

BIHARI PÉTER–VALENTINYI ÁKOS

Pirruszi dezinfláció vagy tartósan alacsony inflációs környezet?

A vitacikk elméleti és gyakorlati megfontolások alapján tárgyalja, hogy mennyire megalapozott az árfolyam túlértékelttségére vonatkozó állítás. A monetáris politika hatásmechanizmusának vizsgálatán belül kiemeli a várakozások figyelembevételének fontosságát. Foglalkozik a Magyarországon kialakult kamatszint, az infláció és a növekedés kapcsolatával. Monetáris politikai megfontolásokból vitatja az alacsonyabb kamatszint és a gyengébb árfolyam indokoltságát a magyar környezetben.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E43, E44, E52, F31.

Ez az írás nem hagyományos értelemben vett vitacikk. Erdős Tibor e számban az 847–867. oldalon olvasható – Forintárfolyam, kamatszint és devizaalapú eladósodás című – tanulmánya az a forrás, ahonnan a cikkünkben vázolt és vitatott gondolatok erednek, de mondanivalókat nem a vele folytatott polémia keretében fejtjük ki. Ez alól csak néhány esetben teszünk kivételt. Azért választottuk a nem személyhez kötött vita formáját, mert az Erdős Tibor cikkében fellelhető közgazdasági tételekkel és monetáris politikát illető kritikai megállapításokkal gyakran találkozunk a hazai szakmai publikációkban. Amit ő képvisel, azt sokan mások is osztják. A személyes jelleg kiiktatásával talán hangsúlyosabbá válik, hogy elvi, közgazdasági alapelvek közötti, valamint paradigmamélységű különbségek állnak a hazai monetáris politika teljesítményének eltérő értékelései között.

Vásárlóerő-paritás és az egyensúlyi árfolyam

Az egyensúlyi árfolyam meghatározása a közgazdászok számára olyan, mint Szent Grál kelyhe, amelyet hosszú ideje keresnek anélkül, hogy meglelnék. Az elmúlt évtizedekben kifejlesztett egyensúlyi árfolyamelméletek egyike a vásárlóerő-paritás elvén nyugszik. Ám a több évtizedes kutatás ellenére sem tudunk annál többet mondani a valutaárfolyamokról, mint hogy számos tényezőt ismerünk, amelyek befolyásolják alakulásukat, de e tényezők egymással való elméleti kapcsolatát, illetve az árfolyamokra gyakorolt kvantitatív hatásukat csak részben tudjuk leírni, legyen szó akár nagy vagy kis, nyitott gazdaságról. Ezért minden olyan állítást, amely konkrét árfolyamértékekkel kapcsolatban állítja, hogy az a valuta alul- vagy felülértékelttségére utal, erős fenntartásokkal kell kezelni.

A vásárlóerő-paritás elmélete első megközelítésben egyszerűnek tűnik: két valuta árfolyamát a két ország relatív árszintje határozza meg. Fontos felhívni a figyelmet, hogy az állítás mögött az a feltevés húzódik meg, hogy azonos jöszágoknak vagy a jöszágok azonos

kosarának ára ugyanabban a valutában kifejezve a két ország között megegyezik. Ha nem így lenne, akkor egészen addig, amíg az árak ki nem egyenlítődnek, azokból az országból, ahol olcsóbbak a termékek, oda áramlanának, ahol drágábbak. Az egyensúlyi árfolyamok vásárlóerő-paritáson nyugvó elmélete tehát nem más, mint egy arbitrázsmentességi feltétel árupiacokra való alkalmazása. Ebből kiindulva azonnal láthatjuk, hogy mi lehet a probléma az elmélet gyakorlati alkalmazásával: minden olyan tényező, amely a jóságárbitrázszt nehezíti vagy gátolja, gyengíti a vásárlóerő-paritás érvényesülését.

Melyek az áruk szabad áramlását befolyásoló legfontosabb tényezők? Először az áruk egy jelentős része, például a szolgáltatások döntő része, nem kerül külkereskedelmi forgalomba. Ezeknek a jóságoknak az ára nem egyenlítődik ki országok között. Ez az egyik legfontosabb ok, amiért a vásárlóerő-paritás elmélete nem ad megfelelő támpontot még kis, nyitott gazdaságokban sem az egyensúlyi árfolyam meghatározásához. Másodszor, a megfigyelt árak kiskereskedelmi árak, amelyek tartalmazzák a kereskedelmi szolgáltatások díját is. Mivel a szolgáltatások ára országok között nem egyenlítődik ki, ezért még a külkereskedelmi forgalomba kerülő áruk megfigyelt árai sem egyenlítődnek ki az egyes országok között. Harmadszor, a termelők, ha tehetik, adott terméket más-más áron értékesítenek a különböző piacokon. Negyedszer, a kereskedelmi korlátok (vámok és különböző adminisztratív szabályok) szintén gátolják az árak országok közötti kiegyenlítődését és ezzel a vásárlóerő-paritás érvényesülését az árfolyamban.¹

Az egyensúlyi árfolyam meghatározása vásárlóerő-paritás alapján már önmagában jelentős kihívás elé állítja az elemzőt. A felsoroltak miatt azonban nem állíthatjuk, hogy az árfolyamnak szükségképpen tükröznie kellene az országok közötti relatív árszinteket. A vásárlóerő-paritástól eltérő árfolyam megállapítása önmagában nem elegendő annak megítéléséhez, hogy az adott árfolyamszint megfelel-e, vagy sem a gazdaságnak (illetve az exportőröknek). Mindenfajta empirikus vizsgálat nélkül kijelenteni, hogy egy adott árfolyamszint jó, egy másik pedig rossz, hangzatos ugyan, de megyőző ereje csekély.

Az árfolyamcsatorna mindenhatósága és a várakozások

A Magyar Nemzeti Bank monetáris politikájának bírálói leggyakrabban azzal érvelnek, hogy a kamattranszmisszió elégtelensége következtében a jegybank egyedül az árfolyamcsatornára hagyatkozhat, az infláció mérséklését pedig csak túl erős/túlértékelt/a vásárlóerő-arányok által nem indokolt és a gazdasági teljesítményt visszavető árfolyammal, ezt az árfolyamszintet pedig csak az ország kockázati megítélése által indokoltnál magasabb – és a reálgazdasági teljesítmény szempontjából szintén káros hatású – kamatszinttel lehet elérni. A bírálók szerint azonban ez a monetáris politika csak pirrushi győzelmet arathat az infláció felett, mert a túlértékelt árfolyam a végtelenségig nem tartható fenn, a megdráguló export és olcsóbbá váló import következtében kibontakozó fizetésimérleg-hiány vagy az elégtelen gazdasági teljesítmény következtében megrendülő külföldi befektetői bizalom előbb-utóbb árfolyam-korrekcióhoz vezet, aminek következtében felszínre tör az erős árfolyam által korábban elfojtott infláció. Az árfolyamcsatorna kiemelkedő szerepét nagyrészt az magyarázza, hogy a devizahitelezés következtében a vállalati és háztartási hitelpiac jelentős hányadára az irányadó kamatok változtatása közvetlenül nem gyakorol hatást.

Igazuk van a bírálóknak abban, hogy a devizahitelezés elterjedése átrendeződést okoz a monetáris transzmisszió csatornáinak között: gyengíti a kamatcsatorna erejét (mert az irányadó kamatok változtatása közvetlenül nem hat a vállalati és háztartási hitelpiac devizahite-

¹ Részletes áttekintést ad a vásárlóerő-paritás és az árfolyam kapcsolatáról Rogoff [1996].

lekkel lefedett részére); erősíti az árfolyamcsatorna szerepét, mert a vállalati és háztartási hitelpiac devizahitelekkel lefedett részét közvetlenül is bekapcsolja az árfolyamváltozás hatásainak kített területek közé. Kicsi és nyitott gazdaságokban az árfolyamcsatorna kiemelt szerephez jut, mert az export- és importtermékek árát és versenyképességét közvetlenül érinti a hazai valuta értéke. Ez nem új dolog. Új dolog viszont az, hogy az árfolyam változása a devizahitelesek törlesztési terhének változtatásán keresztül érdemben hat a rendelkezésre álló jövedelem alakulására. S nyilván minél kiterjedtebb a devizahitelezés, annál erőteljesebb ez a hatás. Ennek következtében ma már egyszerű eszközökkel nem állapítható meg, hogy egy árfolyam-leértékelődésnek az exportelőnytörő vagy háztartási fogyasztási keresletet mérséklő hatása gyakorol nagyobb hatást a GDP alakulására. Abban is igazuk van a bírálóknak, hogy létezik olyan árfolyamszint, amely társadalmi jóléti veszteséget okoz, mert a keletkező inflációs nyereség eltörpül a reálgazdasági veszteségek mögött. Egyetértünk abban is, hogy ilyen (tartós és jelentős túlértékeltséget mutató) árfolyamszint fenntartását nem kívánhatja a monetáris politika.

Az viszont valós vitakérdés, hogy az elmúlt évtized árfolyam-alakulásában voltak-e ilyen időszakok. Meglehetősen bizonytalanok azok az elméleti számítások, amelyek az egyensúlyi árfolyam meghatározására irányulnak.² Nem ígérkezne könnyű feladatnak a vásárlóerő-paritás számszerű meghatározására irányuló kísérlet sem. Beszédeselek viszont a tényadatok. Tartós és jelentős túlértékeltségre a zuhanó exportteljesítmény, a szárnyaló import, az exportpiacainkról történő gyors kiszorulás utalna. Ezzel szemben 2001–2008 között az export növekedése minden évben meghaladta a GDP bővülését, és egyetlen esztendő kivételével mindig nagyobb volt, mint az import növekedése. Exportpiacainkon részesedésünk a régió többi országához hasonlóan növekedett. Magyarország eleinte az élen járt ebben a folyamatban, az ezredforduló óta azonban sereghajtó lett. 2000 után a régió országaiban (kivéve Lengyelországban) közel azonos mértékű reálfelértékelődés történt, így részesedésnővekedésünk relatív lassulása nem magyarázható az árfolyam-alakulással. Mindez azt jelzi, hogy a magyar gazdaságban az inflációs célt követő időszakban nem alakult ki olyan túlértékelt árfolyamszint, amely súlyos reálgazdasági torzulásokat okozott volna. Márpedig ha a túlértékeltségre vonatkozó állítás nem állja meg a helyét, a kényszerű korrekció szükségszerű bekövetkezésnek tézise sem tartható.

A 2008. évi válságot követő forintgyengülés nem a megjósolt korrekció megvalósulása („az igazság órájának eljövetele”), hanem a magyar országkockázat romlásának kifejeződése. A felduzzadt devizahitel-állomány miatti sérülékenység, a magas adósságállomány piaci finanszírozhatóságával kapcsolatos aggodalmak, a válságból való kilábalás elhúzódása stb. az árfolyam gyengülésében csapódnak le. A pénzügyi válságot megelőző években a jegybank állítólagos árfolyam-túlerősítő politikájára reakcióként nem történt leértékelődés. Amikor 2006 nyarán a kormány bejelentette a kiigazítói csomagot, azért gyengült érdemlegesen árfolyam, mert hirtelen és átmenetileg megnőtt az országkockázat. Az akkori kormányzati intézkedések viszonylag gyorsan kedvezőre forduló piaci fogadtatása nyomán az árfolyam is visszatért a kiigazítási csomag bejelentését megelőző szintre. Mindezek fényében meglehetősen önkényesnek tűnik a 240–250 forint/euró árfolyamot túlértékeltnek (rossznak) a 280–290 forint/euró szintet pedig elfogadhatónak tartani.

Nem csupán az árfolyamcsatorna eltérő értékelése miatt alakul ki különböző kép a monetáris transzmisszió eredményességével kapcsolatban. A jegybankot ért bírálatok gyakran nem tulajdonítanak kellő fontosságot annak, hogy az infláció *várakozásoktól is függő* jelenség, és a monetáris transzmisszióknak van várakozási csatornája is. Az inflációs folya-

² Lásd *Égert–Halpern–MacDonald* [2006] tanulmányát az egyensúlyi árfolyam becslésével kapcsolatos elméleti és ökonometriai problémákról.

matokat jelentős részben a gazdasági szereplők jövőbeli áralakulásra vonatkozó, részben a múltbeli folyamatokból táplálkozó vélekedései alakítják. Például ha a munkavállalók arra számítanak, hogy az infláció magas marad, akkor magas nominális bérnövekedést fognak kiharcolni, ami költségoldalról inflációs nyomást, keresleti oldalról pedig többletnövekedést idézhet elő. Ha a hitelfelvevők számítanak magas inflációra, akkor nominálisan több hitelt vesznek fel, mint alacsonyabb várt infláció mellett. Ezek a várakozások egyelőre Magyarországon nem horgonyoztak, ami azt jelenti, hogy a gazdasági szereplők viselkedését nem az a meggyőződés orientálja, hogy a pillanatnyi inflációemelő vagy -csökkentő hatások ellenére a jövőbeli infláció visszatér egy általánosan elfogadott (ideálisan a jegybank által kitűzött) értékhez. Ez nem meglepő, ha a gazdaság szereplői nem támaszkodhatnak tartósan alacsony inflációjú időszakok élményanyagára.³

Elméletileg belátható és a tapasztalatok is alátámasztják, hogy az inflációs várakozások lehorgonyzását hiteles és szigorú monetáris politika képes elérni. A jegybank a várakozásokat az inflációs cél meghirdetésén, a verbális kommunikáción kívül az irányadó kamatok változtatásával is képes befolyásolni. A kamatok változtatásával a jegybank közvetlenül arra törekszik, hogy a céltól elszakadni látszó inflációs folyamatokat a célhoz visszaterelje. A lépéssel egyúttal a jegybank jelzi is a piac számára elkötelezettségét a kitűzött inflációs cél elérése iránt, amitől azt reméli, hogy a gazdaság szereplői az eddigieknek megfelelően vagy jobban fognak bízni az alacsony infláció kialakulásában, és ez a bizalom ténylegesen is hozzájárul az alacsonyabb infláció létrejöttéhez. Az inflációs cél alapján indokolt kamatlépés elmaradása pedig a piaci szereplők szemében kérdésessé teheti a jegybank elkötelezettségét a saját maga által kitűzött cél iránt, és ezzel az inflációs várakozások gerjedéséhez járulhat hozzá.⁴

A monetáris transzmisszióknak kiemelten fontos része a várakozásokra gyakorolt hatás. Erős ez a csatorna, ha egy jegybanki kamatléptetés érdemleges hatást képes kiváltani a várakozásokban, és gyenge (kis hitelességű a jegybank), ha kamatléptései gyengén befolyásolják a várakozásokat. A várakozások alakulása hatással van a transzmisszió többi csatornáinak működésére is. Jól horgonyzott várakozások esetén mind a kamat-, mind az árfolyamcsatorna hatékonyabban működik.⁵ Túl szűken értelmezi tehát a jegybanki transzmissziós mechanizmust az, aki egy esetleges jegybanki kamatemelésben csupán az árfolyam-erősítő hatáson keresztül inflációmérséklést látja. Az elmondottakból az következik, hogy magasan rögzült várakozások esetén a jegybank csak magas kamatszint fenntartásával képes az infláció lezoritására.

A kamatparitás és a túl magas kamatszint

Úgy tűnik, egyetlen szakember sem vitatja, hogy amíg az infláció Magyarországon magasabb, mint az eurózónában, addig a magyar rövid lejáratú kamatoknak is magasabbnak kell lenniük. A vita sokkal inkább abban van, hogy mennyivel. Sokan úgy vélik, hogy a jegybank magasan tartotta a kamatokot, ami túl erős árfolyamhoz, alacsonyabb exporthoz és a devizahitel felduzzadásához vezetett. A kérdés persze az, hogyan lehet meghatározni

³ Érdemes megjegyezni, hogy az inflációs várakozások horgonyozottságának fontos szerepe lehet a fedezetlen kamatpartiástól való eltérésben is. *Lothian–Wu* [2005] szerint ugyanis a dezinflációs periódusokban, amikor a várakozások még nem horgonyoztak, a fedezetlen kamatparitástól való eltérés szignifikáns.

⁴ Az alacsony infláció fenntartásának elméleti kérdéseiről lásd *Clarida–Gali–Gertler* [1999] és *Woodford* [2003].

⁵ Az árfolyamcsatorna és az inflációs várakozások kapcsolatáról lásd *Vonnák* [2010]. Ebből adódóan megítélésünk szerint az árfolyamcsatorna hatásmechanizmusa sem érthető meg az inflációs várakozások bekapcsolása nélkül.

az infláció csökkenését elősegítő, de „nem túl magas”, káros mellékhatásokkal nem járó kamatok. A gyakorta javasolt megoldás szerint olyan monetáris politikát kellett volna folytatni, amely biztosítja, hogy a fedezetlen kamatparitásnak megfelelően, a kamatkülönbség mértékével értékelődik le a forint az euróhoz képest. Ebben az esetben nem érné meg devizahitelt sem felvenni, mert az alacsonyabb eurókamatlábból származó előnyt a leértékelés elviszi. A jegybanki kamat tehát túl magas, ha a fedezetlen kamatparitás nem teljesül, viszont éppen megfelelő (még az infláció szempontjából), ha nagyjából teljesül. A probléma ezzel az okoskodással az, hogy a kamatparitásról szóló könyvtárnyi empirikus irodalom szerint rövid és középtávon nem teljesül a fedezetlen kamatparitás.⁶ Ha – az országgockázatok eltéréseiből fakadó kamatkülönbségek hatásától egy pillanatra eltekin-tünk – egy országnak a kamata magasabb, mint egy másiké, akkor valutája a beáramló tőke miatt rövid és középtávon tipikusan felértékelődik. Nemigen találunk példát arra, hogy sikerült valamekkora kamatkülönbséget fenntartani a magasabb kamatú valuta felértékelődése nélkül. Ezt szokás a fedezetlen kamatparitás rejtélyének nevezni. Nem létezik a gyakorlatban olyan monetáris politika, amely egyszerre képes inflációt csökkenteni és fedezetlen kamatparitást fenntartani.⁷

A jegybanknak és jegybankároknak szóló bírálatok kimondott-kimondatlan üzenete az, hogy alacsonyabb kamatszinttel, gyengébb árfolyammal magasabb növekedési teljesítményt érhetett volna el a magyar gazdaság, és ez megérte volna a lazább monetáris politika miatt bekövetkező magasabb inflációt. Ez ellen nem az a fő érv, hogy nem szerencsés a jegybankároktól alapvető mandátumukkal ellentmondásban álló követelményeket számon kérni. A jegybank elsődleges felelőssége az árstabilitás, és csak az ennek megteremtéséhez szükséges lépések megtétele után feladata a növekedés támogatása. A fő ellenérv közgazdasági természetű. A magasabb infláció mellett megvalósított gyorsabb növekedés a magasabb infláció következtében gyorsuló bérnövekedésen, a gyengébb árfolyam miatti gyorsuló importköltség-emelkedésen keresztül a következő időszakra már rosszabb növekedési kilátásokat vetít előre. A növekedési többlet átmeneti, a megemelkedett infláció (nem utolsósorban a romló várakozások, a jegybank hitelességvesztése következtében) tartós lesz. A pirruszi minősítés erre az átmeneti, de magas társadalmi költséggel járó növekedési többletre inkább áll, mint a szigorú monetáris politikával megvalósított dezinflációra. Az árstabilitás megteremtése azért elsődleges érdek, mert ez a hosszú távon elérhető legmagasabb gazdasági növekedés megvalósulásának szükséges feltétele.⁸

A pénzügyi válság hozott új tanulságokat az inflációs cél követésében. A válság leg-élesebb időszakában a javuló inflációs kilátások ellenére sem csökkenthetett kamatot a jegybank, mert a valószínűen bekövetkező árfolyamgyengülés a pénzügyi stabilitást veszélyeztethette volna. Az akkori árfolyamszintek mellett olyan hitelminőség-romlás fenyegette a bankszektor, ami rendszerstabilitási kockázatot jelentett. A vihar egyik tanulsága, hogy a monetáris döntéshozóknak „békeidőkben” sem elég pusztán az inflációs cél teljesülésére figyelniük. Folyamatosan értékelnünk kell, hogy nincsenek-e kialakulóban olyan kockázatok, amelyek végső soron a rendszer stabilitását fenyegethetik. A vizsgál-landó szempontok ilyen kibővülésének eredményeként elvi lehetőségként létrejöhet olyan döntési helyzet, ami az inflációs cél logikájából fakadó döntéstől eltérő eredményre vezet. Az inflációs célnál a rendszer stabilitásának fenntartása előbbre való.

⁶ Lásd *Fama* [1984] klasszikus írását a kérdéstről. A témáról *Kisgergely* [2010] ad friss áttekintést.

⁷ A jegybankok gyakorlata legalábbis erre utal. *Clarida–Waldman* [2007] azt találja, hogy a magasabb infláció hírére az árfolyam tipikusan felértékelődik, mivel a piacok azt várják, hogy a jegybank kamatemeléssel reagál az új információra.

⁸ Az infláció és a gazdasági növekedés közötti kapcsolatot vizsgáló empirikus munkák tipikusan negatív kapcsolatot találnak a kettő között. Lásd *Easterly* [2005], illetve a benne szereplő hivatkozásokat.

Kamatszint és devizahitelezés

A magyar infláció az elmúlt tíz év során nemcsak a célnál volt magasabb, de jóval magasabb volt, mint az euró-zóna, Svájc vagy Japán inflációja. Miután a jegybanknak alapvető mandátumából következően olyan döntési lehetősége nincs, hogy túri a tartósan magas (dez)inflációt, a Magyar Nemzeti Bank – egyéb eszközei nem lévén – nem tehetett mást, mint hogy magas kamatokkal fékezte az inflációt. Emiatt jelentős kamatkülönbség alakult ki az euró, a svájci frank, a jen, valamint a forint kamatai között. Az Európai Unióhoz való csatlakozás részeként Magyarországnak a tőkeáramlás előtt álló összes korlátot le kellett bontani. A pénzügyi válság előtti időszakban nagy volt a tőkekinálat a világ pénzpiacain, jelentős összegek keresték a helyüket. A magyar dezinfláció miatti magas forintkamatok, a szabad tőkeáramlás lehetősége és a bőséges likviditás következtében – különösen az uniós csatlakozás után – jelentős mennyiségű tőke áramlott Magyarországra is. Ez véleményünk szerint elkerülhetetlen dezinflációs időszakban. Hasonló jelenséget figyelhattunk meg az egyesült államokbeli, illetve a brit dezinflációs periódusban is az 1980-as évek elején.

A kamatkülönbség megteremtí a devizahitelek versenyképességének alapját, a szabad tőkeáramlás és a likviditásbőség pedig megnyitja az utat az olcsó forrásokhoz. Nem jöttek volna létre a devizahitelek, ha nincs érdemi különbség a hazai és a külföldi kamatszint között. Kamatkülönbség pedig akkor nem jelentkezett volna, ha a jegybank lemond (dez)inflációs elkötelezettségéről. (Jelentős inflációs különbségek mellett fennálló kamatszint-azonosság persze a többek által igényelt kamatparitást is felborította volna.) Ezzel együtt a magas kamatkülönbség által kiváltott tőkeáramlás sem szükségszerűen vezet a lakossági devizahitel-szindróma kialakulásához. A monetáris politika eszközeivel ugyan nem lehetett volna megakadályozni a jelenség kialakulását, de más eszközök rendelkezésre álltak. A pénzügyi szabályozás eszköztára hatékonyan, az inflációs cél veszélyeztetése nélkül képes lett volna betölteni ezt a szerepet. Az ingatlanfedezetségi arány növelése, szigorúbb jövedelemszabályok alkalmazása vagy a banki tartalékolási szabályok megfelelő változtatása lényegesen lassíthatna a devizahitelek térhódítását.⁹ Ilyen kezdeményezésekkel a válság kirobbanásáig nem élt a jegybank. A jegybank abból indult ki, hogy a belső eredetű súlyos gazdasági válság alapját jelentő fiskális felelőtlenség felszámolása az évtized második felében megkezdődött. Ilyen körülmények között az anyabanki és nemzetközi pénzpiaci forrásokhoz való hozzáférés elapadását, a forint tartós és súlyos mértékű leértékelődését csak szélsőséges világgazdasági megrázkódtatás idézheti elő. Ilyen kataklizma bekövetkeztével nem számolt a jegybank.

Az infláció eredete és megfékezésének eszközei

Erdős Tibor első állítása: „[a] jegybank akkor tudja az inflációt újabb bajok okozása nélkül lejjebb szorítani, ha csökkenti vagy fékezni képes a vállalatok, a lakosság és az állam hiteligényét” (lásd a 862. oldalon). A hiteligények fékezésével csökken az összkéréslet, és ez csökkenti az inflációt, ami azt az implicit állítást tartalmazza, hogy túlfűtöttség miatti általános keresleti nyomás, a gazdaság túlzott hiteligénye áll a magyarországi árszínvonal-emelkedés hátterében. Ha valóban a túlzott kereslet nyomta volna felfelé az árakat az elmúlt tíz év során, akkor jelen kellett volna lenniük a túlzott kereslet szokásos egyéb tüne-

⁹ A devizahitelezést vagy tágabban a dollárosítást vizsgálók ennél messzebb mennek. *Goldstein–Turner* [2004] szerint a dollárosítás megakadályozásához stabil makrogazdasági környezet szükséges, beleértve az alacsony inflációt és költségvetési hiányt. *Zettelmeyer–Nagy M.–Jeffrey* [2010] szerint a makrogazdasági intézmények megerősítése biztosíthatja, hogy a devizahitelezési mizéria ne alakuljon ki újra.

teinek is. De az elmúlt tíz évet nem a foglalkoztatás rohamos bővülése, a beruházások lendületes emelkedése, az ingatlanárak szárnyalása jellemezte. A devizahitelezés szárnyalt, ám az emiatti túlzott háztartási kereslettel már csak azért sem magyarázható a magyarországi infláció, mert az már a devizahitelek felfutása előtt is fennállt. A magyar vállalati szektor hitelkereslete pedig semmilyen standard alapján nem tekinthető túlfűtöttnek.¹⁰ Ha volt is olyan időszak az elmúlt tíz év során, amelyben pozitív kibocsátási rés érvényesült, azt elsősorban fiskális expanzió eredményezte. A túlzott állami költekezés ellen pedig nem célszerű a hitelezés általános korlátozásával fellépni. Erdős Tibor idézett implicit állításával szemben úgy gondoljuk, hogy a magyarországi infláció nem a háztartások és vállalatok túlzott hiteligényének, hanem döntően költségoldali nyomás és várakozási tényezők következménye. Amikor a jegybank a bérek gyors növekedéséből fakadó inflációs nyomásról beszél, akkor elsődlegesen a béreken keresztüli költségnyomást hangsúlyozza, amivel egyidejűleg a fogyasztási keresleten keresztül akár deflációs hatás is érvényesülhet. Az importált termékek árai részben közvetlenül, részben termelési költségelemként hatnak a fogyasztói árak alakulására.

A hitelígyéyek korlátozásával megvalósított inflációcsökkentésnek még egy vonatkozására érdemes felhívni a figyelmet. A hitelkereslet korlátozása az összkereslet mérséklésén keresztül fejt ki deflációs hatását, ám az összkereslet mérséklése negatívan hat a gazdaság kibocsátására is. Ezt azért érdemes hangsúlyozni, mert az inflációs célt követő stratégia bírálói amiatt kárhozzatják a jegybankot, hogy az infláció megfékezése érdekében erősen tartott árfolyamnak negatív reálgazdasági hatásai vannak. De a hitelígyéyek korlátozásával megvalósított inflációcsökkentésnek is reálgazdasági ára van. Lehetséges, hogy az nem az exportszektort vagy az importtal versenyző hazai termelőket sújtja, de a hitelezés korlátozásának ettől még éppúgy negatív reálgazdasági következményei lesznek. Ráadásul még az is előfordulhat, hogy lesznek olyan exportőrök, akik a kedvező árfolyam melletti árbevételről a dráguló finanszírozás vállalhatatlan terhei miatt lesznek kénytelen lemondani.

Erdős Tibor szerint a múltban a „restriktív kamatpolitika mellett folyamatosan csökkenő forintárfolyamra lett volna szükség” (lásd a 863. oldalon). Általános érvelése szerint, ha a nominális árfolyam a hazai és a külföldi infláció különbözetének megfelelő mértékben változik, akkor az árfolyam ugyan nem járul hozzá az infláció mérséklődéséhez, de nem is emeli azt. Az infláció letörését kizárólag a hitelkereslet korlátozó restriktív kamatpolitika oldja meg. Ebből pedig az következik, hogy tartósan fennálló inflációs nyomás esetén restriktív (magas) kamatokkal kell a hitelkeresletet mérsékelni. De hát éppen az a jegybanki bírálatok vezérgondolata, hogy a monetáris politika a magas kamatszint révén teremtett vonzó hozamokkal olyan tőkebeáramlást indukált, ami a forint túlerősödéséhez vezetett. A hitelkereslet kamatpolitikai eszközökkel történő fékezése ugyanezzel a következménnyel járna. Csak úgy lehet egyszerre restriktív kamatpolitikát és nem erősödő árfolyamot követelni, ha a restriktív kamatpolitika árfolyam-erősítő hatását egyidejűleg más árfolyamgyengítő intézkedésekkel, például devizapiaci intervencióval ellensúlyozza a jegybank. A javaslattal szemben azonban nem csak a következményeként adódó inkonzisztens jegybanki magatartás problémája vethető fel. Mivel a magyar infláció nem keresleti eredetű, nem lehet eredményes az a stratégia, amelyik ellene kizárólag a kereslet (hitelezés) korlátozásával kíván úgy fellépni, hogy lemond a monetáris transzmisszió többi csatornájának használatáról. Ilyen körülmények között a restriktív politikának nincs értelmesen meghatározható mértéke. Ha olyan kamatszintet tart fenn egy jegybank, ami a hitelkeresletet

¹⁰ *Brzoza-Brzezina–Chmielewski–Niedźwiedzińska* [2010] munkája ugyan azt találja, hogy Közép-Európában a magas kamatszint hozzájárult a devizahitelek növekedéséhez, de hangsúlyozzák, hogy a magasabb kamatszint a teljes hitelállomány növekedését még így is lassította.

arra a mértékre szorítja vissza, ami megoldást jelent az inflációs problémára, akkor „melléktermékként” ki kellett küszöbölnie a költségoldali és várakozási inflációs tényezőket is, ezzel pedig nagyságrendileg ugyanarra a végeredményre jut, mint a Magyar Nemzeti Bank (eltekintve a szándékolt árfolyamgyengítés inflációs következményeitől).

Hivatkozások

- BRZOZA-BRZEZINA, M.–CHMIELEWSKI, T.–NIEDZWIEDZIŃSKA, J. [2010]: Substitution Between Domestic and Foreign Currency Loans in Central Europe. Do Central Banks Matter? European Central Bank, Working Paper Series, 1187.
- CLARIDA, R.–GALI, J.–GERTLER, M. [1999]: The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*, 37. 1661–1707. o.
- CLARIDA, R.–WALDMAN, D. [2007]: Is Bad News About Inflation Good News for the Exchange Rate? National Bureau of Economic Research Working Paper Series, 13010, Cambridge, MA.
- EASTERLY, W. [2005]: National Policies and Economic Growth: A Reappraisal. Megjelent: *Aghion, P.–Durlauf, S.* (szerk.): *Handbook of Economic Growth*, Elsevier, Amszterdam.
- ÉGERT BALÁZS–HALPERN LÁSZLÓ–MACDONALD, R. [2006]: Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies: Taking Stock of The Issues. *Journal of Economic Surveys*, 20. 257–324. o.
- FAMA, E. F. [1984]: Forward and Spot Exchange Rates. *Journal of Monetary Economics*, 14, 319–338. o.
- GOLDSTEIN, M.–TURNER, P. [2004]: *Controlling Currency Mismatches In Emerging Markets*. Institute for International Economics, Washington.
- KISGERGELY KORNÉL [2010]: Carry Trade. *MNB Bulletin*, június, 31–43. o.
- LOTHIAN, J. R.–WU, L. [2005]: Uncovered Interest-Rate Parity over the Past Two Centurie. CRIF Working Paper Series, 05001.
- ROGOFF, K. [1996]: The Purchasing Power Parity Puzzle. *Journal of Economic Literature*, 34. 647–668. o.
- VONNÁK BALÁZS [2010]: Risk Premium Shocks, Monetary Policy and Exchange Rate Pass-through in the Czech Republic. Hungary and Poland. Working Paper Series, 1. Magyar Nemzeti Bank.
- ZETTELMEYER, J.–NAGY M. PIROSKA–JEFFREY, S. [2010]: Addressing Private Sector Currency Mismatches in Emerging Europe. EBRD, Working Paper Series, 115.
- WOODFORD, M. [2003]: *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press, Princeton.