

ERDŐS TIBOR

## A kritika kritikája

Válasz Kovács Mihály András cikkére

---

A szerző sorra veszi és cáfolja azokat az érveket és állításokat, amelyeket Kovács Mihály András vitacikkében olvashatók. A kritizált cikkből ugyanis nem következik, hogy ellenzi a jegybank önállóságát, a szerző nem állította, hogy gyorsabb infláció miatt a gazdasági növekedés dinamikusabb lehetett volna, azt sem, hogy az infláció üteme magától is csökkenne, költségvetési és monetáris restriktió nélkül. Bizonyítja, hogy az inflációs célkitűzés költségei az expanzív jövedelmi és költségvetési politika, és az erre készítő politikai harc körülményei közt jelentősek. Külön súlyt helyez annak bemutatására, hogy a valuták reálfelértékelődését radikálisan eltérő hatású folyamatok válthatják ki a különböző országokban, ezért ugyanolyan mértékű reálfelértékelődés országonként nagyon is eltérő következményekkel járhat együtt.\* Journal of Economic Literature (JEL) kód: E 58, E 63, E 64, F 31, F 32.

---

## Elméleti kérdések, a jegybank önállósága

Növekszik azoknak az országoknak a száma, ahol a monetáris irányítás az árstabilitást választja végső célul. Ezt a jegybankok képesek a leginkább befolyásolni, igaz, ezen a téren sem mindenhatók. Emellett a viszonylagos árstabilitás kedvező hatású a gazdasági fejlődés dinamikájára, sőt a gazdaság egészére is.

Magam is azon a véleményen vagyok, hogy *általában* ez a legjobb választás, azonban, semmi sem igaz abszolút értelemben és minden körülmények közt. Nem helyes állítani az inflációs cél követéséről sem, hogy ezt kivétel nélkül mindig ajánlatos alkalmazni.

Az inflációs cél követéséről írt két cikkemben<sup>1</sup> abból indultam ki, hogy alkalmazásának két fontos feltétele van: az államháztartás egyensúlyhoz közeli állapota, valamint a nominális bérek igazodása a termelékenység növekedési üteméhez. Bevezetése persze akkor is indokolt lehet, ha e két feltétel nincs meg ugyan, de a gazdaságirányítás részéről megvan az elhatározás a feltételek teljesítésére, és ha ezt a belső politikai ellentétek nem teszik valószínűtlenné.

Magyarországon azonban 2001 *után* homlokegyenest ellenkező volt a helyzet. Amellett, hogy túl nagy volt az államháztartás hiánya, valamint a nominális bérek növekedési üteme, a jövedelempolitika és az államháztartás részéről nem is volt meg az eltökélt szándék e két súlyos gond felszámolására. Sőt a végletessé váló politikai küzdelem a két

\* A szerző őszinte köszönettel tartozik az anonim lektornak értékes észrevételeiért.

<sup>1</sup> Erdős Tibor: Inflációs célkövetés és egyensúly. Fejlesztés és Finanszírozás, 2007. 3. sz., Árfolyampolitika és az inflációs cél követése Magyarországon. Közgazdasági Szemle, 2007. október, 853–875. o..

vezető párt között a kormányzatot inkább a költségek növelésére készítette. Ezért írtam: nálunk nincsenek meg a feltételek az inflációs célt követő monetáris politika folytatására.

Jó lett volna, ha ezt a Kovács Mihály András által vitatott<sup>2</sup> cikkeimben nagyon világosan kiemelem, bár utalásokat találhatók erre is. Ugyanis magától értetődőnek tartottam. Ez azonban nem változtat a dolog lényegén! Mert a lényeg ez: hiba volt-e Magyarországon az adott körülmények közt inflációs célt követő politikát folytatni? Most is azt mondom, hiba volt! Szemben azokkal, akik ezt tagadják, és akik az inflációs célkitűzést tulajdonképpen minden körülmények közt, tehát *az adott helyzetben Magyarországon is* helyes és igazolható monetáris politikának tartják.

Két közelebbi okból tartom ezt hibának. *Először*: az adott helyzetben a monetáris politika csak nagyon korlátozott mértékben volt képes az aggregált kereslet szabályozására, a rendszer „lyukas” volt. Ezen azt értem, hogy a monetáris szabályozás ott is legyengült, ahol általában elég hatékonyak szokott bizonyulni. *Másodszor*, az inflációs cél követése *sokba került*. Nagyon voltak a költségei, amelyek különböző formákban nyilvánultak meg. Tehát, az infláció csökkentése lassú és költséges is volt.

Ami a monetáris szabályozás gyenge hatékonyságát illeti: ha a kormányzat és ennek hátterében a politika a kiadások csökkentése helyett inkább az expanzió erősítésére törekszik, a jegybank egyedül marad antiinflációs politikájában. A monetáris korlátozás ugyanis alig, vagy nem hat az állami költsékezésre. Mivel nálunk az államháztartás kiadásai elérik a GDP felét, és a monetáris restriktió csak a vállalatok és a háztartások kiadásait korlátozhatja, az államháztartás változatlanul növekvő költsékezése mellett az infláció leszorítása jó esetben is csak feleakkora erejű lehet. Rosszabb az eredmény, ha a politika még el is kötelezi magát a nominális bérek gyors növelésére. Ezért nem véletlen, hogy a jegybank az árfolyam-politikát is alkalmazta az infláció leszorítására: a forint nominális árfolyama, ha ingadozik is, *ne legyen süllyedő irányzatú* – akár a külföldinél lényegesen gyorsabb infláció ellenére. Ekkor tehát fontos szerepe van a „nominális horgonynak”. Erre más körülmények közt is támaszkodni szoktak, de különösen fontos helyet tölt be ott, ahol a jegybank egyedül törekszik az infláció leszorítására. A nominális horgonyra támaszkodva ugyanis az infláció üteme hatásosabban szorítható le. A tendenciájában nem romló nominális árfolyam, és így a reálértékelődés alapján, az importárak lassabban nőnek, a belső kínálat is gyorsabban emelkedik az importverseny miatt, ráadásul az export dinamikája is viszonylag kisebb mértékű a reálértékelődés következtében: ez is erősítheti a belső kínálatot.

Az eredmény azonban kétséges. Számolni kell ugyanis a tőke szabad nemzetközi áramlásával, ami azzal is jár, hogy a vállalatok és a lakosság – jórészt banki közvetítéssel – devizaalapú hitelt is felvehet. A lehetőség csábító, mert a külföldinél jóval magasabb hazai inflációs rátához igazodó forintkamatlábak miatt lényegesen alacsonyabb nominális kamatláb mellett lehet felvenni devizaalapú hitelt, mint forinthitelt. A forint nominális leértékelődésével pedig mindaddig nem kell komolyan számolni, amíg a jegybank ragaszkodik az inflációs célt követő monetáris politikához. A kockázat persze nem mellőzhető, ezzel azonban a lakosság túlnyomó része nem számol, nem lévén jártas a bonyolult pénzügyi összefüggésekben.

Ez utóbbi tartozik közvetlenül ahhoz, hogy az adott rendszerben miért lyukas a monetáris szabályozás. Ha devizaalapú hitel vehető fel, jórészt hiába tartja a jegybank magas szinten az irányadó kamatlábat, és hiába jóval magasabb a hazai nominális kamatlábszínvonal, mint a külföldi, az alacsony kamatozású devizaalapú hitel felvételével együtt az

<sup>2</sup> Kovács Mihály András: Mit csinál a monetáris politika az inflációs célkövetés rendszerében? Észrevételek Erdős Tibor Árfolyam-politika és az inflációs cél követése Magyarországon című írásához. Közgazdasági Szemle, 2007. december, 1103–1120. o.

összes kielégített hiteligeny továbbra is gyorsan nőhet. A monetáris restriktiót így jelentős mértékben meg lehet kerülni. Ez nem lehetne megtenni, ha a forint nominális árfolyama a külföldinél gyorsabb infláció miatt csökkenő irányzatú volna, és ez beépülne a várakozásokba.

Sajátos helyzet áll elő. A nominális horgonyra az adott körülmények közt szükség van, éppen az infláció leszorítása miatt. A nem csökkenő árfolyam miatt viszont a devizaalapú hitel valóban olcsó, ez pedig jórészt ellensúlyozza a restriktív kamatpolitika keresletkorlátozó hatását. Az aggregált keresletet korlátozó monetáris politika ezért is gyenge hatással működik, tehát nemcsak a makacsul költekező államháztartás miatt.

Így azt mondhatjuk, hogy a jegybank főként az árfolyam-politikán, illetve az árfolyam alakulásán keresztül képes az infláció leszorítására. Nem tud ebben olyan látványos eredményt elérni, mint amilyen sok más országban megfigyelhető, de az inflációs ráta idővel mégis csökken.

Itt érkezünk el az inflációs cél követésével kapcsolatos másik következményhez: az adott helyzetben az infláció leszorítása sokba kerül. Az így felmerülő költségek nagyrészt a restriktióban döntő szerepet játszó forintárfolyamhoz kapcsolódnak. A költségek közelebbi elemzésére e válasz cikk további részében külön ki fogok térni. Most inkább csak előlegezem, hogy főként miben jelentkeznek ezek a költségek.

A forint reálfelértékelődése, erősítvén az importversenyt, és mérsékelve az importárakat, a gyorsan növekvő nominális aggregált kereslettel *együtt* vezet az infláció lassulásához. Ez egyet jelent azzal, hogy a belső felhasználás rendszeresen meghaladja a GDP – még inkább a GNP – nagyságát, esetenként gyorsabban is növekszik annál. Így az inflációs célt követő politika adott helyzetben való folytatása miatt *is* nő az ország külső eladósodása. Hozzáteszem, az eladósodásnak nemcsak a volumene, hanem a GDP-hez viszonyított aránya is nőtt, mintegy 20 százalékos mértékben (persze nem egyedül az inflációs cél követése következtében).

Maga a külső adósság nem költség, de *teher*. A költség maga a fizetendő kamat, ami nominálisan is és reálisan is nagyon magas, *ha a külföldi hitelezők forintbefektetéseit vesszük számításba*. A reálkamatteher aránya a GDP-hez viszonyítva *növekvő*. (Erre külön visszatérek.) Itt sem állítható, hogy az eredmény csupán az inflációs cél követésével van kapcsolatban, de az utóbbinak mégis komoly szerepe van ebben. Az, hogy a reálértelemben vett kamatteher növekvő, jelentős részben a külső eladósodás növekvő arányának következménye.

Van rejtett kamatteher is, ami azt jelenti, hogy ez *nem közvetlenül* jelentkezik a statisztikai kimutatásokban. Ez szoros kapcsolatban van a forintárfolyammal, pontosabban a forint reálfelértékelődésével. Ennek a tényezőnek legalább akkora a súlya, mint a külső adósság növekedéséhez kapcsolódó kamattehernek. Lényegében arról van szó, hogy nem csökkenő árfolyam esetén a forintban jelentkező nominális kamat a külföldi befektető számára reálkamat. Az utóbbi így tetemes többletjövedelemnek örvendhet, a hazai gazdaságnak pedig tetemes pótlólagos terhet kell viselnie.

A költségek, illetve terhek és hátrányok mindegyikét itt nem sorolom fel. (Egyebek közt a gazdasági növekedésre, a megtakarítások alakulására, az áralapú versenyképességre, a fizetési mérlegre gyakorolt hatásra is gondolok.) Azt sem részletezem, hogy mit jelent a gazdaságnak az, hogy nagyra nőtt a devizaalapú hitelek aránya, és hogy emiatt a gazdaságban késleltetett gyújtással felszerelt bomba ketyeg. Csak azt állapítom meg: az adott helyzetben az inflációs cél követése csökkentett hatékonyságú, és a vele járó költségek nagysága és aránya igenis számottevő.

Ezért írtam, hogy mindaddig nem kellene inflációs célt követő monetáris politikát folytatni, amíg a politikában és közelebbről a gazdaságpolitikában a józan hozzáállás helyre nem áll. Inkább az volna a feladat, hogy a jegybank az infláció felpörgését meg-

akadályozza. Vagyis, az infláció csak lassabban csökkenne, a belső felhasználás növekedése is lassúbb lenne, a külső eladódás kisebb mértékben növekedne, a belső és külső eladódással járó költségek is kisebbek lennének. Itt ugyanaz a véleményem, mint Surányi Györgynek.<sup>3</sup> Mindezzel együtt a kormányzat készletének a felelőtlen költségek megszüntetésére is erőteljesebb lehetne. És most egy nagyon lényeges megállapítást kell tennem!

Abban a pillanatban, amikor az állami költségekben fordulat következik be, tehát ha a politika hozzáállása megváltozik – például a kormányzat a kiadásait határozottan csökkenteni kezdi, és nem tart attól sem, hogy az ellenzék hiányolni fogja a választási ígéretek teljesítését –, a jegybank is restriktív monetáris politikára válhat. Ekkor már nem áll egyedül! Ennek megfelelően kell a kamatpolitikát vagy más rendszer esetén a pénzkínálat szabályozását folytatnia. Ha szükséges, emelnie kell az irányadó kamatlábat, de lehet, hogy elég az is, ha egy ideig a már kialakult szintet tartja. A fordulat kezdődhet úgy is, hogy a kormányzat a kiadások erőteljes csökkentésébe kezd. Ez is megfordíthatja az inflációs várakozásokat. Cikkem logikájából tehát *nem következik*, hogy a nominális bérnövekedés ütemének és vele együtt az inflációnak *magától kellene csökkennie!* Az inflációs várakozásokat valóban meg kell fordítani, és ez tényleg nem megy megfelelő jegybanki döntések és/vagy a költségvetési, ezekkel együtt a jövedelmi politikában végrehajtott fordulat nélkül. Pontosán ezt tanítottam az egyetemen, és ebben a szellemben írtam meg az Infláció című könyvemet is.<sup>4</sup>

A különbség a saját és a bírálóm hozzáállása között úgy is megfogalmazható, hogy ő nem teszi függővé az inflációs célkitűzés követését attól, hogy tanúsít-e pénzügyi fegyelmet az állami költségvetés, illetve a kormányzat. Kovács Mihály András azt írja, hogy a költségvetés előbb-utóbb kénytelen betartani a pénzügyi fegyelmet, hiszen a pénzügyi piac az adósság végtelen növekedését nem finanszírozzák. Úgy vélem, a mi körülményeink között a fordulat túl hosszú ideig tartott, és ma sincs meg az egyértelmű politikai támogatottsága, sőt még a költségvetési fegyelem újbóli fellazítása sem kizárt. Nem sokkal az inflációs célkövetés bevezetése után nem is lehetett várni, hogy elfogadható időn belül fordulat következik be. Lehet, hogy ez utólagos bölcsesség. De a tanulságok levonása mindenképpen indokolt. 2001-ben én is az inflációs cél követése mellett foglaltam volna állást. De később az alkalmazás szigorának határozott mérséklését tartottam volna helyesnek.

Itt felmerül a független jegybank problémája. Meglepetésemre abba a gyanúba keveredtem, hogy a független jegybank jogosultságát vitatom. Sőt, hogy ennek vitatásával az érvényes közgazdasági főárammal próbálok szembeszállni. Eszem ágában sincs ezt tenni! A jegybank önállóságát legalább olyan fontosnak tartom, mint az MNB munkatársai. Tudom, hogy sokan szeretnék ezt az önállóságot megnyirbálni, én azonban nem tartozom, és sohasem tartoztam közéjük.

Tegyük fel, a gazdasági és politikai körülmények radikális megváltozása következtében a jegybank – *önállóan* – arra a meggyőződésre jut, hogy a várható előnyök és hátrányok mérlegelése inkább az inflációs cél követésének szigorú betartása ellen, mint mellette szól. Miért ne dönthetne a jegybank – *megint önállóan* – úgy, hogy *átmenetileg* bizonyos fontos pontokon eltérő politikát folytat? Az önállóságot nem attól függően kell megítélni, hogy a jegybank politikájának örül-e a kormányzat, vagy sem. A jegybank akkor is lehet önálló, ha monetáris politikájával segíti a kormányzat politikáját. Az elmúlt években a kormánynak sem volt kifejezett érdeke magának a dezinflációs folyamatnak a megakadása vagy lassulása. Ha a konkrét elemzés alapján a jegybank arra a következtetésre jut, hogy az ország számára előnyös az inflációs cél követésének rugalmasabb

<sup>3</sup> Surányi György: A magyar „csoda”. Népszabadság, 2007. január 21.

<sup>4</sup> Erdős Tibor: Infláció. Akadémiai Kiadó, Budapest, 1998. 370 o.

érvényesítése, a döntést meg kell hozni, és ez nem egyszerűen a kormány kívánságára történne.

Azt hiszem, itt a bírálatot az a gyanú is motiválja, hogy a kormányzati politika mindenáron való segítségét várom a jegybanktól. Erről szó sincs, cikkem megírásában kizárólag az vezérelt, hogy milyen monetáris politika szolgálná jobban az ország érdekeit. Az általam helyesnek tartott döntés nem ütközne a jegybanktörvénnyel, hiszen mindenképpen teljesítendő cél marad az infláció felpörgésének megakadályozása.

Minthogy eszem ágában sem volt a független jegybank jelentőségét kétségbe vonni, nem is kellett az ezt indokoló elméleti irodalmat bemutatnom. Azt sem, hogy egy keresletösztönző gazdaságpolitika miért csak nagyon rövid, átmeneti ideig képes a növekedés folyamatát felgyorsítani. Vagy, hogy miért igaz az, hogy hamarosan csak az infláció felgyorsulása lenne az eredmény. A gazdaságpolitika *nem képes közvetlen* eszközökkel, például a kereslet ösztönzésével felgyorsítani a hosszabb távú gazdasági növekedést. A növekedést viszont „képes” *lassítani* – hosszabb időszakban is – rossz gazdaságpolitikával. Tényleges álláspontomat világossá tettem a kritizált cikkemben is. Hiszen ebben a költségvetési expanzió által kiváltott nominális keresleti többletnek vagy – a túl gyorsan növekvő nominális bérek miatt növekvő nominális kereslet – legalábbis egy részének az „*elpárologtatását*” vártam volna a monetáris politikától, és így a belső felhasználás növekedésének lassítását. Költekező politikával csak inflációs áremelkedés váltható ki, és nem a növekedés gyorsulása. Másképpen, az inflációt nem kísérheti gyorsuló növekedés. Itt sem a főárammal szemben haladok, hanem azzal azonos irányban. Benne vagyok a főáramban!

Kovács Mihály András ennek ellenére a tényekre hivatkozva támadja a *nem létező tétel*met: ahol az infláció gyorsabb, a növekedés üteme is nagyobb. Valószínűleg az a gondja, hogy többször is kijelentem: az inflációs cél követése növekedési áldozattal is jár. Hiszen magam is mondom, ha az inflációs cél követését az eszeveszett és makacs állami költekezés miatt átmenetileg nem alkalmaztuk volna, valamivel nagyobb lett volna az inflációs ráta, de hosszabb időszakban kisebb lehetne a növekedési veszteség, mint az inflációs cél követése mellett.

Ezt a tételt Kovács Mihály András teljesen félreérti. A növekedési veszteséget ugyanis azzal magyarázom, hogy az adott helyzetben az inflációs célt követő rendszer a fogyasztásnak a GDP-hez képest nagyobb arányára, gyorsabb növekedésére vezet. (Másra is, például a forint tartós reálfelértékelődésére, ami piachatásán keresztül rontja a növekedés feltételeit.) A GDP-hez képest nagyobb fogyasztás kisebb megtakarítással jár, és – *ceteris paribus* – kisebb beruházási rátával. És valóban: 2001 óta a beruházási ráta süllyedő irányzatot mutat Magyarországon, emellett a szintje is jóval alacsonyabb, mint a többi, az EU-ba újonnan belépő, volt szocialista országban. És most jöjjön egy kis növekedés-elmélet!

Adott munkaerőlétszám mellett *nem lehet levezetni* a növekedési ütem nagyságát és alakulását a *beruházások arányából* és azok változásából *kiindulva*, de ha a *növekedés üteme és ennek változása a kiindulópont*, akkor adott tőkehatékonyság esetén a beruházási rátának arányosan *változnia* kell. (Változó tőkehatékonyság esetén az igazodás nem arányos, de ha az ütem gyorsul, ez az esetek túlnyomó többségében *növekvő beruházási rátát* tesz szükségessé.) Nem folytatom tovább, a bizonyítás ebbe a vitacikkbe nem férne bele. Megelégszem csupán az utalással a modern közgazdaságtannak erre a fontos tételére. Ha valaki vitatja, hogy az inflációs cél követése a *mi adott helyzetünkben jár-e* azzal, hogy a hosszabb távú növekedés feltételei kedvezőtlenebbeké válnak, értenie kell ahhoz, hogy a tételt hogyan lehet fígyelembe venni és alkalmazni.

Ez az összefüggés egészen más tartalmú, mint amire Kovács gondol. Nem a bármilyen jelentősebb restriktív döntés mindig felmerülő következményéről van szó! Persze igaz,



hogy ez is fontos, a restriktíót ugyanis *átmeneti ütemcsökkenés*, esetleg a termelés átmeneti visszaesése kíséri, amit később a gazdasági teljesítmény újbóli gyors emelkedése követhet. Nálam a hangsúly *a belső felhasználás szerkezeti átalakulásán* van. Ha az inflációs cél követésének tárgyalt feltételei elég *hosszú ideig és nagyon* nincsenek meg, az okozott átalakulás *mintegy megkövesedik* a gazdaságban.

Nagyon nehéz a fogyasztás arányát újból kisebbre szorítani, és a belső megtakarítást olyan szintre emelni, ami szükséges a dinamikus gazdasági növekedést lehetővé tevő beruházási ráta kialakulásához. Csak gondolni kell a jelenlegi hazai egyensúlyi problémákra, és például arra, hogy Angliában az 1950-es években a fogyasztás túl magas aránya és a belső megtakarítások elégtelen színvonala csak mintegy 2 százalékos gazdasági növekedést engedett meg éppen akkor, amikor a kontinentális Nyugat-Európában „gazdasági csoda” bontakozott ki.

Valószínűleg az a probléma, hogy Kovács Mihály András számos olyan összefüggést, amelyet én hangsúlyosként kezeltek, nem is vesz észre. A legkisebb miatt is gyanakodni kezd. Ha rugalmasabb monetáris politikát javasol valaki, máris kész a vád, szemben állsz a jegybank önállóságával. Ez ellen nehéz valamit is tenni, nyitottabb hozzáállásra volna szükség.

### Tételek és a tények

Kovács Mihály András másik fő kifogása, hogy állításaimat nem támasztom alá tényekkel, nem is felelnek meg azoknak. Nos, nem hosszabb tanulmányt, hanem *cikket* írtam, ami így is több mint két szerzői ív terjedelmű. Ha olyan apparátussal dolgoznék, mint Kovács, akkor írásom sokkal hosszabb lett volna. Kétíves cikket is túl terjedelmesnek ítélt a szerkesztőség. Emellett *elméleti modellt* akartam bemutatni. Persze ez is kötelez arra, hogy a cikk illeszkedjék a tényekhez. Erre törekedtem is. Adatok sokaságára támaszkodtam anélkül, hogy azokat, néhány kivételtől eltekintve, külön bemutattam volna. Állításaim nem mondanak ellent a valóságnak.

Részben azt kell figyelembe venni, hogy a gazdaságban sok tényező fejti ki a hatását egyszerre, a valóságos fejlemények e hatások eredői. Részben pedig azt, hogy bizonyos adatok háttérben országonként lényegesen eltérő összefüggések állnak. Ritkán lehet kimutatni bármelyik tényező kizárólagos hatását. Az ezt megkísérlő számítások pedig csak közelítő pontosságúak lehetnek.

Azzal kezdem azonban, amiben Kovácsnak feltehetően igaza van. A piaci hozamok szintjét ne próbáljuk egyszerűen a jegybanki alapkamatból kiindulva levezetni, mert a jegybank csak a hozamgörbe rövid oldalán avatkozik be a hozamok alakulásába. Az egy éven túli befektetések hozamát már szinte teljesen a várakozások határozzák meg. És mivel a külföldi forintbefektetések nagyrészt három év körüli tartamúak, sem az alapkamat nagysága, sem annak változása nem magyarázhatja meg, hogy a forintbefektetések alapján a külföldi befektetők extrajövedelmet kaszálnak.

Megjegyzem, ami a hozamgörbét illeti, én sem mondtam merőben mást. Azt írtam, hogy a hozamgörbén balról jobb felé haladva egyre csökkenő mértékben jelentkezik a jegybanki alapkamat emelésének és szintjének hatása. Most hozzáteszem, a mérték függ az időtényezőtől, és ezzel együtt attól, hogy az egyes futamidők mennyire szegmentáltak, illetve a befektetők – és persze a hitelek igénybevevői – mennyire hajlandók váltani az egyes futamidők között. Ehhez természetesen idő kell, ennyiben érdekes itt az időtényező. Ha a futamidők közt a befektetők és a hitelek felvevői hajlandók váltani, akkor a hosszabb futamidők sem mentesek *teljesen* az alapkamat nagyságától és változásától. Ennek mértékét megítélni nem tudom, ezért az alapkamat nagysága és a külföldiek haszonszerzése közti közvetlen kapcsolattól, ha ilyen létezik is, most eltekintek.

A mienkhez hasonló helyzetben azonban az inflációs cél követése mégis növeli a kamatterhet. Az a lényeg: ha az inflációs cél követése sikeresen csökkenti az inflációt, miközben folytatódik az esztelen állami költekezés, és a nominális bérek növekedése is gyorsabb, mint ami összeegyeztethető volna a viszonylagos árstabilitással, akkor az inflációs cél követése is „benne van” a belső felhasználás GDP-nél gyorsabb emelkedésében: adott reálkamatláb mellett már ez is a kamatterher arányának *növekedésére* vezet. Ezt a következményt nem lehet a téma vizsgálatánál megkerülni!

Mit tesz Kovács Mihály András? Minderről nem szól, vagy olyan adatokra támaszkodik, amelyek azt a látszatot keltik, mintha az iménti állítás ellenkezője volna igaz, tehát, hogy a kamatterher aránya az idő függvényében süllyed. Teszi ezt cikkében ott, ahol ábrával is bemutatja, hogy a központi állami költségvetés kamatterhe a GDP-hez viszonyítva jól kivehetően süllyed az idő függvényében.

Itt Kovács végig nominális kamatkidadásokra és folyó áras GDP-adatokra támaszkodik. (Most eltekintek attól, hogy Kovács az adósságszolgálat adatait veszi, aminek csak egy része kamat, a másik része az esedékes adósság törlesztése.) És itt az infláció a valóságos képet *teljesen eltorzítja!* A *nominális kamatláb* ugyanis időben *gyorsabban* csökkent, mint amilyen mértékben nőtt a külső adósság a GDP-hez viszonyítva. Így – papíron – a kamatterher aránya csökkent, noha *reálértékben számolva* emelkedett. Nem szól arról, hogy minél nagyobb a nominális kamatláb az infláció miatt, annak annál nagyobb része valójában *nem is lehet* reálkamat, mert kompenzációt tartalmaz a pénz elértéktelenedése miatt létrejövő tőkevesztésért. Tehát Kovács akaratlanul is azt a látszatot kelti, hogy nálunk az inflációs célkitűzésnek nem volt számottevő pótlólagos reálkamatköltsége. Ez a látszat jelentkezik azért is, mert – természetesen – a *nominális GDP* a csökkenő infláció miatt is *nő*, így nominális adatok alapján a kamatterher aránya még szembetűnőbben csökkenhet a GDP-hez viszonyítva. Kovács kényes az adatkezelésre. Itt ezt nem teszi, és nem mondja, hogy vigyázat, a látszat csal.

Ennél még fontosabb a következő: az imént mondtam, az inflációs kamat nem tekinthető teljes egészében jövedelemnek. Csak egy része az, vagyis amit reálkamatnak nevezünk. Az a rész, ami megfelel az inflációs rátával osztott kamatrátának. A többi tulajdonképpen *implicit tőketörlesztés* (ami nem azonos az adósságkezelés keretében az esedékes tartozás kiegyenlítését szolgáló résszel).

Ha a külföldi pénztulajdonos forintban denominált papírokba fekteti be valutáját, forintban kapja a kamatot a forintkamatláb nagyságának megfelelően. Ha ezt átváltja *nem csökkenő árfolyamon* mondjuk euróra, akkor befektetése euróban számolva ugyanakkora kamatlábbal fiadzik meg, mint a magyarországi állampolgárok forintbefektetései. Az utóbbiaknak fizetett nominális kamat részben kárpótlás az infláció által okozott *tőkevesztésért*, a külföldi befektetőknél viszont ilyen tőkevesztés Magyarországon nem jön létre. *Valós tőkevesztés nélkül* részesülnek kiegyenlítésben. Így sokkal nagyobb arányú a kamattőkejövödelmük, mint a hazai befektetőké, vagy amekkorát ők maguk a saját országukban elérhetnek.

Extrajövedelmet kaszálnak, függetlenül attól, hogy az itthoni magas nominális kamatlábat mi okozta. E kifizetés a magyar gazdaságot terheli, ugyanis az átváltáshoz szükséges valutát – döntően exporttal – ki kell termelni. Ez a teher nem közvetlenül jelenik meg a statisztikákban, de a GDP egy részének az országból történő kivonását vonja maga után. Korlátozza a hazai befektetési kapacitást – ez is növekedési veszteséget idéz elő – és egyáltalán, bármilyen hazai felhasználást finanszírozó forrást. Nagysága annál nagyobb lehet, minél kevésbé rugalmas lefelé a forint nominális árfolyama, minél nagyobb a forintban denominált külső adósság aránya, és minél nagyobb a nominális kamatláb. Márpedig a nem csökkenő trendű forintárfolyam az inflációs célkitűzés rendszerének fontos tartozéka. (A forint nominális árfolyama 2001 után valóban nem volt romló irány-

zatú). Ez a gond Magyarországon a legnagyobb a volt szocialista országok közül, mert itt jóval gyorsabb az infláció, sokkal nagyobb arányú a külső eladósodás, és nagyobb a nominális kamatlábak színvonala.

Ha már annyi gond van az inflációs cél követésének *szigorú* alkalmazásával, nemcsak az merül fel, hogy azon legalábbis lazítani kellene, hanem az is, hogy megfigyelhető-e viszonylag liberális alkalmazása Magyarországon. És megtudjuk, az MNB nem ragaszkodott mesterségesen alacsony inflációs célhoz, hiszen az árstabilitást tekintve mi mutatuk fel a legrosszabb eredményt a visegrádi régió országaiban. Ez igaz 2001 után is, az inflációs cél követése ellenére.

Magát a tényt nem vitatom. Azt viszont már igen, hogy ez *egyszerűen azért* történt így, mert a jegybank nem volt ambiciózus a dezinflációs politikájában. Lehet, hogy van ebben igazság. Közelebb járunk az igazsághoz, ha azt is figyelembe vesszük: az „inflációs teljesítménynek” nálunk akkor is magasnak kellett lennie a nevezett országokhoz viszonyítva, ha az MNB az infláció erőteljes csökkentésére *végig törekedett volna!* Következik ez részben abból, hogy az aggregált kereslet korlátozása az MNB részéről – nem az ő hibájából – nem lehet elég hatékony. Erről korábban már volt szó. Ehhez képest még lényegesebb, hogy a vizsgált időszak egészét nézve a többi három országban – nagyrészt azért, mert náluk az államháztartás jóval közelebb volt az egyensúlyhoz, és a bérinfláció is jóval mérsékeltebb volt – sokkal kisebbnek bizonyult az inflációs nyomás, mint Magyarországon. Tehát pusztán az adatok összehasonlításával nem lehet jó értékelést adni. *Az adatok mögé kell nézni*, hogy a valóságnak megfelelő következtetésre juthassunk.

Ennek a szemléletnek különösen nagy a jelentősége, ha a különböző országok valutájának árfolyamát, reálfelértékelődését vagy leértékelődését, ezek várható következményeit vizsgáljuk. Annyira nagy, hogy előbb szólni kell arról, mi állhat valamely nemzeti valuta – mondjuk – reálfelértékelődése mögött.

Legyen szó a nemzeti valuta árfolyamának alakulásáról egy felzárkózó gazdaságban! Legyen a nominális árfolyam stabil! Ebben az esetben reálfelértékelődés következhet be a következő okokból:

1. A *Balassa–Samuelson-hatás* miatt. Ennek tartalmát itt nem részletezhetem. E hatás miatt növekszik a fogyasztói árindex, ami a szolgáltatások árindexét is magában foglalja. Mégis, maradhat a nominális valutaárfolyam változatlan, mert a Balassa–Samuelson-hatás – tiszta esetben – nem érinti a nemzetközi kereskedelembe bekapcsolható javak árát. Így nem jár exporthátránnyal akkor sem, ha az *exportpiacokon* a fogyasztói ár szintje stabil. A nemzeti valutában azonban reálfelértékelődés jön létre, ha a belső fogyasztói ár szintje gyorsabban nő, mint a külsőé.

2. A *minőségjavulás* miatt. A minőségjavulás rendszerint belső árszintnövekedéssel jár egyebek közt azért, mert a javuló minőség a külső kereslet növekedését vonhatja maga után. A nemzeti valuta most is maradhat változatlan árfolyamon, ha a jobb minőséget az exportpiacok elismerik, és többet fizetnek érte. De reálfelértékelődés jön létre, mert a nemzeti valuta a hazai és külföldi pénz belső vásárlóerő-arányaihoz képest így még többet ér. (A világgpiacon egy kis országnak fizetett nagyobb importár nem okoz mérhető árszintnövekedést.)

3. A *goodwill javulása* miatt: ha az ország teljesítményének általános megítélése javul, exportált áruért akkor is magasabb árat kap, ha a minőség egyébként ugyanolyan, mint korábban. Ha ez az értékítélet a kereslet-kínálat mechanizmusán keresztül visszagyűrűzik a belső árszintre, reálfelértékelődés következik be. Ekkor sincs szükség a nemzeti valuta leértékelésére.

4. A világgpiaci igényekhez igazodó *rugalmas szerkezeti átalakulás* miatt. Ekkor a világgpiaci kereslet a nemzeti gazdasággal szemben dinamikusan nő, összességében magasabb exportárakat sikerül elérni, ami visszagyűrűzhet a belső árszint alakulására is. Nem okozhat gondot a nemzeti valuta változatlan árfolyama.



5. A túl gyors ütemű nominális bérnövekedéssel és az állam deficités költségeivel járó *gyorsabb belső infláció miatt a külföldi árszint növekedéséhez képest*. Így is reálfelértékelődés következik be, ha közben a nemzeti valuta árfolyama változatlan, vagy ez kevésbé romlik, mint ahogyan az infláció növeli a belső árszintet a külsőhöz képest.

Összegezve: az 1–4. tényezők szerepe és hatása egészen más, mint az 5. tényezőé, vagyis az inflációé. Az első négy felzárkózást jelent a fejlett országokhoz, az utolsó, az ötödik, egyáltalán nem ezt, noha mind az öt a nemzeti valuta reálfelértékelődésével jár. Ehhez hozzá kell tenni a következőket.

*Először*, attól függetlenül, hogy az öt felsorolt közül melyik tényezőre lehet visszavezetni a belső árszint emelkedését, a statisztika mindegyiket mint áremelkedést rögzíti. A Balassa–Samuelson-hatás ugyanúgy a fogyasztói ár szintjének emelkedésében jelentkezik, mint az expanzív jövedelmi és költségvetési politika miatt bekövetkező infláció. Pedig a Balassa–Samuelson-hatás esetén a külkereskedelmi forgalomba rendszeresen bekerülő áruk árszintje maradhat változatlan: a versenyképesség nem romlik. Az inflációval nem számolva, hasonló a helyzet a többi tényezővel is. Mindegyik jelentkezik áremelkedésben, de ezek esetében a versenyképesség javulhat, sőt javul is, ha a termelési szerkezet átalakulását vagy a *goodwill* és a minőség javulását nem követi a belső árszint túl gyors ütemű emelkedése. Az infláció viszont nem versenyképességet javító, hanem rontó tényező, az inflációs áremelkedést nem ismeri el a külső piac. Minden áru árára kiterjed, így ha a kereskedelmi partnereknél az infláció lassúbb, adott árfolyamon a versenyképesség az infláció hatására romlik.

*Másodszor*, és ez a fontosabb a most vitatott kérdés szempontjából, e tényezők egymás közti arányait tekintve *jelentős eltérések* mutatkoznak az egyes időszakokban a különböző országok között! Az első négy tényező súlya, jelentősége egy adott időszakban radikálisan megnőhet még akkor is, ha maga az infláció nem csökken, és még inkább, ha az inflációs nyomás lényegesen csökken (például azért, mert a nominális bérek növekedési ütemét sikerült radikálisan lejjebb szorítani). Ezek szerint, a reáleffektív árfolyamindex *ugyanolyan mértékű* emelkedésének *gyökeresen eltérő* hatása lehet a különböző gazdaságokban akkor, ha a felsorolt tényezők szerepe országonként nagyon *differentiáltan* alakul. Ha nemzetközi összehasonlítást végzünk, *egymagában* alig mond valamit az, hogy ez a mutató, más országokhoz képest, értéke szerint hogyan változott. Ha viszont a figyelem elsősorban egy országra összpontosul, és azt látjuk, hogy *itt* maga az inflációs nyomás erőteljes volt, míg a fejlesztés és a minőségi követelmények háttérbe szorultak, nyugodtan mondhatjuk, hogy ez komoly hátrány a külgazdasági kapcsolatok, például az export terén. És most nézzük azokat a tényeket, amelyeket Kovács Mihály András a vitacikkében felsorol!

*Nem igaz, hogy a nagyobb reálfelértékelődés rontja az exportteljesítményt!* – mondja. Igaza van abban, hogy a statisztikák szerint a kapcsolat nem egyértelmű. Magyarországon 2006-ra 1999-hez képest kisebb a reálfelértékelődés mértéke, mint Csehországban és Szlovákiában. Mégis az utóbbi két ország nagyobb mértékben növelte a külső piacát. Döntően azonban azért, mert a nevezett időszak *egészében* a reálfelértékelődést kiváltó tényezők súlya nálunk kedvezően, nálunk pedig kedvezőtlenül alakult. Ez viszont azt jelenti: Magyarországon a tapasztalt reálfelértékelődés rontotta az export és a gazdasági növekedés közép- és hosszú távú feltételeit, Csehországban és Szlovákiában pedig javította. Így nem csupán tudomásul vesszük a tényeket, hanem *meg is érthetjük*, hogy hol mi és *miért* történt. Ez azért nagyon lényeges, mert így az is érthető: csak azért, mert más gazdaságokban maga a reálfelértékelődés nem bizonyult vagy bizonyul hátránynak, sőt úgy tűnik, néhol még előny is lehet, nem azt jelenti, hogy a miénkben sem okozhat gondot!

*A reálfelértékelődést öt-hat éves távon nem a jegybank, hanem a felzárkózás okozta* – mondja ugyancsak Kovács Mihály András. Ezt a tételt a végső következtetései között

meg is ismétli. A világos állítás Kovács részéről az, hogy az MNB politikájának nem sok köze van a forint reálfelértékelődéséhez. Ezt az állítást tudomásul lehet venni, más kérdés, hogy egyet lehet-e vele érteni. Az viszont egyáltalán nem világos, hogy akkor melyek azok a tényezők, amelyek nálunk a reálfelértékelődéshez vezettek. Az imént tettem egy felsorolást. Ennek alapján teljesen érthetően meg lehet állapítani, mi lehet a reálfelértékelődés magyarázata Magyarországon: a fő ok a többi országhoz képest lényegesen gyorsabb, a túlzott és tartós jövedelmi és költségvetési expanzió alapuló infláció, és ugyanakkor az a körülmény, hogy a forint nominális árfolyama 2001 óta nem süllyedő irányzatú. És ezt a folyamatosan fenntartott többletfogyasztás, nagy államháztartási deficit, a gyorsan növekvő külső adósság, valamint a növekedési feltételek romlása kísérte. Mitől lett volna gyors felzárkózás a fejlett országokhoz? Ezzel szemben Szlovákiában és Csehországban a gyors felzárkózás folyamata érthető, és magával a nemzeti valuták reálfelértékelődésével összeegyeztethető. Ott az infláción kívüli *többi* négy tényező a reálfelértékelődés meghatározó ereje.

Ez annyira így van, és náluk annyira nem az infláció a fő ok, hogy mindkét országban a nominális árfolyam közel 20 százalékos felértékelődésére került sor az utóbbi két évben: ha ugyanis a minőség és a goodwill javulását, amit a külső piacok elismernek, nem követi spontán módon a belső árak emelkedése, azt akár a nemzeti valuta nominális felértékelése is helyettesítheti. Nálunk viszont, bizony, előfordulhat, hogy egy újabb árfolyamromlás után, átmenetileg, ismét megnövekszik az inflációs nyomás. Hiba arra hivatkozni, hogy ez más országokban nem figyelhető meg. A politika esztelensége, a gazdaságpolitika könnyelműségének az a mértéke, amit Magyarországon tapasztalni lehetett, ugyancsak nem figyelhető meg más, a mi régióinkhoz tartozó többi országban. Sajnos.

Sem az elméleti állásfoglalást illetően, sem a tényeket felmérve, nincs okom korrigálásra. A lényegyet tekintve tulajdonképpen semmiben sincs. Cikkemet segítő szándékkal írtam meg, mert úgy gondoltam, hogy a közös gondolkodás előbbre visz. Ma az egyensúly megteremtése van napirenden, ami súlyos megpróbáltatásokkal jár. Ma nem elsősorban az a gond, hogy bármilyen körülmények közt helyes-e az inflációs célt követő monetáris politika alkalmazása. Mégis, a tanulságok levonáshoz utólag vizsgálni kellene, hogy körülményeink közt alkalmazhattunk volna-e hatékonyabb és a gazdasági egyensúlyt jobban segítő monetáris politikát. Akármi is a végső következtetés, az elemzés, illetve a vita tanulságul szolgálhat a jövőre nézve.

Ehhez azonban higgadt és tárgyilagos vitára volna szükség, de Kovács cikke ennek éppen az ellenpéldája. Cikkének első része csupa olyan állítást ad a számba, aminek éppen az ellenkezőjét vallom. (Hiszen nem támadom, hanem éppen védem a jegybank önállóságát, nem magától csökken a bérinfláció és maga az infláció, nem állítom, hogy keresleti többlettel és/vagy inflációval gyorsabb növekedés érhető el.) Megalapozatlanok azok a vádjai is, amelyeket a tényekkel kapcsolatosan vet fel (lásd a kamatteher és az inflációs célkitűzés kapcsolatát, valamint a reálfelértékelődés hatásának értékelését). Adatkezelése nem átgondolt és alapos közgazdasági elemzésen nyugszik. Az egész tetézi az a kioktató hangnem, amelyet használ. És mindehhez hozzá kell tennem: *feltehető*, hogy minderre – sem az érvelés során elkövetett csúsztatásaira, melléfogásaira, az adatok alapján levont hibás következtetéseire, sem pedig az elfogadhatatlan hangnemre – nem hívták fel a figyelmét, ezektől senki sem óvta. Sem a közgazdasági osztályon, sem máshol az MNB-ben, sem munkatársai, sem felettesei és tanácsadói. Ha valóban így történt, ez több mint sajnálatos. Ha ebben tévednék, ezért már most elnézést kérek.