

KOVÁCS MIHÁLY ANDRÁS

**Mit csinál a monetáris politika
az inflációs célkövetés rendszerében?****Észrevételek Erdős Tibor Árfolyam-politika és inflációs célkövetés
Magyarországon című írásához**

Az elemzés a *Közgazdasági Szemle* októberi számában megjelent *Árfolyam-politika és inflációs célkövetés Magyarországon* című íráshoz kíván hozzászólni (853–875. o.). A cikk szerzője számos kritikai állítást fogalmaz meg általában a monetáris politikáról, az inflációs célt követő rendszerről és ezzel kapcsolatban a magyar monetáris politika elmúlt néhány évről. Válaszra a cikk főbb állításaival kapcsolatos alapvető nézetkülönbségek ihlettek. Mint az intézményben dolgozó, a makrogazdasági adatokat elemző, modellező közgazdász állíthatom, hogy Erdős Tibor megállapításait a tények és a magyar gazdaságra vonatkozó empirikus elemzések nem támasztják alá. Céлом tehát egyrészt az, hogy röviden, de tényszerűen bemutassam, mit tett, és mit nem tett a monetáris politika az elmúlt hat évben. Ehhez szükség van egy szakirodalmi összefoglalóra a modern monetáris elmélet és az inflációs cél követése irodalmának tárgykörében. Nem maradhat reakció nélkül ugyanis az a tény sem, hogy az inflációs célkitűzés kritikájának kapcsán Erdős Tibor gyakorlatilag a monetáris közgazdasági főáram egészével próbál vitába szállni. Nem arról van szó, mintha az inflációs célkitűzés lenne az egyedül üdvözítő monetáris rendszer a Magyarországhoz hasonló kis, nyitott gazdaságok számára. Erdős Tibor érvelésével azért szükséges vitába szállni elméleti síkon, mert úgy tűnik, hogy a szerző a független jegybank – modern monetáris elméletből következő – fogalmának alapjait vitatja. A modern közgazdasági elmélet szerint az árstabilitás csak az inflációs várakozások merevségének megtörésével érhető el. Ez pedig független és hiteles jegybanki politikát kíván, különösen expanzív költségvetés esetén.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: M13, G24.

A Magyar Nemzeti Bank 2001 júniusa óta inflációs célt követő rendszert üzemeltet. Az elmúlt néhány év már kellően hosszú időnek tűnik ahhoz, hogy a rendszer sikerességéről tényszerű és érdemi vitát folytathasson a hazai közgazdasági szakma. Ehhez kívánt hozzájárulni a Magyar Nemzeti Bank szakértői által készített tanulmánygyűjtemény a *Közgazdasági Szemle* tavaly decemberi számában.¹ A szakmai vitának értékes eleme lehet minden olyan elemzés is, amely a jegybanki szakértőknél kritikusabban ítéli meg az

* Köszönettel tartozom a cikkhez fűzött észrevételekért *Csermely Ágnesnek, Király Júliának, Neményi Juditnak, Oblath Gábornak, Orbán Gábornak* és *Simor Andrásnak*. A fennmaradó hibákért a felelősség persze kizárólag engem terhel.

A cikk a *Fejlesztés és Finanszírozás* 2007. évi 4. számában megjelent elemzés továbbdolgozott változata.

¹ Öt éves az inflációs célt követő rendszer. *Közgazdasági Szemle*, 2006. decemberi szám.

elmúlt hat év monetáris politikáját. A tényszerű és érdemi vita azonban nem nélkülözheti az adatok részletes vizsgálatát és mindenféle alternatív hipotézisek utóbbiakkal való összevetését. A szomorú tény az, hogy a Közgazdasági Szemle októberi számában Erdős Tibor írása nem törekszik tényszerűsége. A szerző – a magyar monetáris politikára vonatkozó – főbb kritikai állításait nem próbálja meg adatokkal alátámasztani, vagy ahol ezt tenné, nem törekszik arra, hogy a kritizálni kívánt rendszerről beható ismereteket szerezzen. Jó példa lehet erre az inflációs célok és tények összevetése, ahol Erdős Tibornak az sem tűnt fel, hogy az MNB az inflációs céljait 2007-ig a decemberi indexre vonatkozóan, nem pedig éves átlagokra hirdette meg, s egy ilyen határozott dezinflációs periódusban az éves átlagos tényadatok használata jelentősen torzítja a rendszer sikerességének számszerű értékelését.

Felvethető persze, hogy a szerző kritikája az inflációs célt követő rendszerrel kapcsolatban jóval általánosabb annál, minthogy az inflációs tények céloktól vett számszerű eltéréseivel részletesen foglalkozzon. Ha azonban elméleti kritikáról van szó, Erdős Tibor írása semmivel sem áll jobban az objektivitás talaján. Nélkülözi ugyanis egyrészt az elmúlt 30 év monetáris elméletének bemutatását a monetáris politika hatásosságáról, illetve hatástalanságáról. Másrészt megfélekedzik arról is, hogy az inflációs cél követésének rendszere ma már a felzárkózó gazdaságokban is – Közép-Európától Dél-Amerikán át Ázsiáig – rohamosan terjedő és az egyik legnépszerűbb nemzetközi gyakorlatnak számít (lásd *Stone–Bundia* [2004]), ami valószínűleg nem a véletlen műve, vagy legalábbis egy ilyen állítás bizonyítást igényelne.

A következőkben elemzésünk két szakaszra tagolódik. Az első részben egyrészt röviden összefoglaljuk azt az elvi vonalvezetést, amely mentén Erdős Tibor az inflációs cél követésének rendszerét kritizálja, másrészt reagálunk a szerző főbb elméleti állításaira, bemutatva, hogy elvi szempontból miért helyes az az út, amelyen a Magyar Nemzeti Bank 2001 óta jár. A második részben, az elvi diszkusszió után, a hazai gazdaságpolitika elmúlt hat évével kapcsolatos főbb tényekről lesz szó.

Az inflációs cél követése és a jegybanki függetlenség

Elsőként tekintsük át tömören a cikk főbb kritikai állításait az inflációs cél követésének gyakorlatával kapcsolatban.²

1. Az árstabilitás hasznos dolog, de akkor érhető el, ha a nominális bérek a gazdasági növekedés üteméhez hasonlóan nőnek, és a költségvetési politika fegyelmezett. Ha mindezek az előfeltételek nincsenek meg, akkor a jegybank dezinflációs erőfeszítései károsak, értelmetlenek.

2. Laza költségvetési politika mellett azért nem szabad szigorú monetáris politikát folytatni, mert az mesterségesen alacsony szintre szorítja le az inflációt. Ez csak látszólagos stabilitás, mert:

3. a magas kamatok miatti reálfelértékelődés káros az exportszektor számára,

4. a magas kamatokkal a költségvetés extraprofitot fizet a külföldi befektetőknek,

5. amikor fiskális kiigazítás lesz, az infláció úgyszólván újra megugrik, és akkor nyilvánvalóvá válik, hogy az infláció leszorítása művi jelenség.

6. Gyakorlatilag az előbbieken bemutatott gondolatmenet zajlott le Magyarországon: a jegybank erőltetett ütemben csökkentett inflációt laza költségvetési politika mellett, ami a 2006. év tanulsága szerint nem bizonyult tartósnak.

² A leegyszerűsítésünk szándékos, mivel csak a legfőbb logikai láncszemeket kívántuk kiemelni az anyagban.

A következőkben pontról pontra bemutatjuk, hogy meglátásunk szerint miért téves Erdős Tibor logikája. Összefoglaljuk, hogy mi az az elvi gondolatmenet, amely mentén egy modern jegybank halad a gazdaságpolitika útvesztőjében. Tisztázzuk, hogyan érhető el és miért fontos az árstabilitás, ennek kapcsán pedig a jegybanki függetlenség fogalmával is foglalkozunk.

Hogyan lesz két számjegyű inflációból árstabilitás, avagy mérséklődik-e magától a nominális bérnövekedés?

Erdős Tibor érveléséből nem derül ki, hogyan lesz egy országban moderált inflációból árstabilitás. Az írás logikája alapján viszont az feltételezhető, hogy valahogy önmagától kialakul, ha a költségvetési deficit a GDP arányában viszonylag mérsékelt. Itt persze felvethető, hogy 1999–2001 között, amikor az államháztartás Magyarországon viszonylagos stabilitást mutatott (az átlagos ESA-deficit 4 százalék körül állt) az ország egy jöttányit sem közeledett az árstabilitáshoz. Ez jórészt azért lehetett – spekulálhatnánk tovább –, mert a nominális bérek növekedési üteme két számjegyű volt. Ez így is van, most már csak azt kellene értenünk, hogy mitől mérséklődik a bérnövekedés üteme az árstabilitással konzisztens szintre. Ezek szerint a költségvetési politikától önmagában nem feltétlenül.³

A modern közgazdasági irodalom szerint a tartós két számjegyű infláció nem közvetlenül a költségvetési politikával, hanem az inflációs várakozások magas szintjével és ragadoóságával hozható összefüggésbe (*Dornbusch–Fisher [1993]*).⁴ Ekkor a nominális bérek magas növekedési ütemének oka a bérek múltbeli inflációhoz vett indexálása. A magas inflációs várakozások miatt a magas nominális bér utólagosan igazolást nyer magas ár-növekedés formájában, hiszen a lakosság elfogadja, hogy az áremelkedési trend általános érvényű. Így a reálbérek növekedése akár konzisztens is lehet a termelékenység ütemével. Azaz tény, hogy amíg a nominális bérek növekedési üteme magas, nem lesz árstabilitás. A nominális bérek növekedési üteme azonban magától nem mérséklődik, és így egy országban árstabilitás sem lesz a semmiből, aktív antiinflációs jegybanki politika nélkül.

Ezért van az, hogy árstabilitás a nemzetközi tapasztalatok szerint csak átmeneti gazdasági áldozatok árán érhető el. Ezeket az áldozatokat azonban jócskán ellensúlyozza az a gazdasági előny, amit az árstabilitás hosszú távon nyújt, s amelyeket írása elején Erdős Tibor is elismer. Az árstabilitás biztosításával ugyanis a jegybank leteszi a voksát a piacgazdaság működésének alapelve mellett, lehetővé teszi azt, hogy az árak információ-tartalma maximális legyen a gazdasági döntések meghozatalakor. Árstabilitásnál magasabb infláció esetén a gazdasági döntések hatékonysága torzul, hiszen sem a termelők, sem a fogyasztók nincsenek tisztában azzal, hogy a megfigyelt ármozgások mennyiben

³ Itt jegyezzük meg, hogy a nominális bérek egyensúlyi növekedési üteme – kis egyszerűsítéssel, stabil gazdasági szerkezet mellett – nem a GDP növekedésétől, hanem a termelékenység növekedésétől és az egyensúlyi inflációtól függ. Azaz például a magyar esetben, ha elfogadjuk, hogy az egyensúlyi infláció 3 százalék körül lehet, a termelékenység trend bővülése pedig 3-4 százalék, akkor a nominális bérek 6-7 százalékos növekedése konzisztens az árstabilitással.

⁴ Az persze valószerű, hogy az infláció eredeti megemelkedése mögött sok esetben valamilyen túleresletli vagy költségvetési probléma áll. Bár meg kell jegyeznünk, hogy költségsokkok következtében is kialakulhat tartósan magas infláció, mint például a 70-es 80-as évek olajválsága idején. Tartósan magas infláció esetén azonban végső soron mindig az inflációs várakozásokkal van probléma, s ekkor a költségvetési politika normális mederbe állása sem garantálja feltétlenül azt, hogy az infláció tartósan mérséklődik. A gazdaság szereplői ugyanis általában általában azáltal formálják várakozásaikat, amit a múltban tapasztaltak, az inflációs várakozások alapvető tulajdonsága pedig ilyenformán az, hogy perzisztensek.

az adott piacon érvényes kereslet-kínálati folyamatokat, illetve mennyiben csak a mindenki által elszámolt inflációs hatást tükrözik.⁵

Egy hiteles, sikeres dezinflációs politikának tehát a várakozások és így a béremelkedések inerciájának megtörését kell célul kitűznie. Ez viszont csak úgy lehetséges, ha a jegybank szigorú monetáris politikával, keresletszűkítéssel rákényszeríti a vállalatokat arra, hogy a korábbiaknál alacsonyabb nominális béreket fizessenek. Először a szűkülő kereslet nyomán a vállalatok csak annyit látnak, hogy kevesebb terméket tudnak értékesíteni, vagy legalábbis eladásaik nem növekednek olyan ütemben, mint korábban. Ehhez először átmeneti, majd tartósabb árcsökkenésekkel alkalmazkodnak, végül az alacsonyabb árak miatti profitromlás rákényszeríti a vállalkozásokat arra, hogy kisebb mértékben emeljék a béreket. Ez különösen azért lehetséges, mert a szűkülő kereslet mellett a foglalkoztatás is csökken, a gazdaságban rendelkezésre álló munkaerő-tartalék megnő, ami a munkavállalói oldalról is fegyelmezi a bérköveteléseket.

Persze az árstabilitás akkor lesz csak tartós, ha a gazdasági szereplők megtanulják, hogy a jegybank áldozatok árán is hajlandó alacsony szinten tartani az inflációt. Ha a jegybank erről sikeresen meggyőzi a közvéleményt, akkor a gazdasági szereplők ár- és bérdöntéseikben is eleve alacsony inflációval kalkulálnak, ami egyrészt szükségtelenné teszi a jegybanki szigort, másrészt növeli az árváltozások információtartalmát, javítja a gazdasági döntések hatékonyságát, tehát a gazdaság jobban tud fejlődni hosszú távon.

Nemzetközi tapasztalatok szerint az inflációs célt követő rendszer ennek a fájdalmas folyamatnak lehet fontos katalizátora (Lásd például *Mishkin–Schmidt-Hebbel* [2001] és *Mishkin–Jonas* [2003]). Mivel egy ilyen rendszerben a jegybank minden kommunikációs eszközével azt próbálja elérni, hogy a gazdasági szereplők minél gyorsabban, tehát a lehető legkisebb áldozatok árán megtanulják az alacsony inflációs környezetet.⁶

Mi a helyes monetáris politika laza költségvetési politika esetén?

Erdős Tibor kritikája nemcsak azt állítja, hogy árstabilitás laza költségvetés mellett nem érhető el, hanem azt is, hogy az erre való törekvés kifejezetten káros egy kis, nyitott gazdaságban abban az esetben, ha a fiskális politika túlköltekezik.

Mielőtt a kérdés megvitatásába részletesen belefognánk, érdemes megjegyezni: vélhetően egyetlen komolyan gondolkodó közgazdász sem vitatja azt, hogy tartós árstabilitás csak stabil költségvetési politika esetén érhető el. Ez azért van így, mert ahogy azt Erdős Tibor is leírja, a költségvetési deficit növekedése – adott monetáris politika esetén – közvetlenül vagy inflációt, vagy külső egyensúlyhiányt gerjeszt. Ez utóbbi pedig egy kis, nyitott gazdaságban a kockázati prémium növekedését és *ceteris paribus* az árfolyam leértékelődését, azaz közvetve szintén inflációt okoz, ha a monetáris politika nem követi a kamatokkal a kockázati prémium növekedését. Ha azonban monetáris politika kamatemelésekkel nem engedi az árfolyam gyengülését, kedvezőtlen összetételű gazdaságpolitika alakul ki: míg a monetáris politika szigorú a vállalkozói szektorral, a költségvetési politika pénzt ad bizonyos gazdasági csoportoknak.

⁵ Mindemellett az árstabilitásnál magasabb inflációnak számos egyéb költségét szokták felsorolni, például menüköltségek, cipőtalpköltségek, számviteli torzulás stb. (lásd például *Kiss–Krekó* [2004]). Mi azonban úgy gondoljuk, hogy az alapvető és legfontosabb költség az említett, az árak információtartalmával kapcsolatos torzulás.

⁶ Egy további reálgazdasági áldozatot mérséklő fontos lépés lehet az árstabilitással és a termelékenység várható alakulásával összhangban kialakított, társadalmi szintű bérmegállapodás. Ez az európai tapasztalatok szerint hatékonyan segítette az árstabilitás elérését a korábbi EU periféria országokban. (Lásd erről *Pula* [2005].) Ehhez azonban a gazdaság jegybankon kívüli szereplőinek (kormányzat, szakszervezetek, vállalati szféra, munkavállalók) is tudatos antiinflációs elkötelezettséggel kellene rendelkezniük.

Az igazi kérdés azonban nem annak a megvitatása, hogy kell-e stabil költségvetés az árstabilitáshoz. Az igazi kérdés az, hogy mit tegyen a jegybank, ha a költségvetés költelekzik. Az eddig elmondottak alapján beláthatjuk, hogy bármit is tesz, az biztosan nem a legjobb egyensúly, a legjobb egyensúlyt már felrúgta a költségvetés azzal, hogy nem viselkedett prudensen.

A második legjobb egyensúly elérésére a jegybanknak elvileg két lehetősége van: 1. engedi az infláció megemelkedését, ezzel tulajdonképpen monetizálva a költségvetési deficitet, 2. szigorú monetáris politikával megmarad olyan gazdaságpolitikai szereplőnek, amelyik hosszú távon, politikai ciklusokon átívelően gondolkodik. Ekkor viszont átmeneti növekedési áldozatot okoz. Ismereteink szerint a modern közgazdasági szakirodalom egyértelműen az utóbbi stratégiát tartja üdvöztetőnek.

Miért van szükség független jegybankra?

Fontos tudnunk, hogy az a probléma, amely a monetáris és fiskális politika egymással kapcsolatos viselkedésével fellángolt Magyarországon, nemzetközileg egyáltalán nem új keletű, sőt a korábbiakban a témán gondolkodók közül többen is Nobel-díjat kaptak.

A független jegybank gondolati megalapozójának legalább négy tudóst kell kiemelnünk, már amennyire igazságos egy tudomány valamennyire folyamatos fejlődéséből egyeseket kiemelnünk. A négy közgazdász három fő felismerésre jutott, amelyek következményét a következőképpen összegezzük.⁷

A keresleti gazdaságpolitika nem képes eltéríteni a gazdasági aktivitást a strukturális tényezők által meghatározott potenciális szintjétől. Erre azonban a politikusoknak folyamatos kényszere van, hiszen a választások megnyerésének érdekében mindig a lehető legnagyobb növekedésre törekszenek. Elvileg ezt akár meg is tehetnék, mivel az ár- és bérszerzések előre rögzítettek, s ekkor első ránézésre egy kis meglepetésinflációval átmenetileg nagyobb növekedés is elérhető lenne. Viszont a gazdaság magánszereplői nem ostobák, megpróbálják racionálisan végiggondolni az egész folyamatot. Ha ez megtörténik, rájönnek a kormányzat igazi szándékaira, így várakozásukban számítanak a kormányzat nem prudens viselkedésére. Az eredmény az lesz, hogy a gazdaság a poten-

⁷ 1. A Phillips-görbe hosszú távon függőleges. Edmund Phelps azért kapott Nobel-díjat, mert bebizonyította, hogy hosszú távon nincs pozitív kapcsolat az infláció és reálgazdasági aktivitás között. Az a gazdaságpolitika ugyanis, amely a kereslet élénkítésével akar magasabb növekedést elérni, előbb-utóbb csak magasabb inflációt ér el. Sőt, itt empirikus bizonyítékok alapján hozzátehetjük, hogy amennyiben az infláció egy kritikus szintre emelkedik, a kapcsolat negatívba fordul, hiszen az árstabilitás hiánya dezorganizálja a gazdaságot (Phelps [1967]).

2. A gazdaságpolitikára jellemző az úgynevezett időinkonzisztencia problémája: Finn E. Kydland és Edward C. Prescott azért kapott Nobel-díjat, mert az időbeli konzisztencia fontosságára hívta fel a figyelmet (Kydland-Prescott [1977]). A két tudós szerint a gazdaságpolitika viselkedésére – hétköznapi kifejezéssel élve – az jellemző, hogyha valamit megígérnek, azt később másként teljesítik. Mivel az ár- és bérszerzések csak bizonyos időközönként vizsgálhatók felül, így várakozásokon alapulnak, a gazdaságpolitika pedig egy jövőbeli viselkedés meghirdetésével orientálja a várakozásokat. Ha azonban ez sikerült, akkor a politika tényleges viselkedésében érdemes eltérnie a megígértől, mivel meglepetésexpánzióval – adott várakozások esetén – elvileg nagyobb növekedést érhetne el. A gazdasági szereplők azonban nem buták, ha racionálisan próbálják meg végiggondolni az egész folyamatot, akkor számítanak arra, hogy a kormányzat ahhoz képest, amit ígér, többet költ majd. Ekkor beépül a privát szereplők viselkedésébe egy úgynevezett inflációs torzítás, és a dolog önbeteljesítővé válik. Ez azt jelenti, hogy a kormányzat nem képes eltéríteni a gazdasági aktivitást az eredetileg szándékolttól, csak az infláció lesz magasabb.

3. Jegybanki szempontból a megoldást egy független jegybank jelenti, amely a társadalomnál nagyobb hangsúlyt helyez az alacsony infláció kialakítására. Ehhez következtetéshez Kenneth Rogoff jutott el. Abban az esetben ugyanis, ha a kormányzat megköti a kezét inflációs szempontból, akkor nem lesz inflációs torzítás a gazdaságban, azaz az infláció is maradhat egyensúlyi szintje körül. Ezt azonban a gazdasági szereplők csak akkor hiszik el, ha mindezt egy a politikai ciklusoktól független szereplő kezére bízzák (Rogoff [1985]).

ciális szintjén nő, de az egyensúlyinál magasabb inflációs szinttel. Ha ez az inflációs ütem tartóssá válik, akkor viszont a gazdaság potenciális növekedési üteme csökken, mivel az árstabilitás feletti infláció káros a gazdaság hosszú távú meghatározó tényezőire.⁸

Mi lehet ekkor a megoldás? Az, hogy a gazdaságpolitika ismervén hajlamait, megköti a saját kezét. Jegybanki szempontból a kérdés megoldása egy független jegybank, amely alapvetően az infláció stabilitásért felel, s növekedési célokat csak stabil infláció mellett vehet figyelembe. Közgazdasági fogalommal élve, a jegybank preferenciarendezése az infláció–kibocsátás térben lexikografikus. A kormány gazdaságpolitikája csak addig a mértékig támogatható a jegybank által, amíg az nem veszélyezteti az árstabilitást.

Az előbbiekben elmondottak nemcsak elméleti érdekességek, hanem a fejlett világ jegybankjainak legfontosabb vezérelvei világszerte. Az Egyesült Államok jegybankjának szerepét betöltő Fed is csak akkor segíti a kormányzatot recesszióban kamatcsökkentésekkel, ha az inflációs várakozásokat rendben látja, azaz az árstabilitás nincs veszélyben.⁹ Sőt a fejlett jegybankok gyakorlatával összhangban az MNB-ről szóló törvény első része is hangsúlyosan ezt az elvet tartalmazza. „...Az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. Az MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül, a rendelkezésre álló monetáris politikai eszközökkel támogatja a kormány gazdaságpolitikáját...”¹⁰ Azaz a magyar parlament törvényi úton is letette a voksát a modern közgazdasági irodalom által javasolt jegybanki magatartás mellett.

*Változtat-e valamit az optimális jegybanki viselkedésen az,
hogy egy gazdaság kicsi és nyitott?*

Némileg igen, az előbbiekben vázolt főbb stratégiai következtetések azonban megmaradnak, azaz a jegybanknak elsődleges célul továbbra is az inflációs várakozások stabilan tartását kell kitűznie, a gazdasági aktivitás simítására pedig csak abban az esetben van lehetőség, ha a várakozások rendben vannak. A monetáris politika ekkor legalább két szempont miatt bonyolódik, s ezekkel a kérdésekkel függ össze Erdős Tibor 3–4. állításának kritikája.

Egyrészt egy kis, nyitott gazdaságban az árfolyam a legfontosabb eszközár, és mint ilyen kulcsszerepet kap a monetáris transzmisszióban. Míg egy nagyobb zárt gazdaságban a kamatcsatorna a meghatározó, és nagyságrendileg ágazatsemlegesen hat, egy kis, nyitott gazdaságban a kamatmozgások az árfolyamra gyakorolt hatásukon keresztül nagyon fontos, sok esetben a legfontosabb transzmissziós mechanizmust is jelentik. Problémát jelent ugyanakkor, hogy az árfolyam egy relatív ár is, s így megváltozása eltérően érinti a különböző szektorokat. Egy monetáris szigorítás, mivel árfolyam-felértékelődéssel jár, ilyenformán az exportszektort nagyobb arányban fékezi, mint a belföldi keresletet. Ez a jelenség viszont az összes kis, nyitott gazdaságban így van, ahol az árfolyamrendszer nem teljesen merev. A jegybank egy ilyen országban, ha szigorít, és ezzel nominális felértékelődést okoz, ezt nem azért teszi, hogy az exportöröket tegye tönkre, hanem áldozatot hoz egy társadalmi szempontból nagyobb jólétet és gazdasági fejlődést hozó cél érdekében, amit a stabil inflációs környezet jelent.

Akkor miért nem választ egy kis, nyitott gazdaság rögzített árfolyamrendszert? – hangozhatna el a jogosnak tűnő ellenvetés. Természetesen egy kis, nyitott gazdaság, ha

⁸ Széles körű empirikus vizsgálatok szerint az infláció szintje és a hosszabb időszakra kimutatott gazdasági növekedés között hosszabb távon negatív átváltás létezik (lásd például *Andrés–Hernando* [1997]).

⁹ Jó példa erre a Fed egyik kormányzójának elmúlt években elmondott beszéde (*Ganchlin* [2004]).

¹⁰ 2001. évi LVIII. számú törvény a Magyar Nemzeti Bankról, 3 paragrafus.

tehetné, mindig rögzítené az árfolyamát, hiszen nehéz azon vitatkozni, hogy a stabil árfolyam segíti a gazdaság stabilitását akkor, ha a külkereskedelem a legfontosabb növekedési tényező. Ezért szeretnénk többek között eurózóna tagok lenni. A jó kérdés azonban nem ez, hanem az, hogy tudja-e önállóan rögzíteni egy kis, nyitott gazdaság a mai világban az árfolyamát. Neves közgazdászok érvelnek amellett, hogy felzárkózó országokban liberalizált pénzügyi és tőkemozgások mellett nem ez az üdvözítő út (lásd például *Mishkin [1998] Rogoff és szerzőtársai [2003]*). Egyrészt azért, mert az ilyen rendszerek sérülékenyek a tőkemozgások ingadozásaira és a spekulatív támadásokra, másrészt a pénzügyi közvetítőrendszer tökéletlenségei miatt a hitelfelvételekkel kapcsolatban megjelenik az erkölcsikockázat-probléma, és így megnő egy esetleges komoly pénzügyi válság kialakulásának a kockázata.

A másik fontos probléma egy kis, nyitott gazdaságban, különösen a feltörekvő, nyitott gazdaságokban a devizakockázati prémium ingadozása. A globális kockázatvállalási hajlandóság változásaira ugyanis a feltörekvő országok devizái különösen érzékenyen reagálnak gyengébb fundamentumaik és alacsonyabb kockázati besorolásuk miatt. Ha a hazai devizában denominált értékpapírok hozamtöbbleteire vonatkozó várakozások folyamatosan ingadoznak, egy rugalmas árfolyamrendszerben a kockázati prémium ingadozásai adott kamatok esetén az árfolyam ingadozásában és *ceteris paribus* inflációban fognak megjelenni. Innen fakad a kis, nyitott, felzárkózó országok monetáris politikájának dilemmája. Ha nagyon merev monetáris rendszert (fix árfolyamrendszer) alkalmaznak, akkor az igen sérülékeny a pénzügyi válságok szempontjából, egy rugalmasabb rendszerben azonban adott az árfolyam lehet ingadozóbb, és ezzel a piaci szereplőknek meg kell tanulniuk együtt élni.

Miért jó az inflációs célkitűzés rendszere?

Az eddigiekben elmondottak alapján tehát a következőket állapíthatjuk meg. A monetáris politika szempontjából elsődleges célnak az árstabilitásnak kell lennie. A gazdasági aktivitás simítását a monetáris politika csak akkor végezheti el, ha az inflációs várakozások horgonyozottak. Egy kis, nyitott gazdaságban különös tekintettel kell lenni az árfolyam ingadozásaira, és azon belül arra a tényre, hogy a kockázati prémium ingadozásai érzékenyen érintik az adott ország devizáját. A nemzetközi szakirodalom alapján az állítható, hogy az inflációs célkitűzés rendszere azért jó rendszer, mert egy dezinflációs periódusban az felsorolt elvi kritériumoknak a következők miatt képes igen jól megfelelni:

1. Az inflációval kapcsolatos közvetlen kommunikáció a dezinfláció költségeit mérsékelheti.
2. Horgonyzott inflációs várakozások esetén lehetőség van a gazdasági aktivitás simítására.
3. Az a tény, hogy az árfolyam egy ilyen rendszerben általában nem közbülső cél, azaz az árfolyam általában lebeg, a kockázati prémium ingadozásai esetén rugalmassá teheti a monetáris politika reakcióját. Emiatt a rendszer jóval kevésbé sérülékeny, mint egy rögzített árfolyamú rendszer, amely csak kiváló fundamentumok mellett képes működni.
4. Az előbbieket mellett azonban az inflációs cél közvetetten a nominális árfolyamnak is biztosít valamiféle fogódzót, hiszen a nominális árfolyam alakulása az inflációs pálya egyik legfontosabb meghatározó tényezője, s így közép-hosszú távon nem ingadozhat szélsőséges mértékben.

A költségvetési hiány valóban elfojtott inflációs feszültség?

Erdős Tibor legutolsó kritikái állítása szerint a költségvetési kiigazítás szükségszerűen megemeli az inflációt, így egy jegybank minden előbb bemutatott erőfeszítése művi az infláció mérséklésére költségvetési expanzió esetén. Értékelésünk szerint egy ilyen állítás alapvető félreértésen alapul. Az igaz, hogy ha a költségvetés nem viselkedik prudensen, az *ceteris paribus* inflációt okoz, ezt az anyag korábbi részében magunk is elismertük, a modern jegybanki gyakorlat szerint a monetáris politikának ellent kell állnia mindennek. Ellenben mint nemzetközi példák és a magyar eset is (1995, 2006) mutatják, hosszabb távon a költségvetés kénytelen valamiféle pénzügyi fegyelmet tanúsítani, mert a piacok nem finanszírozzák az adósság végtelen növekedését.¹¹ Ennek fényében az igazi kérdés az, hogy amikor a kiigazítás megtörténik, az tényleg szükségszerűen extrainflációval jár-e együtt. Ez azonban alapvetően empirikus kérdés. Nemzetközi tapasztalatok szerint (lásd például az *MNB* [2006] konvergenciajelentésében szereplő elemzést) a 80-as évek óta 11 sikeres fiskális kiigazítást végrehajtó európai ország mindegyikében az infláció vagy csökkent vagy gyakorlatilag változatlan maradt a kiigazítás után.

Mit tett, és mit nem tett a magyar monetáris politika az elmúlt hat év folyamán?

Az előzőkben Erdős Tibor főbb kritikáira elvi szinten reagáltunk. Ezen a ponton makrogazdasági adatok felhasználásával röviden áttekintjük, hogy mi történt a magyar gazdaságpolitikában 2001 óta, s ebben mi lehetett a monetáris politika szerepe.

Az új monetáris rendszer konkrét bevezetését 2001-ben több tényező is indokolta.¹² Egyrészt 1999–2001 között a csúszó leértékelés rendszere már nem segítette a további dezinflációt, az inflációs folyamat 10 százalék körüli szinten állandósult. Ezt részben kedvezőtlen importált inflációs tendenciák okozták, de nemzetközi tapasztalatok alapján azt is fontos hangsúlyoznunk, hogy a gazdasági és a pénzügyi fejlettség növekedésével az elmozdulás a rugalmasabb monetáris rendszerek felé gyakorlatilag törvényszerű, és kedvező mind antiinflációs, mind a rendszer fenntarthatóságának szempontjából.¹³ Másrészt Magyarországon 2001-ben az előrejelzések alapján úgy tűnt, hogy egy gyors euróbevezetés egyetlen akadálya a magas inflációs szint, s mivel a gazdaságpolitika az euróbevezetésnek nagy fontosságot tulajdonított (mint ahogy ma is tulajdonít), kézenfekvő volt egy olyan rendszer választása, amely a tapasztalatok szerint igen hatékonyan bizonyult az inflációs inercia megtörésére. Az persze előre nem lehetett látni, hogy a gazdaságpolitika 2001 után radikálisan más irányt vesz, mint 1995–2000 között, s így a dezinflációs politika, illetve az eurózónához való csatlakozási stratégia is teljesen más megvilágításba kerül.

¹¹ A témában érdekes olvasmány *Christiano-Fitzgerald* [2000] írása.

¹² Mivel *Csermely* [2006] igen részletesen tárgyalja az inflációs célkitűzés bevezetésének okait, mi itt most terjedelmi korlátok miatt csak röviden térünk ki az indokokra.

¹³ A monetáris rendszerek elmúlt 50 évben megfigyelhető alakulásáról közölnek igen részletes tanulmányt *Rogoff és szerzőtársai* [2003]. Az elemzés egyik legfontosabb következtetése, hogy a gazdasági és pénzügyi rendszer fejlődésével az elmozdulás rugalmasabb árfolyamrendszer felé gyakorlatilag törvényszerű és üdvözítő lépés.

Tények és tévhitek

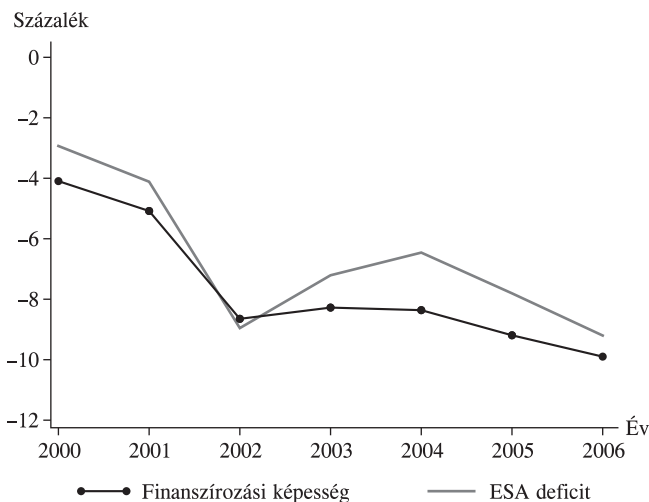
Célunk persze nem az, hogy bármilyen formában minősítsük az elmúlt időszak kormányzati politikáját. Azt viszont fontosnak tartjuk, hogy empirikus adatok és a témában készült elemzések alapján tényszerűen vizsgáljuk a makrogazdaság és a monetáris politika elmúlt időszaki összefüggéseit. A következőkben ennek szellemében adatokkal alátámasztva néhány tételszerű állítást fogalmazzunk meg.

1. tény. *Az államháztartás makrogazdasági hatását tekintve 2001–2006 között gyakorlatilag folyamatos lazítást hajtott végre, az átmeneti deficitcsökkenést csak elszámolás-technikai tényezők okozták.*

A fiskális politika körülbelül a GDP 5 százalékának megfelelő költségvetési lazítást hajtott végre a vizsgált időszakban. Ebből a szempontból kulcsmutatónak tekinthető a konszolidált államháztartás hiánymutatójának – az állam finanszírozási igényének – alakulása, amely az ESA-deficittel ellentétben azt mutatja, hogy 2001–2006 között nem egyenletes ütemű, de gyakorlatilag folyamatos költségvetési lazítás történt. A folyamatos lazítás tényét az alapmutató ESA-deficit szintjén elfedte az a tény, hogy 2002–2004 között emelkedett a kvázifiskális állami tevékenység részaránya.

1. ábra

Az államháztartás finanszírozási képességének alakulása*



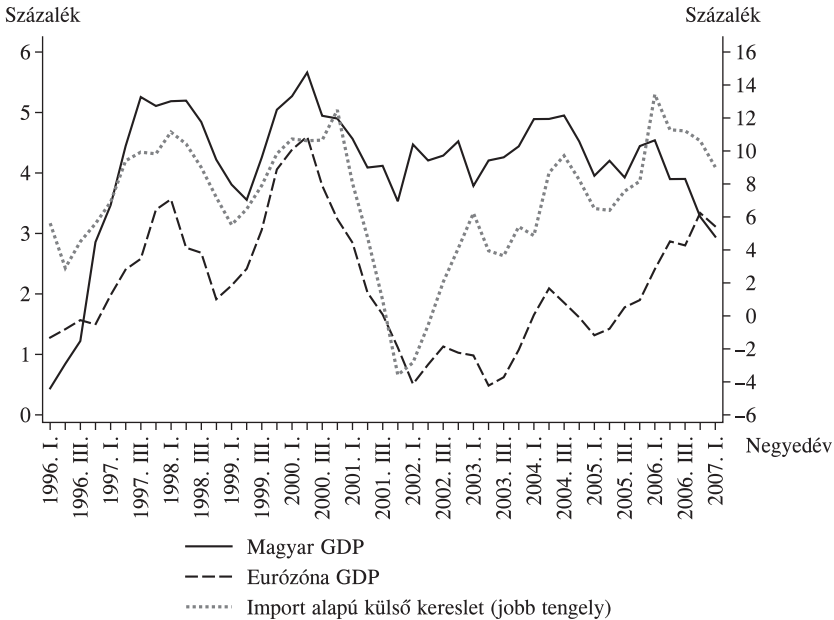
* Finanszírozási képesség: az állam finanszírozási igényéből levezethető hiánymutató, amely az állami költségvetésen kívül tartalmazza az önkormányzatokat, az ÁPV Rt.-t, a kvázifiskális feladatokat ellátó intézményeket (MÁV, BKV), az MNB-t és az állam által kezdeményezett és irányított, ugyanakkor formálisan magántőke bevonásával (úgynevezett ppp-konstrukcióban) végrehajtott beruházásokat végző intézményeket.

Forrás: MNB.

2. tény. *A lazítás kezdetben anticiklikus jelenség volt, 2003-tól kezdve azonban erősödő nemzetközi konjunkturális környezetben történt, ennek ellenére az eurózónához viszonyított növekedésre már nem tudott ráerősíteni.*

A legnagyobb lazítás 2001–2002 folyamán, illetve 2005–2006-ban történt. Ez első látásra beleillett volna egy hagyományos politikai ciklushoz kötődő költségvetési ciklus-

2. ábra
Az importalapú külső kereslet, a magyar és az eurózána-beli GDP*
(év/év indexek)



* Importalapú külső kereslet: Magyarország legfontosabb felvevőpiacainak súlyozott importnövekedése.
Forrás: Eurostat alapján MNB-számítások.

ba, de elütött a korábbi évek gyakorlatától az, hogy 2003–2005 között a lazítást nem követte érdemi konszolidáció, hanem a deficit nagyságrendileg a lazítás utáni magas szinten beragadt. A fiskális lazítás kezdeti időszakában a külső konjunktúra visszaesett, majd 2003–2004-től ismét kezdett erőre kapni. Ezért azt mondhatjuk, hogy bár a deficit növekedése 2001–2002 között volt drámai mértékű, ebben az időszakban a fiskális expanzió anticiklikus sokk volt. Az időszak második felében azonban a további lazítás egy gyorsuló világgazdasági környezetben történt, s ilyen módon a tartós deficitnövekedés hangsúlyosabb lett. Mindezek ellenére 2004-től kezdve a fiskális politika növekedési hatása kifulladt, az eurózána-hoz viszonyított növekedési többletünk már folyamatosan olvadt, ami a tartós keresleti gazdaságpolitika korlátaira is rávilágít.

3. tény. A költségvetés lazítása után szigorodó monetáris politika segítette a fiskális politikát és az országot abban, hogy a befektetők finanszírozzák a magas költségvetési hiányt. Az MNB alapkamat emelése a kritikus esetekben a gazdaságpolitika hitelét növelték, s így a hosszú hozamok és a költségvetés finanszírozási költségei ilyen lépések után csökkentek. Összességében az MNB sokkal inkább követte a hosszú hozamok ingadozásait, semmint okozta azokat.

Magyarország kis, nyitott, feltörekvő gazdaság. Ennek megfelelően az elvi részben bemutatott összefüggések, nevezetesen a kockázatprémium-sokkok jelenléte és az árfo-lyam transzmissziós kulcsszerepe Magyarországon hangsúlyosan érvényesek. Ennek kapcsán pedig megállapítható, hogy téves az a nézet, amely szerint a jegybank mesterségesen magasan tartotta a pénzpiaci hozamokat, így nehezítve a költségvetés helyzetét. A költségvetés kamatkidásai ugyanis nem a rövid hozamoktól függenek, hanem a 3–5 éves

referenciahozamok mozgásától.¹⁴ A jegybank viszont csak a hozamgörbe rövid végét képes határozottan befolyásolni, a hosszabb végét a gazdaságpolitikára, inflációs kilátásokra, nemzetközi kockázati étvágyra vonatkozó várakozások alakítják. Ha hitelességi szempontból az alapkamat emelésére van szükség, akkor az alapkamat emelése a hosszú hozamokat csökkentheti is az inflációs kockázatok mérséklődésén keresztül. Másrészt a jegybank nem is függetlenítheti magát a hosszú hozamok mozgásától, hiszen ha nem reagál a forintkockázat ingadozásaira, akkor mindez árfolyamváltozásban és végső soron inflációban jelenik meg. Ennek fényében talán érthetőbb az a jelenség, hogy a monetáris politika az elmúlt időszakban sokkal inkább követte a hosszú hozamok ingadozását, semmint okozta azt (lásd a 3. ábrát). A 2003. év végi turbulens időszakban pedig az is jól látszik, hogy a jelentős jegybanki kamatemelés a hosszú hozamok csökkenését okozta, azaz növelte a gazdaságpolitika hitelét, és így éppenséggel mérsékelte a költségvetés finanszírozási nehézségeit.

3. ábra

A jegybanki alapkamat és a hároméves referenciahozam



Forrás: ÁKK, MNB.

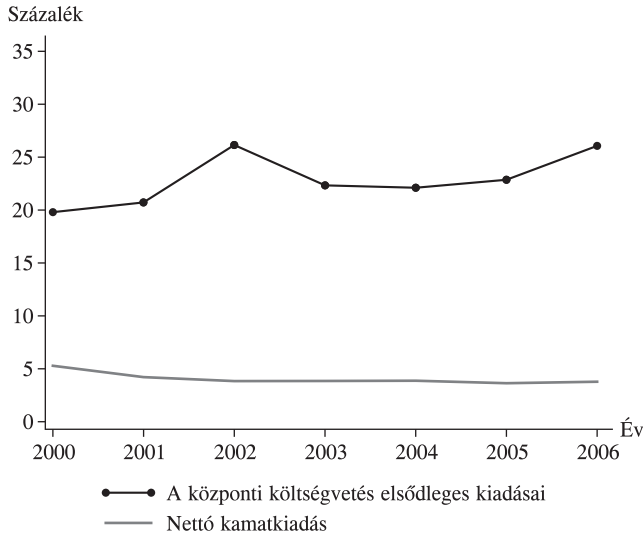
Az, hogy az alapkamat alakulása nem növelte a költségvetés finanszírozási költségét, az államháztartás statisztika alapján is egyértelműen látszik. A központi költségvetési kiadások szerkezetét vizsgálva (4. ábra), megállapítható, hogy míg az elsődleges kiadások a vizsgált időszakban a GDP arányában folyamatosan emelkedtek, a nettó kamatkidadások az időszakban stagnáltak vagy enyhén csökkentek.

4. tény. A jegybank nem ragaszkodott mesterségesen alacsony inflációs célhoz. A régió többi gazdaságához viszonyítva, még mindig a magyar inflációs teljesítmény a legrosszabb.

¹⁴ Az államadósság hátralévő átlagos futamideje három és négy év között van, azaz ilyen futamidejű értékpapírok érzékenysége az inflációhoz áll a legközelebb a hozamváltozás hatása az adósság piaci értékére. Referenciahozamot azonban az ÁKK csak három- és öt éves értékpapírokra jegyez.

4. ábra

A központi költségvetés elsődleges kiadásai és nettó kamatkiadásai a GDP arányában*



* Az ESA-módszertan alapján

Forrás: MNB.

Régiós összehasonlításban elmondható, hogy a sokszor emlegetett kritikák ellenére a jegybank nem volt éppen ambiciózus a dezinfláció ütemét illetően (5. ábra). Gyakorlatilag tíz éve a magyarországi infláció mindig a legmagasabb a régióban, ráadásul ezt a pozíciót 2001 óta sem sikerült tartósan megváltoztatnunk.

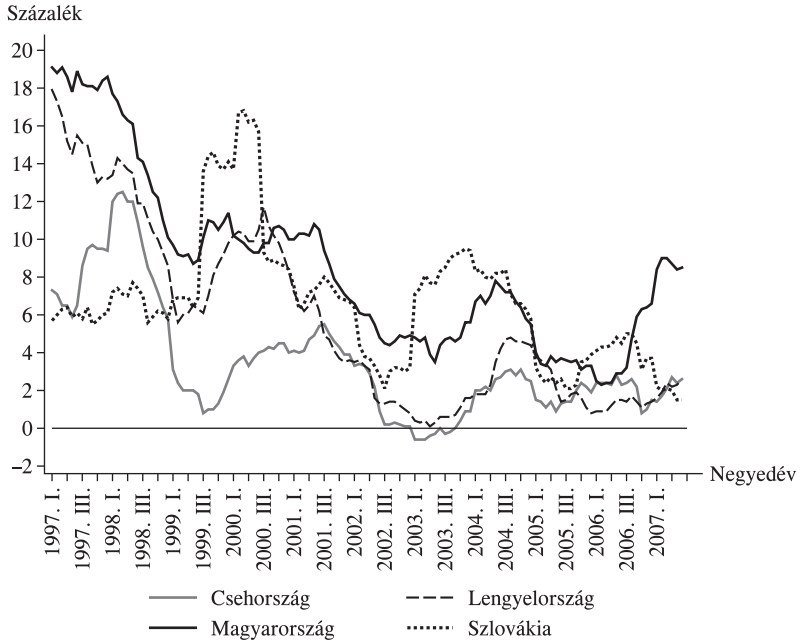
Emellett ha az inflációs célok elérését vizsgáljuk, akkor a monetáris politika sokkal inkább laza volt, mint szigorú: amikor az inflációs cél nem teljesült, az infláció az inflációs célnál magasabb volt.¹⁵ A 2004-ben, illetve várhatóan az idei évben bekövetkező elvétel mindegyike jelentős hatósági érintkezésekhez köthető, amelyek elsődleges hatását a monetáris politika – elméleti szempontból jogosan – nem kívánta kompenzálni (6. ábra).

5. tény. *A magas hazai inflációs teljesítmény nem jelentette azt, hogy a magyar gazdaság gyorsabb gazdasági növekedést ért el, sőt az utóbbi években e tekintetben kedvezőtlen irányba szakadt le a régiótól.*

Míg az inflációs teljesítmény tekintetében a régióban mindvégig sereghajtó volt az ország, a 7. ábráról az is leolvasható, hogy az elmúlt tíz évben összességében Magyarország sohasem mutatta fel tartósan a legkedvezőbb növekedési teljesítményt. Az az állítás tehát, hogy a gyors dezinfláció lassítja a reálkonvergenciát, a régiós tények tükrében nem állja meg a helyét. Ráadásul az elmúlt időszakban, miközben az inflációs teljesítmény relatív értelemben egyre kedvezőtlenebb, a növekedési pálya tekintetében is Magyarország áll a legrosszabbul.

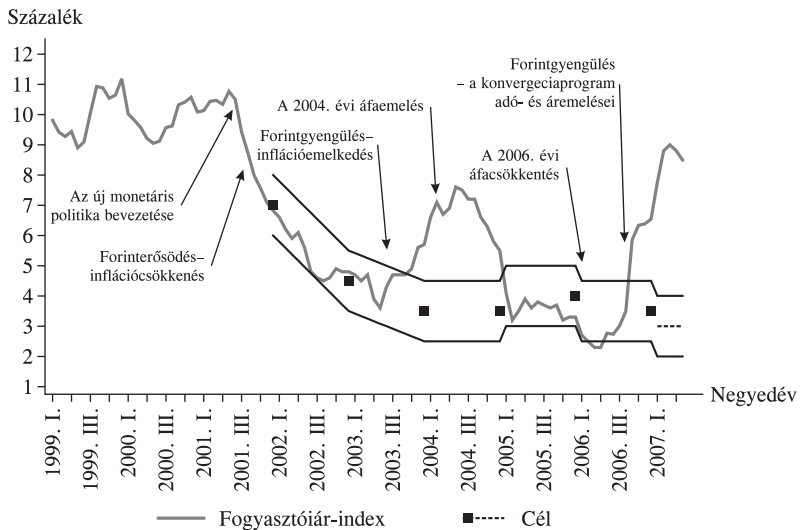
¹⁵ Itt hangsúlyozzuk ismételtelen, hogy az inflációs célokat 2007-ig nem az éves átlagos inflációval kell összehasonlítani, mint ahogy azt Erdős Tibor teszi, hanem a decemberi év/év árindexekkel, hiszen a célok 2007-ig ilyen formában lettek meghirdetve.

5. ábra
A fogyasztói árindex alakulása a régióban
(év/év indexek)



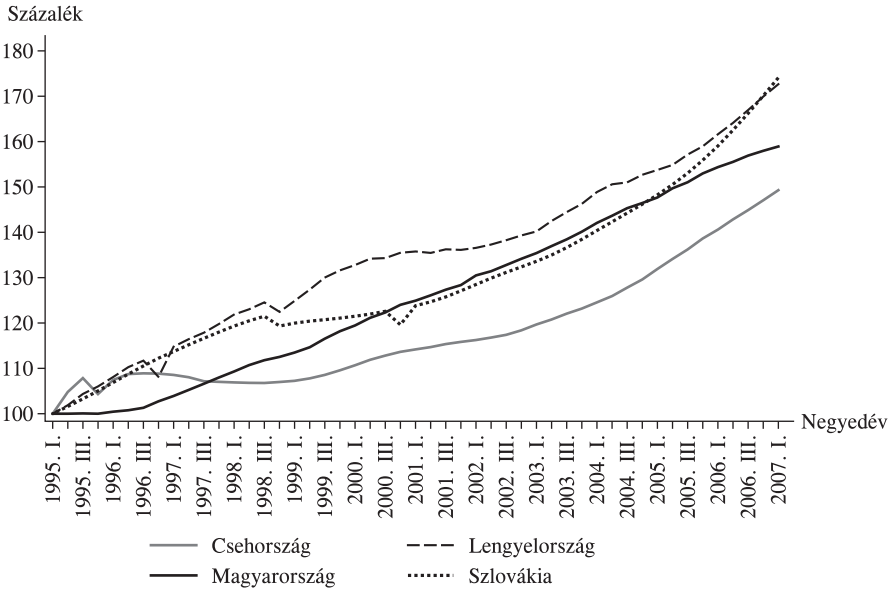
Forrás: IFS.

6. ábra
A fogyasztói árindex és az inflációs célok



* Forrás: KSH és MNB.

7. ábra
GDP-növekedés a régióban
(1995 első negyedéve=100)



Forrás: Eurostat.

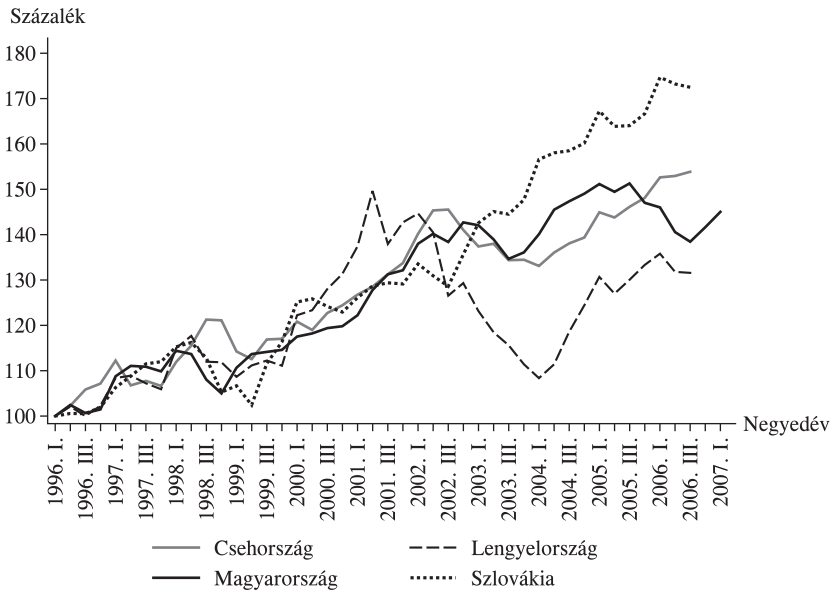
6. tény. A reálfelértékelődést öt-hat éves időtávon nem a jegybank, hanem a felzárkózás okozza: a nominális árfolyam befolyásolásával a monetáris politika ezen az időtávon már csak inflációs pályát választott, nem pedig reálárfolyamot.

Hasonló következtetésekre nemcsak a GDP-számok vizsgálata alapján juthatunk. Első ránézésre azt gondolhatnánk, hogy a régióval való összehasonlításban kedvezőtlen magyar inflációs teljesítmény biztosan abból következik, hogy Magyarországon a legnagyobb az egyensúlyi reálfelértékelődés üteme. A 8. ábra alapján azonban megállapítható, hogy mindezt az adatok nem támasztják alá. Tízéves időtávon látható, hogy a magyar reálfelértékelődés a régióban a középmezőnyben helyezkedett el, és nagyságrendileg a cseh ütemhez volt hasonló.

Ennek alapján úgy tűnik, hogy az inflációs különbség nem egyensúlyi folyamatokban keresendő, hanem sokkal inkább a választott monetáris politikában. A 9. ábrán látható, hogy a reálárfolyamokkal ellentétben a nominálárfolyam-pályák jelentősen eltértek az országok között.

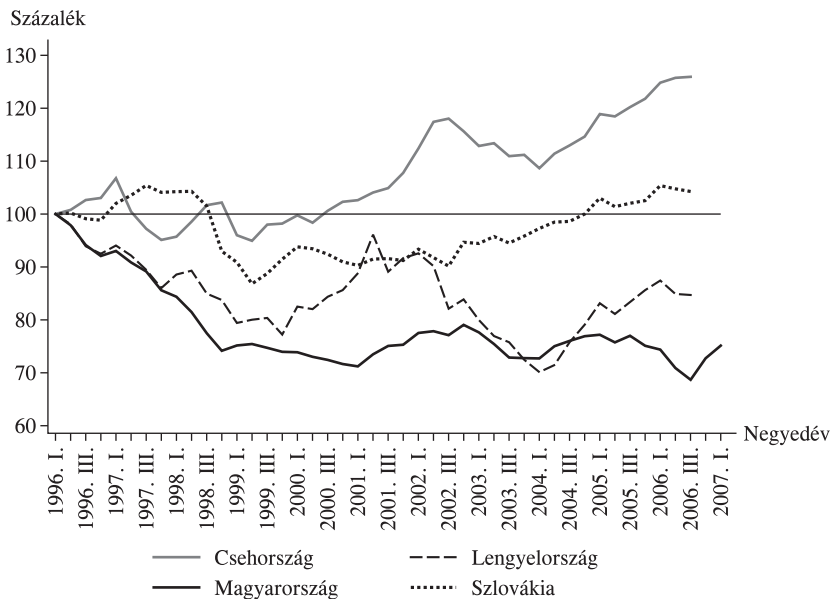
A 9. ábrát két ok miatt is érdemes alaposan tanulmányozni. Egyrészt látható, hogy a Magyarországon „több esetben” erőltetett nominális felértékeléssel jellemzett monetáris politika régiós összevetésben sokkal inkább leértékeléspártinak tekinthető. Másrészt az is kiviláglik, hogy a nominális árfolyampálya 2001 óta látható stabilitásával a magyar gazdaságpolitika csak magasabb inflációt választott, alacsonyabb reálfelértékelődést nem. Ebből a szempontból külön érdemes a cseh és a magyar esetet összehasonlítani, ahol a reálárfolyamok igen hasonlóan alakultak, s az igen eltérő nominális árfolyampályákból adódó különbség Magyarországon alapvetően csak a magasabb inflációban jelentkezett.

8. ábra
A reálárfolyamok alakulása a régióban
(reáleffektív árfolyamindexek, 1996. első negyedév = 100)



Forrás: IFS.

9. ábra
A nominálárfolyamok alakulása a régióban
(nomináleffektív árfolyamindexek, 1996. első negyedév = 100)



Forrás: IFS.

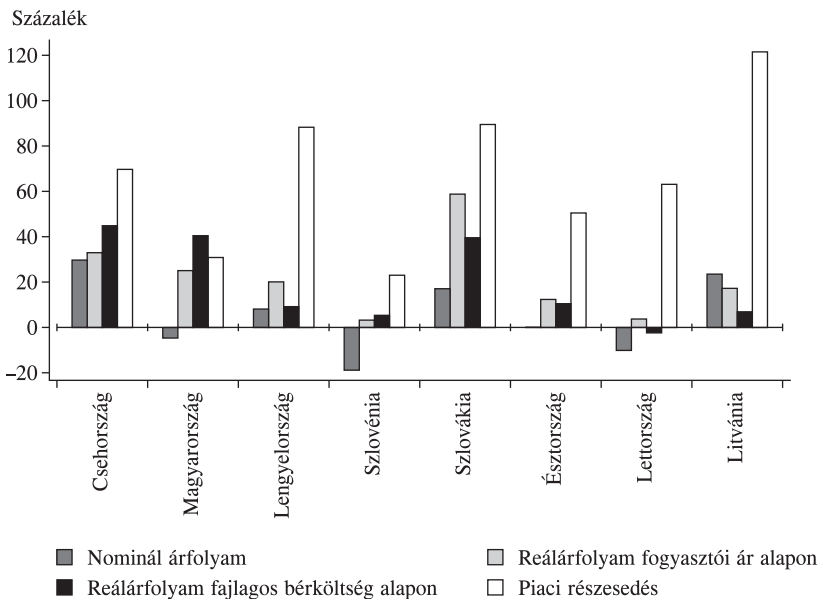
7. tény. Magyarországon és a régióban a reálárfolyam nem az elsődleges meghatározója az exportteljesítménynek.

Erdős Tibor kritikájának fontos eleme a reálfelértékelődés, az exportszektor teljesítménye és a növekedés közötti kapcsolat. Bár reményeink szerint az előbbieken bemutattuk, hogy a reálfelértékelődést nem a jegybank generálta, az valóban feltételezhető, hogy a reálárfolyam erősödése nem kedvez az exportőröknek. Ezzel kapcsolatban annyit mindenképpen érdemes megjegyezni, hogy a reálárfolyam és az exportteljesítmény közötti kapcsolat az empirikus becslések alapján nagyságrendileg gyengébb, mint azt a szerző is feltételezi.¹⁶ Ennek belátásában az olvasót talán az is segíti, ha a 10. ábrát vizsgáljuk. Itt az 1999–2006 közötti összes piaci részesedés és a különféle reálárfolyam-mutatók kumulált változását ábrázoltuk a felzárkózó országokban. Jól látható, hogy a reálárfolyam és a piaci részesedések között távolról sincs egyértelmű kapcsolat. Csehország és Szlovákia a magyarnál nagyobb reálfelértékelődés mellett jóval nagyobb piaci részesedésnövekedést tudott elérni.

Ezen viszont nincs is mit csodálkozni annak fényében, hogy – mint ahogy arról a korábbiakban már szóltunk – a felzárkózás alatt egyensúlyi reálfelértékelődési folyamat megy végbe a régió országaiban.

10. ábra

Reálárfolyam-változás és piaci részesedés-növekedés a felzárkózó országokban*



* Kumulált változás 1999 és 2006 között.

Forrás: IFS és Eurostat alapján saját számítások.

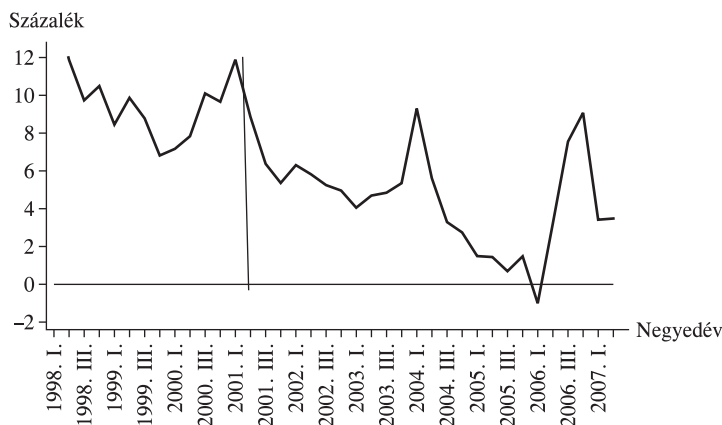
¹⁶ Természetesen az adatok minősége miatt az árfolyam-rugalmasságok pontos megállapítása teljes bizonyossággal nem lehetséges. A rendelkezésre álló modellek szerint (*Jakab és szerzőtársai* [2006]) azonban az viszonylag robusztusnak tűnik, hogy az árfolyam 10 százalékos tartós erősödése 0,2-0,3 százalékkal veti vissza a gazdasági növekedést. Más típusú vizsgálatok is arra utalnak, hogy a magyar exportot és a növekedési teljesítményt elsősorban a külső konjunktúra mozgatja, míg az árfolyam hatása viszonylag csekély (lásd Kovács [2005]).

A végső kérdés: újra megnő az infláció?

Erdős Tibor legvégső kritikája az úgynevezett dezinfláció. A fiskális kiigazítás után az infláció újra megnő, ami jól mutatja a monetáris erőfeszítések értelmetlenségét. Egyrészt arról már szóltunk, hogy fiskális kiigazítás nem szükségszerűen jár együtt inflációemelkedéssel. Másrészt ez az érvelés azért is félrevezető, mert nincs olyan ország a világon, ahol hatósági intézkedésekkel ne lehetne befolyásolni jelentősen az inflációt egyéves időtávon.¹⁷ Az ilyen típusú inflációemelkedésnek azonban semmi köze a monetáris politikához. A monetáris politika sikerének/hitelességének a mércéje az, hogy az általános piaci áremelkedési tendenciák megemelkednek-e az inflációs célkitűzés előtti szintre, azaz amikor a hatósági intézkedések közvetlen hatása elmúlik, mennyi lesz az infláció. Az elmúlt hat év monetáris politikája valóban értelmetlen lett volna, ha általános inflációsgyorsulási trend lenne megfigyelhető a hatósági intézkedésekben közvetlenül nem érintett piaci termékek körében is. A tények azonban itt sem ezt mutatják. A 11. ábrán látható, hogy a maginfláció negyedéves változása 2007 elején már a 4 százalékos körüli tartományba került, és azóta is ott van. Ezzel szemben az inflációs célkitűzést megelőző időszakban 8–12 százalékos között ingadozott. Ennek alapján azt állítani, hogy az ország ugyanott tart inflációs szempontból, mint 2001 előtt, egyszerűen téves.

11. ábra

A maginfláció alakulása
(évesített negyedéves növekedési ütemek)



Forrás: MNB.

Néhány végső következtetés

Írásunkban tényekkel alátámasztva igyekeztünk bemutatni, hogy mit tett és mit nem tett a monetáris politika az elmúlt hat év folyamán, és elméleti szempontból részletesen megvizsgáltuk, hogy az inflációs célkövetés rendszere mennyire lehetett és lehet megfelelő monetáris rendszer a magyar gazdaság számára. Kétségtelen, hogy a 2001 óta választott rendszer nem mindenható, azt azonban reményeink szerint sikerült bemutatnunk, hogy:

¹⁷ A 2006 óta bevezetett kormányzati intézkedések (elsősorban az áfaemelés, illetve a szabályozott árak emelése) közvetlen hatásukban 3 százalékpont körül emelték meg a 2007. évi fogyasztói árindexet. Ezen túlmenően feltételezhető, hogy az inflációemelkedés az inflációs várakozásoknak sem tették jót, ami részben tekinthető a kormányzati intézkedések másodlagos inflációs hatásának.

1. a költségvetés túlköltekezését nem a jegybanki alapkamat magas nominális szintje okozta, illetve a szigorú monetáris politika sokkal inkább segítette a költségvetés finanszírozási helyzetét, semmint hátráltatta azt;

2. a reálfelértékelődést jórészt nem a jegybanki politikája, hanem a gazdasági felzárkózás okozta;

3. az exportszektor teljesítményét érdemben nem korlátozta reálárfolyam-felértékelődés.

Az inflációs cél követésének sikeressége azonban leginkább az inflációs várakozások stabil és alacsony szintjével mérhető. Ezen a téren az MNB-nek még bizonyosan van tennivalója, hiszen – nem számítva az inflációs célt követő rendszer elmúlt néhány évét – a magyar infláció történetében a jelenlegi 3 százalékos hosszú távú inflációs célhoz közeli infláció több hónapon keresztül utoljára 1977-ben volt megfigyelhető. Ebből az is következik, hogy a gazdaság szereplői a mai napig nem szokhattak hozzá a tartósan alacsony inflációs környezet-höz. Ez azonban nem a magyar inflációs cél irreálisan alacsony szintjét mutatja, hiszen az Európában és a régióban a legmagasabbak között van, hanem arra világít rá, hogy a magyar gazdasági életben miért nem magától értetődő az antiinflációs elkötelezettség jelentősége.

Hivatkozások

- ANDRÉS, J.–HERNANDO, I. [1997]: Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence from OECD countries? NBER Working Paper, 6062.
- CHRISTIANO, L. J.–FITZGERALD, T. J. [2000]: Understanding the Fiscal Theory of Price Level. Economic Review, Federal Reserve Bank of Cleveland, II. negyedév, 2–38. o.
- CSERMELY ÁGNES [2006]: Az inflációs cél követésének rendszere Magyarországon. KSZ, 12. sz.
- DORNBUSCH, R.–FISCHER, S. [1993]: Moderate Inflation. The World Bank Economic Review, Vol. 7. No. 1. 1–44. o.
- ERDŐS TIBOR [2007]: Árfolyam-politika és inflációs célkövetés Magyarországon. KSZ, 10. sz.
- GRANCHLIN, E. M. [2004]: Oil Prices and Monetary Policy. Remarks by Governor Edward M. Granchlin. Annual Economic Luncheon, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City, Missouri, szeptember 16. <http://www.federalreserve.gov/Boarddocs/speeches/2004/20040916/default.htm>.
- JAKAB ZOLTÁN–VÁRPALOTAI VIKTOR–VONNÁK BALÁZS [2006]: How does Monetary Policy Affect Aggregate Demand? A Multimodel Approach for Hungary. MNB Working Paper, 4. sz.
- KISS GERGELY–KREKÓ JUDIT [2004]: Optimális Infláció Magyarországon. MNB Háttér tanulmányok, 1. sz.
- KOVÁCS MIHÁLY ANDRÁS [2005]: Hogyan hat az árfolyam? MNB Háttér tanulmányok, 6. sz.
- KYDLAND, F. E. –PRESCOTT, E. C. [1977]: Rules rather than discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Journal of Political Economy Vol. 85. No. 3. 473–492. o.
- MISHKIN, F. S. [1998]: Exchange Rate Peg in Emerging-Market Countries? NBER WP Series, 9667.
- MISHKIN, F. S.–SCHMIDT-HEBBEL, K. [2001]: One Decade of Inflation Targeting at the World: What do we know and what do we need to know? NBER Working Paper, 8397.
- MISHKIN, F. S.–JONAS, J. [2003]: Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects. NBER Working Paper Series, 9667. <http://nber15.nber.org/papers/w9667.pdf>.
- MNB [2006]: Elemzés a konvergenciafolyamatokról, december. Magyar Nemzeti Bank, http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbbu_konvergenciajelentes&ContentID=9157.
- PHELPS, E. S. [1967]: Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time. *Economica*, Vol. 34. No. 135. 254–281. o.
- PULA, G. [2005]: Az euró bevezetésével járó strukturális politikai kihívások: munkapiac. MNB Tanulmányok, 41.
- ROGOFF, K. [1985]: The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *Quarterly Journal of Economics*, 100. 1168–1189. o.
- ROGOFF, K.–HUSAIN, A.–MODY, A.–BROOKS, R.–OOMES, N. [2003]: Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes. International Monetary Fund Working Paper, WP/03/243.
- STONE, M. R.–BHUNDIA, A. J. [2004]: A New Taxonomy of Monetary Regimes. IMF Working paper, WP/04/191.