

Tibor Hlédik – Tomáš Holub – Petr Král

A Cseh Nemzeti Bank szerepe a pénzügyi válságot követően

ÖSSZEFOGLALÓ: A cseh gazdaságot jelentős egyensúlyhiány nélkül érte a globális válság. Fontos megjegyezni, hogy regionális társaitól eltérően Csehország gazdaságát nem terhelték devizahitelek. Ez főként annak a korai dezinflációs politikának volt köszönhető, amely az 1998-ban bevezetett inflációs célkövetési rendszer keretében valósult meg. A Cseh Nemzeti Banknak (CNB) így lehetősége nyílt arra, hogy a válság alatt hagyja az árfolyamot egyfajta lengéscsillapítóként szabadon mozogni. A cseh korona 2008 közepe és 2009 eleje közötti jelentős gyengülése révén az általános monetáris feltételek lényegesen kedvezőbbé váltak, amit a 2008 augusztusától kezdődő jelentős mértékű kamatcsökkentések is elősegítettek. A CNB ezért nem ütközött az alapkamat nulla alsó korlátjába, és képes volt a szokásos monetáris politikával is boldogulni a Lehman Brothers utáni időszakban. 2012–2013-ban azonban a cseh gazdaság újabb recesszióba süllyedt, amely ezúttal a gyenge belföldi keresletnek volt köszönhető. A központi bank tovább csökkentette az irányadó kamatlábat, így az 2012-ben elérte a „technikai nulla” szintet. A további monetáris politikai lazítás érdekében a CNB előretételező iránymutatást alkalmazott a nominális kamatszint tekintetében, és egy évvel később 27 koronás CZK/EUR árfolyamcél tűzött ki. Ezzel a politikai intézkedéssel sikerült elhárítani az alacsony kereslet által gerjesztett defláció veszélyét, és figyelemre méltó módon talpra állítani a cseh gazdaságot.*

KULCSSZAVAK: nem konvencionális monetáris politika, deflációs kockázatok, árfolyamcél, devizapiaci intervenciók, nulla alsó korlát

JEL-KÓDOK: E31, E52, E58

A GLOBÁLIS VÁLSÁGOT MEGELŐZŐ GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FEJLEMÉNYEK

A 2000-es évek elején a cseh gazdaság sikeresen stabilizálódott, és megkezdődött a kilábalás az előző gazdasági válságból.¹ A fellendülés fő mozgatórugója az euróövezetben tapasztalt megújuló és gyorsuló gazdasági növekedés volt, ahol a cseh exportorientált vállalkozások fő kereskedelmi partnerei találhatóak. A javuló mak-

rogazdasági helyzet ugyanakkor kedvező hatást gyakorolt a cseh pénzügyi szektorra is. A kormány fokozta a privatizáció ütemét, és felgyorsította az állami tulajdonú bankok külföldi magánbefektetőknek történő értékesítését.

Ráadásul az ország 2004. májusi európai uniós csatlakozása további növekedésre ösztönözte a cseh gazdaságot. Az ország nemcsak a szabad külkereskedelem utolsó akadályainak elhárításából húzott hasznot, hanem abból is, hogy még inkább vonzóvá vált a külföldi befektetők szemében. A gyorsan növekvő keresletet az expanzív költségvetési politika² is ösztönözte, amely ebben az „aranykorban” meglehetősen prociklikus volt. A gyors gazdasági növekedésből adódó további állami bevételeket a kiadások növelésére, és nem a

*A szerzők köszönetet mondanak Róbert Ambriško, Luboš Růžička, Milánó Říkovský és Radek Šnobl közreműködéséhez, akik hozzájárultak az ábrák és számítások elkészítéséhez.

Levelezési e-cím: Tibor.Hledik@cnb.cz

költségvetési hiány mérséklésére fordították. 2007-ben – a szociális kiadások választások előtti jelentős mértékű növelésének köszönhetően – a költségvetési politika ciklikus jellege még tovább erősödött.³

A belföldi és külföldi kereslet fellendülése nyomán a GDP-növekedés mértéke 2004 és 2007 között meghaladta az 5 százalékot. Ebben az időszakban a kibocsátási rés fokozatosan a pozitív tartományba került át, a gazdaság, a munkaerőpiac, valamint az árak alakulása már a túlfűtöttség jeleit mutatta. A célértéket meghaladó infláció elkerülése érdekében a Cseh Nemzeti Bank (a továbbiakban: CNB) 2005 vége és 2008 eleje között kamatemelésekkel szigorított a monetáris politikán. A folyamatosan növekvő belföldi inflációs nyomást igen jelentős és hirtelen áremelkedés kísérte az energiahordozók és a mezőgazdasági termékek tekintetében, amely 2007 óta volt megfigyelhető a világpiacon. Ezek a tényezők a közvetett adók és a hatósági árak növekedésével együtt gyorsan tovább növelték az inflációt, amely így már jóval meghaladta a CNB 3 százalékos célértékét.⁴

A 2004–2007-es időszakban az árfolyam továbbra is fokozatos nominális erősödést mutatott, amelyet az a törekvés táplált, hogy az ország az egy főre jutó GDP tekintetében felzárkózzon a nyugat-európai szinthez. A komparatív árszint, azaz az (évi körülbelül 3–4 százalékos) egyensúlyi árfolyam-emelkedés tekintetében megvalósult konvergencia – a már majdnem teljesen befejezett dezinflációs folyamatnak köszönhetően – csak részben folytatódott az euróövezethez képest számított inflációs különbözeten keresztül. A maradék a cseh korona nominális euróárfolyamának erősödése révén valósult meg. 2008-ban a korona nominális árfolyama – amelyet az említett virágzó gazdaság, az ország regionális menedékstátusza, a kormány által devizában kibocsátott adósság, valamint a CNB kamatemelései támogattak, gyors ütemben rekordszintre erő-

södött (2008 nyarára kissé a 23 koronás CZK/EUR szint alá).⁵

Ezzel a CNB-nek lehetősége nyílt arra, hogy a túlfűtött gazdaság visszafogása érdekében meghozza a monetáris feltételek szigorítását célzó szükséges intézkedéseket. Végezetül, a költségvetési politikában bekövetkezett fordulat is – bizonyos mértékben – a túlságosan növekvő kereslet mérséklését szolgálta. Ennek eredményeképpen az infláció stabilizálódott, és 2008 elejétől fokozatos csökkenésbe fordult át a régen látott magas szintről. Ettől kezdve a fokozatosan lassuló gazdasági növekedés és rövid távú kilátásai a 2008-ra kissé túlfűtött cseh gazdaság „puha landolása” felé mutattak.

Dolgozatunk jelen részét azzal zárhatjuk, hogy a cseh gazdaság viszonylag jó állapotban volt a globális gazdasági és pénzügyi válság előestéjén, és ez részben a CNB megfelelő monetáris politikájának és egyéb intézkedéseinek volt köszönhető. Mind a magán-, mind pedig az állami szektor eladósodottsága viszonylag alacsony volt. A belföldi gazdasági szereplők élvezték a – regionális összehasonlításban – különösen alacsony nominális kamatszint előnyeit, amely a sikeresen végrehajtott dezinflációs politikát és az alacsony országgockázati felárat tükrözte. Az ország nem mutatott semmilyen jelentős belső egyensúlyhiányt vagy sebezhetőséget.⁶ Az euróövezethez viszonyítva alacsony nominális kamatszint nem ösztönözte a magánszektor szereplőit arra, hogy túlzott mértékben vegyenek fel hiteleket devizában. Valójában a devizahitel gyakorlatilag ismeretlen volt a háztartások esetében; ilyen hiteleket többnyire a külkereskedelmi tevékenységet folytató vállalkozások vettek fel.⁷ A makrogazdasági stabilitás, valamint az, hogy nem volt jelentős egyensúlyhiány és gyenge pont a gazdaságban, a cseh bankszektor megbízhatóságára is pozitív hatást gyakorolt. Szinte az összes bankot külföldi befektetőknek adták el a privatizáció során, amelyek konzervatív üzleti modell alapján irányították a pénzügyi

ket, belföldi betéteket gyűjtöttek, és koronában nyújtottak hiteleket. A bankok tőkemegfelelési mutatója mindig is meghaladta az előírt értéket, hitelportfóliójuk minősége pedig viszonylag magas volt (a nemteljesítő hitelek aránya alacsony maradt). Mérleglikviditásuk is megfelelő volt, a hitel-betét arány hagyományosan jóval 100 százalék alatt maradt, a többletlikviditást pedig a központi bank semlegesítette.⁸ Mindez lehetővé tette, hogy a cseh bakszektor felkészüljön a közelgő pénzügyi és gazdasági válság anélküli átvészelésére, hogy jelentősebb mértékben felerősítene annak a cseh gazdaságot érintő negatív hatásait (lásd a 2. részt).

MILYEN MÉRTÉKBEN SÚJTOTTA A VÁLSÁG A CSEH GAZDASÁGOT?

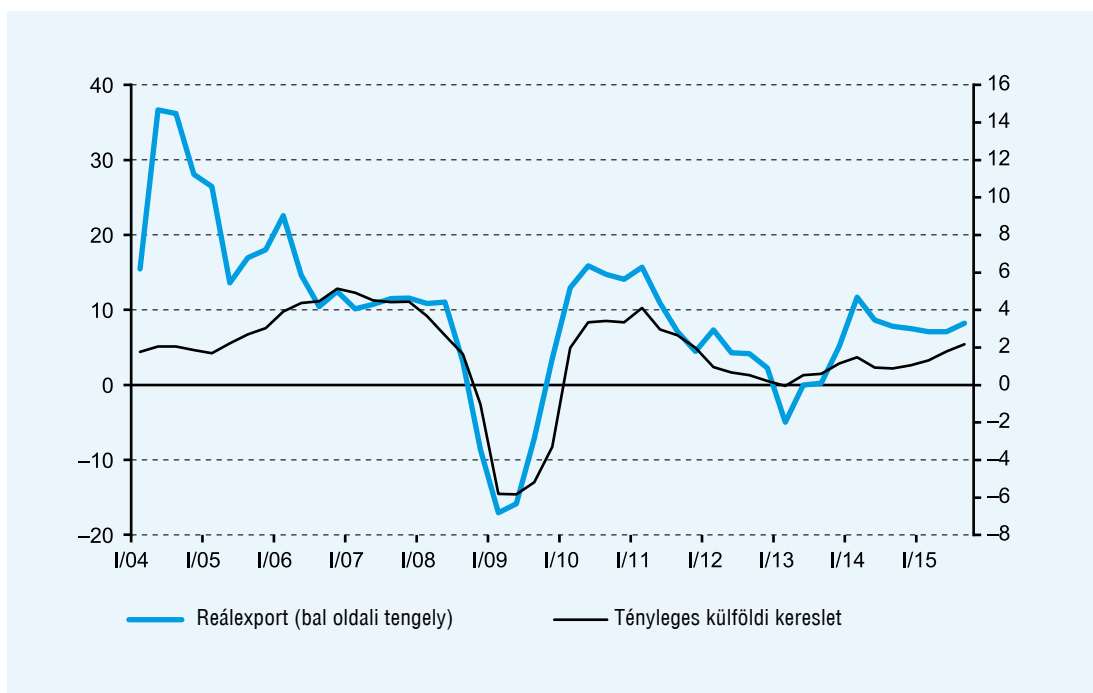
Ahogy az előző részben bemutattuk, 2008 harmadik negyedévében a cseh gazdaság már a ciklus leszálló ágában volt, de még mindig a túlfűtöttség jeleit mutatta. A pozitív kibocsátási rés által jelzett túlkereslet következtében a nominálbérek továbbra is gyors ütemben emelkedtek az versenyszférában. Az általános infláció jelentős mértékben meghaladta a CNB célértékét.⁹ A belföldi reálkiadások tételei, elsősorban a beruházások és a reálexport, mind hozzájárultak a gazdasági növekedéshez. A fokozott exportdinamika, amelyet a külföldi kereslet viszonylag jónak mondható, bár fokozatosan csökkenő növekedési rátája is támogatott, több más pénzügyi tényezővel¹⁰ együttesen hozzájárult a nominális és reálárfolyam erősödéséhez. Az erős árfolyam, amelynek következtében csökkentek az importárak, mérsékelte az általános inflációs nyomást, de ez nem volt elég az inflációs cél túllépéséhez.

Ezután 2009 közepére a cseh gazdaság hirtelen mély recesszióba süllyedt, aminek külső és belső okai voltak. 2008 harmadik negyedéve után a gazdasági feltételek drámai mértékű romlásának legfőbb oka a cseh exporttermékek

iránti valós kereslet váratlan zuhanása volt. Miközben a külföldi partnerek reál-GDP-je 2008 második negyedévében éves viszonylatban 2,6 százalékkal nőtt, a mélyülő világválságnak köszönhetően a növekedés mindössze három negyedévvél később –5,8 százalékos értéket mutatott (lásd 1. ábra). A cseh gazdaság jelentős nyitottsága, valamint a válság globális természete következtében 2009 első negyedévében a reálexport gyors ütemben, éves viszonylatban 17 százalékkal csökkent (1. ábra). Ugyanakkor az egyre mélyülő recessziót mérsékelte a cseh korona több mint 25 százalékos gyengülése 2008 közepe és 2009 első féléve között, ami jelentősen hozzájárult a monetáris feltételek enyhüléséhez. Másképpen fogalmazva: az árfolyam természetes stabilizátorként viselkedett, tükrözve a meredeken csökkenő külső kereslet rosszabbodó kilátásait. Amint a világgazdasági válság kedvezőtlen hatásai kezdtek visszaszorulni, 2010 elején a külföldi partnerek reál-GDP-növekedése ismét pozitív tartományba került. A reál-GDP-növekedés egy évvel később érte el a csúcát, majd az euróövezet szuverén adósságválságának eszkalációja révén 2013 első negyedévére ismét nullára lassult. 2013 első negyedévtől a külföldi partnerek reál-GDP-növekedése bár csak fokozatosan, de újra gyorsul. A cseh reálexport növekedését főként az EU-ban lezajlott W-alakkal jellemezhető gazdasági fejlemények határozták meg, de a cseh korona euróval szembeni 2013. novemberi gyengülése is komoly hatással volt rá, amikor a CNB elkezdte monetáris politikai eszközként használni az árfolyamot a deflációs nyomás mérséklésére (lásd a 3. részt).

A cseh gazdaságban a belföldi keresletet fékező további fontos tényező volt az a szisztematikus prociklikus költségvetési irányvonal, amelyet a 2010 után hatalomra került kormányok képviseltek.¹¹ A 2009-ben elfogadott válságellenes stabilizációs fiskális csomag rövid életűnek bizonyult, és azt hamarosan, 2010-től egy fiskális konszolidációs program váltotta fel.

**REÁLEXPORT ÉS TÉNYLEGES KÜLFÖLDI KERESLET CSEHORSZÁGBAN
(ÉVES VISZONYLATBAN ÉS SZÁZALÉKBAN)**



Forrás: Cseh Statisztikai Hivatal, a CNB számításai

A megszorító csomag fő célja az volt, hogy a költségvetés kiadási oldalának csökkentésével ellensúlyozzák a várható alacsonyabb bevételeket, a hiány és az államadósság olyan szinten maradjon, amelyet a nemzetközi befektetők még elfogadhatónak tekintenek.¹² A konszolidációhoz a bevételi és a kiadási oldalon is fiskális mozgástérre volt szükség, ami a háztartások és a vállalkozások jövedelmét is érintette. A 2010 és 2012 között megvalósított megszorító intézkedések közé tartozott a közvetlen és közvetett adók növelése, az egészségbiztosítási járulékokra vonatkozó plafon eltörlése, valamint a háztartások számára elérhető szociális transferek csökkentése. Ezen fiskális lépések negatív hatással voltak a háztartások rendelkezésre álló jövedelmére, így a teljes fogyasztásra is. 2012 áprilisában újabb megszorító csomagot jelentettek be. Az ezzel járó intézkedések többségét 2013

elejétől vezették be. A legnagyobb részük (az áfa további emelése, a nyugdíjak alacsonyabb szinten történő indexálása, az állami alkalmazottak bérének befagyasztása stb.) leginkább a háztartások fogyasztását sújtotta; az összesített fiskális impulzus¹³ 2013-ban $-0,9$ százalékpont volt. A kormány fiskális konszolidációs programjának a cseh gazdasági növekedésre gyakorolt hatása a 2010–2013-as időszakban évente $-0,5$ és $-1,0$ százalékpont között becsülhető. Ezután 2014-ben a költségvetési politika már pozitív módon járult hozzá a gazdasági növekedéshez: ekkor a becsült pozitív fiskális impulzus $0,3$ százalékpont, egy évvel később pedig már $0,7$ százalékpont volt. A pozitív fiskális impulzus jelentős része az EU strukturális és kohéziós alapjainak volt köszönhető, amelyek fellendítették a cseh állami beruházásokat.

A gyorsan mélyülő világgazdasági válság és

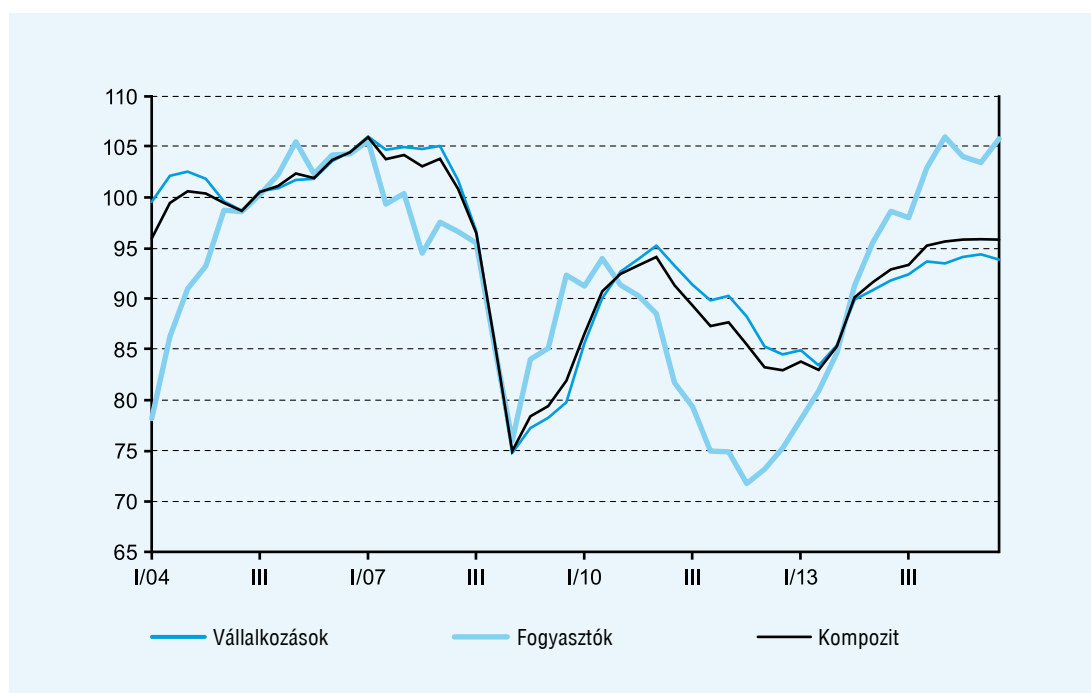
az importorientált cseh vállalkozások csökkenő bevételei miatt jelentős mértékben zuhant a bizalmi index (lásd 2. ábra), valamint a beruházási kereslet is, ami már 2008 utolsó negyedévéől nyilvánvaló volt. Az állóeszköz-beruházásokon belül a legnagyobb zuhanás a gépek és járművek esetében mutatkozott meg, amelyet az építőipari beruházások követtek (lásd 3. ábra). A bruttó állóeszköz-felhalmozásban bekövetkezett csökkenést tovább mélyítette a készletek meredek zuhanása, amely a köztes termékek iránti kereslet drasztikus csökkenését jelezte. A cseh állóeszköz-felhalmozás dinamikáját a tényleges külföldi kereslet alakulása tükrözte a 2008–2015-ös időszak nagy részében, de a megcsappant belföldi bizalom és a megszorító költségvetési politika is fontos szerepet játszott 2012–2013-ban. Emellett, főként 2015-től, az uniós források is befolyásolták a cseh állóeszköz-felhalmozás éves dinamikáját, mivel a cseh kormány a le-

hető legtöbb forrást szeretett volna lehívni az előző programozási időszakból, figyelembe véve, hogy az új programozási időszak csak fokozatosan indul el 2016-ban, így a közzsférában várhatóan jelentősen lelassul a beruházási aktivitás.

Mivel a munkaerőpiacot a gazdaság többi szegmensénél nagyobb tehetetlenség jellemzi, ez a szektor némi késéssel reagált a romló külső és belföldi gazdasági feltételekre, legalább is a foglalkoztatás tekintetében. A válság első fázisában a vállalkozások elsősorban az egy alkalmazottra eső munkaórák számának csökkentésével próbálták meg alkalmazkodni a visszaeső kereslethez¹⁴ (lásd 4. ábra). A munkanélküliek száma 2008 utolsó negyedévében csak mérsékelten emelkedett, a betöltetlen munkahelyek száma azonban jelentős mértékben csökkent. Miközben a gazdaság egyre mélyebb recesszióba süllyedt, a munkanélküliek száma gyorsan emelkedett, a betöltetlen

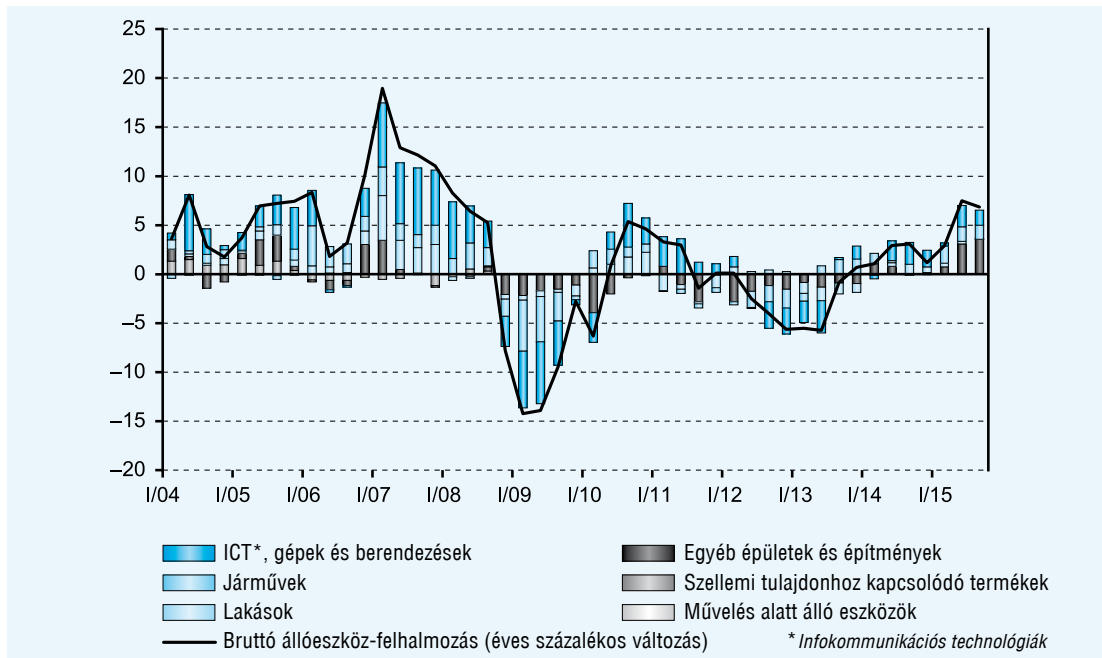
2. ábra

BIZALMI INDEXEK (2005=100)



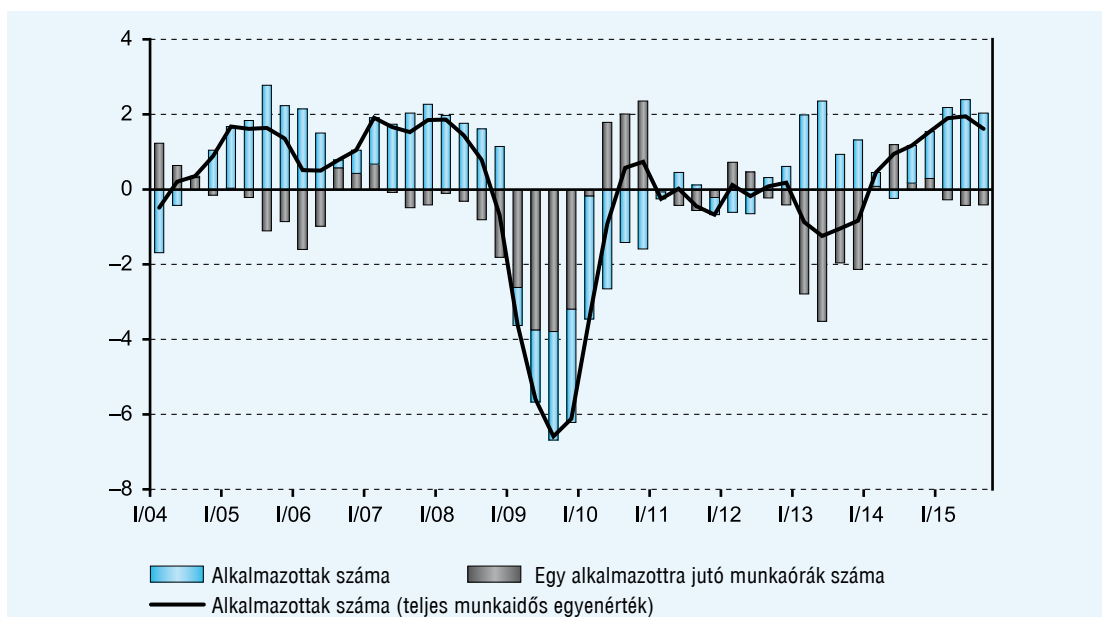
Forrás: Cseh Statisztikai Hivatal

BRUTTÓ ÁLLÓESZKÖZ-FELHALMOZÁS REÁLÉRTÉKEN (ÉVES VISZONYLATBAN ÉS SZÁZALÉKBAN)



Forrás: Cseh Statisztikai Hivatal

AZ ALKALMAZOTTAK SZÁMA (TELJES MUNKAIÓRÉ VETÍTVE, ÉVES VISZONYLATBAN ÉS SZÁZALÉKBAN)



Forrás: Cseh Statisztikai Hivatal; Cseh Munkaügyi és Szociális Minisztérium

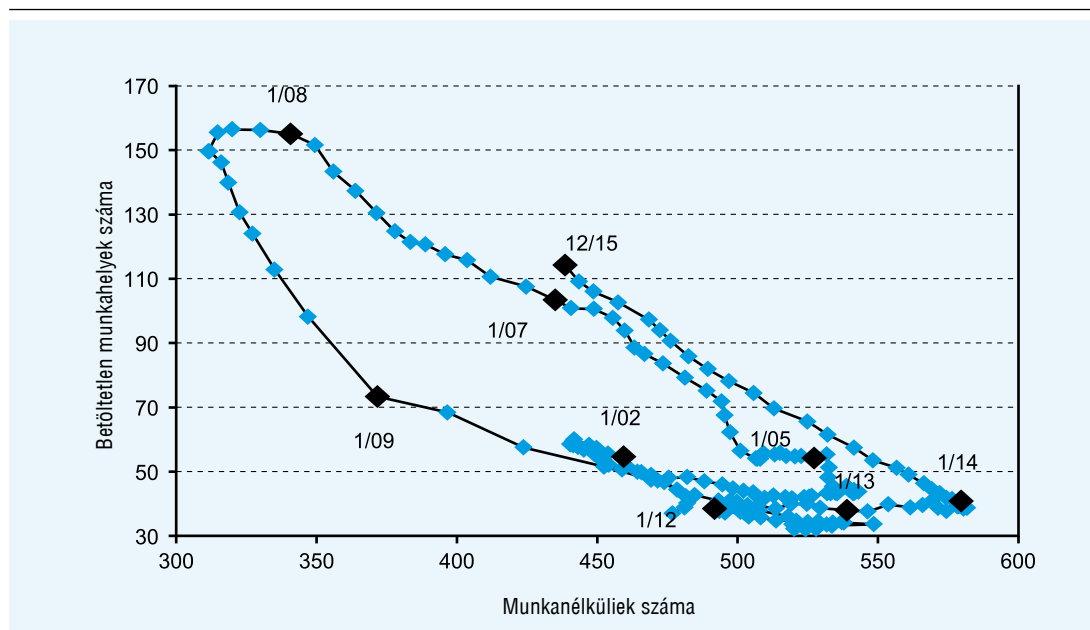
munkahelyek száma pedig értelemszerűen az ellenkező irányban mozgott. Másképpen fogalmazva: egy bizonyos idő után a gazdaság a Beveridge-görbén a délkeleti irányba mozdult el (lásd 5. ábra). Miután 2009-ben a gazdaság kilábalta a hirtelen visszaesésből, a munkaerőpiacon is némi javulás mutatkozott, elsősorban az egy alkalmazottra jutó munkaórák számának növekedése révén. Bár 2013 elejétől a közszféra egyre több alkalmazottat vett fel, a munkaórák száma (különösen a magánszektorban) a megújuló recesszió közepette jelentős mértékben csökkent. A Beveridge-görbe a munkaerőpiacon 2014 elején, a monetáris feltételek további enyhülése (lásd a 3. részt) után bekövetkezett jól látható fordulatot mutatja, amikor a cseh gazdaság egyre több betöltetlen munkahelyet teremtett, miközben jelentős mértékben csökkent a munkanélküliek száma.

A recesszió mélységét egyértelműen mutatta a bérnövekedés korrekciójának üteme a válság korai szakaszában. A versenyszférában a bérszintek átlagos dinamikája 8 százalék körül

alakult 2008 harmadik negyedében, majd 2009-ben mindössze három negyedév alatt 2 százalékra csökkent (lásd 6. ábra). Mint korábban már említettük, a közszférában a bérek átlagos növekedése, amely a 2009-ben bevezetett, a ciklikusság hatásait kiegyenlítő fiskális csomagnak volt köszönhető, még kismértékben fokozódott is. A bérköltségek dinamikájának változása, amely a bérek alakulása mellett a foglalkoztatásban mutatkozó csökkenést is tükrözi, éves viszonylatban még ennél is drámaibb volt, hiszen ugyanezen időszak alatt több mint 9 százalékponttal esett. Bár a nominálbérek növekedése éves viszonylatban 2010 elejétől némi javulást mutatott, csakúgy, mint a bérköltségek hat hónappal később, a bérek éves viszonylatban számított dinamikája 2011 második felétől ismét lassult, és 2013 harmadik negyedében már csak 1 százalék¹⁵ volt. Ez volt az egyik kulcsfontosságú tényező, amelynek következtében nem volt semmilyen kereslet által vezérelt árnyomás a gazdaságban. A nominálbérek dinamikája ezután ismét fel-

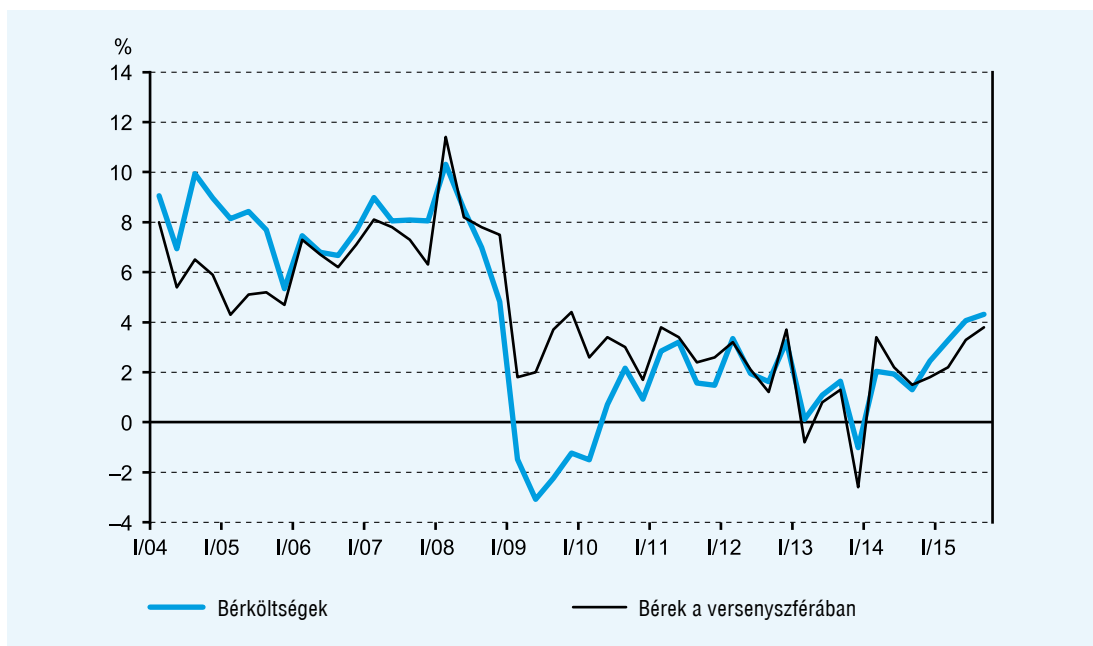
5. ábra

A BEVERIDGE-GÖRBE (EZER FŐ)



Forrás: Cseh Statisztikai Hivatal; Cseh Munkaügyi és Szociális Minisztérium

BÉRKÖLTSÉGEK ÖSSZESEN ÉS A VERSENYSZFÉRÁBAN FIZETETT BÉREK (ÉVES VISZONYLATBAN ÉS SZÁZALÉKBAN)



Forrás: Cseh Statisztikai Hivatal

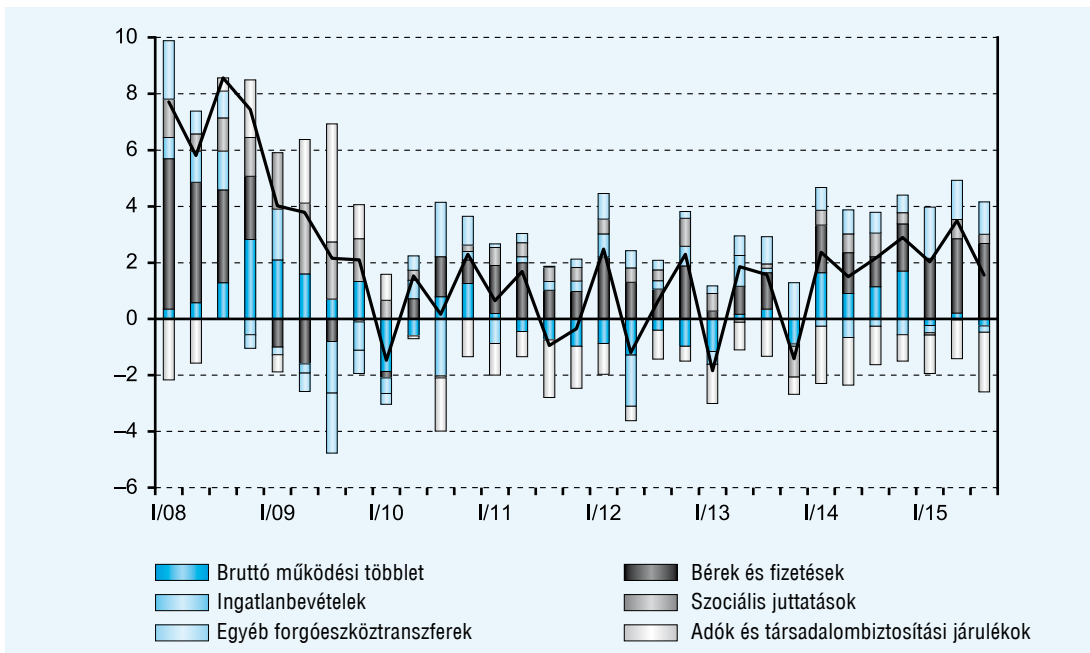
lendülésnek indult, de kezdetben a munkaerő termelékenysége által indokoltnál sokkal lassabban¹⁶, annak ellenére, hogy 2013 novemberében a CNB jelentős mértékben enyhített a monetáris feltételeken. A bérek visszafogott dinamikája azonban összhangban volt a kibocsátási rés becsült mértékével, amely a válság utáni teljes időszakra (2015 végéig) túlkínálatot jelzett. A versenyszférában fizetett bérek csak 2015 elejétől tükrözték érzékelhetően a javulást mutató munkaerő-piaci trendeket.

A világválság kirobbanását követően a munkaerő-piaci helyzet romlása azonnal megmutatkozott a háztartások jövőbeni jövedelmükkel kapcsolatos várakozásaiban (lásd 2. ábra). A háztartások rendelkezésre álló jövedelme már 2008 harmadik negyedévéétől meredek visszaesést mutatott, elsősorban az évről évre csökkenő bérek és fizetések következtében (lásd 7. ábrát). 2009-ben a rendelkezésre álló jövedelem

legtöbb összetevője romlott, egyedül a szociális juttatások, az adók és a társadalombiztosítási hozzájárulások tudták némileg mérsékelni a háztartások jövedelmi helyzetének folyamatos romló tendenciáját a válságellenes fiskális csomag bevezetése révén. A háztartások rendelkezésre álló jövedelem nominális értékének gyors csökkenése természetesen a háztartások fogyasztásának meredek zuhanásával is járt (lásd 8. ábra), amely 2009 harmadik negyedévében érte el mélypontját. A térség más országaival (Magyarországgal, Lengyelországgal) szemben azonban a háztartások fogyasztását nem érintették a devizaalapú hitelekből származó mérleghatások.¹⁷ A reálfogyasztás 2010 elejétől ismét növekedésnek indult, ami (egyéb alapvető hatások mellett) a 2009-ben bevezetett válságellenes expanzív fiskális csomagnak és a fokozatos európai fellendülésnek volt köszönhető. A háztartások bizalmi indexének ké-

7. ábra

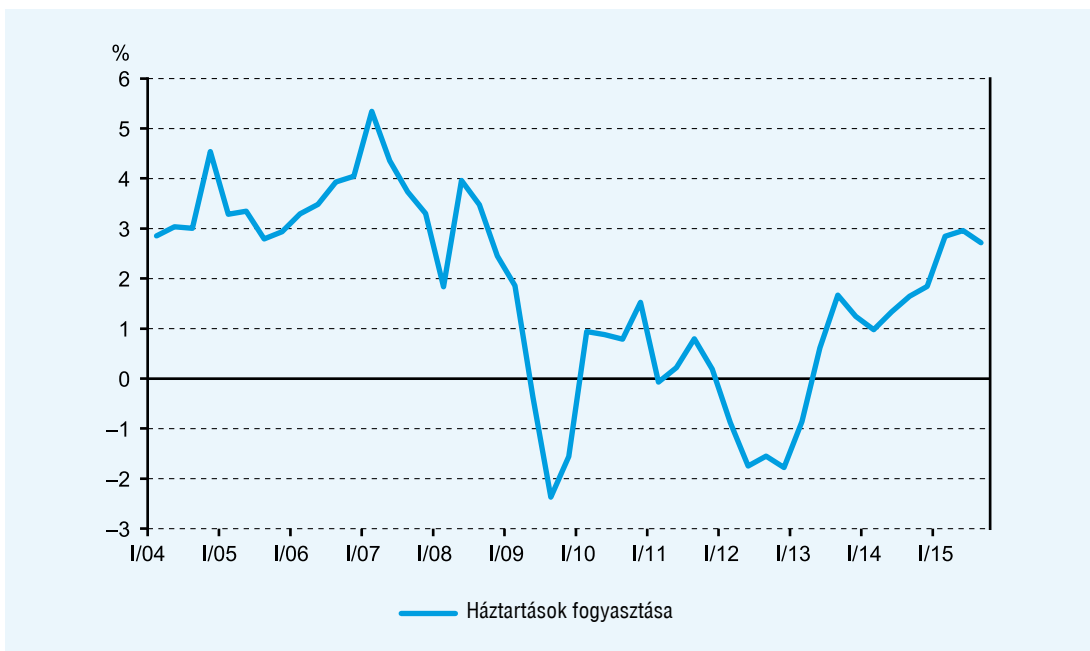
RENDELKEZÉSRE ÁLLÓ NOMINÁLIS JÖVEDELEM (ÉVES VISZONYLATBAN ÉS SZÁZALÉKBAN)



Forrás: Cseh Statisztikai Hivatal

8. ábra

HÁZTARTÁSOK REÁLFOGYASZTÁSA (ÉVES VISZONYLATBAN ÉS SZÁZALÉKBAN)



Forrás: Cseh Statisztikai Hivatal

sőbbi romlása tükrözte a 2010-ben bevezetett fiskális konszolidációs csomag következményeit¹⁸, valamint a cseh gazdaság alacsony külföldi kereslet miatti lassulását. E tényezők hatására a fogyasztás dinamikája 2012-ben ismét a negatív tartományba került. A háztartások kiadásai 2013-tól ismét emelkedtek, amit több tényező is elősegített. Nemcsak a költségvetési politika irányvonala vált expanzívvá, hanem a lazább monetáris feltételek, a javuló munkaerő-piaci helyzet és 2014-től az alacsony nyersanyagárak is elősegítették a háztartások fogyasztásának növekedését.

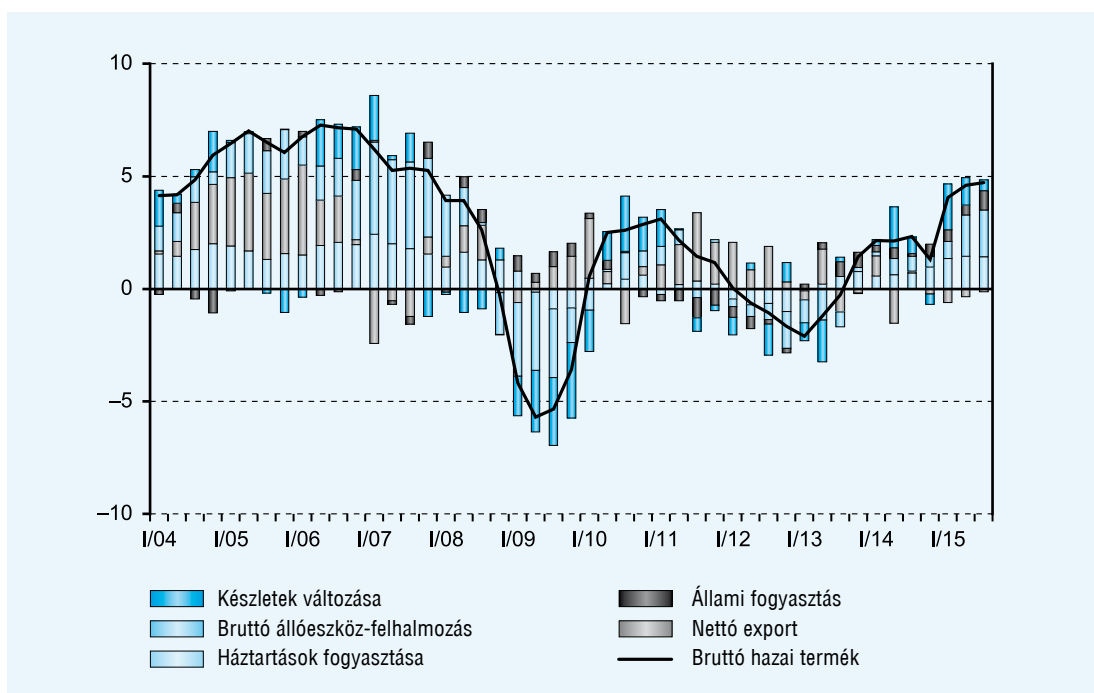
Mivel a GDP korábban tárgyalt legtöbb kiadási komponense reálértéken jelentős mértékben csökkent, nem meglepő, hogy 2009-ben a GDP összességében nagyot zuhant (lásd 9. ábra). 2009 második felében a kibocsátási rés megközelítette a -4 százalékot (lásd 10. ábra), ami olyan erős deflációs nyomást

jelzett, hogy azt csak kismértékben tudta ellensúlyozni a nominális árfolyam gyengülése. A 2010–2011-es átmeneti fellendülés után a negatív kibocsátási rés 2012–2013-ban ismét növekedett, ami elsősorban a lanya belföldi keresletnek volt köszönhető. Erre válaszul a rövid lejáratú kamatok 2012 novemberében elérték a nulla alsó korlátot (lásd 14. ábra a 3. részben), majd egy évvel később újabb monetáris ösztönzésre került sor azért, hogy a CNB gyengítette a cseh korona árfolyamát. 2014–2015-ben a GDP növekedésének fellendülését és a gazdaság fokozatos talpra állását különböző tényezők: a lazább monetáris és fiskális politika, a külföldi kereslet felfutása, valamint az alacsony energiaárak¹⁹ együttese tette lehetővé.

A pénzügyi rendszer, amely a válság ideje alatt számos országban jelentős mértékben hozzájárult a recesszióhoz, Csehországban a

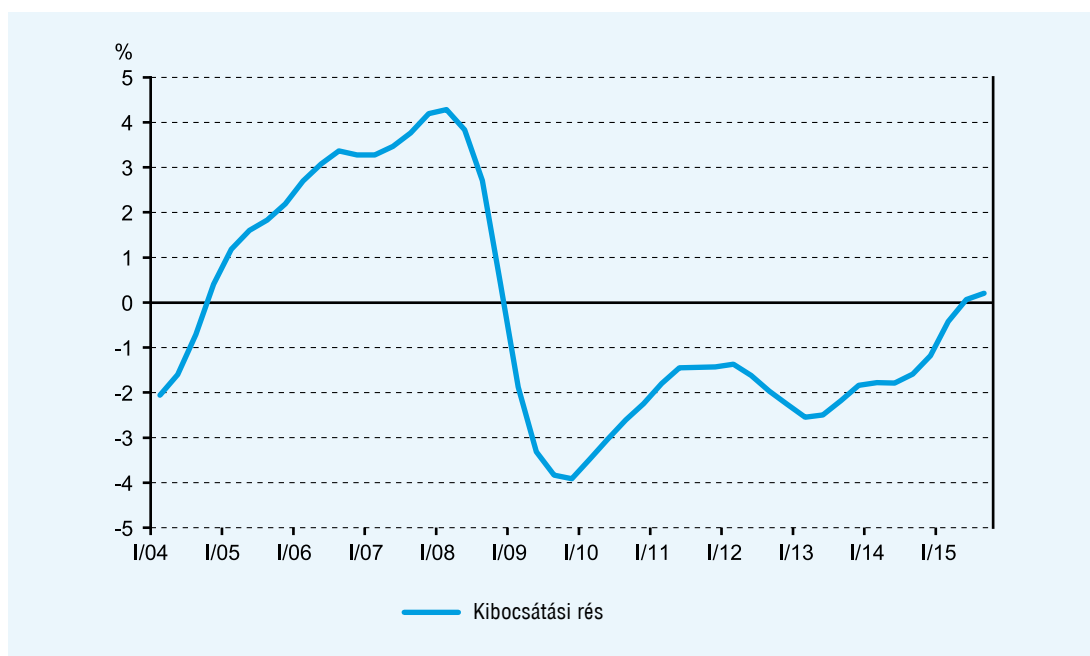
9. ábra

REÁL-GDP-NÖVEKEDÉS (ÉVES VISZONYLATBAN ÉS SZÁZALÉKBAN)



Forrás: Cseh Statisztikai Hivatal, a CNB becslése

KIBOCSÁTÁSI RÉSZ (KÁLMÁN-SZŰRŐ, SZÁZALÉKBAN)

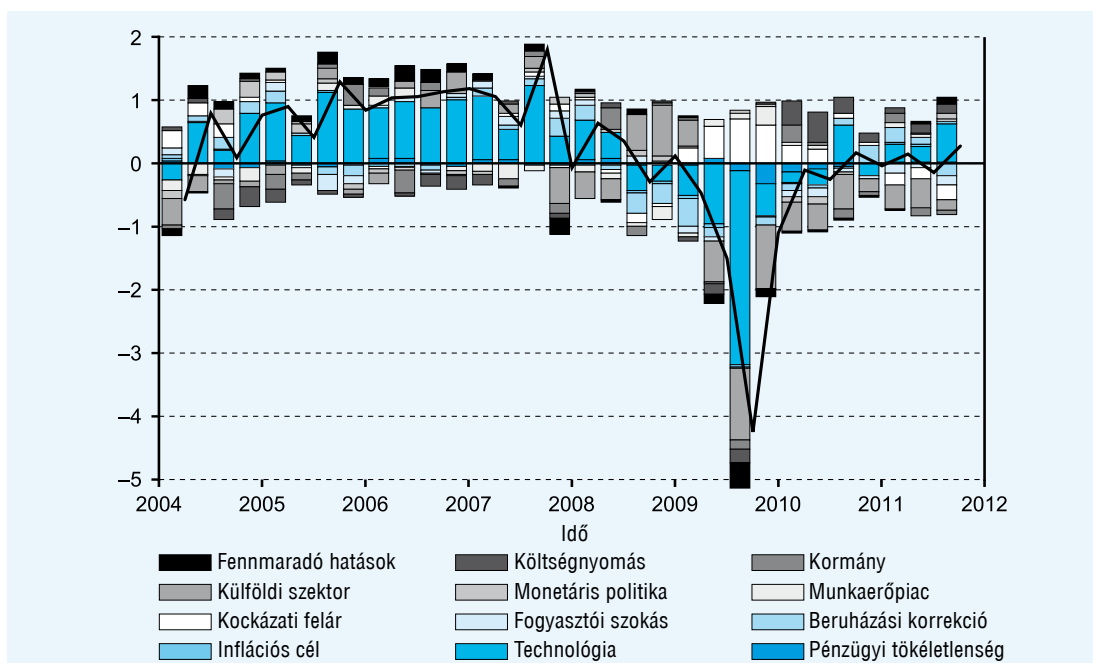


Forrás: Cseh Statisztikai Hivatal, a CNB becslése

makrogazdasági stabilitás forrása volt. A mérlegeket nem terheltek toxikus eszközök, ezért a pénzügyi közvetítői tevékenység bizalmat élvezett. Bár a kamatrések nőttek a válság idején, ezt a gazdaság ciklikus visszaesésének megfelelően magasabb kockázati felár a szokásos módon ellensúlyozni tudta (Brůha, 2011). A CNB belső elemzése alapján nincs bizonyíték arra, hogy a Lehman Brothers bedőlése után pénzügyi tökéletlenségek játszottak volna fontos szerepet a cseh recesszió mértékében. *Ryšánek et al.* (2012) a *Christiano et al.* (2011) által javasolt keretrendszer alapján DSGE-modellt vázolt fel. Empirikus eredményeik, amelyek a sokkhatások dekompozícióján és egy pénzügyi tökéletlenségeket is megengedő modellstruktúrán alapulnak, azt sugallják, hogy a pénzügyi tényezők csak csekély mértékben járultak hozzá a cseh GDP zuhanásához (lásd a „Pénzügyi tökéletlenség” sötétkéék oszlopait a 11. ábrán).

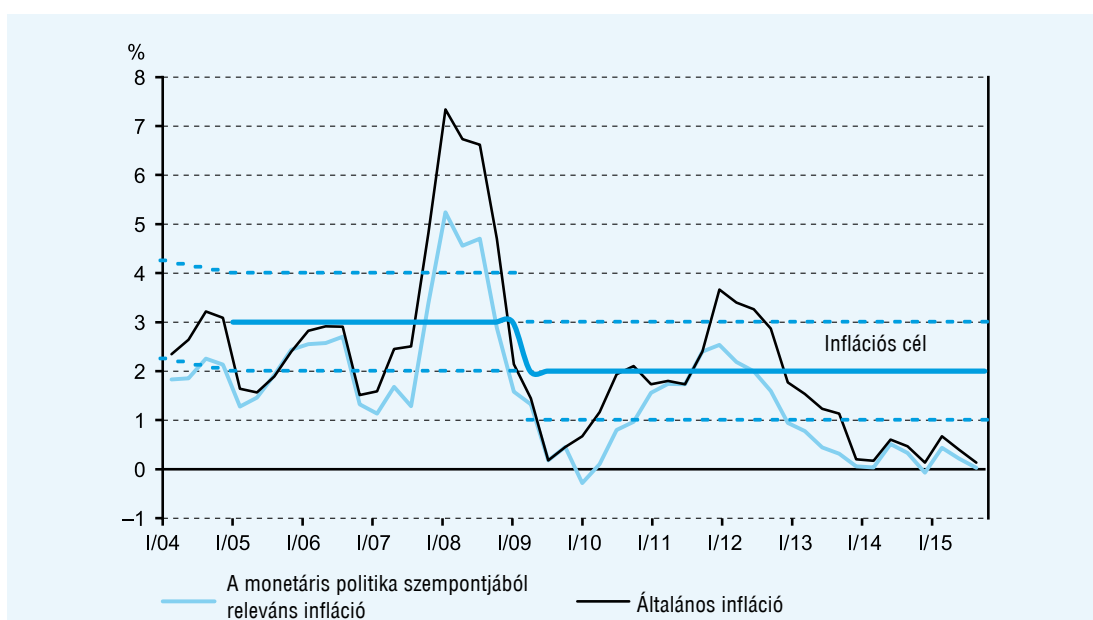
A válság után az inflációra a kereslet- és a kínálatoldali tényezők egyaránt hatást gyakoroltak. Az alacsony kereslet azonban 2013 vége felé kulcsszerepet játszott a deflációs kockázatok megjelenésében. A külföldi kereslet drámai mértékű visszaesése, valamint a 2010-ben kezdődő fiskális megszorítások következtében a 2008 második felében még jelentős inflációs nyomás gyorsan eltűnt annak ellenére, hogy a CNB előrettekintő stabilizációs politikát folytatott. Mind az általános, mind pedig a monetáris politika szempontjából releváns infláció már 2008 utolsó negyedétől gyors csökkenésnek indult (lásd 12. ábra). Az infláció mértéke 2009-ben csökkent, és 2009 harmadik negyedében megközelítette a nulla értéket. A monetáris politika szempontjából releváns infláció fél évvel később, 2010 első negyedében érte el mélypontját. A korrigált infláció, nem számítva az üzemanyag- és az élelmiszerárakat (maginfláció) már 2009

**A CSEH GDP-NÖVEKEDÉS DEKOMPOZÍCIÓJA A SOKKATÁSOK ALAPJÁN
(SZÁZALÉKOS ELTÉRÉS A NORMÁL ÁLLAPOTTÓL)**



Forrás: Ryšánek et al. (2012)

**ÁLTALÁNOS ÉS A MONETÁRIS POLITIKA SZEMPONTJÁBÓL RELEVÁNS INFLÁCIÓ
(ÉVES VISZONYLATBAN ÉS SZÁZALÉKBAN)**



Forrás: Cseh Statisztikai Hivatal

második félévében a negatív tartományba került (lásd 13. ábra), amely a negatív kibocsátási rés által jelzett alacsony keresleti nyomást tükrözte. Az általános infláció esése, valamint a negatív maginfláció tovább folytatódott a 2012–2013-as időszakban, ami főként a romló keresleti feltételeknek volt köszönhető (a kibocsátási rés még negatívabb értéket mutatott).²⁰ A CNB 2013 novemberében azért gyengítette a CZK/EUR árfolyamot (lásd a 15. ábrát a 3. részben), mert csökkent az inflációs nyomás, és megnövekedett a tartós defláció kockázata, amit már 2013 közepe óta jeleztek az inflációs előrejelzések. A nominális árfolyam gyengülése visszafordította a csökkenő inflációs nyomás negatív trendjét, és a maginfláció már 2014 első negyedében pozitív volt. A kínálatoldali tényezők és a világgiazi árak gyengülő nyomása miatt azonban 2014 elejétől az infláció ismét esni kezdett. A deflá-

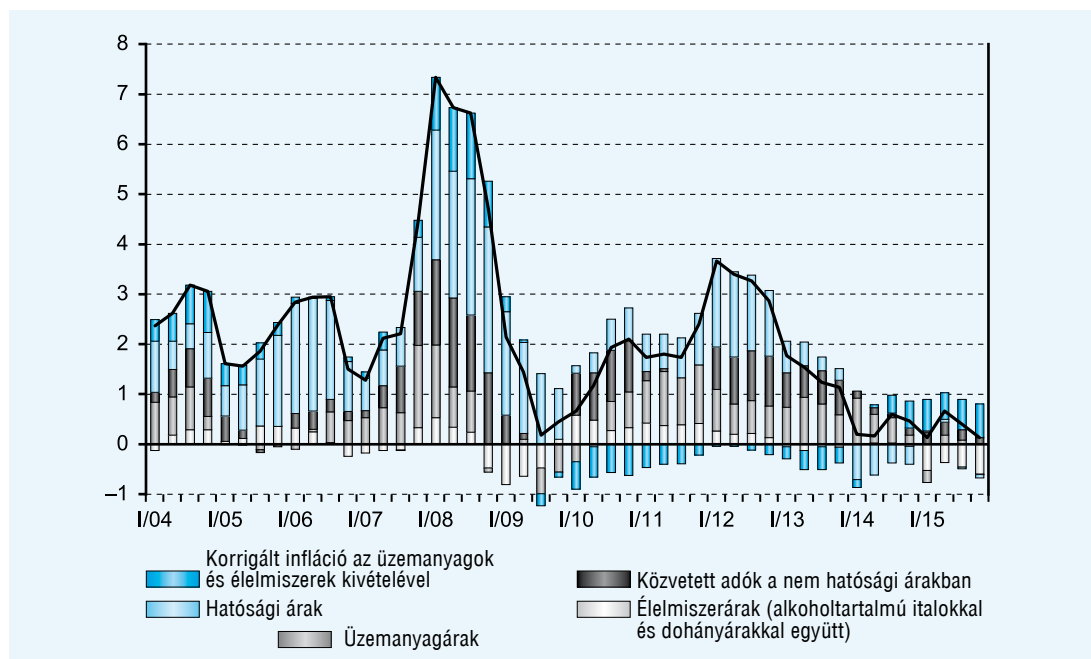
ciós nyomás egyik fő oka az energiaárak esése volt, és 2015 elejétől az élelmiszerárak is negatív hatással voltak az infláció alakulására. A tartósan növekvő külföldi kereslet, valamint a lazább monetáris és fiskális politikai irányvonal (amelyet az uniós források támogattak) azonban elégséges belföldi keresletoldali nyomást generált, amely ellensúlyozta a 2014 óta alacsony nyersanyagárakból adódó importált deflációs nyomást.

A MONETÁRIS POLITIKA REAKCIÓJA

2007–2011-ben a Cseh Nemzeti Bank (CNB) standard monetáris politikai eszközökkel is boldogult. A monetáris politikai lazítás már 2008-ban megkezdődött (lásd a 14. ábrát), vagyis már a Lehmann Brothers csődjét megelőzően, amikor a cseh infláció még jelentős

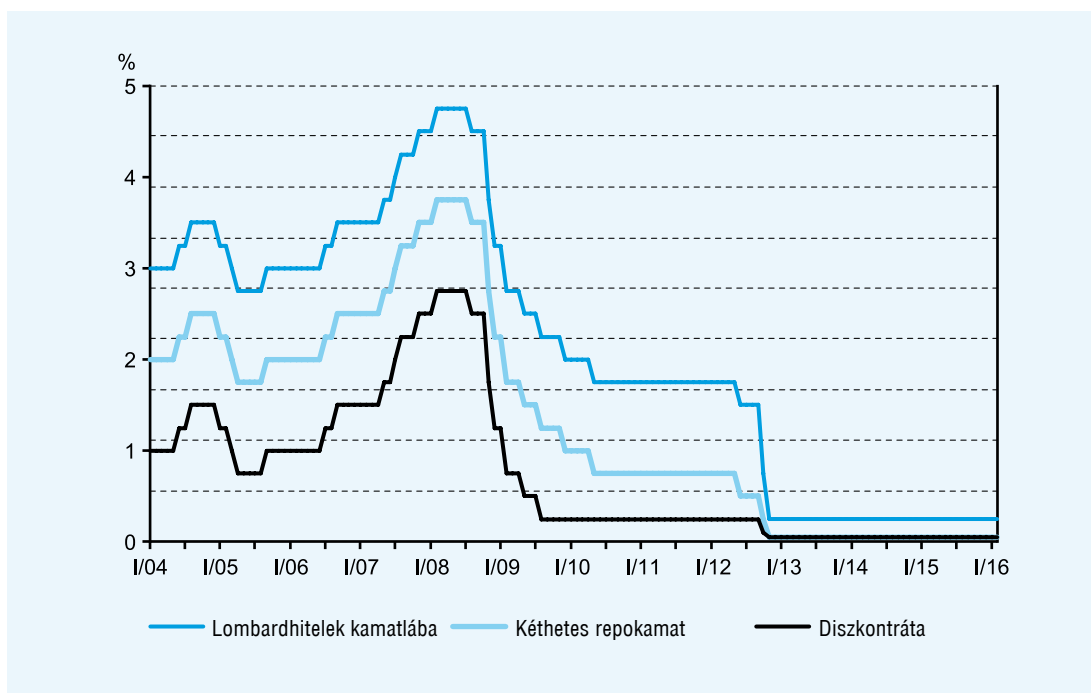
13. ábra

AZ INFLÁCIÓ SZERKEZETE (ÉVES VISZONYLATBAN ÉS SZÁZALÉKBAN, A HOZZÁJÁRULÁS SZÁZALÉKPONTBAN)



Forrás: Cseh Statisztikai Hivatal

MONETÁRIS POLITIKAI KAMATSZINT (ÉVES, SZÁZALÉKBAN)



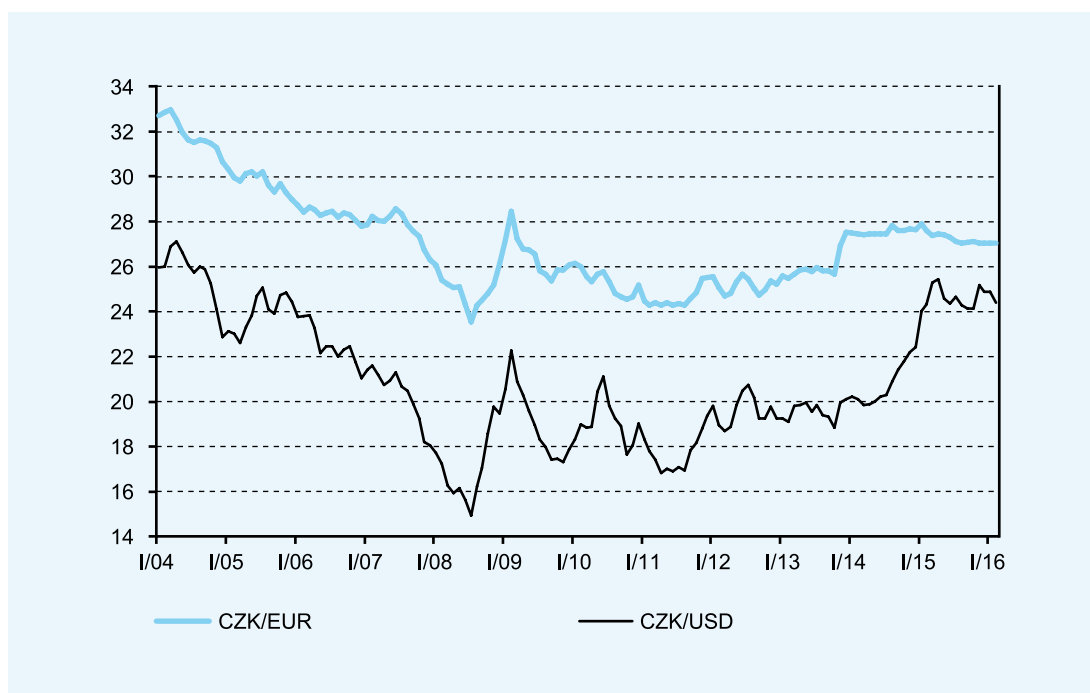
Forrás: CNB

mértékben meghaladta az inflációs célt, és számos európai központi bank kamatot emelt. Ez a döntés a CNB inflációs célkövetési kerendszerének előrettekintő jellegét tükrözte, mivel az előrejelzés azt mutatta, hogy az infláció 2009 elején a célérték alá mérséklődik, és a cseh reálgazdaságban a külföldi kereslet várható csökkenése miatt infláció helyett defláció fenyeget. A CNB kamatvágásai jelentősen felgyorsultak 2008 novemberével kezdődően, amikor nyilvánvalóvá vált a dezinfláció üteme és a világgazdasági recesszió mértéke. A CNB 2008 augusztusa és 2012 novembere között összesen közel 4 százalékponttal csökkentette az alapkamatot (14. ábra). Bizonyos átmeneti, a válással kapcsolatos zavarok ellenére ezek a kamatsökkentések az erős belföldi pénzügyi szektornak köszönhetően viszonylag standard módon átkerültek a gazdaságba (lásd Babecká Kucharčuková et al., 2013).

Emellett a CNB likviditást biztosító repoügyleteket vezetett be 2009-ben, hogy megelőzze a bankok likviditási problémáit, és elősegítse a belföldi államkötvénypiac zökkenőmentes működését. Ezek a műveletek a CNB szokásos eszközeit egészítették ki, és leginkább jelzésértékűek voltak, hiszen gyakorlatban nem nagyon használták ki a lehetőséget, kivéve a bevezetése utáni rövid időszakot.

2008-tól a monetáris politikai lazítást nagymértékben elősegítette a cseh korona spontán, a külső kereslet és a belföldi gazdaság visszaesésére reagáló gyengülése [miután 2007-ben és 2008 első felében (lásd 15. ábra) jelentős mértékben erősödött]. Ekkor az árfolyam bizonyította, hogy képes automatikus kiigazító mechanizmusként működni.²¹ Mivel Csehországban nem kellett megküzdeni a devizahitelek problémáival vagy más hasonló, az árfolyameltérésekből adódó nehézségekkel, a

NOMINÁLIS ÁRFOLYAM (SZINT)



Forrás: CNB

CNB eredményesen tudta működtetni ezt a piaci mechanizmust. Ennek köszönhetően az általános monetáris feltételek jelentős mértékben enyhültek, ami a ciklikusság hatásait kiegyenlítő monetáris ösztönzéssel együtt (lásd a 2. részt) elősegítette, hogy a cseh gazdaság ellenálljon az egész világot érintő keresleti sokknak és visszafogja az ennek nyomán kialakuló dezinflációt. A Lehman csődje utáni időszakban így Csehország a nominális kamatszint tekintetében nem érte el a nulla alsó korlátot (ZLB), ennél fogva nem volt szükség semmilyen igazán nem konvencionális monetáris politikai intézkedésre.

Ugyanakkor miután a cseh gazdaság ismét recesszióba került, amelyet ezúttal a visszafogott belföldi kereslet okozott (lásd a 2. részt) és az előre jelzett infláció csökkenő trendet mutatott, a CNB 2012 őszén elérte a nulla alsó korlátot a kamatlábak tekintetében (lásd 14.

ábra). Különösen a monetáris politika irányadó kamatlábai kerültek a „technikai nulla” szintre (0,05 százalékos kéthetes repokamat és 0,25 százalékos diszkontráta a lombardhiteltek esetében) 2012 novemberében. Ebben az időben Csehországban nem tartották elfogadhatónak, hogy a monetáris politika irányadó kamatai negatívak legyenek. Amellett, hogy a negatív kamatok előnyei általában véve is vitathatóak és nem lehet egy bizonyos küszöb alá menni anélkül, hogy a piaci szereplők ne a készpénzt részesítsék előnyben, bizonyos jogi problémákat is figyelembe kellett venni a negatív kamatok csehországi bevezetésével kapcsolatban, mivel egyes törvények és rendeletek a büntetőkamatokat a CNB-diszkontráta többszörösekként határozták meg. Elismerve a ZLB kötelező erejét, a CNB 2012 őszén előretekintő iránymutatást adott a kamatszinttel kapcsolatban, amelyben vállalta, hogy a kama-

tokat tartósan a technikai nulla szinten tartja mindaddig, amíg az inflációs nyomás nem növekszik jelentős mértékben. Ez az előretekintő iránymutatás hozzájárult ahhoz, hogy a hosszú lejáratú hitelek kamatai 2012 végén csökkenjenek Csehországban, de ez végül nem bizonyult elégségesnek ahhoz, hogy a gazdaságban megszakadjon a deflációs trend.

Ugyanakkor a központi bank bejelentette, hogy készen áll az árfolyam rendkívüli eszközként történő bevetésére, ha további monetáris politikai lazításra lesz szükség. Ezzel kapcsolatban a CNB monetáris tanácsa 2012 novemberében elhatározta, hogy felfüggeszti nemzetközi tartalékai értékesítését, mivel ez ellentétes lehet a monetáris politika ZLB szintjén történő végrehajtásával. Ez még erősebb jelzést adott abban a tekintetben, hogy a CNB készen áll a devizapiaci beavatkozásra a korona gyengítése érdekében. A bejelentés következtében, miszerint a CNB kész beavatkozni a devizapiacra, 2012 végén és 2013 elején a korona árfolyama gyengült (lásd 15. ábra). Ez a lépés enyhítette az általános monetáris feltételeket, és hatása egészen 2013 nyaráig kitartott.

Így a CNB csak 2013 novemberében folyamodott először a rendkívüli eszköz bevetéséhez, a korona euróhoz viszonyított árfolyamának befolyásolásához. A CNB olyan időszakban szánta el magát erre a lépésre, amikor a gazdasági és pénzügyi világválság, valamint az azt követően kialakult európai uniós szuverén adósságválság még csak lassan enyhült. Időközben a CNB előrejelzései és kiegészítő elemzései egyre nyilvánvalóbbá tettek, hogy a korábban végrehajtott monetáris lazítás nem elegendő az inflációs cél tartásához és a deflációs kockázatok mérsékléséhez.²² A CNB ezért bejelentette, hogy szükség esetén a korona árfolyamának csökkentése érdekében beavatkozik a devizapiacra, hogy az árfolyamot a 27 CZK/EUR szint közelében tartsa. A CNB közölte továbbá, hogy olyan mértékben és olyan hosszú ideig kész beavatkozni a

devizapiacra, amilyen mértékben és ameddig csak szükséges, hogy a kívánt árfolyamszint biztosítsa az inflációs cél zökkenőmentes elérését.

Azt a döntést, hogy a korona árfolyamát monetáris politikai eszközként használják fel, egy sor belső vita előzte meg, amelyek általános szinten már 2009-ben megkezdődtek, és 2012 és 2013 ősze között váltak egyre konkrétábbá. A megbeszéléseken a CNB értékelte az irodalomban tárgyalt összes nem konvencionális opciót: az előretekintő iránymutatást, a mennyiségi és minőségi lazítást, valamint a devizapiaci beavatkozást vagy az árfolyam felhasználását. Tekintettel a cseh gazdaság jelentős nyitottságára, a transzmissziós mechanizmus árfolyamcsatornájának alapos feltérképezettségére, a bankszektor hosszú távú likviditási többletére, a hosszú lejáratú államkötvények már akkor is alacsony hozamára, a vállalati kibocsátású hitelviszonyt megtestesítő eszközök csekély jelentőségű piacára, valamint az árfolyameltérésből adódó problémák hiányára, a CNB végül emellett döntött, hogy a hazai fizetőeszköz árfolyamát fogja felhasználni (lásd Franta et al., 2014).

A kis és nyitott cseh gazdaságban a korona árfolyamának gyengítése hatékony eszköz a belföldi árszint növelésére és az inflációs várakozások célértékhez közeli stabilizálására (Svensson, 2001; Alich et al., 2015). Emellett az árfolyamban bekövetkező változások hatásai várhatóan a szokásosnál jelentősen erősebbek lesznek, ha az árfolyamot szisztematikusan a ZLB szintjén végrehajtott monetáris politika eszközeként alkalmazzák (Franta et al., 2014).

Fontos hangsúlyozni, hogy a CNB előnyben részesítette az árfolyam monetáris politikai eszközként történő közvetlen használatát, és a korlátlan mértékű beavatkozást csupán eszköznek tekintette egy olyan árfolyamszint elérésében, amely lehetővé teszi az inflációs cél teljesülését. Az alternatív megoldás az előre meghatározott mértékű beavatkozások alkal-

mazása lett volna. Az IMF ebben a tekintetben ajánlást fogalmazott meg (lásd IMF, 2013, 10. oldal).²³ A CNB azonban több ok miatt is elutasította ezt a lehetőséget:

- a beavatkozások várhatóan csekély hatása a likviditásra, amely közvetlenül a beavatkozás mértékével függ össze (lásd fentebb);
- az inflációs várakozások és a reálkamatcsatorna, valamint az árfolyamszinttel és annak időbeli változásával összefüggő standard transzmissziós csatornák együttes figyelembevétele;
- azon lehetőség hiánya, hogy előre meg lehessen határozni, milyen mértékű beavatkozással lehet gyengíteni az inflációs cél eléréséhez szükséges mértékben az árfolyamot;
- az ilyen beavatkozás általában véve is kérdéses eredményessége az árfolyam befolyásolásában.

Amikor döntés született a korona árfolyamának monetáris politikai eszközként való felhasználásáról, a CNB-nek meg kellett határozni azt a megfelelő intervenciós szintet, amely lehetővé teszi az inflációs cél elérését és a ZLB elhagyását. Ezért kidolgoztak és 2013 novemberében közzétettek egy alternatív előrejelzési forgatókönyvet, amely az alapvető g3 előrejelzési modellre építve feltételezi az árfolyam rendkívüli monetáris politikai eszközként történő felhasználását.²⁴ E forgatókönyv szerint a beavatkozás hatását az árfolyamot várhatóan érintő sokk alapján szimulálták, amelynek mértékét

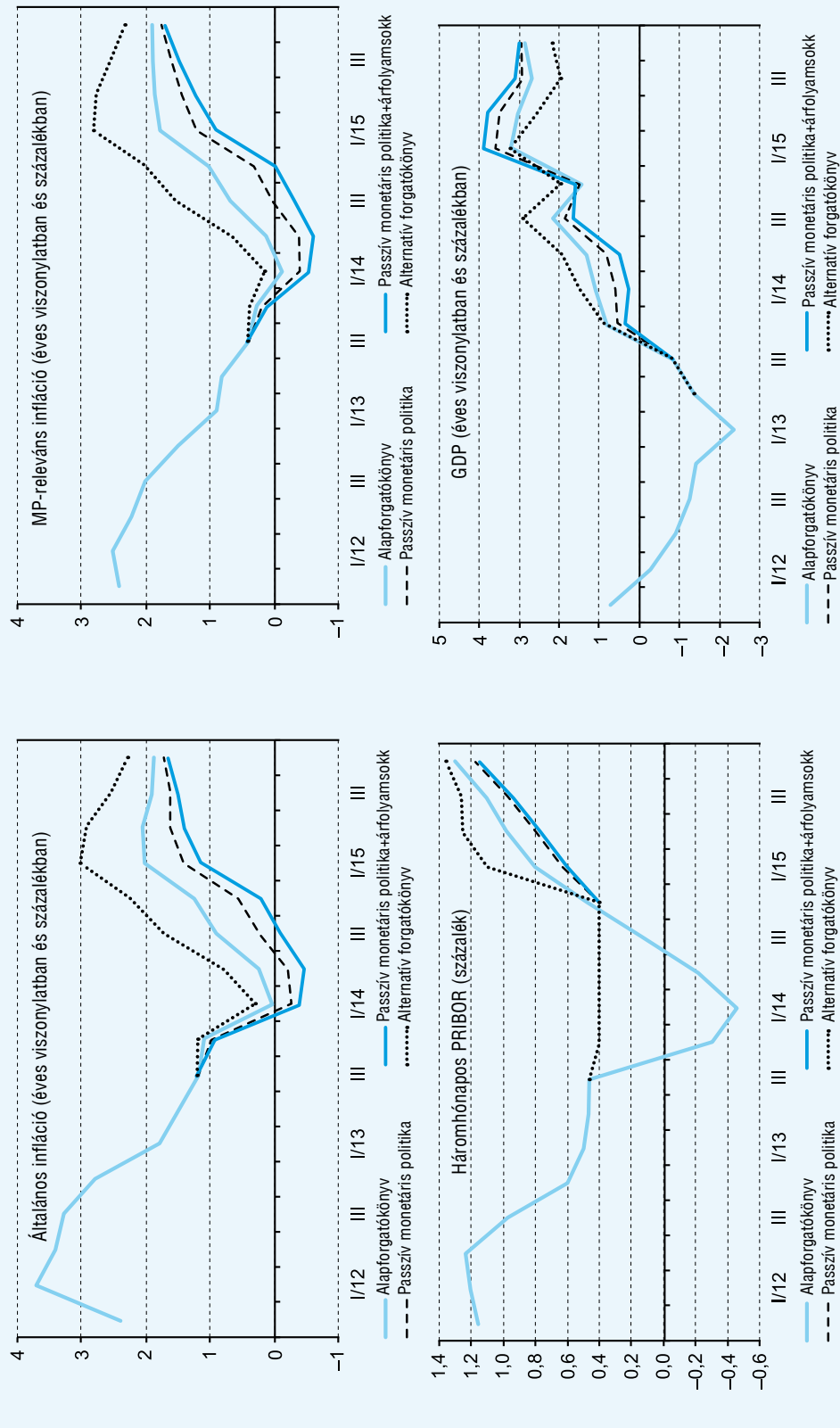
- a ZLB figyelembevétele,
- a CNB inflációs céljához való visszatérés gyorsasága, valamint
- az árfolyamváltozás becsült pályája és a beavatkozások abban megjelenő mintája alapján határoztak meg.²⁵

A központi bankon belül a forgatókönyv több változatát is kidolgozták, amelyek főként abban tértek el egymástól, hogy másképpen súlyozták az inflációs cél elérésének gyorsaságát,

valamint azt, hogy mikor érdemes felhagyni az árfolyameszköz alkalmazásával és elhagyni a ZLB-t. Szakértői vélemények alapján választották ki azt a változatot, amely a legalkalmasabb volt arra, hogy teljesüljenek a monetáris politikai célkitűzések, miközben figyelembe vették a gazdasági szakirodalomban megfogalmazott ajánlásokat arra vonatkozóan, hogy átmenetileg túl kell lépni az inflációs célt a ZLB elhagyása és a deflációs kockázat kiküszöbölése érdekében. Azt is figyelembe vették, hogy a nominális árfolyam alternatív forgatókönyv szerinti változásának elég nagynak kell lennie ahhoz, hogy hatással legyen a gazdasági szereplők várakozásaira, és azt is biztosítani kell, hogy az árfolyamcél a jövőben ne kelljen módosítani, ha az antiinflációs kockázatok nem haladják meg a szokásos mértéket.

Az alternatív forgatókönyv kiválasztott változata szerint a korona árfolyamának a 27 koronás CZK/EUR szintet kellett megközelítenie, ezért az árfolyamot -5 százalékkal kellett gyengíteni. A forgatókönyv szerint ez jelentős mértékben csökkentené a defláció kockázatát, az infláció gyorsabban visszatérne a célértékhez, és 2015 elején már határozottan elhagyható lenne a ZLB. Ami az inflációt illeti, a gyengébb árfolyamtól azt várták, hogy fokozatosan fejti ki hatását az alternatív forgatókönyv megvalósítása utáni első néhány negyedévben, növelve az importárakat, ami az általános és a monetáris politika szempontjából releváns inflációt is növeli, amely nagyon alacsony, ugyanakkor pozitív szintet ér el 2014 elejére. Ezt követte az inflációs nyomás újbóli megjelenése a belföldi gazdaságban, amely átvehette az importáráktól a fő szerepet az infláció alakításában. Ennek köszönhetően az alternatív forgatókönyv szerint az infláció már 2014 második félévére visszatért a CNB célértékéhez. Később a cél körüli toleranciasáv felső tartományába mozdult el, sőt még a felső határt is megközelítette, majd 2015-ben felülről a célérték felé konvergált (lásd 16. ábra).

FORGATÓKÖNYV AZ ÁRFOLYAM ALKALMAZÁSÁRA 2013 NOVEMBERÉBEN



Forrás: CNB-szimulációk

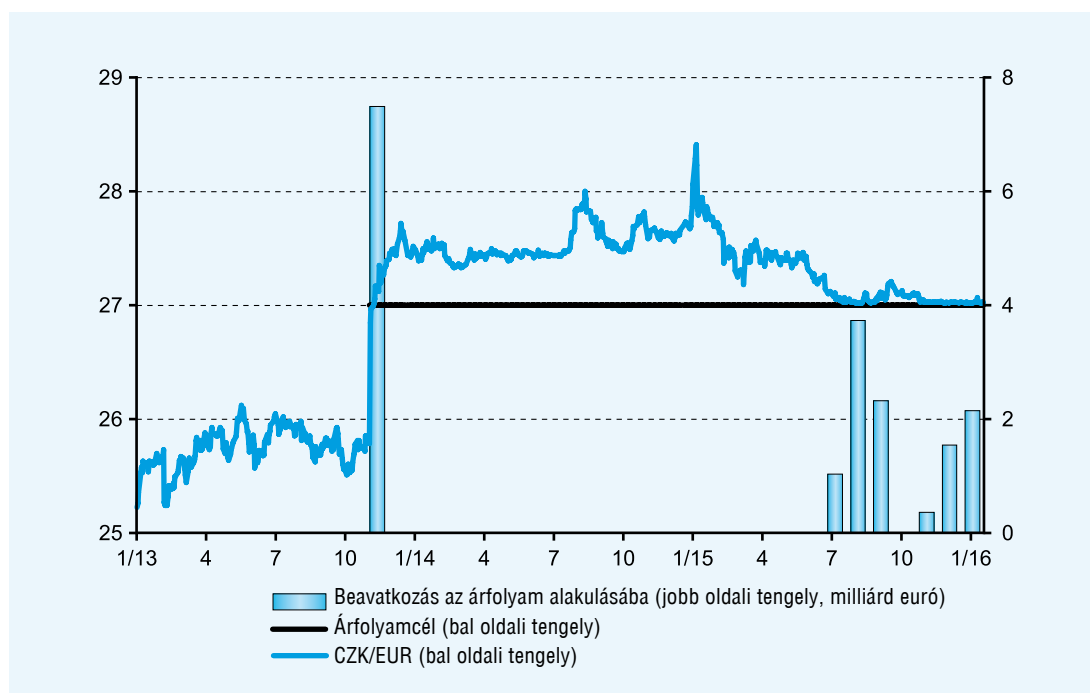
Ebben a forgatókönyvben az inflációs cél átmeneti túllépése ellensúlyozta a 2014-ben tapasztalt jelentős elmaradást, és összességében a két év alatt az átlagos inflációs ráta valamivel 2 százalék alatt alakult, azaz szinte pontosan megegyezett a CNB célértékével. Az alternatív forgatókönyv megvalósításával a gyengébb koronaárfolyam 2014-ben kedvező hatással volt a cseh realgazdaságra is, amikor is a cseh gazdaság több mint egy százalékponttal gyorsabban növekedett, mint a passzív monetáris politika ideje alatt.

Miután a CNB 2013 novemberében úgy döntött, hogy a monetáris politikai lazítás eszközeként használja az árfolyamot, a korona nagymértékben gyengült az euróhoz képest, megközelítve az árfolyamcélát. Az árfolyamcélra vonatkozó politikának az első néhány nap során kellett hitelességre szert tennie. Ez nyilvánvaló volt a hatalmas mértékű interven-

ciók során, melyeket a CNB-nek rövid idő alatt kellett végrehajtania. Ezek a vásárlások körülbelül összesen 7,5 milliárd eurót tettek ki. Az árfolyam azonban gyorsan áttörte a 27 koronás CZK/EUR szintet, és azóta sem tért vissza onnan. 2015 nyaráig nem volt szükség további devizapiaci intervencióra, mivel az árfolyam egyértelműen a megállapított szint felett mozgott (lásd 17. ábra).²⁶ Mindazonáltal 2015 júliusában a CZK/EUR árfolyam a kedvező belföldi gazdasági fejleményeknek köszönhetően a megállapított szintre erősödött, ami csökkentette annak valószínűségét, hogy a jövőben emelni kell az árfolyamcél, miután a Svájci Nemzeti Bank 2015 januárjában váratlanul felhagyott a saját árfolyamcélja megvédésével, az EKB pedig további monetáris lazítást jelentett be. Ez azzal járt, hogy a CNB automatikusan beavatkozott, és az intervenció 2015 júliusa és 2016 januárja között

17. ábra

CZK/EUR ÁRFOLYAM ÉS A CNB INTERVENCIÓI



Forrás: CNB

elérte a 11,2 milliárd eurót. Az ennek eredményeként megnövekedett likviditási többlet bizonyos piaci szegmensekben (beleértve a 4–6 éves lejáratú államkötvényeket is) a nominális kamatszintet a negatív tartományba vitte át a cseh gazdaságban, ami további belső eredetű monetáris lazítással járt.

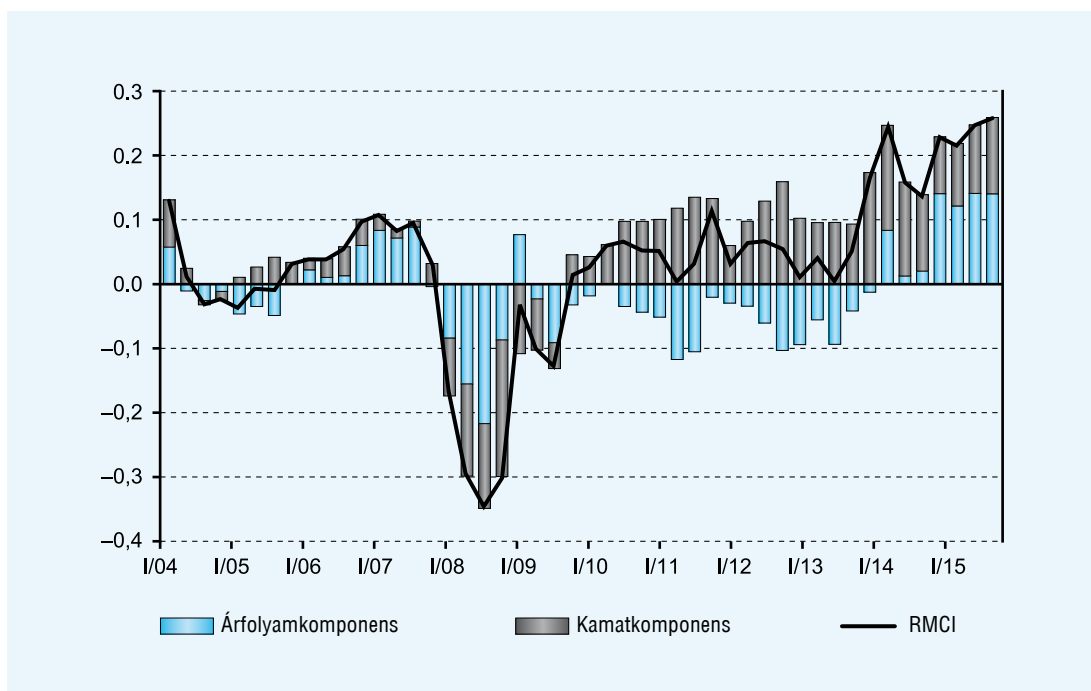
A CNB árfolyamcélja jelentős mértékben lazított a monetáris feltételeken (lásd a 18. ábrát) mind az árfolyamszint, mind pedig a kamatszint tekintetében (a magas inflációs várakozások miatt), és pozitív hatást gyakorolt a gazdasági aktivitásra és a munkaerő-piaci helyzetre is. 2014-ben a cseh gazdaságnak sikerült talpra állnia a korábbi, hosszan tartó recesszióból: a GDP 2 százalékkal nőtt. A IV/2014. számú inflációs jelentésében a CNB 1,5 százalékpontra becsülte a monetáris politikai lazítás hozzájárulását a gazdasági aktivitásban bekövetkezett fordulathoz, míg az adatok ismételt

elemzése után a frissebb becslések szerint ez kissé alacsonyabb volt (0,7–1,4 százalékpont). Ugyanakkor az árfolyamcél hozzájárult ahhoz, hogy a maginfláció a 2013 novemberére előtti negatív szintről 2015-ben visszatérjen a pozitív tartományba, 1 százalék fölé. A hazai gazdaság a várakozásnak megfelelően már inflációs nyomást gerjesztett. Ugyanakkor az általános infláció kitaróan alacsony szinten maradt (2015-ben átlagosan 0,3 százalék), ami az importált deflációs nyomásnak volt köszönhető, amely viszont elsősorban az euróövezetben csökkenő termelői árakból és a globális nyersanyagárak meredek zuhanásából adódott.

A tényleges és várt infláció visszafogott alakulása miatt további monetáris lazításra volt szükség. Abban a rendszerben, amelyben az árfolyamot rendkívüli monetáris politikai eszközként alkalmazzák, ezt kétféleképpen lehet elérni: (i) az árfolyamcél kiterjesztésével vagy

18. ábra

MONETÁRIS FELTÉTELEK REÁLINDEXE (RMCI)



Forrás: CNB

(ii) a célérték megváltoztatásával. A CNB mostanáig csak az első lehetőséget alkalmazta. A monetáris tanács több lépésben jóval a 2015 elején bejelentett és bevezetett szint fölé emelte a CNB árfolyamcélját. Legutóbb a 2016-ban tartott első monetáris tanácsi ülésen (február 4-én) a tanács kijelentette, hogy a CNB 2017-ig folytatja az árfolyam alkalmazását a monetáris politika egyik eszközeként. Ami az árfolyam esetleges további gyengítését illeti, a CNB soha nem zárta ki ezt a lehetőséget. 2014 decemberében, majd 2015 februárjában a monetáris tanács az árfolyamcél bármilyen további gyengítése csak akkor válna indokolttá, ha hosszú távon olyan mértékben erősödne a deflációs nyomás, amely jelentősen visszavetné a belföldi keresletet, új deflációs kockázatok jelennének meg a cseh gazdaságban, és szisztematikusan csökkennének az inflációs várakozások. Tekintettel azonban arra, hogy az első körben a nemzetközi olajárak zuhanását pozitív kínálatoldali sokként értékelték a cseh gazdaság tekintetében, és figyelembe véve a GDP gyors növekedését, az ilyen fejlemények bekövetkeztének valószínűsége 2015 közepére jelentős mértékben csökkent.

Ugyanakkor az EKB betéti kamatrátájának csökkentése (és az irányadó kamatszint csökkentése több európai országban) egészen a negatív tartományig vitát váltott ki arról, hogy Csehországban is esetleg negatív irányadó kamatok kellene bevezetni a CNB árfolyamcéljának kiegészítéseképpen. 2015-ben a CNB előkészületeket tett arra, hogy szükség esetén az eszköz alkalmazható legyen. Miután 2015 őszén a cseh pénzügyi piacok bizonyos szegmenseiben a hozamok a nulla százalék alá estek, a negatív irányadó kamatok kérdése átmenetileg kevésbé volt sürgető. 2016 februárjában azonban a CNB monetáris tanácsa ismét tárgyalta a negatív kamatok bevezetésének lehetőségét, tekintettel az euróövezetbe képes növekvő kamatszintkülönbségre, valamint a belföldi pénzügyi piacokon tapasztalt fejleményekre.

KÖVETKEZTETÉSEK

A cseh gazdaságot jelentős egyensúlyhiány nélkül érte a globális pénzügyi és gazdasági válság. Bár a 2007–2008-as időszakban volt bizonyos makrogazdasági túlfűtöttség, az infláció jelentős mértékben meghaladta a CNB célértékét, az árfolyam jóval az egyensúlyi trend felett alakult, és az ingatlanárak viszonylag gyorsan nőttek, a kihívások mértéke elmaradt a sok más országban tapasztalttól. Ami még fontosabb: Magyarországtól és Lengyelországtól eltérően Csehországban erős volt a bankszektor, és az ország gazdaságát nem terheltek devizahitelek. Ez főként annak a korai dezinflációs politikának volt köszönhető, amely az 1998-ban bevezetett inflációs célkövetési rendszer keretében valósult meg és szorosan ehhez kapcsolódva, a nominális kamatszintnek is, amely már évek óta az euróövezetben látott szinthez közel alakult. A cseh háztartásokat semmi sem ösztönözte arra, hogy devizában vegyenek fel hitelt.

A CNB-nek így lehetősége nyílt arra, hogy a válság alatt hagyja az árfolyamot egyfajta lengéscsillapítóként szabadon mozogni, és ne kelljen aggódnia a lakossági szektorban az árfolyamból adódó mérlegegyezőségi problémák miatt. A cseh korona 2008 közepe és 2009 eleje közötti jelentős gyengülése révén az általános monetáris feltételek lényegesen kedvezőbbé váltak, amit a példa nélküli mértékű kamatcsökkentések is elősegítettek, amelyek előretekintő módon már 2008 augusztusában elkezdődtek. A hazai pénzügyi szektorban nem volt semmilyen jelentős probléma, így a cseh gazdaság recesszióját kizárólag a külföldi hatások begyűrűzése okozta. Ez az exporttermékek iránti kereslet zuhanásának volt köszönhető, amely később a csökkenő foglalkoztatottságon, a nominálbérek növekedésének lassulásán, valamint a magánszektor állóeszköz-beruházásainak visszaesésén keresztül a belföldi keresletet is sújtotta. 2009-ben a

költségvetési politika igyekezett kiegyenlíteni a ciklikusság hatásait, és a külföldi kereslet bővülésével 2010–2011-ben a cseh gazdaságban is megindult a növekedés. Az infláció 2009-ben átmenetileg igen alacsony szintre zuhant, majd 2010-től hirtelen emelkedni kezdett.

A CNB ezért 2007–2011 között a standard monetáris politikai eszközökkel is boldogult, mert a névleges kamatszint nem érte el a nulla alsó korlátot, és a monetáris politikai kibocsátások, néhány átmeneti zavara ellenére, tovább működtek a standard módon. Az egyetlen új eszköz a monetáris politikában az volt, hogy a CNB likviditást biztosító repoügyleteket vezetett be 2009-ben, hogy megelőzze a bankok likviditási problémáit, és elősegítse a belföldi államkötvénypiac zökkenőmentes működését. Ezek a műveletek a CNB szokásos eszközeit egészítették ki, és leginkább jelzésértékűek voltak, hiszen a gyakorlatban nem nagyon használták ki a lehetőséget, kivéve a bevezetése utáni rövid időszakot.

2012–2013-ban azonban a cseh gazdaság újabb recesszióba süllyedt, amely ezúttal – az uniós szuverén adósságválság mellett – a gyenge belföldi keresletnek volt köszönhető. A belföldi kereslet gyengesége prociklikus, radikális fiskális konszolidációval, valamint rendkívül gyenge üzleti és fogyasztói bizalmi indexszel párosult. Az infláció csökkenést mutatott, a maginfláció negatív szinten maradt, és a CNB előrejelzései egyértelműen jelezték az inflációs cél alulteljesítésének kockázatát. A központi bank ezért tovább csökkentette az irányadó kamatlábat, amely 2012-ben elérte a „technikai nulla” szintet. A további monetáris politikai lazítás érdekében a CNB előretekintő iránymutatást adott a nominális kamatszinttel kapcsolatban, amelyben kötelezettséget vállalt arra, hogy a kamatok tartósan a technikai nulla szinten tartja, amíg az inflációs nyomás nem növekszik jelentős mértékben. Ugyanakkor a központi bank bejelentette, hogy készen áll az árfolyam rendkívüli eszközként történő bevetésére, ha

további monetáris politikai lazításra lesz szükség. A bejelentés következtében a korona árfolyama 2012 végén és 2013 elején gyengült és ennek hatása egészen 2013 nyaráig kitartott.

Ugyanakkor még ez sem volt elég ahhoz, hogy kiküszöbölje a növekvő deflációs kockázatokat és az infláció visszatérjen a CNB 2 százalékos célértékéhez. A CNB ezért 2013 novemberében árfolyamcélát állapított meg, és bejelentette, hogy szükség esetén a korona árfolyamának csökkentése érdekében mennyiségi és időbeli korlátozás nélkül beavatkozik a devizapiacon, hogy az árfolyamot a 27 CZK/EUR szint közelében tartsa. Az árfolyam alkalmazását a további monetáris lazításhoz az tette lehetővé, hogy a cseh gazdaságban nem jelentkeztek az árfolyamból adódó mérlegegyezőségi problémák. Így az árversenyképesség növelésével, valamint az inflációs várakozások növekedésével és ezzel a kamatszinttel kapcsolatos előzetes várakozások mérséklésével a gyengébb árfolyam megteremtette a lehetőséget arra, hogy a cseh gazdaság ismét erőre kapjon. A CNB becslése szerint a lazább monetáris feltételek, valamint a gazdaságban mutatkozó javuló hangulat következtében 2014-ben a cseh GDP 0,7–1,4 százalékponttal növekedett. Ez a szokásos késéssel figyelemre méltó pozitív hatást gyakorolt a munkaerőpiacra, nőtt a foglalkoztatás, illetve csökkent a munkanélküliség és felgyorsult a nominálbérek emelkedése, ami növelte a háztartások rendelkezésre álló jövedelemét és fellendítette a fogyasztásukat. Az infláció tekintetében a gyengébb árfolyam, főként a közvetlen importáron keresztül, kezdetben növelte az inflációt, de idővel a hazai gazdaságra gyakorolt pozitív hatások játszották a fő szerepet. A maginfláció így a pozitív tartományba került, és 2015-ben meghaladta az 1 százalékot.

Ugyanakkor az általános infláció kitarotán alacsony szinten maradt, ami az euróövezetben folyamatosan csökkenő termelői árakból és a globális olajárak meredek zuhanásából adó-

dott. Erre válaszul a CNB elhalasztotta az arra vonatkozó döntést, hogy a jövőben fokozatosan feladja az árfolyamcél. A jelen tanulmány írásakor a CNB nyilvánosan kötelezettséget vállalt arra, hogy 2017-ig továbbra is a monetáris politika eszközeként használja az árfolyamot. A cseh monetáris feltételek így még egy

ideig lazák maradnak. Az árfolyamcél jövőbeni feladásának elsődleges feltétele az, hogy az infláció reális eséllyel stabilizálódhasson a CNB 2 százalékos célértéke közelében, még hozzá annak kockázata nélkül, hogy a belátható jövőben ismét nemkonvencionális monetáris politikai intézkedés válik szükségessé.

I. MELLÉKLET

GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FEJLEMÉNYEK AZ 1990-ES ÉVEK VÉGÉN ÉS A 2000-ES ÉVEK ELEJÉN

Annak érdekében, hogy pontosan megértsük a CNB elmúlt években folytatott politikáját, az 1990-es évek elejéig és a 2000-es évek elejéig kell visszamennünk, amikor lerakták a cseh gazdaság és a monetáris politika alapjait.

Az első gazdasági recesszió a rendszerváltás utáni 1997–1999-es időszakban – eltérően a sokkal későbbi, 2008-astól – elsősorban a hazai gazdaságból származott, mert a korábban felhalmozott (és sokáig rendezetlen) belső és külső egyensúlyhiányt nem megfelelően kezelték. A problémák eskalációja miatt hirtelen kellett kiigazítani a fiskális és a monetáris politikát is (beleértve az 1997 végén elhatározott változtatást az inflációs célkövetés tekintetében). Az ebből adódó belföldi makrogazdasági megszorítások mellett visszafogott volt a világgazdasági aktivitás, és abban az időben az olaj- és az élelmiszerárak tekintetében nagy volt a volatilitás. Miután piaci nyomásra a CNB 1997 májusában feladta a rögzített árfolyamot, a korona számottevően gyengült. Az akkori kormány által bevezetett jelentős mértékű deregulációval és a közvetett adók megváltoztatásával 1998-ra a tényleges és a várt infláció 10 százalék fölé ugrott.

Így az újonnan bevezetett inflációs célkövetési rendszer kezdeti feltételei (amelyeket 1998 elején alakítottak ki) komoly kihívásokat jelentettek. Az új monetáris politikai rendszert stratégiai eszközként használták a defláció ellen egy destabilizált,

kicsi, nyitott és felzárkózó gazdaságban, amely még az átmenet állapotában volt.²⁷ A folyamatos hazai gazdasági recesszió, a nominális árfolyam visszatérése a korábbi, erősebb szintre, valamint az olajárak jelentős esése már 1999-ben jelentősen csökkentette a fogyasztói árak inflációját. A váratlanul gyors defláció miatt a nettó infláció messze elmaradt a CNB célértékétől az új monetáris politikai rendszer alkalmazásának ezen kezdeti időszakában.

Ugyanakkor a cseh gazdaság már a 2000-es évek elején sikeresen stabilizálódott, és megkezdődött a kilábalás a fent említett gazdasági válságból. Ennek fő oka az euróövezetben tapasztalt megújuló és gyorsuló gazdasági növekedés volt, ahol a cseh exportorientált vállalkozások fő kereskedelmi partnerei találhatóak. A javuló makrogazdasági helyzet ugyanakkor kedvező hatást gyakorolt a cseh pénzügyi szektorra is. A kormány fokozta a privatizáció ütemét, és felgyorsította az állami tulajdonú bankok külföldi magánbefektetőknek történő értékesítését.

2001 végétől a külföldi tőke privatizációval kapcsolatos beáramlása olyan aszimmetrikus várakozásokat keltett a piaci szereplőkben, hogy a nominális árfolyam – amely addig csak fokozatosan erősödött – gyorsabban fog erősödni. Ezek a várakozások önbeteljesítő fejleménnyel jártak és a korona jelentős mértékben erősödni kezdett. 2001 őszén a CNB – összhangban az irányított lebegő árfolyamrendszerrel – elhatározta, hogy belép a devizapiacra és

körülbelül egy évig több alkalommal is beavatkozott, hogy fellépjen a korona árfolyamának túlzott erősödése ellen. A CNB több kamatvágással is támogatta az ismertetett lépéseket, és több lépésben összesen 3 százalékponttal csökkentette a kamatokat 2001–2003-ban. A CNB lépései ellenére az árfolyam túlzott mértékű erősödése (a reálárfolyam rendkívül túlértékeltté vált) szükségtelenül feszessé tette a hazai monetáris feltételeket.^{28, 29} Mindez – a külföldi kereslet növekedésének érzékelhető és jelentős lassulásával együtt – nem csupán azzal járt, hogy a cseh gazdaság jelentős mértékben lassult, hanem a belföldi infláció is komoly mértékben csökkent, és átmenetileg kissé nulla százalék alá került, de elég sokáig (2002 és 2004 2. negyedéve között) jóval a CNB célértéke alatt maradt.³⁰

Az említett inflációs céltól való gyakori, az 1990-es évek végén és a 2000-es évek elején tapasztalt nem kívánatos elmaradás³¹ pozitív hatásként a deflációs folyamat nem sokkal azután sikeresen befejeződött, hogy – a térség más országait megelőzően – bevezették az új inflációs célkövetési rendszert. Az alacsony és viszonylag stabil infláció lehetővé tette, hogy a CNB fokozatosan olyan szintre csökkentse a nominális kamatlábakat, amely a fejlett uniós országokban volt jellemző. Ahogyan ezt tanulmányunk főszövegében több helyen is kiemeltük, a nominális kamatszint megvalósult konvergenciája több szempontból is pozitív hatás-

sal volt Csehország további gazdasági és pénzügyi fejleményeire.

A kínálati oldal szempontjából a közvetlen külföldi befektetések (az 1990-es évek rövid lejáratú spekulatív befektetéseivel ellentétben) a 2000-es években pozitívan járultak hozzá Csehország átalakulási folyamatához és gazdasági fejlődéséhez. A Csehországba beáramló jelentős mértékű FDI zömében vertikális jellegű volt, zöldmezős és barnamezős beruházásokban valósult meg elsősorban az exportorientált feldolgozóipari szektorban.³² A külföldi befolyás alatt lévő vállalkozások Csehországban „csoportokban” telepedtek le, majd megkezdték termelő- és exporttevékenységüket, valamint a helyi vállalkozásokkal való együttműködésüket. A cseh vállalkozások viszont megtanulták tőlük a modern technológia befogadásának módját. Emellett a cseh vállalkozások átvették az új ipari szervezési rendszereket, valamint a modern vezetési és marketinggyakorlatokat. Ezzel együtt járt a bruttó állóeszköz-felhalmozás növekedése az új létesítmények építése, illetve a régiók felújítása során. A virágzó beruházási tevékenység általában véve növelte a tőkeellátottsági szintet. A növekvő tőkeállomány, valamint a jobb termelékenység és a technológiai innováció következtében 2002–2008-ban fokozatosan gyorsuló ütemben körülbelül 4 százalékra bővült a potenciális kibocsátásnövekmény.

2. MELLÉKLET

A JELENLEGI MONETÁRIS POLITIKAI RENDSZER FŐBB JELLEMZŐI CSEHORSZÁGBAN

1998 óta a CNB inflációs célkövetési rendszerben folytatja monetáris politikáját. A rendszer keretében a CNB arra vállal kötelezettséget, hogy az inflációt a bejelentett számszerű célérték közelébe hozza és ott is tartja. A rendszer tehát közvetlenül az infláció kézben tartására koncentrál, egy olyan

változóra, amely a legtöbb gazdasági szereplő döntéseit és viselkedését érinti a fogyasztás, a beruházás és a megtakarítás területén. A központi bank kommunikálja célkitűzését a közvélemény számára, az inflációs cél pedig egyértelmű horgonyt fogalmaz meg az inflációs és más releváns várakozások vagy

folyamatok tekintetében (például a bértárgyalásokhoz). Az inflációs célkövetést azért vezették be Csehországban, mert a korábban használt rendszer, amely a monetáris célkitűzést rögzített árfolyammal kombinálta, nem volt fenntartható, nem tudta stabilizálni a gazdaságot és olyan szintre mérsékelni az inflációt, amely a fejlett országokban látható.

Az inflációs célkövetési rendszerre való áttérés kétségtelenül megjelent a Cseh Nemzeti Bank mandátumáról szóló törvényben is. A cseh alkotmány és a Cseh Nemzeti Bankról szóló törvény értelmében a CNB elsődleges célja 2001 óta az árstabilitás fenntartása.³³

A jogszabályokban előírt célkitűzés megvalósítása érdekében a CNB nagyfokú politikai önállósággal rendelkezik. Mindenekelőtt függetlenül hozza meg döntéseit a monetáris politika eszközeiről. Önállóságát az a mód is jelzi, ahogyan vezető tisztviselőit megválasztják és felmentik (kinevezésüket és igen szigorúan szabályozott felmentésüket a cseh elnök írja alá). Ez a függetlenség megóvja a központi bankot minden olyan politikai nyomástól, amely döntései befolyásolására irányul.

Monetáris politikai döntéseinek megvalósításában a CNB „közvetett”, nem adminisztratív piaci eszközöket alkalmazhat. A monetáris politika legfőbb eszköze rendes körülmények között a kéthetes likviditási repokamat, amely a kéthetes repougyleteket sterilizálja a kereskedelmi bankokkal. A repokamat megváltoztatásával a CNB befolyást gyakorol a kamatlábakra a pénzügyi piacon, amely alapján a kereskedelmi bankok kialakítják a kamatot saját ügyfeleik számára mind a betétek, mind pedig a hiteltermékek esetében.

Az inflációs célkövetéshez alkalmazott árfolyam-politikai rendszer az úgynevezett irányított lebegtetés. Ebben a rendszerben a korona árfolyamát a piaci kereslet és kínálat határozza meg, miközben a CNB fenntartja magának a jogot arra, hogy rendkívüli helyzetekben beavatkozzon a devizapiacra. 2013 óta a CNB 27 koronás CZK/EUR árfolyamcélja rendkívüli monetáris politikai eszközként arra szolgált, hogy lazítsa a monetáris feltételeket, miután a nominális kamatszint elérte a nulla alsó korlátot.

A monetáris eszközök meghatározásakor a CNB az úgynevezett monetáris politikai horizontra összpontosítja a figyelmét (12–18 hónapra előre). Ezzel összhangban az inflációra és a gazdaság egészére vonatkozó előrejelzések jelentik a legfontosabb tényezőt a CNB monetáris tanácsának döntéshozatali folyamataiban, amely a monetáris politika végrehajtásáért felelős. Az előrejelzéseket egy modern, általános egyensúlyi és makrogazdasági modell keretében dolgozzák ki. Az inflációs célkövetési rendszer kezdeti időszakában a CNB részleges vagy komplex ökonometriai modellek halmazára támaszkodott. 2002-ben egy új általános makrogazdasági előrejelzési modellt (negyedéves előrejelzési modell, NEM) vezettek be. A modell egy viszonylag kis réssel működő, előrettekintő új-keynesi rendszer volt, amely endogén monetáris politikán és a modellel konzisztens inflációs várakozásokon alapult. 2008 nyarán a NEM-modellt egy összehasonlíthatatlanul nagyobb és bonyolultabb, harmadik generációs DSGE-modell (g3) váltotta fel, amely szigorúan mikrogazdasági alapokon nyugszik, teljes mértékben figyelembe veszi az SFA-tételeket és a gazdasági szereplők optimalizálási törekvéseit. E jól kidolgozott technikai eszköztár mellett az előrejelzési folyamatot jelentős mértékben befolyásolja a CNB közgazdászainak és döntéshozóinak szakmai vitája és szakértői véleménye.

A CNB első inflációs célértékeit a nettó infláció (a fogyasztói kosár 80 százaléka) alapján állították fel, nem számítva a közigazgatási intézkedések árakra gyakorolt hatását (a hatósági árak változásait és a közvetett adók változásának első körös hatásait). 2001 áprilisa óta a CNB az általános fogyasztói infláció formájában határozza meg az inflációs célt. A 2001 áprilisában bejelentett – először és utoljára a kormánnyal való megállapodás alapján megállapított – célértéket folyamatosan eső sáv formájában határozták meg. 2006 óta az inflációs cél 3 százalék volt, ± 1 százalékpontos toleranciasávval. A 2007-ben bejelentett 2 százalékos célérték 2010 januárja óta ma is hatályos. Ahogyan korábban is, a CNB arra törekszik, hogy a tényleges infláció egy százalékpontnál nagyobb mértékben egyik irányba

se térjen el a célértéktől. Ennek érdekében teljesen szimmetrikus megközelítést alkalmaz, ami azt jelenti, hogy a célérték alatti szint ugyanúgy nem kívánatos, mint a célérték meghaladása.

A CNB úgynevezett mentesítési záradékokat (vagy óvatosságra intő figyelmeztetéseket) alkalmaz, amikor a gazdaságot valamilyen külső, keresletoldali vagy adminisztratív ársokk éri (leggyakrabban a közvetett adók változása), és nem kívánatos volatilitás jelenhet meg a GDP-ben vagy a foglalkoztatásban, ha a központi bank a célon szeretné tartani az inflációt. Ilyen esetekben a központi bank nem reagál a sokk első körös hatásaira, és elfogadja, hogy az infláció átmenetileg eltér a célértéktől. Azt azonban megakadályozza, hogy a

sokk az inflációs várakozásokat is elérje. A közvetett adók változásából adódó ársokkok alóli „mentesítés” azt jelenti, hogy a CNB az előrejelzéseiben figyelemmel kíséri a célértéket „a monetáris politika szempontjából releváns inflációban”, amely kivézi a számításból a közvetett adók (például a dohánytermékek jövedéki adója) ilyen változásait. Nemrégiben a világpiacon olajársokk hazai árakra gyakorolt első körös hatása esetében alkalmazták a mentesítési záradékot.

Nemzetközi rangsorolásban a CNB ma az egyik legnyitottabb és legátláthatóbb központi bank a világon. A döntéshozatalában felhasznált információk túlnyomó többségét jelentős késedelem nélkül nyilvánosságra hozza.

JEGYZETEK

¹ Az 1. melléklet néhány részletet közöl az 1990-es évek végén és a 2000-es évek elején bekövetkezett gazdasági és monetáris fejleményekről. A 2. melléklet az inflációs célkövetési rendszer legfontosabb jellemzőit foglalja össze, amely már 1998 óta meghatározta a CNB monetáris politikáját.

² Az erre az időszakra jellemző cseh költségvetési politika részletes elemzéséhez lásd Ambriško et al. (2012).

³ Bár az államadósság jelentős mértékben nőtt, a GDP-hez viszonyított aránya mindössze 30,1 százalék volt 2006-ban, ami a viszonylag alacsony kiinduló szintnek és a nominális GDP gyors növekedésének volt köszönhető.

⁴ 2007 márciusában a CNB új, 2 százalékos inflációs célt jelentett be, amely 2010 óta van érvényben – lásd a 2. mellékletet.

⁵ Valójában az exportáló belföldi vállalkozások már kezdtek hangosan panaszkodni az erősödő árfolyam tevékenységükre gyakorolt negatív hatásai miatt, és egyre erőteljesebben szorgalmazták az euró bevezetését.

⁶ Utólag már elmondhatjuk, hogy 2006 és 2008 között túlfűtötté vált a gazdaság, és – például a növekvő ingatlanárak formájában – bizonyos kockázatok merültek fel a pénzügyi stabilitás tekintetében. Mindazonáltal a jelenségek hatása viszonylag csekély volt, és összességében (a részleteket lásd később) a cseh gazdaságot nem sújtotta semmiféle pénzügyi válság, „mindössze” jelentős nyitottságának köszönhetően importált mély recesszió hatásai érvényesültek.

⁷ A devizaalapú hitelt a vállalkozások természetes fedezetként alkalmazzák az árfolyamkockázattal szemben.

⁸ A régió más országaival ellentétben a cseh bankszektor pozitív nettó külső pozícióval rendelkezett.

⁹ Az átmeneti tényezők, mint például a közvetett adók emelkedése és a magas nyersanyagárak viszont hozzájárultak ahhoz, hogy az infláció meghaladja a célértéket (lásd az 1. részt). A maginfláció azonban szintén fokozatosan emelkedett.

¹⁰ A CNB III/2008. sz. inflációs jelentése a következő pénzügyi tényezőket állapította meg: „A korona erő-

sődésének legfőbb oka az volt, hogy a rövid távú külföldi befektetők kitartó érdeklődést mutattak a koronában denominált eszközök iránt, amelyeket a pénzügyi piacok bizonytalansága közepette biztonságos befektetésnek tekintettek. A cseh korona árfolyamának erősödését a szlovák korona drasztikus erősödése is táplálta, miután az ERM II-ben átértékeltek központi árfolyamot, és Szlovákiát az eurózónába történő felvételre ajánlották.”

¹¹ 2009 volt az egyetlen év, amikor a költségvetési politika a ciklikusság ellen hatott a világgazdasági válság kitörése után. 2009 februárjában a kormány válságellenes fiskális csomagot fogadott el, amely elsősorban a vállalkozások által fizetendő társadalombiztosítási járulékokat és társaságiadó-kulcsot csökkentette, kiterjesztette az áfalevonást a személygépkocsikra, növelte az infrastrukturális kiadásokat, és garanciákat nyújtott a kis- és közepes vállalkozásoknak. A válságellenes csomag teljes hatását a GDP 0,9–1,5 százalékára becsülhető (lásd Ambriško et al., 2012; valamint „An analysis of the impacts of fiscal measures in the Czech Republic in 2001–2011” (A fiskális intézkedések hatásának elemzése Csehországban 2001–2011 között), a CNB I/2012. sz. inflációs jelentés 3. sz. keretes írása).

¹² Ezzel párhuzamosan a cseh kormánynak meg kellett felelnie az EU Stabilitási és Növekedési Paktumában rögzített, a korrekcióra vonatkozó követelményeknek, mivel túlzottdeficit-eljárás indult Csehország ellen nem sokkal azután, hogy a válság megrendítette a gazdaságot.

¹³ A kormány fiskális irányvonala az úgynevezett fiskális impulzussal határozható meg, amely a kormány fiskális mozgásteréből adódó, az éves reál-GDP-növekedésre gyakorolt hatásként értelmezhető. A becslések a CNB belső számításain alapulnak.

¹⁴ A tartós recesszióra válaszul bekövetkezett elbocsátások csak 2010 elejétől gyakoroltak hatást a munkaerők számának változására. A Csehországban korábban lezajlott recessziókkal összehasonlítva a munkaerőpiac rugalmasabbá vált a foglalkoztatott-

ság csökkenésének elkerülése tekintetében, miközben egyre fontosabbá vált a munkaerők számának csökkentéséből adódó lengéscsillapító hatás. Az új stratégiát az motiválta, hogy a vállalkozások megpróbálták megtartani a magasan kvalifikált szakemberekből álló munkaerőt, a cseh kormány pedig a munkaerők számának csökkentéséhez nyújtott állami támogatást.

¹⁵ A várt adóváltozások miatt a bérek optimalizálásának 2012/2013 fordulóján jelentkező hatásaival korrigálva.

¹⁶ A „bérek nélküli fellendülés”, amely segítette kordában tartani az inflációt, számos központi bank számára komoly problémát jelentett, és megnehezítette a dolgukat abban a tekintetben, hogy az inflációt a célértékhez közeli tartományban tartsák (lásd például Calvo et al., 2012).

¹⁷ Az inflációs célkövetés 1998-as bevezetését követő gyors dezinflációnak köszönhetően Csehország kamatszintje hamarosan megközelítette a legtöbb iparosodott európai országban jellemző szintet. A cseh háztartásokat ezért semmi sem ösztönözte arra, hogy devizaalapú jelzáloghitelekkel finanszírozzák kiadásait (lásd az 1. részt).

¹⁸ A kormány által bevezetett megszorítások kommunikációja arra ösztönözte a fogyasztókat, hogy elővigyázatosságból növeljék megtakarításaikat és halasszák el a vásárlásaikat és beruházásaikat (kiadások elhalasztása).

¹⁹ A CNB becslései alapján az alacsony energiaárak 2015-ben legalább 1 százalékponttal járultak hozzá a gazdasági növekedés gyorsulásához. Lásd a CNB I/2015. sz. inflációs jelentésének II.4.1. pontját.

²⁰ A fogyasztóiár-index (CPI) más szegmenseiben (hatósági árak, élelmiszerárak stb.) az árváltozások a teljes 2010–2013-as időszakban pozitívan alakultak, bár hozzájárulásuk az inflációhoz egyre kisebb volt. A közvetett adók változása, amelyet a fiskális kon-

szolidációs csomag keretében hajtottak végre, pozitív hatást gyakorolt az általános inflációra, ugyanakkor visszafogta a fogyasztói keresletet.

- ²¹ 2002 ősze és 2013 novembere között a CNB nem avatkozott be a devizapiacon. A korábbi devizapiaci intervenciók elemzéséhez lásd Geršl és Holub (2006) vagy Égert és Komárek (2006) közleményét.
- ²² A monetáris politikai döntést megelőző helyzet részletes elemzéséről lásd Franta et al. (2014). Az 16. ábrán bemutatott passzív monetáris politika két lehetséges forgatókönyve azt mutatja, hogy monetáris politikai lépés nélkül a cseh infláció 2014-ben legalább 2–3 negyedében a negatív tartományba fordult volna. Ugyanakkor 2014-ben a gazdasági fellendülés csak nagyon vérszegény lett volna. Ezenfelül a CNB szerint komoly kockázata volt annak, hogy sokkal tartósabb is lehet a defláció, ami igen kedvezőtlen hatást gyakorolna a reálgazdaságra, ha további antiinflációs sokk érné az országot, és/vagy a cseh infláció elszabadulna (Franta et al., 2014). Utólag már megállapítható, hogy ezek az aggodalmak jogosak voltak.
- ²³ „Az előre rögzített mértékű és bejelentett időszakos intervenció például jó megoldás lehet a piaci kommunikáció szempontjából, valamint azért is, mert könnyű a beavatkozás megszüntetése, miközben szükség szerint kellő rugalmassággal lehet eljárni.”
- ²⁴ A további monetáris politikai lazítás szükséges mértéke az akkori álláspont szerint nagyjából megfelelt a nominális kamatok négyzseri „szokásos”, egyenként 0,25 százalékpontos feltételezett csökkentésnek (az úgynevezett „négy hiányzó kamatvágásnak”). Az árfolyam gyengülése a nem megvalósult kamatcsökkentéseket helyettesítette.
- ²⁵ Az inspirációt a Holden és Paetz (2012) által bemutatott algoritmus adta.
- ²⁶ Az árfolyam 2015 januárjában még a 28 koronás CZK/EUR szint fölé is került, de ezt a gyengülést a CNB kommunikációja részben korigálta: a világgpiaci árszint csökkenését kedvező kínálatoldali sokknak minősítette, amely nem igényel további monetáris lazítást. A CNB hangsúlyozta, hogy az árfolyamcél még gyengébb szintje csak akkor lenne indokolt, „ha hosszú távon olyan mértékben erősödne a deflációs nyomás, amely jelentősen visszavetheti a belföldi keresletet, új deflációs kockázatok jelennének meg a cseh gazdaságban és szisztematikusan csökkennének az inflációs várakozások.”
- ²⁷ A vizsgált években az export részaránya elérte a GDP közel 80 százalékát, miközben a fogyasztóiár-index (CPI) 25 százaléka közvetlenül külföldről került be a cseh gazdaságba, míg a volatilis tételek (élelmiszerek, üzemanyagok) közel 30 százalékkal részesedtek a CPI-kosárban.
- ²⁸ 2002-ben az árfolyam kedvezőtlen erősödése arra készítette a CNB-t és a cseh kormányt, hogy megállapodást kössön *Az állami tulajdon privatizációjából, valamint más állami devizabevételekből származó tőkebeáramlással kapcsolatos árfolyamhatások kezelésére szolgáló stratégiáról*. Ez a stratégia többek között megfogalmazta, hogy a kormány devizaforrásait (a meglévőket és az újonnan megszerzendőket is) a CNB közvetlenül megvásárolja az államtól, hogy ne befolyásolja a devizapiacot és a korona árfolyamát. A CNB ebben az időszakban végrehajtott devizapiaci beavatkozásairól lásd Geršl és Holub (2006) vagy Égert és Komárek (2006) közleményét.
- ²⁹ A külföldi tőke hatalmas mértékű sterilizált beáramlása az 1990-es évektől a 2000-es évek elejéig között (különösen a közvetlen külföldi befektetések (FDI) és az állami tulajdon értékesítése révén) a hosszú távú likviditási többlet forrása volt, amelyet a cseh bank-szektor azóta is felhasznál.
- ³⁰ Akkoriban (2002 óta) már érvényben volt a CNB általános inflációs célja, folyamatosan csökkenő 2 százalékpontos tartomány formájában.

³¹ Részletes CNB-elemzések és a célérték gyakori alul- teljesítésére vonatkozó nézetek a következő munká- ban találhatóak: Šmídková, ed. (2008).

³² A multinacionális vállalkozások Csehországot meg- felelő célországként tartották külföldi leányvállalataik számára, figyelembe véve az ország komparatív elő- nyeit a beszerzési árak tekintetben, a kedvező föld- rajzi helyzetet, a kormány befektetésösztönző és az FDI-t támogató politikáját, valamint a gazdaság kor- látozott sebezhetőségét.

³³ A törvény azt is előírja, hogy az elsődleges cél sérelme nélkül a CNB köteles támogatni a kormány olyan általános gazdaságpolitikáját, amely fenntartható gazdasági növekedéshez vezet. Nemrégiben kiter- jesztették a CNB mandátumát, ennek értelmében a bank köteles előmozdítani a pénzügyi stabilitást, és gondoskodni Csehország pénzügyi rendszerének egészséges működéséről. Ennek érdekében a CNB makroprudenciális politika révén állapítja meg a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyeztető és az el- lenálló-képességét befolyásoló kockázatokat.

IRODALOM

AMBRIŠKO, R. – AUGUSTA, V. – HÁJKOVÁ, D., KRÁL, P. – NETUŠILOVÁ, P., ŘÍKOVSKÝ, M. – SOUKUP, P. (2012): Fiscal Discretion in the Czech Republic in 2001–2011: Has It Been Stabilizing? (Fiskális mozgástér Csehországban 2001–2011-ben: Megtör- tént a stabilizáció?) *CNB Research and Policy Note*. 1/2012

ALICHI, A. – BENES, J. FELMAN, J. – FENG, I. – FREEDMAN, C. – LAXTON, D., TANNER, E. – VAVRA, D. – ZHANG, F. (2015): Frontiers of Monetary Policymaking: Adding the Exchange Rate as a Tool to Combat Deflationary Risks in the Czech Republic. (A monetáris politika kialakításának határai: az árfolyam mint a deflációs kockázatok leküzdésének egyik eszkö- ze Csehországban.) *IMF Working Paper*. 15/74

BABECKÁ KUCHARČUKOVÁ, O. – FRANTA, M. – HÁJKOVÁ, D. – KRÁL, P. – KUBICOVÁ, I. – PODPIERA, A. – SAXA, B. (2013): What We Know About Monetary Policy Transmission in the Czech Republic: Collection of Empirical Results. (Mit tudunk a monetáris politika transzmissziós csatornáiról Csehországban? Empirikus eredmények gyűjteménye.) *CNB Research and Policy Note*. 1/2013

BRŮHA, J. (2011): Retail Credit Premiums and Macroeconomic Developments. (Kiskereskedelmi hi-

telfelárak és makrogazdasági fejlemények.) 4. tematikus cikk. *CNB Financial Stability Report*. 2010/2011, 133–140. oldal

CALVO, G. A. – CORICELLI, F. – OTTONELLO, P. (2012): Labor Market, Financial Crises and Inflation: Jobless and Wageless Recoveries. (Munkaerőpiac, pénzügyi válságok és bér nélküli fellendülés.) *NBER Working Paper*. 18480.

CHRISTIANO, L. – TRABANDT, M. – WALENTIN, K. (2011): Introducing Financial Frictions and Unemployment into a Small Open Economy Model. (A pénzügyi tökéletlenségek és a munkanélküliség bevezetése egy kicsi és nyitott gazdaságba.) *Journal of Economic Dynamics and Control*. 35:1999–2041. oldal

ÉGERT, B. – KOMÁREK, L. (2006): Foreign Exchange Interventions and Interest Rate Policy in the Czech Republic: Hand in glove? (Devizapiaci beavatkozások és kamatpolitika Csehországban: kesztyűs kézzel?) *Economic Systems*. 30/2, 121–140. oldal

FRANTA, M. – HOLUB, T. – KRÁL, P. – KUBICOVÁ, I. – ŠMÍDKOVÁ, K. – VAŠÍČEK, B. (2014): The Exchange Rate as an Instrument at Zero Interest Rates: The Case of the Czech Republic. (Az árfolyam mint monetáris

- politikai eszköz zéró kamatszinten: Csehország esete.) *CNB Research and Policy Notes*. 3/2014
- GERŠL, A. – HOLUB, T. (2006): Foreign Exchange Interventions under Inflation Targeting: the Czech Experience. (Devizapiaci beavatkozások az inflációs célkövetési rendszerben: a cseh tapasztalat.) *Contemporary Economic Policy*. 24(4), 475–491. oldal
- HOLDEN, T. – PAETZ, M. (2012): Efficient Simulation of DSGE Models with Inequality Constraints. (DSGE-modellek hatékony szimulációja egyenlőtlenségi megszorításokkal.) *School of Economics Discussion Papers 1612*. School of Economics, University of Surrey
- RYŠÁNEK, R. – TONNER, J. – TVRZ, S. – VAŠÍČEK, O. (2012): Monetary Policy Implications of Financial Frictions in the Czech Republic. (A pénzügyi tökéletlenségek monetáris politikai vonatkozásai Csehországban.) *Czech Journal of Economics and Finance*. (Finance a úvěr), Károlyi Egyetem, Prága, Társadalomtudományi Tanszék, 62(5), november, 413–429. oldal
- SVENSSON, L. E. O. (2001): The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap. (A nulla alsó korlát egy nyitott gazdaságban: biztos módszer a likviditási csapda elkerülésére. —) *Monetary and Economic Studies*. 19(S–1), 277–312. oldal
- ŠMÍDKOVÁ, K. (ed.) (2008): Evaluation of the Fulfilment of the CNB's Inflation Targets 1998–2007 (Értékelés a CNB inflációs céljainak megvalósulásáról, 1998–2007.) *Cseh Nemzeti Bank*. ISBN 978–80–87225–11–0.
- IMF (2013): Czech Republic 2013 Article IV Consultation. (Csehország IV. cikk szerinti konzultációja, 2013.) Nemzetközi Valutaalap, 13/242. sz. országjelentés (augusztus)