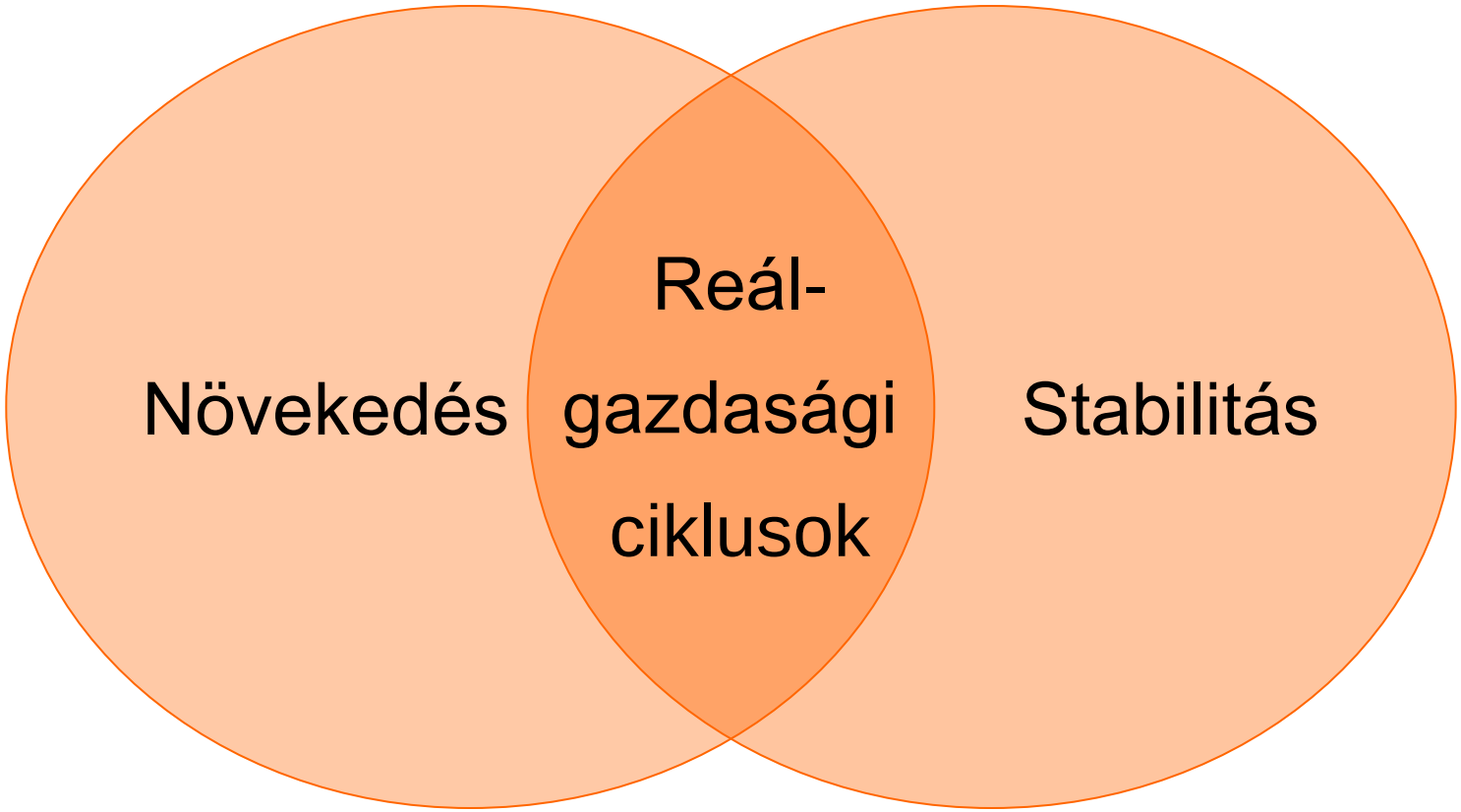
ING Commercial Banking

Az árfolyam szerepe a magyar monetáris politikában – Cél vagy eszköz?

Forrás: https://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/strach1.pdf

András Balatoni
Vezető makrogazdasági elemző
andras.balatoni@ingbank.com

A makrogazdasági politikák végső céljai



Melyek ennek a célrendszernek a problémás pontjai?

1. Nehéz eldönteni, hogy mi ciklikus hullámmozgás és mi tartós gazdasági növekedés (trend és ciklus).
   A) Ha a gazdasági növekedés (csökkenés) ciklikus, akkor a stabilizációs politikáknak kell rá restrikcióval (expanzióval) reagálni.
   B) Ha a növekedés változása trendszerű, azt nem lehet a keresletmenedzsment eszközeivel kezelni. A versenyképesség a fontos ebben az esetben, illetve a termelési tényezők kumulációja
2. A politikusok (nem csak nálunk, máshol is) mindig megpróbálják a rövid távú eszközökkel élénkíteni a gazdaságot, hogy azt tartós sikerként interpretálják (politikai üzleti ciklusok)
3. Erre a gazdaság szereplői előbb-utóbb ráunnak, és megváltoztatják a viselkedésüket (időbeli inkonzisztencia), a rövid távú kedvező hatás elvész, de az infláció tartósan megemelkedik

Egy kis magyar monetáris történelem

Kiigazítható rögzítés

Elsődleges cél: a kormány gazdaságpolitikájának támogatása, a forint külső és belső értékének megőrzése

Legfőbb eszköz: kötelező tartalékráta meghatározása, refinanszírozási hitelek nyújtása, árfolyam

Függetlenség: nem nagyobb, mint egy minisztériumnál, informális megállapodás

Csúszó leértékelés

Elsődleges cél: a forint külső és belső értékállóságának a biztosítása

Legfőbb eszköz: árfolyam napi leértékelése

Függetlenség: részleges függetlenség

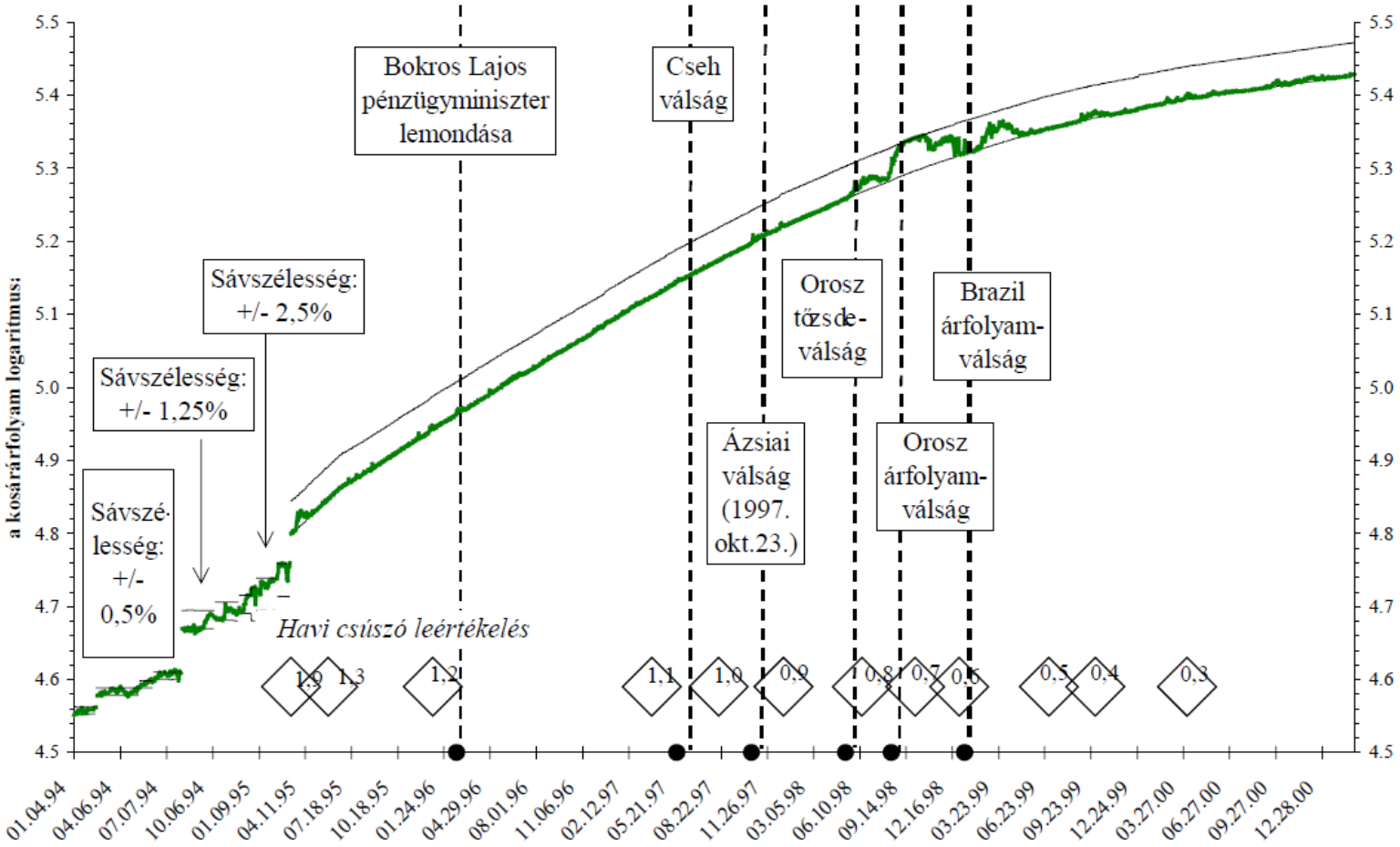
Inflációs célkövetés

Elsődleges cél: az árstabilitás elérése és fenntartása

Legfőbb eszköz: irányadó ráta

Függetlenség: legjobb gyakorlatnak megfelelő

Az árfolyam alakulása 1994-2000

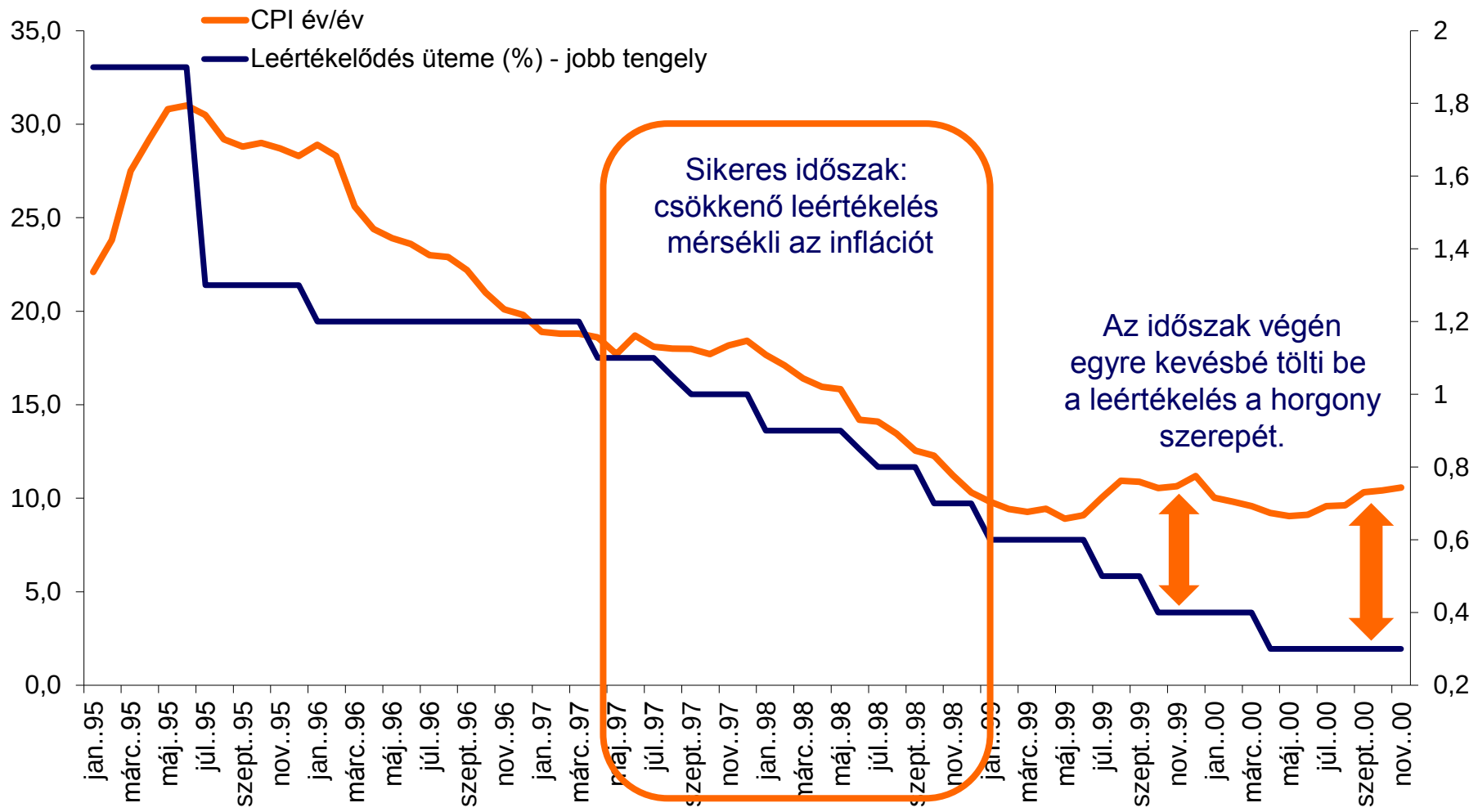


Kosárösszetétel: 1993. augusztus - 1994. május: 50% DM+50% USD; 1994. május - 1996. december: 70% ECU+30% USD;1997. január - 1998. december: 70% DEM+30% USD; 1999. január-december: 70% EUR+30% USD, 100% EUR 2000. január óta.

ING

Forrás: Darvas Zsolt [2001] : Sávos devizaárfolyam-rendszerek hitelessége, PhD értekezés, Corvinus Egyetem

A leértékelés, mint nominális horgony



Forrás: MNB

Mi vezetett bennünket az inflációs célhoz (IT)

1. Gazdaságpolitika: 2001-ben a legfőbb cél az euro bevezetése
   - A) Költségvetés hellyel-közzel rendben volt (3%-os referencia alatt a deficit, adósság csökkenő pályára állt)
   - B) A legnagyobb hátrány: makacs infláció. A korábbi monetáris rezsimben már nem volt lehetőség tovább szigorítani a monetáris kondíciókat.
   - C) Új rendszer kell! Az IT ekkor élte fénykorát. Sikeres volt sok országban az inflációs várakozások megtörésében, stabil környezet kialakításában
2. Az IT bevezetésének lépései
   - A) Az intervenciós sáv jelentős kiszélesítése (±15%) – 2001 május
   - B) Numerikus inflációs cél meghatározása (7% ± 1% pont 2001 végére)
   - C) Új jegybanktörvény

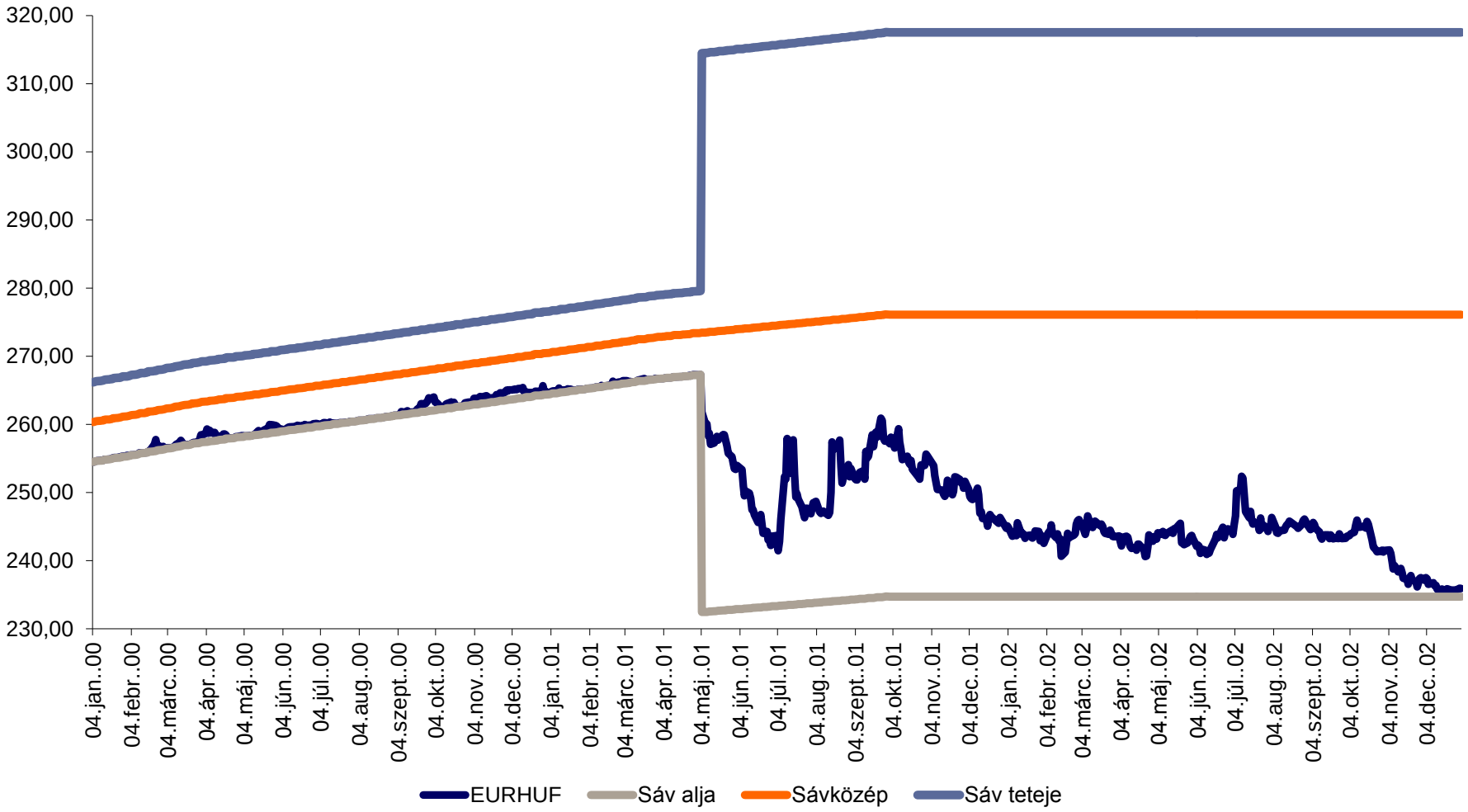
ING

Mire számított az MNB az IT bevezetése előtt az árfolyam tekintetében?

1. Benczúr – Simon – Várpalotai [2002] modellezte a várt hatásokat
2. A deviza kezdetben felértékelődik…
3. majd fokozatosan gyengülni kezd és visszaáll az eredeti szintre
4. Ez a fedezetlen kamatparitás elvéből fakad, ami egyfajta arbitrázsmentességi feltétel (belföldi kamatszint = külföldi kamatszint + leértékelődés)
5. NEM ÍGY LETT, ezt Benczúr [2002] el is ismeri.
6. A forint folyamatosan felértékelődött, ami a rendszer bevezetését követő első két évben jelentős dezinflációt eredményezett
7. A költségvetés expanzívvá vált, az euro gyors bevezetése pedig …
8. …egyre távolabb került. Nagyon, nagyon távolra.
   A) A jegybanki vezetők megpróbálják elérni az intervenciós sáv eltörlését. Sajnos nem jártak sikerrel.

ING

Az árfolyam viselkedése a rezsimváltás után



Forrás: MNB

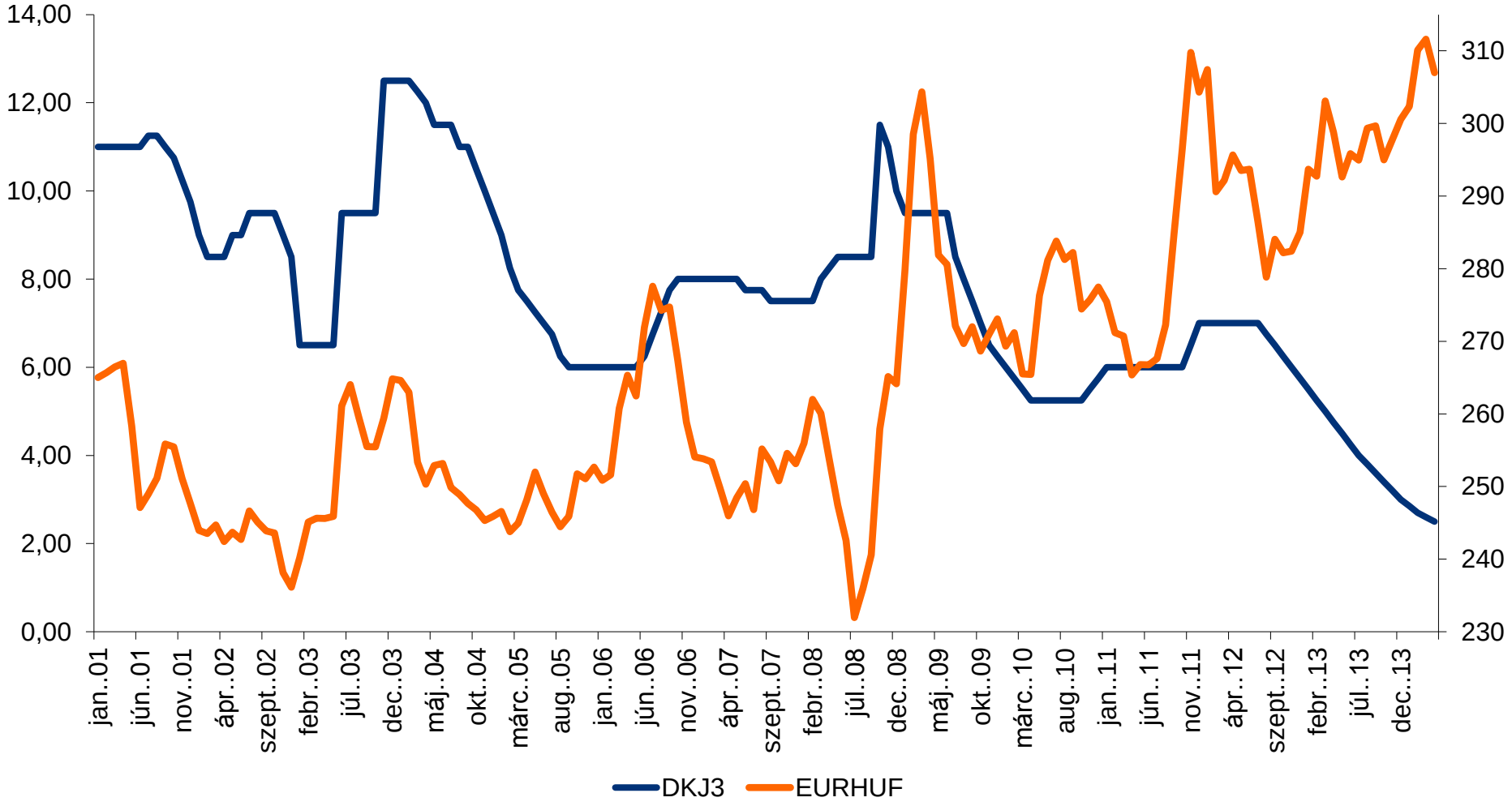
Inkonzisztens célrendszer hibái kiütköznek

1. Az árfolyam nekiütközik az erős sávszélnek,
2. a jegybank reagál, hogy védje azt, amit nem kellene.
3. Megfejeljük a dolgot a sáveltolással, azaz a sáv közepének 2.26%-os eltolásával (leértékelésével)
4. Nem tett jót az sem az inflációs cél hitelességének, hogy 2003-ig a jegybank közölte az árfolyamra vonatkozó komfortzónáját.
5. Mindez egy viszonylag új monetáris politikai környezetben, az árfolyam továbbra figyelnek a gazdasági aktorok, jobban mint kellene
6. Hidi [2006] megbecsüli a jegybanki Taylor szabályt
    1. Szignifikáns kamatreakció az árfolyam-változásra (Jakab és szerzőtársai [2010] bebizonyítják, hogy ez nem megfelelő)
    2. Szignifikáns kamatreakció a sávszél közelségére

Mintha javulna a helyzet, de igazából romlik

1. Az intervenciós sávot 2008 februárjában eltörlik – ezt követően a forint szabadon lebeg
2. A 2007-es 2008-as költségvetési megszorításra a lakosság jelentős hitelfelvételi hullámba kezd
   - A) A devizahitelek kamata kedvező, emellett pedig…
   - B) … a korábbi monetáris reakciót látva bízhattak abban, hogy a jegybank majd stabilizálja az árfolyamot
   - C) Még nincs un. makroprudenciális politika, a jegybank nem tud beavatkozni. Folyamatosan felhívja a figyelmet a problémára.
   - D) A leértékelődés ezt követően már pénzügyi stabilitási kockázatot hordoz, ezért most már nincs más választása a jegybanknak, mint stabilizálni a forintot

Változásra 2012 második felében kerül sor



Forrás: MNB

Taylor [1993] szabály akkor és most

Kamat

Inflációs cél

Árfolyam-változás

$$i_t = (1 - 0.8595)[r^* + \pi^* + 2.0293(\pi_t - \pi^*) + 0.20323\epsilon_t] + 0.8595 i_{t-1}$$

Egyensúlyi reálkamat

Infláció

Késleltetett Kamat

2001q1 – 2012q2

Egy kis ökönometriai <u>bűvészkedés</u> után a reakciófüggvény egy ponton módosul

$$i_t = (1 - 0.8595)[r^* + \pi^* + 2.0293(\pi_t - \pi^*) + 0.10349\epsilon_t] + 0.8595 i_{t-1}$$

A leértékelődésre adott kamatreakció megfeleződött!

2012q3 –

ING

Forrás: ING

És mit eredményez ez az árfolyamra nézve

1. Az adatokat idősorokat sokféleképpen jellemezhetjük
2. Az egyik legfontosabb tulajdonság az, hogy az idősor tartalmaz-e úgynevezett egységgyököt
3. Tegyük fel, hogy a folyamat felírható az $y_t = \rho y_{t-1} + v_t$, alakban ahol a v_t ~ N(0,σ), azaz fehér zaj folyamat
4. Ha igen (vagyis $|\rho| = 1$), akkor az idősor várható értéke időről időre változik, és a szórása emelkedik
5. Ha nem tartalmaz egységgyököt (vagyis $|\rho| < 1$), akkor szórása és várható értéke időben állandó, jó modellezési tulajdonságokkal bír
6. Xls – és reméljük, hogy működnek a makrók
7. Teszteljük le az árfolyam-adatokon, hogy mi a valószínűsége, hogy $|\rho| = 1$, erre a kiegészített Dickey-Fuller tesztet használjuk

Az egységgyök létezésének valószínűsége

	EURHUF	EURCZK	EURRON	EURPLN	EURSKK
Dec-08	0.0023	0.5821	0.3255	0.5405	0.9815
Dec-09	0.0188	0.518	0.3842	0.1639	-
Dec-10	0.0358	0.5933	0.3244	0.1144	-
Dec-11	0.0801	0.4477	0.2727	0.112	-
Jul-12	0.0781	0.4274	0.4127	0.0616	-
May-14	0.295	0.226	0.1774	0.0443	-

Megjegyzés: a becslési időszak minden alkalommal 2001 januárjától kezdődik és az első oszlop időpontjáig tart. A táblázat az ADF tesz P-értékeit tartalmazza

ING

Forrás: ING

Miért változott meg a monetáris reakció?

1. **Az árfolyam inflációs hatása érdemben csökkent az elmúlt időszakban (Herczeg [2012] számításai szerint mindössze 0.2 százalékos a begyűrűzés). A paraméter csökkenése inflációs szempontból nagyobb teret enged az MNB-nek**
2. **A devizahiteles probléma, ha lassan is de csökken**
   - **A) Végtörlesztés miatt a teljes lakossági devizahitel-állomány közel 25%-kal csökkent**
   - **B) Az árfolyamgát-rendszer is időben, valamint szektorok között is teríti a leértékelési veszteséget**
   - **C) A vállalati szektorban a Növekedési Hitelprogram 2. pillére csökkenti a kitettséget**

ING Commercial Banking

Köszönöm a megtisztelő figyelmet!

András Balatoni
Vezető makrogazdasági elemző
andras.balatoni@ingbank.com

Hivatkozások

1. Benczúr P. – Simon A. – Várpalotai V. [2002]: Dezinflációs számítások kisméretű makromodellel. MNB Füzetek 2002./4.
2. Benczúr P. [2002]: A nominálárfolyam viselkedése monetáris rezsimváltás után. Közgazdasági Szemle XLIX. Évf 10. szám
3. Csermely Á. (2006): Az inflációs cél követésének rendszere Magyarországon, Közgazdasági Szemle, LIII. évf., 2006. december (1058–1079. o.)
4. Darvas Zsolt [2001] : Sávos devizaárfolyam-rendszerek hitelessége, PhD értekezés, Corvinus Egyetem
5. Hidi J. [2006]: A magyar monetáris politikai reakciófüggvény becslése. Közgazdasági Szemle, 53. évf. 12. szám
6. Jakab Z – Kucsera – H. – Szilágyi K. – Világi B. [2010]: Optimal simple monetary policy rules and welfare in a DSGE Model for Hungary. MNB Working Papers 2010/4
7. Karádi P. (1999): Jegybankfüggetlenség Magyarországon (1990-1999), Közgazdasági Szemle, XLVI. évf., 1999. november (969–992. o.)
8. Tarafás I. (2002): Bankrendszer és monetáris politika Magyarországon 1987-2000, Aula
9. Taylor, J. B. [1993]: Discretion versus policy rules in practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39. évf. 195–214.
10. Vonnák B. [2006]: A magyarországi monetáris transzmissziós mechanizmus fő jellemzői. Közgazdasági Szemle, 53. évf. 12. szám 1155-1177

Megtisztelő az érdeklődés! ☺

1. Létrehozunk egy mesterséges dummy változót, aminek az értéke 2001q1 – 2012q2 között, 0, utána 1
2. A kamatlábat regresszióban közvetlenül is szerepeltetjük: ez a semleges kamatszint változására utal
3. A regresszióba a változók (adószűrt maginfláció, leértékelődés) mellett a változók dummy-val való interakcióját is beépítjük
4. Az így kapott paraméterek szignifikanciája és nagysága számít
5. Nem szignifikáns a változás az inflációs paraméter esetében ezért kihagyjuk. NEM változott az inflációs többletre vonatkozó reakció
6. Ezzel szemben a leértékelődés és a dummy változó szorzata szignifikáns, azaz a becsült koefficiensek összege a rezsimváltást követő elaszticitás
7. Ebből elég!

	i_t	i_t
d	-0.0057 (-1.4164)	-0.0043 (-1.4920)
$(\pi_t - \pi^*)$	-2.0293 (1.8988)	-2.0294 (2.2829)
$(\pi_t - \pi^*) * d$	-0.4036 (-0.6937)	
ϵ_t	0.2032 (1.7499)	0.2029 (2.2156)
$\epsilon_t * d$	-0.1342 (-1.4274)	-0.0995 (-1.9373)
i_{t-1}	0.8595 (10.9454)	0.8593 (14.1939)