

ERDŐS TIBOR

## Árfolyam-politika és inflációs cél követése Magyarországon

---

Magyarországon 2001 óta inflációs célt követő rendszer van érvényben. Ez azt jelenti, hogy a monetáris politika hatására a fogyasztói árszintnek közép- és lehetőleg hosszú távon is rendszeresen stabilnak, legfeljebb csak lassan emelkedőnek kell lennie. Ez utóbbin az euróövezeten belül évi két százalékot közelítő áremelkedést kell érteni. Ha pedig a monetáris irányításnak már létező jelentős inflációval kell szembenéznie, az inflációs ráta évről évre történő számottevő csökkentésére kell törekedni. Ha az inflációt már sikerült alacsony értékre szorítani, a továbbiakban ezt tartósan ott kell tartani. Nem biztos azonban, hogy a monetáris politikának minden körülmények közt az inflációs cél követését kell választania.

E politika hatása ugyanis akkor lehet kedvező, ha teljesül két fontos előfeltétel: az államháztartás egyensúlyhoz közeli állapota, valamint a nominális bérek igazodása a GDP növekedési üteméhez. Ha ezek nincsenek meg, az inflációs cél követése káros hatásokkal is jár: a nemzeti valuta túlzott reálfelértékelődése, a belső felhasználás többlete a GNP felett, a belső és külső államadósság növekedése, csökkenő irányzatú megtakarítási és beruházási ráta, kisebb növekedési potenciál. A szerző azt is vizsgálja, hogy a gazdaságpolitikát, ezen belül a monetáris politikát mi módon kell alakítani annak érdekében, hogy az inflációs cél követése jól alkalmazható és egyértelműen hatékony legyen.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E 58, E 63, E 64, F 31, F 32.

---

### Az inflációs cél követésének előnyei és előfeltételei

Az Európai Központi Bank az inflációs cél követését támogatja más lehetséges monetáris célkitűzésekkel szemben. Jórészt azért, mert az árstabilitás a gazdasági fejlődés számára kedvező feltételeket teremt. Segíti a fejlesztési források hatékony allokációját, hiszen így az árrányok változásai jobban informálják a befektetőket, hol érdemes fejleszteni. Kisebbsé lehet nemcsak a nominális, hanem a reálkamatláb is, mert a hitelezők által elvárt kamatnak stabil árszint esetén kisebb kockázati prémiumot kell tartalmaznia. Az alacsonyabb kamatláb javítja a beruházási hajlandóságot. Kisebbsé mértékű lehet a forrásoknak naturális javakba való menekítése, ami gyakran előfordul, ha az infláció gyors, vagy annak gyorsulása fenyeget. Sokkal egyszerűbb a gazdasági szabályozórendszer stabilitásának megteremtése is: nem kell az inflációt ellensúlyozó adómódosításokkal, sáveltolással, a leírási kulcsok változtatásával és sok mással foglalkozni. Kisebbsé lehet, vagy nincs is inflációs adó, nem kell számolni az infláció káros elosztási hatásaival sem. Biztosab-

bak lehetnek az üzleti kalkulációk, megalapozottabbak a gazdaság szereplőinek várakozásai, kevesebb forrást kell az inflációs kockázatot kivédő határidős ügyletekre áldozni. Mindez kedvezően hat a lakosság megtakarításaira, a vállalatok beruházási hajlandóságára és a források gazdaságos felhasználására.<sup>1</sup>

Az árstabilitás biztosítása azonban nem könnyű feladat. Kedvező hatásai is csak bizonyos fontos előfeltételek megléte esetén egyértelműek. Könnyen lehet, hogy ezek hiányában az inflációs cél követése legalább akkora hátránnyal, mint előnnyel jár, sőt a jelentkező hátrányok az előnyökhöz képest még nagyobbak is lehetnek.

Az euróövezetbe tartozó országokban a szükséges előfeltételek a gazdaságpolitika egésze által biztosítva vannak. Ezek közül a legjelentősebbek a következők.

Az övezet egészében az államháztartás deficitje egyetlen évben sem haladta meg a GDP 3 százalékát. Ha egyes országokban és egyes években a hiány ennél nagyobb volt, hamar növekedtek ennek 3 százalék alá szorítására. Emellett a *nominális bérek és fizetések növekedési üteme* az övezet egészében rendszerint 2-3 százalék között mozgott évi átlagban, és csak kismértékben haladta meg a GDP reálértékének növekedési ütemét. E két tényező máris relatív árstabilitást visz be a gazdaságba. Ha például a nominális bérek növekedési üteme csak alig haladja meg a GDP növekedését, a fogyasztói árindex emelkedése csak lassú lehet. Ezzel együtt lassú lesz a beruházási javak árindexének emelkedése is, mert a jövedelmezőségi követelmény miatt e két szektor áralakulása nem szakadhat el egymástól. Ha ugyanakkor az államháztartás deficitje a GDP 3 százaléka alatt van, az inflációs nyomás emiatt is gyenge. És mert a GDP, bár nem változatlan mértékben, de évi átlagban 1,5-2 százalékkal nőtt a 2000-es években, az övezet egészében az inflációs ráta az évi 2 százalékos kinyilvánított cél közvetlen közelében maradhatott.

Ez nem azt jelenti, hogy a monetáris irányításnak – ha az itt hivatkozott két alapvető kiegészítő feltétel adott – nincs komoly szerepe. Először, jól kell beállítani a monetáris szabályozókat, mert ezek nélkül a pénzkínálat növekedése nem kielégítő, ennek növekedése túl gyors vagy lassú lehet. A világgazdaságból mindig érhetik a gazdaságot váratlan sokkok, ezek nyitott gazdaságokban túlzott expanziót vagy a GDP-ben indokolatlan lassulást okozhatnak. Idővel változnak a gazdasági várakozások, amelyek vagy jól tükrözik a reálgazdaság számára adódó lehetőségeket, vagy nem. Ettől függően a monetáris politikának vagy a gazdaság élénkítésére, vagy az élénkülés mérséklésére kell törekednie.<sup>2</sup>

A monetáris politika a gazdaságpolitika egészének *része*. Rajta kívül kitüntetett szerepe van az államháztartási és a jövedelempolitikának. E három közül egyedül egyik sem képes a gazdaságot tartós egyensúlyi pályán tartani. Az árstabilitást sem képes egyedül megteremteni. A gazdaságpolitika egésze azonban sikeres lehet, ha céljait – jól értve a gazdasági összefüggéseket – helyesen határozza meg, és jól használja ki a tényleges lehetőségeket.

### **Ha hiányoznak a szükséges előfeltételek**

Mi történik akkor, ha a monetáris politika, az államháztartás és a jövedelmi politika nem alkalmazkodnak egymáshoz? Mi történik, ha a jövedelemkiáramlás – főként a nominális bérek növekedése – túl gyors, az államháztartás deficitje nagyarányú, a jegybank mégis

<sup>1</sup> A stabil árszint kedvező hatásairól lásd *ECB* [2004].

<sup>2</sup> Ezt a szerepet betöltheti a pénzkínálat Milton Friedman által javasolt változatlan ütemű növekedése is. Ha ez jól illeszkedik a gazdaság *átlagos* évi növekedési üteméhez, akkor az ideiglenes expanziót kiváltó külső eredetű sokkok hatása fékeződik. A megtorpanásra vezető sokkok hatását pedig a stabil ütemű pénzkínálat kamatlábcsökkenő szerepe ellensúlyozhatja. A monetáris iskola szerint tehát nem kell a monetáris irányításnak diszkrét intézkedéseket tenni, viszont nem könnyű meghatározni és betartani a pénzkínálatnak azt a növekedési ütemét, amely automatikusan betöltheti az ösztönzés és korlátozás feladatát.

az infláció folyamatos lassítására és viszonylag rövid időn belül árstabilitásra törekszik? Ezt történt nálunk 2001 óta.

Feltételezzük, hogy a kamatpolitika az alapvető szabályozó eszköz. Ha inflációs nyomás jelentkezik, a jegybank megnöveli az alapkamatlábát, amely a transzmissziós mechanizmuson keresztül hatást gyakorol az egész monetáris szférára és az egész gazdaságra. Az alapkamatláb emelése Magyarországon egyúttal a kéthetes futamidejű jegybanki betét kamatlábjának növelését is jelenti. Ez a pénz- és tőkepiacon közvetlen hatást gyakorol részint a rövid, részint – a várakozásokon keresztül, de a lejárat hosszától függően gyengülő mértékben – a hosszú lejáratú betétek (hitelek) kamatlábjára is.<sup>3</sup> Ennek inflációs áremelkedést fékező, vagyis az infláció ütemét csökkentő hatása van.

Az infláció lassítása miatt jelentősen megnő annak az esélye, hogy a túlzott jövedelemkiáramlás és az államháztartás deficitje miatt nemcsak az aggregált kereslet nominális, hanem *reálértéke is* gyorsabban nő, mint a GDP. (Hogy pontosak legyünk: az aggregált reálkereslet emiatt nem minden egyes évben növekszik gyorsabban, mint a GDP, de ekkor is a kereslet volumene és vele együtt a belső fogyasztás nagysága meghaladja a GDP volumenét.) Ez pedig – ha az esetleg meglévő versenyképes kapacitástartalékoktól, valamint a működőtőke-importtól eltekintünk – csak úgy lehetséges, hogy nő az ország külső adóssága. Ehhez hozzá kell tenni: e folyamatot rendszerint az államháztartás belső adósságának emelkedése is kíséri, hiszen a deficités állami költekezés egyben az államháztartás hitelfelvételét is feltételezi. Ez is erősíti a külső adósság növekedését, vagy úgy, hogy az állam külső hitel felvételével fedezi a deficitet, vagy közvetetten oly módon, hogy a belső hitelek felvételének lehetőségét szűkíti a vállalatok számára. Ekkor a vállalatok, esetleg a lakosság – jórészt banki közvetítéssel – külső hitelek felvételére kényszerülnek. Kivéve azt az esetet, hogy lemondanak hitelfelvételi szándékaik egy részéről. Ezzel kapcsolatban ír a közgazdasági irodalom kizorítási hatásról.

Máris az állapítható meg: ha a monetáris irányítás akkor működtet inflációs célt követő rendszert, amikor a jövedelemkiáramlás túlzott, és az államháztartás deficités, akarva-akaratlanul növeli az ország külső és részben az államháztartás belső eladósodását. Ilyenkor az infláció bekövetkező lassulása az érem egyik, a kedvező, az eladósodás növekedése pedig a másik, a kedvezőtlen oldala.

Azzal kell számolni: minél hatékonyabb az inflációs célt követő rendszer, annál nagyobb mértékű *lehet* az ország és az állam külső eladósodásának növekedése adott nagyságú államháztartási deficit és a túlzott jövedelemkiáramlás adott mértéke mellett. Az infláció lefékezése ugyanis a nominális jövedelemkiáramlást részben *reálkereslet-növekedéssé* változtathatja.

Az inflációs cél követése egészen közvetlenül befolyásolja a *reálfektív valutaárfo-lyam* és ezzel a *világpiaci árversenyképesség* alakulását. Ott, ahol az államháztartás hiánya nagyarányú, és a jövedelemkiáramlás mértéke túlzott, az inflációs cél követése mindig kedvezőtlenül hat az árversenyképesség alakulására. Azért van ez így, mert ha a jegybank az alapkamatlábát jelentősen emeli, növekszik az egész kamatlábszínvonal. Minél intenzívebb az erőfeszítés az infláció leztorítására, annál nagyobb – főként a rövid és középlejáratú hitelek – kamatlábjának nominális szintje, ezzel együtt ennek többlete a külföldi kamatlábszinttel szemben. Ez utóbbi pedig több szempontból, így a versenyképesség szempontjából is, nagy jelentőségű.

Ismeretes, hogy a nemzetközi tőkeforgalom a tőkeáramlás szabaddá válásával együtt jóval gyorsabban növekszik, mint az áruk és szolgáltatások világgpiaci forgalma. A tőke-

<sup>3</sup> Nem tárgyalom az MNB által alkalmazott többi szabályozó eszközt (például egynapos lejáratú betét, egynapos fedezett hitel, ezekkel együtt kamatfolyosó). Ugyanis itt nem a szabályozás módszere a vizsgált téma. Itt elegendő, ha az alapkamatlábára és a kéthetes futamidejű jegybanki betétre utalunk.

beáramlás keresletet támaszt a fogadó ország hazai pénzben denominált értékpapírjaira, és ezzel együtt a hazai pénz keresletére. A hazai pénz árfolyama emelkedni kezd, és tartósan is lényegesen magasabb színvonalra kerülhet. Azt mondhatjuk: manapság a nemzeti valuták árfolyama sok országban – különösen a nyitott, ugyanakkor kis gazdaságokban – nemcsak a külkereskedelmi forgalomba kerülő áruk belső és külső árszínvonalának egymáshoz viszonyított arányától, hanem a nemzetközi tőkeáramlás tényleges alakulásától is függ. Ma inkább, mint korábban.

Nagyon fontos fenntartással kell azonban élni! Egy kis ország valutájának árfolyama is közel lehet a nemzetközi kereskedelembe bekerülő áruk (*tradable* javak) vásárlóerő-paritásához. A pénztőke beáramlására ugyanis okot kell adni. És pont ezt *teheti* az inflációs célt követő monetáris politika. Akkor, ha a jegybank az alapkamatlábát az infláció leszorítása érdekében magasra emeli, és ilyen szinten is tartja, megnő – áttételeken keresztül – az általános nominális kamatlábszínvonal. Ezt használja ki a nemzetközi pénzpiacra áramló pénztőke. Hiszen *ha a fogadó ország nemzeti valutájának árfolyama várhatóan nem csökken, esetleg még emelkedik is*, a nominális kamatlábnak a nemzetközi mércével mért többlete *tiszta többlethasznot* biztosít a beáramló tőke számára!

Paradox módon a nemzeti valuta túlértékeltté válhat a külkereskedelem-képes javak relatív – belső és külső árszínvonalának – arányához képest az olyan országban is, ahol az inflációs nyomás erős, ahol a monetáris politika e nyomás kiegyensúlyozására, sőt, az áremelkedés ütemének fokozatos és érezhető csökkentésére törekszik. Tehát ott is, ahol az egyensúlyi helyzet rossz, ahol a belső és külső mérleg hiánya nagy, és *ahol az inflációt sikerül elfojtani*. Sőt, hozzá kell tenni: éppen itt lehet igen nagy a túlértékeltség foka.

### Feszültségek a túlértékeltség miatt

Ez az állapot nem tarthat túl soká. A feszültségek előbb-utóbb kirobbannak, levezetést keresnek és találnak. Amíg ennek bekövetkezése nem várható hamarosan, az van, amit a szakzsargonban így fogalmaznak meg: a nemzeti valuta erős, mert árfolyama inkább emelkedő, mint csökkenő, noha ezt a fundamentumok egyáltalán nem indokolják.

A túlértékeltséget, illetve a valuta reálféltékelődését az inflációs célt követő monetáris politika váltja ki, ha létezik a gazdaságon belül túlzott jövedelemkiáramlás. De kell ehhez a pénztőke-beáramlás is, amely ezt a folyamatot bizonyos ideig erősíti. Így, ha a folyamat beindul, egy ideig önfenntartóvá válik. A piac akkor váltana át hirtelen hosszról besszre, vagyis akkor fordulna át az ellenkező irányba, ha közvetlenül fenyegetne a fogadó országban a valuta hivatalos leértékelésének veszélye, azonban jó ideig nem kell ettől tartani. Erre a garancia maga az inflációs célt követő politika. A leértékelés ugyanis inflációs tényező. Ezért olyankor is lehet számolni nem romló, hanem inkább emelkedő árfolyammal, amikor a fundamentumok rosszul állnak, vagyis ha nagy az államháztartás és a folyó fizetési mérleg deficitje, ha erőteljes a nominális bérnövekedés, ha a növekedés üteme lassul, ha gyorsan nő a belső és külső eladósodás. Mindez viszonylag sokáig eltarthat, de nem a végtelenségig.

A folyamat ugyanis feszültségekkel terhes. Mindenekelőtt nem kedvez a külkereskedelmi mérlegnek. Az előzőekben azt mondtuk: nem egyedül a belső és külső árszínvonal egymáshoz viszonyított változása szabja meg a valutaárfolyam alakulását. Az utóbbi *bizonyos mértékben*, továbbá átmeneti ideig, az előzőtől függetlennek tűnhet. *A tétel azonban nem fordítható meg!* Ezzel ugyanis azt mondanánk: az exportőrök számára lényegtelen, hogy végül is mekkora bevételhez jutnak exportjuk után hazai pénzben, az importőröknek pedig az nem számít, hogy a behozott áruk hazai pénzben mennyibe kerülnek. Másképpen, mintha nem számítana, mennyi az eladási, illetve a vételár.

A vásárlóerő-paritás, a valutaárfolyam és a belső és külső árányok közötti összefüggések a valóságban eléggé bonyolultak. Ezek, főként a nagy gazdaságokban, gyakran alig mutathatók ki. Így például az árfolyam hatása a belső árszínvonalra, illetve az árfolyam *változásának* hatása a belső árszint *alakulására*. Biztosra vehető azonban, hogy ez a visszahatás a kis gazdaságokban sokkal erőteljesebb, mint a nagyokban. Az előbbieken az export és import aránya sokszorosa lehet a nagy gazdaságokban mérhető arálynak (Magyarországon például az arány az egyesült államokbelinek hétszeres-nyolcszorosa). Így kis gazdaságban például a valuta leértékelődése miatt bekövetkező importár-emelkedés jóval intenzívebben hat a belső árszint alakulására, mint mondjuk az Egyesült Államokban vagy Angliában. Ez egyúttal azt is jelenti, hogy főként kis gazdaságban a valuta reálfelértékelődése vagy leértékelődése, illetve a le- vagy felértékeltség szintje távolról sem mellőzhető hatású a belső árak színvonalára és alakulására. Ennek pedig további hatásaival kell számolni, egyebek közt azzal, hogy az aggregált reálkereslet különböző nagyságot és növekedést érhet el a reálfolyam alakulásától függően (*Krugman-Obstfeld* [2003]; *Hall-Taylor* [2003]; *Dornbusch* [1980], [1992], *MacDonnald* [2007]).

Az árfolyam mindig – és elég közvetlenül – hat a kereskedelmi mérleg alakulására. Persze, itt is kell élni bizonyos fenntartással. A magas árfolyam rontja az exportbevételt, de csökkenti az importkiadásokat is, *hazai pénzben számolva*. Az utóbbival együtt csökkennek a költségek. De tudni kell: nem minden ráfordítás származik importból. Még kis országban sem. Amennyiben nem az import a beszerzési forrás, hanem a hazai piac, a felértékelt hazai pénz nem költségcsökkentő tényező. A multinacionális cégek hazai leányvállalatai persze messze jobban számolhatnak ezzel a kiegyenlítődéssel, mint a hazai, főként kis- és középvállalatok. Akárhogyan nézzük azonban, a túlértékelt valuta előnytelen az export és ezzel a kereskedelmi mérleg alakulása számára. Olyan országban pedig, ahonnan növekvő arányú a jövedelmek kiáramlása külföldre, például a hitelek után fizetendő kamatok és/vagy a működőtőke-befektetésből származó repatriált profit nagy és növekvő aránya miatt, a *jelentős exporttöbblet elérése*, vele együtt a *külső versenyképesség és a reálfolyam* alakulása létkérdés!

Ez rögtön érinti a keletkező feszültségek más szempontjait is, így mindjárt az államháztartás, valamint a folyófizetési mérleg kamatterheit. Ha magas az alapkamat, magasabb az államháztartás kamatterhe és az országból kiáramló kamatfizetés nagysága is. Tetemes összeggel nagyobb. Az ilyen monetáris politikát folytató ország kiugróan magas általános kamatlábszínvonalát a beáramló pénztőke feltétlenül kihasználja. A nagy kamatterhe visszaveti a beruházásokat – ami persze valamennyire csökkenti a belső felhasználást –, még nehezebb helyzetbe hozza az államháztartást, külön is rontja a külső versenyképéséget.

A szűkebb források hatékony allokációja is romlik, mert rosszabb lesz az árak és árányok orientáló szerepe. A túlértékelt valuta a komparatív előnyök hollétét elfedi, mert a túlértékelt mértékétől függően, az árfolyammal kalkulálva, az áruk nagyobb része olcsóbbá válik külföldön a hazai árakhoz képest. Olyan áruk előállításai is túlságosnak tűnnek, amelyek valójában komparatív előnyben vannak. A hatékony forrásallokációnak *egyik* fontos feltétele, hogy a hivatalos valutaparitás közel álljon a külkereskedelem-képes javak vásárlóerő-paritásához.

Arra mindig gondolni kell, hogy a nemzeti valuta reálfelértékelődése többféle okból következhet be. Ezt különösen a gazdaságilag felzárkózó országokban kell figyelembe venni. A reálfelértékelődés egyik oka a felzárkózással együtt megvalósuló minőségjavulás lehet. Ha a minőség javul, az adott ország áruiránt külön is növekedni kezd a külső kereslet, ez felhajtja nemzeti valutájának árfolyamát. Az árfolyam tartósan kedvezőbb lehet, reálfelértékelődés következik be. Ehhez hasonló hatású az ország – és vele együtt termékei, szolgáltatásai – általános megítélésének javulása. Emiatt a termelt áruk és szolgáltatások akkor is többre értékelődnek, ha minőségük adott. És e két tényezőhöz hozzá kell venni a Balassa-Samuelson-hatást, ami azon alapul, hogy a fejlődéssel, felzárkózással együtt növekszik a szolgáltatások ára és aránya a materiális javakhoz képest.

A fejlettebb országban mindig nagyobb a szolgáltatások reálára, mint a kevésbé fejlettben. Ez azt hozza magával, hogy a hivatalos árfolyam a fejlett gazdaságban felértékelt a külkereskedelmi-képes javak belső és külső árszintjének arányához képest. A nemzeti valuta tehát a felzárkózás folyamata során fokozatosan felértékelődik reálértelemben. Vagyis kisebb lehet az árversenyképesség romlásának mértéke, mint amekkora számítható pusztán a nominális árfolyamok, valamint a belső és külső árindex alakulásának vizsgálata alapján.

Az itt említett tényezők hatása az árfolyam alakulására azonban rövid időszakban nem drámai, csak nagyon is fokozatosan jelentkeznek. A hazai szakirodalomban *legfeljebb* évi 1-2 százalékra becsülik, *erőteljes* felzárkózás esetén (Kovács–Simon [1998], Kovács [1998]). Ezért ha a valuta reálfelértékelődése gyors, és ugyanakkor inflációs célt követő politikát alkalmaznak túlzott nominális bérnövekedéssel és nagyarányú államháztartási deficittel *együtt*, biztos, hogy a reálárfolyam növekedését a külső árversenyképesség romlása kíséri.

Mindez azt jelenti: ha az inflációs ráta a túlzott jövedelemkiáramlás és az államháztartás nagyarányú deficitje ellenére csökkenő, még nincs okunk ünnepelni: akkor sem, ha az inflációs ráta csökkenése látványos. Könnyen lehet, a csökkenő infláció többbe kerül az országnak, mint amennyibe az infláció magasabb üteme kerülne (például a külföldi kamatterhek lényeges megnövekedése miatt). Az is baj, hogy a hátrányos következmények a lakosság számára nem azonnal jelentkeznek. Ha jelentkeznek is, nem nyilvánvaló honnan származnak, és még kevésbé ismert, hogyan működik a bajokra vezető mechanizmus. És bizony lehet, hogy éppen annak – például az „erős” árfolyamnak – örülünk, amelytől valójában tartani kellene. Mindez, hasonlóan az alattomos betegséghez, előbb-utóbb, de egyszer csak nyilvánvalóvá válik. Pontosan ez a helyzet jelenleg Magyarországon.

### Az inflációs cél követése Magyarországon. A tények

A hazai monetáris politikában 2001-ben az addig érvényes csúszó árfolyamrendszert felváltotta az inflációs célt követő rendszer. Mivel előzőleg az infláció két számjegyű volt – a harmonizált fogyasztói árindex 2000-ben 10 százalékponttal volt magasabb 1999-hez képest –, a cél először csak az infláció fokozatos csökkentése lehetett. Ennek megfelelően a jegybank minden egyes következő év végére az *1. táblázatbeli* inflációs célokat tűzte ki.

#### 1. táblázat

Inflációs célok és tényleges inflációs ráták 2001–2006-ig  
(Harmonizált fogyasztói árindex alapján, százalék)

Év	Cél	Tényleges infláció
2001	7,0 ± 1	9,1
2002	4,5 ± 1	5,2
2003	3,5 ± 1	4,7
2004	3,5 ± 1	6,8
2005	4,0 ± 1	3,5
2006	3,5 ± 1	4,0

Forrás: MNB [2006].

Megfigyelhető tehát nem is jelentéktelen eltérés a célok és a tényszámok között. De az infláció trendje csökkenő volt, sőt 2005-re a tényleges infláció a célzott határértékeken belül maradt. Azt mondhatjuk: *maga az inflációs cél követése* sikeres volt (Eurostat [2006], [2006–2007]).

Hiányoztak azonban a szükséges és eddig tárgyalt feltételek ahhoz, hogy az infláció csökkentését ne kísérik káros következmények. Ez mind a jövedelemkiáramlásra, mind pedig az államháztartás egyenlegére nézve igaz.

Az adózás előtti nominális bérek és fizetések, valamint a GDP reálértékének évi *növekedési üteme* – mindig a megelőző évhez viszonyítva –, továbbá az államháztartás egyenlege a GDP-hez képest 2001–2006-ig a 2. táblázatbeli értékek szerint alakult.

2. táblázat

A nominálbérek és a reál-GDP növekedése, az államháztartás egyenlege Magyarországon (2001–2006)

Év	Nominálbérek*	A GDP reálértékének növekedési üteme a megelőző évhez képest	Államháztartás egyenlege a GDP-hez képest
2001	18,0	3,8	-3,4
2002	18,3	3,5	-8,2
2003	12,0	2,9	-7,2
2004	6,1	4,1	-6,5
2005	8,8	4,2	-7,8
2006	8,1	3,9	-9,2

\* Bruttó nominálbér.

Forrás: Fazekas–Koltay [2005], Eurostat [2007a].

Az adatok nyilvánvalóvá teszik: az inflációs célt követő rendszer nem támaszkodhatott sem a GDP reálnövekedéséhez igazodó nominális bér- és keresetkiáramlásra, sem pedig kiegyensúlyozott államháztartásra. 2001-től mostanáig Nyugat- és Közép-Európában sehol sem volt hasonlóan nagymértékű és olyan tartósan fennmaradó, sőt tendenciájában növekvő arányú államháztartási hiány, mint Magyarországon. Ezzel együtt túl gyors volt a nominális keresetek növekedése: 2004 kivételével minden évben legalább kétszer volt gyorsabb, mint a GDP bővülése, 2001–2003-ig pedig négyszer-ötször akkora. A nagy államháztartási hiány és a túlzott ütemű nominális bérnövekedés együttesen, a ténylegesen bekövetkezett képest lényegesen gyorsabb áremelkedést indokolt volna. Ezt jelentős részben – de nem kizárólag – az MNB által 2001-óta gyakorolt monetáris politika akadályozta meg.<sup>4</sup>

### Az inflációs cél követésének gyakorlata és következményei Magyarországon<sup>5</sup>

Az infláció megfékezésének eszköze a jegybank részéről a monetáris restrikción. Mivel Magyarországon a jegybanki alapkamat, illetve a kéthetes jegybanki hitelnek (betétnek) az alapkamatához pontosan igazodó kamatlába az alapvető monetáris szabályozóeszköz,

<sup>4</sup> Nagy szerepe volt a kormány által folytatott árpolitikának is. A kormány mesterségesen alacsony színvonalon tartotta egyebek közt a közlekedési tarifákat, az energiaárakat és számos szolgáltatás árát. Ezek kínálatát biztosító vállalatokat, intézményeket dotálta, ami lényeges mértékben lassította, vagyis *elfojtotta* az inflációt. Az így jelentkező kiadások az államháztartás deficitjét és az állam belső és külső eladósodását növelték, méghozzá időben növekvő arányban. Ezeket azonban itt nem részletezzük, mert az elemzés tárgya a monetáris politika.

<sup>5</sup> Itt és a cikk további részeiben végig az a feltételezés, hogy kis gazdaságban szoros kapcsolat van a valutaárfolyam és a belső árszint alakulása közt. Magyarországon az áru- és szolgáltatásexport és az import aránya – egyenként – mintegy 70 százaléka a GDP-nek.

a restriktív jegybanki lépés e kamatlábaknak magas szinten *tartása* volt.<sup>6</sup> Az év végi jegybanki alapkamat nagysága 2001-től kezdve jelentősen hullámlzott, de mindvégig magas maradt, legalább kétszeresen, esetenként három-négyszeresen haladta meg az *euróövezetben* érvényes jegybanki alapkamat színvonalát. Sőt, ez 2002-től kezdve az összes, később az EU-hoz csatlakozó országhoz képest is nagyobb volt. Ahogy múltak az évek, egyre inkább így lett. 2005–2006-ban az arány Csehországhoz képest több mint kétszeres, Szlovákiához, Szlovéniához képest másfélszeres-kétszeres (MNB- és Eurostat-adatok alapján). Ebből az is kiderül, hogy a kiugróan magas hazai jegybanki alapkamatnak és – már most jelezzük – a magas piaci kamatlábszintnek nem egyszerűen a volt szocialista országok gazdasági átalakulásával járó nagyobb kockázat, valamint az ezzel szemben biztosítékul szolgáló kamatprémium az oka! Igen nagy részben a – tartósan nagy államháztartási deficitet és a gyors nominális jövedelemkiáramlást ellensúlyozni igyekvő – inflációs célt követő monetáris politika következménye volt, és így van ez ma is.

Itthon a rövid lejáratú – három hónapos – pénzügyi kamatlábszint is nagyon magas, ugyanígy a hosszú lejáratú hitelek kamatlába. Az előbbi többszörösen haladja meg mind az euróövezetben, mind a legtöbb európai volt szocialista országban érvényes kamatszintet. Az utóbbi pedig mintegy másfélszer – némely országokkal szemben közel kétszer – akkora, mint a volt szocialista országok többségében. Az euróövezettel szemben hasonló mértékű az eltérés (Eurostat-adatok alapján).

A kamatlábak ekkora mértékű többletét látva, érthető, hogy a nagyobb jövedelmet kereső pénztőke szívesen vásárol forintban denominált, főként állami értékpapírokat. A külföldi pénzbefektetőknek nem az számít, hogyan alakul az infláció Magyarországon és azon kívül. *Amíg a forint árfolyama jelentősen nem esik, illetve ennek veszélye nem fenyeget*, a külső befektetők biztos extrajövedelemre számíthatnak.<sup>7</sup> Azzal együtt, hogy a monetáris irányítás – az inflációs cél követésének megfelelően – a forintárfolyam fenntartására törekszik, hiszen így is fékezhető az infláció. A nominális árfolyam akkor sem csökken, ha ezt a külföldinél lényegesen gyorsabb infláció és az árversenyképesség fenntartása nagyon is szükségessé tenné.<sup>8</sup> Az inflációs célt követő rendszer bevezetése óta a magyarhoz hasonló, mintegy 15-16 százalékos mértékű reálfelértékelődés – talán a Cseh Köztársaság kivételével – az elmúlt 5-6 évben sehol sem tapasztalható. Ez nem azt jelenti, hogy a külkereskedelem-képes javak körében a forint a vásárlóerő-paritáshoz képest

<sup>6</sup> A jegybanki alapkamatláb 2001 előtt is magas, sőt jóval magasabb volt a gyors infláció miatt. Így ekkor nem következhetett be az alapkamatláb *emelése*.

<sup>7</sup> Ez a probléma kapcsolatban van a *kamatparitással*. Pontosabban, a tárgyalt esetben *nincs* kamatparitás! A kamatparitás akkor teljesül, ha a belső és külső nominális kamatláb különbsége egyenlő a várható leértékelés százalékos mértékével. Mínt hogy a külső pénzbefektetők a forint ilyen leértékelésére nem számítanak, a kamatparitás az általunk vizsgált esetben nem áll fenn. Ezért erőteljes a pénztőke-beáramlás. Meg kell még jegyezni: a kamatlábkülönbség a várható árfolyamváltozás mértékénél is nagyobb lehet. Akkor, ha a befektetés a fogadó országban számos más tényező miatt külön is kockázatos, a *kockázati prémium* is felviheti a fogadó gazdaság által fizetendő kamatot. A magyar gazdaságban ezzel is számolni kell, de nemcsak itt, hanem például az egész közép-kelet-európai térségben is (*Bilson-Marston* [1984], *Engel* [1996], *Taylor* [1987]).

<sup>8</sup> Természetesen, az inflációs célt követő rendszer alkalmazása miatt az inflációs ráta csökken, de mert Magyarországon az infláció üteme korábban elég magas volt, a hazai inflációs ráta a csökkenő infláció ellenére is végig nagyobbban bizonyult, mint például az euróövezetben. Ezért a forint euróárfolyamának – eltekintve a felzárkózó gazdaságok valutájára jellemző viszonylag mérsékelt ütemű felértékelődéstől – romlania kellett volna, nem is jelentéktelen mértékben. Ez azonban nem következett be, az árfolyam inkább – a 2006 egészét kivéve – javuló volt. Ez a nálunk gyorsabb inflációval együtt reálfelértékelődést és versenyképesség-romlást jelent. A reálfelértékelődés mértéke fogyasztóiár-alapon a 2001. évi árfolyamhoz képest 2005-ben közelítően 15-16 százalékos. 2006-ban ez a mérték csökkent ugyan a forint árfolyamának ugyan-ezen évi – a nyári-őszi – esése következtében, de 2007-ben, ha igaz az MNB által feltételezett 250 forint alatti euróárfolyam, 15-16 százaléknál lényegesen nagyobb mértéket is elérhet 2001-hez viszonyítva. Az ok az inflációnak az egyensúlyt javító intézkedéseket követő felgyorsulása 2007-ben.



ténylegesen ilyen mértékben felértékelt *állapotú*, azt viszont igen, hogy 2001-hez viszonyítva az árversenyképesség – fogyasztóiár-alapon – ennyivel *romlott*.

Nem lehet tudni ugyanis, mekkora volt a forint árfolyamának abszolút értékeltési foka 2001-ben a külkereskedelem-képes javak vásárlóerő-paritásához viszonyítva. Ugyanígy, a felhasznált adatok alapján nem állapítható meg ma sem. A 15 százalékos versenyképesség-romlást az Eurostat adatai alapján számítottuk. Meg kell jegyezni: ha közben a minőség nálunk gyorsabban javult, mint az euróövezet országaiban, az árversenyképesség romlása kisebb mértékű. De kizárt, hogy a romlás ne lett volna jelentős.

Az is a dolog lényegéhez tartozik, hogy a reálfelértékelődés mértékére más és más adatokat kapunk attól függően, hogy az áruk milyen körét vesszük figyelembe. A 15-16 százalékos mérték a belföldi és külföldi fogyasztói árindex összemérése alapján jön ki. Más volna az eredmény, ha csak a külkereskedelem-képes javak áralakulását vennénk számításba, vagy ha a termelői árak alapján számolnánk, megint más, ha azokra az árucsoportokra ügyelnénk, amelyek nagy súllyal szerepelnek az exportban és importban a külkereskedelem-képes javakon belül. Sok függ tehát a kereskedelem szerkezetétől, sőt attól is, hogy mely régiókkal folytatott külkereskedelmet kísérvük figyelemmel. Az sem mindegy, hogy a reálfelértékelődés vagy -leértékelődés vizsgálata során a belföldi és külföldi nominális árfolyamindexekhez milyen árfolyamadatok alapján jutunk: évi átlagos, év elejei vagy év végi adatok alapján-e, mind a bázis-, mind a beszámolási évben. Röviden: a reálfelértékelődés mértékének bemutatása nem egyszerűen megoldható feladat, könnyű hibázni. Ebből az is következik: nehéz megmondani előre, hogy a gazdasági egyensúly javulását milyen mértékű nominális árfolyamváltozás segítené a legjobban, a nominális leértékelődésnek vagy felértékelődésnek mekkora lehet a szükséges mértéke. Ez csak a gyakorlatban, a piaci erők hatására dőlhet el, feltéve, hogy ezek működését bizonyos tényezők, például a monetáris politika nem zavarja meg lényegesen. Ebben a cikkben ez állítható: a forint reálfelértékelődése 2001 óta biztosan bekövetkezett, és ennek mértéke nem csekély, akárhogyan is számolunk. Azt azonban nem állítjuk, hogy most a kívánatos reálfelértékelődésnek éppen 15-16 százalékosnak kellene lennie.

Az inflációs cél követésének többi következménye jelentős mértékben a reálfelértékelődéssel kapcsolatos. Az egyik legfontosabb következmény a kereskedelmi és fizetési mérlegben jelentkezik. Ha csupán az áruk és szolgáltatások külkereskedelmének alakulását nézzük, akkor úgy tűnik, nincs különösebb gond. Sőt, itt az export és import közel egyenlő ütemben nőtt 2001 óta. 2004-től kezdődően pedig – különösen 2006-ban és várhatóan 2007-ben – az export már lényegesen gyorsabban is emelkedik az importnál. Ünnepelni még sincs okunk. Ugyanis 2006-ban és 2007-ben a megszorítások szinte automatikusan váltják ki az import korlátozását és az export-erőfeszítések növekedését. Ugyanekkor az Európai Unióban és legfontosabb piacunkon, Németországban konjunktúra következett be.

Mindezek ellenére az exportnak csak az *üteme* haladja meg lényegesen az importét, *értéke* viszont nem.<sup>9</sup> Pedig az utóbbira nagy szükség volna, mert a fizetési mérlegben belül a jövedelmi mérleg jelentősen passzív. Az elmúlt öt évben a működőtőke-import nagy állománya és a felhalmozott külső adósság következtében – a kamatfizetés és a repatriált profit formájában – nagyra nőtt a nettó jövedelemkiáramlás. (A 2001. évi 3,2 milliárd eurós szintről 2006-ig mintegy 6 milliárdra. (Eurostat [2006–2007], KSH [2005], [2006].) Ezt valahogyan fedezni kell.<sup>10</sup>

*Hosszabb időszakban* a kiegyenlítés nem biztosítható sem működőtőke-, sem kölcsöntőkeimporttal: minél nagyobb az importált tőke *állománya*, annál nagyobb lehet az or-

<sup>9</sup> Nem *lényegesen* haladta meg, *kismértékben* viszont igen. Az áruforgalmi mérleg 2006-ban is deficitese – a deficit nagysága itt 0,4 milliárd euró –, de az áruk és szolgáltatások egyenlege már pozitív, 0,6 milliárd euró. Ennél azonban lényegesen nagyobb többletre lenne szükség.

<sup>10</sup> Bonyolódik a probléma azzal, hogy a kiáramló profit egy része újra befektetett profit lehet. Ennek mértékét a szerző nem tudja megbecsülni.

szágból kivonható kamat- és profitjövedelem. A fejlett országokban is nagyarányú a jövedelemfizetés külföldre, de ezt nagyrészt a működőtőke-exportból származó jövedelembeáramlás, esetenként pedig az export – és számos országban a szolgáltatásexport – többlete fedezi.<sup>11</sup> Magyarországon belátható időn belül főként az áruexporttöbblet nyújthat fedezetet, erre elvileg megvan a lehetőség a multinacionális vállalatok által behozott technika és e vállalatok külső piaci kapcsolatai alapján.<sup>12</sup> Az egyensúly számára nem baj, ha multinacionális vállalatok által végrehajtott profitrepatriálás miatt megugrik a jövedelemkiáramlás. Ezt ugyanis kiegyenlítheti e vállalatok tevékenysége miatt országos méretekben is jelentkező exporttöbblet.

Ehhez azonban az is szükséges, hogy a külső árversenyképesség ne romoljon, illetve ez utóbbi az árfolyam miatt ne legyen tartósan és nagymértékben kedvezőtlen. Az árfolyam a multinacionális vállalatok hazai leányvállalatai számára sem közömbös. Igaz, inputjuk nagyobb része származik külföldről, mint a hazai tulajdonú, főként kis- és középvállalatoké, de itthoni beszerzésből is felhasználnak inputokat, ezért a forint felértékeltsége vagy a korábbinál lényegesen felértékeltébb állapota az itt letelepedett multinacionális vállalatok külső versenyhelyzetét is rontja. A hazai kis- és középvállalatok esetében ez a helyzet sokkal nyilvánvalóbb. Csakis ez állapítható meg: mivel Magyarországon az inflációs cél követése nem támaszkodhatott a jövedelmi és fiskális politikára, a forint erőteljes reálfelértékelődését okozta, legalábbis ehhez jelentős mértékben járult hozzá: rontotta a külső árversenyképességet.

Természetesen a külső versenyhelyzetet nem csak a felértékelődő valutaárfolyam rontotta. Egyebek közt az adóztatásnak is volt és van ilyen hatása, nem is kevés. Ha például túl nagy az adóteher, vagy túl nagy a járulékok aránya, az máris versenyképességet rontó tényező. De még ez utóbbi példák esetében sem lehet eltekinteni a valutaárfolyamtól. Az összemérés, a viszonyítás országok között mindig az árfolyamon keresztül történik, feltéve, hogy a pénzük nem közös. Ha azonban a magas adók és járulékok árhatása jelentkezik a valutaárfolyamban oly módon, hogy emiatt a forint árfolyama alacsonyabbá válik a külföldi valutákban kifejezve, az *árversenyképességnek* nem kell országos átlagban romlania! (Maga a versenyképesség viszont romolhat úgy, hogy a magas adók – és velük együtt a költségvetési kiadások – *forrásokat vonnak el* a fejlesztéstől.) Vagyis megint ez a kérdés: túlértékelt-e, felértékelődő-e a hazai valuta? Az adóztatás általános *mértékének* inkább úgy lehet *önállóan* versenyképességet rontó szerepe, hogy elvon-e forrásokat a fejlesztéstől, a forrásokat igénylő szerkezetátalakítástól, rontva ezzel az ország növekedési kapacitását. Ez viszont nem az árversenyképesség problémája. Külön kérdés persze az adóztatás szerkezete, ez is lehet versenyképességet rontó tényező, ennek elemzése azonban nem ennek a cikknek a feladata.

Itt már csak röviden kell utalni arra, hogy az inflációs cél követése a kamathatásán keresztül is rontotta a belső és külső egyensúlyi helyzetet. A magas kamatlábak növelték mind az államháztartás kamatfizetési kötelezettségét, mind a gazdaságot terhelő jövedelemkiáramlás nagyságát. Ha ezt nem fedezi a működőtőke-import, emiatt is növekszik a külső eladósodás ugyanúgy, mint az államháztartás belső kamatterhei miatt a költségvetés belső eladósodása. Mindent összevetve: nagy árat kell fizetni azért, hogy a monetáris politika le tudja szorítani az inflációs rátát akkor, amikor az állam túlköltekező, és a nominális jövedelemkiáramlás – főként a bérek és fizetések nominális növekedése – jóval meghaladja a GDP növekedési ütemét.

<sup>11</sup> Mindegyik fejlett ország egyszerre működőtőke-exportőr és tőkeimportőr, az egy főre jutó évi tőke-export és tőkeimport értéke sokszorososa a magyarénak. Ez igaz az exportált és importált működőtőke-állományra is.

<sup>12</sup> A működőtőke-import ilyen vonatkozásban csak átmeneti megoldás, mert idővel egyre nagyobb összegű a profit repatriálása.

### Mit tehet a monetáris politika?

Nem kell bizonyítani, hogy az államháztartásnak és a monetáris irányításnak együtt kell működnie, ezt ma senki sem vitatja. A kérdés azonban így is felmerül: helyes-e, ha a monetáris irányítás inflációs célt követő politikát folytat akkor, amikor az államháztartás és a jövedelempolitika túlzottan expanzív? Ismert a monetáris irányítás hazai képviselői többségének válasza: az inflációs cél követését szükségképpen alkalmazni kellett. Arra gondolnak, hogy a stabil árszint az egyik fontos feltétele a dinamikus növekedésnek, ez a politika van összhangban a maastrichti követelmények teljesítésével, ez igazodik a Gazdasági és Monetáris Unió országainak monetáris irányításához – és végül, azt is mondják: az inflációs cél követésének feladása indokolatlan engedékenységet jelentett volna a felelőtlen hazai fiskális – egyúttal kormányzati – politikával szemben (*Bihari* [2007]).

Ami a dinamikus növekedés feltételeit illeti: a viszonylagos árstabilitás nagy államháztartási deficittel, gyorsan növekvő belső és külső eladósodással, magas hitelkamatszinttel *együtt* nem előnyös, hanem hátrányos helyzetet teremt a gazdasági növekedés számára. A nagy deficit csökkenti az országos szintű megtakarítási rátát, emiatt a beruházások aránya a GDP-hez képest inkább süllyedő irányzatú. Ez több áttételen keresztül is rontja a növekedési kilátásokat: a gyorsabb ütemű növekedés még akkor is *növekvő* arányú beruházási rátát követel meg, ha nem romlik a tőkehatékonyság. Ha túl nagy és növekvő a belső és külső eladósodás, romlik az ország hitelminősítése, emiatt drágábban lehet külső forráshoz jutni. Az állam belső hitelfelvétele miatt erőteljesen jelentkezik a beruházásokat kiszorító hatás. Ezért az árstabilitásra mint a növekedési dinamikát javító tényezőre ilyen körülmények miatt nem helyes hivatkozni.

Ráadásul a monetáris irányítás az infláció lefékezésével bizonyos értelemben *meg is könnyíti* az egyensúlyi követelményeket negligáló költségvetési és jövedelempolitikai expanziót! Éppen így, az infláció elfojtásával nyer időt a felelőtlen költekezés! Hiszen ez látszatra korlátlanul folytatható, nem követi az infláció gyorsulása, ehelyett a reálkereslet gyorsuló emelkedése tapasztalható. Emiatt is növekszik az ország eladósodása, de ez a lakosságot különösebben nem érdekli, sokáig kárát sem látja.<sup>13</sup>

Mindinkább arra a meggyőződésre jutok, hogy ilyenkor a monetáris irányításnak nem az infláció *tényleges leszorítására* kellene törekednie, hanem inkább arra, hogy *gyorsuló* inflációs spirál ne jusson érvényre. Továbbá arra, hogy *ne következzen be a folyó fizetési mérleg romlása*. Az utóbbi azt is feltételezi, hogy a hazai valuta árfolyama *reálértelemben nem értékelődik fel* – legalábbis jelentősebben –, és hogy az egyelőre nem lassuló inflációval együtt a *nominális valutaárfolyam* átmenetileg *csökken*. Ezért a monetáris politikának ilyenkor inkább fizetésimérleg-célja lenne, amelyet átmenetileg – az inflációs célt követő rendszerhez képest – gyorsabb, de *ellenőrzött* infláció kísérne. Persze az ilyen tartalmú monetáris politika akkor indokolt, ha a fiskális és jövedelempolitika, illetve a nominális jövedelmek *tényleges alakulása* részéről *tartósabban is túlzott expanzió valószínűsíthető!* Magyarországon 2001-et követően éppen ezzel lehetett számolni; következett ez a két vezető párt közti viszony elmérgesedéséből, ígéretdömpingjéből, az ígéretek teljesítésének folyamatos követeléséből, vagy abból, hogy „mi jóval többet adnánk”.

Újból utalni kell arra, hogy az adott esetben az inflációs cél követésének semmi haszna nem lehet. Nemcsak azért, mert nem biztosít növekedési előnyt, sőt a növekedés feltételeit egyenesen rontja, hanem azért is, mert mindazt a jövedelemtöbbletet, amit a lakos-

<sup>13</sup> Itt és a megelőző bekezdésekben, továbbá e cikkben több más helyen ahhoz hasonló gondokat vetek fel amelyeket Surányi György vizsgált a Népszabadságban publikált cikkében (*Surányi* [2007]).

ság e monetáris politika és más döntések hatására korábban elért, később *vissza kell adni*. Az elmúlt években a gyors bérnövekedés és az elfojtott infláció miatt lényegesen nagyobb lett a lakosság *reálkeresete*. De emiatt is nagyobb lett az ország külső eladósodása. Ha ezt hamarosan vissza kellene fizetni, az elért többlet-reálkereset visszaadása máris megtörténne. De mert ez nem így van, az adósság kamatterhét kell viselni, ami áttételeken keresztül máris levonás a lakosság jövedelméből. És ez mindaddig tart, ameddig az adósság fennmarad, és visszafizetésre nem kerül. Ekkor viszont a kamatteher a lakosság számára tiszta veszteségnek számít. Ehhez hozzá kell venni azt a növekedési veszteséget, ami velejárója a korábbi túlzott bér-, illetve jövedelemnövekedésnek. Biztosra vehető, hogy hosszú távon akkor jár az ország és a lakosság jobban, ha a nominális jövedelmek túlzott növekedésére nem kerül sor. Vagyis az inflációs cél követése a tárgyalt előfeltételek híján valóban inkább árt, mint használ.

Most kezdjük megtanulni, hogy ez pontosan így van. Ez igaz minden olyan intézkedésre, ami a lakosság jövedelmének megalapozatlan növekedését váltotta ki, átmenetileg. A korábban állam által támogatott áru- és szolgáltatások most gyorsan – nemegyszer ugrásszerűen – növekednek, az infláció átmenetileg emiatt is felgyorsul. Az eddig ingyenes szolgáltatásokért is fizetni kell, emellett viselni kell az ingyenesség miatt korábban megnövekvő adósságterheket. A megalapozatlan jövedelemnövekedés miatt is emelkednek egyes adók, amelyek részint áremelkedést okoznak, részint csökkentik az adózás utáni jövedelmeket.

A GDP által meg nem alapozott – és más döntések mellett az inflációs cél követésével együtt realizált – többletjövedelem visszavonása nem kizárólag áremelkedéssel együtt történhet, ez azonban a lakosság és a gazdasági egyensúly szempontjából egyre megy. A lényeg: *elkerülhetetlen* a meg nem alapozott többletjövedelem – természetesen időben elhúzódó – visszaadása. Ezért csak ez lehet a következtetés: az inflációs cél követése, ha közben a gazdaságot súlyos egyensúlyhiány jellemzi – vagyis magas az államháztartási deficit, bérinfláció van, és ezekkel együtt nagy és tartós a folyó fizetési mérleg hiánya –, kárt okoz az országnak. Ilyenkor más monetáris szabályozásra van szükség.

A szabályozás mechanizmusát természetesen sajátosságok jellemzik, ha a monetáris politika az egyensúlyhiány miatt nem az inflációs cél követésére rendezkedik be. Ekkor a jegybank az alapkamattal és az ehhez kapcsolódó lépésekkel nem *leszorítani* igyekszik a keresleti többlet miatt kibontakozó inflációt, hanem ezt *inkább követi* úgy, hogy az inflációs spirál *ne pörögjön fel*. Vagyis nem az infláció *elfojtására* törekszik, hanem az infláció spontán módon bekövetkező felgyorsulásának megakadályozására. A valutaárfolyamot *nem használja nominális horgonyként*, vagyis a vásárlóerő-paritás romlásával együtt a hazai valuta nominális árfolyama *csökken*. Emiatt nem alakulhat ki más felzárkózó országokhoz képest jelentősen nagyobb kamatprémium, hiszen az árfolyam változása következtében a pénztőke érdeklődése a forintban denominált értékpapírok iránt nagyságrendben kisebb: nem jöhet létre a hazai valuta számottevő reálfelértékelődése. Ennek visszahatásaként – természetesen – hiányzik, vagy jóval gyengébb az árfolyamnak a belső árszínvonal növekedését korlátozó hatása. (Feltéve, hogy a jegybank külön intézkedéssel – például a külföldi valuta ilyen célból való eladásával – nem avatkozik be az árfolyam alakulásába, ilyen szándékot a befektetők szemében nem valószínűsít, és azok ilyen szándékkal nem is számolnak.)

Mivel az infláció a fölös vásárlóerőt „elpárologtatja”, a belső felhasználás nem emelkedhet tartósan és lényegesen gyorsabban a GDP-hez képest, és emiatt az ország külső eladósodása nem, vagy csak jóval kisebb mértékben növekedhet meg. Jobb lehet a gazdaság hitelminősítése is a nemzetközi pénzügyi szervezetek részéről, és kisebb lehet a külső kamatteher – a kisebb külső adósság miatt és a külföldön felvett hitelek kedvezőbb kamatlába miatt is!

E lényegesen más tartalmú monetáris politika alapján a forint reálfelértékelődése akár el is maradhat a hazai inflációnak a külföldinél gyorsabb emelkedése ellenére. Ebben kulcsszerepe van a nominális valutaárfolyam alakulásának. És mert a reálfelértékelődés bekövetkezése nem szükségszerű, a külkereskedelmi és folyó fizetési mérleg egyenlege lényegesen kedvezőbb lehet: könnyebb a külső egyensúly fenntartása, illetve javítása.

Míndeközben a monetáris irányításnak folyamatosan az államháztartás egyensúlyának helyreállítására kell szorítania a kormányzatot. A lakosságot rendszeresen kell tájékoztatnia az emelkedő inflációs ráta okairól és a kormányzat ebben vitt szerepéről. A jegybank érvelése hatásosabb lehet akkor, ha minden gazdasági szereplő a maga bőrén tapasztalja: nem származhat haszna az államháztartás költsékes politikájából. Ezért hamarabb jelentkezne a lakosság elégedetlensége. Ilyen monetáris politika mellett szó sem lehetett volna négy-öt év alatt 30 százalékos reálbér-növekedésről, de az ország eladósodásának a ténylegesen bekövetkezőhöz hasonló gyors növekedéséről sem.

Arra a megállapításra jutunk: az inflációs cél követése nem mindig célravezető. Komoly veszteséget okoz, ha nincs összhang a monetáris politika és a gazdaságpolitika egésze közt. A veszteség főként az emiatt megnövekvő belső és külső adósságban, valamint ennek kamatterhében, az államháztartásban így okozott deficitnek a megtakarításokra gyakorolt hátrányos hatásában és a növekedési ütem mérséklődésében jelentkezik. Nehéz az így elszenvedett veszteséget megbecsülni, hiszen ez különböző szinteken jelentkezik. Igen óvatos becslés szerint is – nem is kalkulálva a külső adósság növekedésével – a veszteség négy-öt év alatt nagyságrendben százmilliárdokra tehető.<sup>14</sup> Tudomásul kell venni: nem létezik *minden körülmények közt* abszolút fölényben lévő monetáris politikai elv.

Vitathatatlan, a legjobb választás az inflációs cél követése akkor, ha ennek megvannak az előfeltételei a költségvetési és jövedelmi politika oldaláról. Ha sikerül az államháztartást a konvergenciaprogram keretében egyensúlyba hozni, és a nominális jövedelmeknek a GDP emelkedését meghaladó növekedését megfékezni, kialakulnak az inflációs cél követésének előfeltételei. Ennek ekkor – az árstabilitás biztosítása mellett – már a pozitív hatásai, köztük a gazdasági növekedés ösztönzése juthatnak érvényre. Természetesen a jegybanki irányadó kamatlábnak, valamint a rövid és hosszú távú piaci kamatlábnak az európai átlaghoz való közeledésével *együtt*.

### A forint árfolyama és a sávhatárok

Ebben a cikkben a monetáris politikát végig a makrogazdasági összefüggésekre támaszkodva vizsgáltuk, gondolva elsősorban az egyensúlyi követelményekre, a gazdasági növekedés folyamatára, illetve arra, hogy a makrogazdasági szintű kölcsönhatásokban a monetáris politika milyen szerepet tölthet be. Ilyen megközelítésben értelmeztük a nemzeti valuta esetleges reálfelértékelttségét, ez utóbbinak az alakulását, ugyanígy az inflációs célt követő monetáris politika tényleges szerepét.

Sajátságos módon a hazai monetáris politikával foglalkozó elemzések természete többnyire nem ilyen. Ezekben ugyanis kitüntetett szerepet töltenek be a nemzetközi pénz- és tőkepiac aktuális vagy várható változásai. Milyen döntést hozott az amerikai jegybank, melyik vezető tőzsdén következett be árfolyamesés, éppen mi történt a New York-i, a londoni vagy a tokiói tőzsdén, melyik vezető gazdaság jegybankja részéről várható, vagy

<sup>14</sup> Ez a becslés semmiképpen sem tekinthető túlzottnak. A veszteség kumulált összegéről van szó, amit nem egy, hanem négy-öt év GDP-jéhez kell viszonyítanunk. Még ezermilliárdos veszteség is csak egy százaléka volna a GDP-nek, a néhány százmilliárdos pedig 0,2-0,3 százaléka. Ha minden összefüggést figyelembe veszünk, ezek valóban óvatos becslések.

éppen következett be az irányadó kamatláb emelése? Az olajár emelkedésének milyen hatásai várhatók a nemzetközi pénz- és tőkepiacon, mi lesz az orosz külpolitika keményedésének hatása az olajra és az árfolyamok alakulására? Ezek természetesen nagyon fontos kérdések, közvetlenül és jelentősen érinthetik a monetáris politika rövid távra ható döntéseit, valamint a valutaárfolyamok alakulását. Keveset mondanak azonban a nemzeti valuta árfolyamának *hosszabb távon megfigyelhető trendjéről*, hiszen az utóbbi nagyrészt egy-egy adott ország egyensúlyi helyzetének változásától, a relatív – más országokéhoz viszonyított – árszint alakulásától, ez utóbbi pedig több más tényező mellett az infláció országonként eltérő dinamikájától függ. Késéssel ugyan, nem szigorú, de megközelítő pontossággal. Mindkét elemzés jogos, de attól függően válik az egyik vagy a másik megközelítés célszerűbbé, esetleg egyedül alkalmazhatóvá, hogy a pillanatnyi változások megértése a fontosabb, vagy az egyensúlyi helyzet, az infláció és az árfolyam hosszú távon érvényes kapcsolatának a feltárása.

Az utóbbi időben a forint árfolyamával kapcsolatban ismételten felmerül a kérdés: el kell-e törölni a forint/euró középárfolyamhoz képest  $\pm 15$  százalékos árfolyamsávot, amely a 282,36 forint/euró középárfolyam mellett 240,01 forintos erős oldali, és 324,71 forintos gyenge oldali *határt* jelent. A forint árfolyama az euróval szemben 2007 második harmadában igen közel került az erős oldali határhoz (egy esetben nem egészen csak 2 százalékponttal maradt le attól). Ha az erős oldali sávszélt a forint átlépné, a jegybank kénytelen volna beavatkozni: eurót kellene vásárolnia, hogy a forint árfolyama ismét az erős oldali sávszélen belülre kerüljön. Ez, itt nem részletezett okokból, veszteséggel is járna. A döntés így is értelmezhető lenne: az MNB továbbra is magasban akarja tartani az alapkamatlábát. Ha nem is emelkedik tovább, magas marad a forint árfolyama. Így az sem várható, hogy a közeljövőben a pénztőke a forintügyleteivel kapcsolatban hosszról besszre váltson, továbbra is magas lesz az államháztartást és a fizetési mérleget terhelő kamatfizetési kötelezettség. Az eddig tárgyaltakból és a cikk egész gondolatmenetéből azonban az következik: *az árfolyamsáv eltörlésére nincs szükség.*

Ugyanis a gazdasági növekedés szempontjából éppen a *gyenge* árversenyképesség okoz gondot. Ennek pedig legalábbis az egyik alapvető tényezője a forintnak az elmúlt öt-hat évben bekövetkezett reálfelértékelődése. Ha pedig a forint árfolyama az erős oldali sávszélnek megfelelőhöz képest is magasabb szintre kerülne, a reálfelértékeltetés még nagyobbá válna. Nemcsak a nominális árfolyam további emelkedése, hanem a hazai inflációnak a külföldinél még mindig lényegesen magasabb üteme miatt is. Éppen az volna a kívánatos, hogy az árfolyam *távolodjék* az erős oldali sávszéltől és haladjon *a gyenge oldal felé*. Erre az adott árfolyamsávon belül bőven van alkalom: a teljes 30 százalékos ingadozási sávon belül mindössze 2 százalék sáv rész választ el az erős oldaltól, és 28 százalék sáv rész a gyenge oldalra oldaltól! Ezért a gyenge oldal felé nagyon is szabadon változhat az árfolyam, persze akkor, ha a monetáris szférában ható tényezők a forintárfolyam egyébként kívánatos *csökkenését segítik elő*.

Erre pedig minden esély megvan. Ha a jegybanki alapkamat, vele együtt – áttételeken keresztül – a piaci kamatlábak szintje jelentősebben csökken, a külföldi kamatlábszinthez képest jelenleg meglévő tetemes nominális kamatlábtöbblet is kisebb lesz, ami a forintárfolyam csökkenését váltja ki. (Hiszen a forint reálfelértékelődésében a meghatározó szerepet éppen a tetemes kamatlábtöbblet és az ezt kihasználó pénztőke forintkereslete játssza). Természetesen ehhez fel kell tételezni, hogy a monetáris irányítás nem kívánja a forint nominális árfolyamcsökkenését korlátozni vagy esetleg megakadályozni. Ez a szándék például többféleképpen is megnyilvánulhat. A jegybank az alapkamatot a várakozások ellenére sem csökkenti, és túl óvatos politikát folytat. Hangsúlyozza, hogy kitarthat az inflációs célt követő politika mellett. Hosszabb időre is magas nominális forintárfolyamot

vetít előre. Kijelenti, hogy az árfolyamot továbbra is nominális horgonyként kezeli, illetve az árfolyam csökkentésének lehetőségéről nem is beszél.

Valóban észlelhető zavar a forintárfolyam várható jövőbeli alakulását illetően. A zavar háttere: az inflációs célt követő monetáris politika hivatalosan ma is, valamint a közeljövőt illetően is érvényben van, miközben az államháztartás deficitje bár csökkenő, de most is 6–7 százalékos közti arányt tesz ki a GDP-hez képest. A nominális bérek és fizetések növekedése továbbra is többszöröse a reál-GDP növekedési ütemének. Ez a monetáris irányítást óvatossá teszi, lehetőleg kerül minden olyan lépést, ami hatásában az inflációs ráta növekedését vagy csökkenésének lassulását segítheti elő. A nemzeti valuta nominális és vele együtt reálleértékelődése éppen ilyen hatású tényező: a maga részéről gyorsítja az inflációt, legalábbis akadályozza az inflációs ráta csökkenését. Ezért, a jegybank – egyelőre – inkább stabil forintárfolyamot vetít előre. A konvergenciaprogram 2006 őszén 1 euró = 272,5 forint árfolyammal kalkulált, az MNB ezt ugyanekkor 267 forintra, ez év első harmadában már csak 253 forintra tette. (Egyes újabb jegybanki előrejelzések az euró forintárfolyamát 2007–2008-ra 246–247 forintra teszik; MNB [2006], [2007]). És 2007 második harmadában az árfolyam ténylegesen többnyire az 1 euró = 250 forint *alatt* volt. Ha a 2007 elején deklarált 253 forint/euró árfolyam lenne érvényes a következő évben, legfeljebb csak 2 százalékos nominális forintárfolyam-romláshoz jutnánk akkor, ha a 2007 második negyedében 250-nél néhány forinttal alacsonyabb forint/euró árfolyammal számolunk. Ez messze elmarad a 2001 óta bekövetkezett reálleértékelődés mértékétől, még akkor is, ha az időközben a külkereskedelmi partnerekhez képest *esetleg* bekövetkezett minőségjavulással is számolunk. A reálleértékelődés időben előrenézve pedig még nagyobbá válna: a 2006–2007-ben ugyanis a hazai infláció lényegesen magasabb ütemű a fő kereskedelmi partnorságokban lezajló inflációhoz képest.

A hivatkozott árfolyamok egyike sem minősíthető egyensúlyi árfolyamnak. Ezt csakis a piac alakíthatja ki a jegybanki alapkamat, a piaci kamatlábak és az infláció lényeges *csökkenését*, az államháztartás deficitjének lezárítását és a nominális jövedelemkiáramlás lefékezését *követően*. Ha már nem lesz gyorsabb a belső infláció, mint a külső, lefelé rugalmatlan árfolyam mellett a hazai pénz reálleértékeltisége még mindig fenn fog maradni, legfeljebb nem lesz továbbra is emelkedő irányzatú. Engedni kell majd, hogy a piac korrigáljon. Tetszik, nem tetszik, a korrekció árfolyamromlással jár, ez pedig újabb inflációs hatással; csak e kettő kölcsönhatására támaszkodva kerülhetünk közelebb az egyensúlyi árfolyamhoz. Ezt a békát is le kell nyelnünk, akármilyen nehezünkre is esik. Ez *után*, ha már a valutaárfolyam, a kamatlábak, a belső és külső árszint, a belső és külső infláció kölcsönösen – és persze közelítőleg – igazodnak egymáshoz, ha már az államháztartás is az egyensúlyi állapot közelébe kerül, ha nem lesz továbbra is túl gyors a bérszámvetés, dőlhetünk csak hátra, és válhat az inflációs célt követő monetáris politika a lehető legjobb választássá.

### Az átmenet

Teljesen világos, mi a helyzet akkor, ha a monetáris politika inflációs célt követ, és a politika sikeres végrehajtásának előfeltételei adva vannak. Ekkor árstabilitás van versenyképességet rontó reálleértékelődés nélkül, a gazdasági egyensúly folyamatosan fenntartható, a belső és külső eladósodás aránya és esetleg volumene nem növekszik. Az is érthető, hogy milyen következményekre vezet az inflációs cél követése a szükséges előfeltételek hiánya esetén. Erről szól e cikk túlnyomó része. Nyilvánvaló – legalábbis a szerző nézete szerint –, hogy ez utóbbi esetben az inflációs cél követését *átmenetileg* fel kell adni. Nem világos azonban, hogy ekkor mit kell tennie a monetáris politikának, vagyis amikor a

kormányzat már az egyensúly helyreállításán fáradozik, de ez még korántsem állt teljesen helyre. Tehát amikor éppen az egyensúlyi állapotra való átmenet idejét éljük.

Vegyük a jelenlegi helyzetet! Az államháztartás deficitje már jelentősen csökken, de a bérkiáramlás továbbra is túlzott. Azt hihetnénk, hogy az átmenet idején mindenben homlokegyenest ellenkező politikát kell folytatni ahhoz képest, amit az inflációs cél követése keretében egyébként végre kellene hajtani. Ez azért nincs így, mert a kormányzat részéről az egyensúly helyreállítása már megkezdődött. Ehhez még az inflációs cél követésének is alkalmazkodnia kell. Vagyis ha az inflációs cél követését a monetáris irányítás átmenetileg feladja, addig tehát, amíg az egyensúly teljesen helyre nem áll, nem történik minden merőben másképp.

Az egyensúly helyreállítása alapján – és ez után – már vissza kell térni az inflációs cél követéséhez, hiszen a gazdasági egyensúlyhoz közeli állapotban éppen a stabil árszint nyújt kedvező feltételt a gazdasági fejlődés számára. Ez felel meg a Gazdasági és Monetáris Unióban alkalmazott rendszernek is. E cikk tehát nem általában az inflációs célt követő politika ellen foglal állást, csupán azt vitatja, hogy ezt mindig, még súlyos egyensúlyhiány esetén is alkalmazni kell. *Minimálisan* ezt kell meggondolni: az inflációs cél követését az átmenet idején nem ajánlatos szó szerint alkalmazni.

Ha az államháztartás egyenlegének jelenlegi alakulását nézzük, indokolt a jegybanki alapkamattal csökkentésének megkezdése: maga a kisebb deficit az aggregált kereslet növekedési ütemét mérsékli, ilyen módon ez inflációt fékező tényező.<sup>15</sup> Ennek nem mond ellent, hogy 2006–2007-ben a deficit csökkenését éppen az infláció felgyorsulása kísérte, az utóbbit ugyanis nagyrészt az adók emelése és az állami ártámogatások csökkenése okozta. Ekkor az inflációs ráta átmeneti növekedése nem kerülhető el. Az árnövekedés átmeneti felgyorsulása után már érvényre jut a kisebb deficit inflációt mérséklő hatása! Tehát ha az államháztartás egyenlegének várható alakulását nézzük, még az inflációs cél követése sem mond ellent a jegybanki alapkamattal csökkentésének. A gond a nominális bérek alakulásához kapcsolódik.

Ebben ugyanis egyelőre nem mutatható ki határozottan csökkenő trend: a versenyszférában a nominális bérek 2006 második felében gyorsulón kezdtek emelkedni, ami 2007 elején is megfigyelhető volt. Csökkenthető-e az alapkamattal, ha a nominális bérek dinamikája gyorsul? A kérdésfeltevés jogos, a kamatláb emelkedésének valóban lehet korlátozó hatása a nominálbér növekedésére. Az inflációs cél követése szempontjából tehát – úgy tűnik – a kamatlábcsökkentés nem indokolt.

A nominális béreknek a jelzett időben megfigyelhető növekedési dinamikáját közelebről vizsgálva azonban arra jutunk: nagyon valószínű, hogy a nominálbérek 2006-ban gyorsulni kezdő növekedése csupán átmeneti, és rövid ideig tart. A gyorsuló bérnövekedés a versenyszférában következett be, ami reakció volt az adó- és járulékkerhek növelésének, valamint az ártámogatások csökkentésének árnövelő hatására (MNB [2007]). Feltehetően átmeneti gyorsulással van dolgunk. Így az átlagbérek statisztikailag rögzített gyors emelkedése maradandó hatást csupán az *árszínvonalra* gyakorol, de nem az áremelkedés ütemére. Az utóbbi, a bérnövekedés átmeneti felgyorsulása után, újból csökkenő irányzatúvá válik.

Az is feltehető, hogy a bérnövekedés tapasztalt gyorsulása részben nem is valós: következménye lehet a szürkegazdaság fehéredésének is. Az adóellenőrzés szigorúbbá vált, továbbá az adóztatásban bevezetett egyes változások a valóságnak jobban megfelelő jövedelembevallást és így javuló adófizetési hajlandóságot válthatnak ki automatikusan. Ez

<sup>15</sup> Az alapkamattal csökkentése már megkezdődött, az MNB ezt 25 bázisponttal mérsékelte. Az alapkamattal jelenleg 7,75 százalékon áll. A csökkentés nagyon mérsékelt és hamar megakadt. A szerző szerint a csökkentésnek lépésenként folytatódnia kell, amit az is indokol, hogy a jelenlegi inflációs folyamat nem „kereslet vonta”, hanem inkább költséginfláció. Ennek elemzésébe itt nem lehet belemenni.



statisztikailag az átlagbérek gyorsabb emelkedésében jelentkeznek, a bérnövekedés valószínűségi gyorsulása és inflációs hatás nélkül. Mindkét megfontolás alapján erre jutunk: a nominális bérek alakulása sem indokolja a magas jegybanki alapkamatláb fenntartását; megindulhat annak csökkentése már a nominális bérek növekedési ütemének statisztikailag rögzített mérséklődése előtt.

A jegybanknak természetesen ügyelnie kell arra, hogy az infláció ne pörögjön fel, és ne következzen be öngerjesztő inflációs folyamat. A konkrét elemzés mégis azt mutatja, hogy a nemzetközi összehasonlításban kiugróan magas alapkamatláb csökkentését meg kell kezdeni. Ennek lejjebb vitele fontos a reálfelértékelődés folyamatának megszüntetése, a külső versenyképesség javulása, az államháztartás egyensúlyának további javítása érdekében, és azért, hogy a gazdaság könnyebben kerüljön ki a stabilizációs program végrehajtása során bekövetkezett recesszióból.

Ez utóbbihoz az is szükséges, hogy a forint nominális árfolyama átmenetileg *csökkenő irányzatú* legyen. Még inkább, hogy a külföldinél egyelőre gyorsabb infláció semmiképpen se vezessen a forint további reálfelértékelődésére. Ez kellemetlen megállapítás, de ki kell mondani. Azt tehát, hogy a jegybank *nem kezeli az árfolyamot nominális horgonyként*. Jelenleg sem a jegybank, sem az elemzések legtöbbje, sem a témát konkrétan vizsgáló kutatóintézetek nem ezt teszik.<sup>16</sup>

A többnyire folyamatos reálfelértékelődés számos különböző formában nyilvánul meg. Például úgy is, hogy a hivatalos árfolyamokkal euróban kifejezett GDP- adatok alapján számolva, a magyar gazdaság igen gyors ütemben növekszik. Ha vesszük az euróövezetre érvényes inflációs rátát, és ezzel osztjuk az euróban kifejezett magyarországi GDP növekedését, megkapjuk a magyar GDP növekedését változatlan vásárlóerejű euróban kifejezve. Így statisztikai értelemben vett volumenindexhez jutunk. Ennek nagysága a 2001–2005 periódus végére 139,3 (2001 = 100), ami azt jelenti, hogy a magyar GDP növekedése e periódus egészében több mint 39 százalékos, vagyis évi átlagban 8,6 százalék! Ha ez igaz volna, valószínűségi gazdasági csodának örülhetnénk. Az évi átlagos növekedési ütem valójában alig volt több 4 százalékosnál. Az eltérés magyarázata, hogy a sokkal gyorsabb magyarországi infláció nem fejeződött ki a forint árfolyamcsökkenésében: a forint erőteljes reálfelértékelődése következett be (fogyasztóiár-alapon, mert a számítás a harmonizált fogyasztói árindexek összemérése alapján történt). És ehhez hozzátehetjük: ráadásul a forint a harmadik országok valutájával szemben alaposan felértékelődött, az euróval szemben lett reálértelemben lényegesen drágább, a fundamentumok rendkívül kedvezőtlen alakulása ellenére! (KSH [2005], Eurostat [2006–2007].)

Így nem meglepő, ha a nominális árfolyamszint változatlan marad az alapkamat és az általános kamatlábszínvonal esetleges, *de mérsékelt* csökkenése ellenére. Mindaddig, amíg a pénztőke a fundamentumok által meg nem alapozott árfolyamot figyelve veszélyt nem szimatol, és az hosszról bészre nem vált. Ez könnyen megeshet akkor, amikor a gazdaság élénkülése megindul, az import ismét gyorsabban kezd növekedni az exportnál, a kereskedelmi és fizetési mérleg romlani kezd, a kamatlábszint pedig csökken. Ekkor már az árfolyam gyors esése is bekövetkezhet.

Egy árfolyamzuhanás gazdasági és politikai következményeiről jobb nem beszélni. Igaz, az is baj, ha a forint árfolyama marad az elért magas szinten, esetleg még emelkedik is. Ekkor az árversenyképesség gyenge marad, sőt tovább romlik. A beruházások feltételei kedvezőtlenebbek lesznek, a szerkezeti változások lassúak és rossz irányúak

<sup>16</sup> A jegybank például, miközben csökkenő alapkamatlábbal számol, nem romló, hanem valamennyire emelkedő forintárfolyamot vetít előre (igaz, modellszámításokban). Hasonlóan jár el az Ecostat. Miközben az utóbbi az alapkamatláb nagyságát 2007 végére 7,25 százalékosnak veszi, a forintárfolyam további erősödését prognosztizálja: egy euró csak 247 forint lesz. Az állásfoglalás érthető: az árfolyamnak *nem szabad* romlania az inflációs célt követő politika keretében (Ecostat [2007b], MNB [2007]).

maradnak. A növekedési dinamika gyengébb lesz, nem nőhet a foglalkoztatottság, a munkanélküliség tovább emelkedhet. A forint nominális árfolyamának csökkenése éppen ezeken a területeken segítené elő az előnyös változásokat. Az árfolyamcsökkenés persze népszerűtlen – különösen azok körében, akik korábban devizában adósodtak el –, az ellenzék pedig egy jelentősebb csökkenést azonnal a kormányzat elleni támadásra használná ki. De éppen a nominális és reálárfolyam átmeneti csökkenése a gazdasági kibontakozás *egyik, igaz, nem egyetlen* feltétele.

Nem vitatható, hogy a forint árfolyamcsökkenése miatt – amíg a csökkenés tart – magasabb volna az infláció, mint árfolyamcsökkenés nélkül. Ez még nem az infláció gyorsulását jelentené, hanem inkább azt, hogy az infláció csökkenése lassabban és valamivel magasabb ütemszinten menne végbe, mint amekkora ez az ütem stabil nominális árfolyam mellett lenne. Természetesen nemcsak a gyorsuló, hanem a magasabb *szinten* csökkenő inflációt is nehéz elviselni. Emellett hátrányos az árfolyamcsökkenés a maastrichti kritériumok árstabilitási feltételének *időbeli* teljesítése szempontjából is. Ez természetesen nem jó hír. De mert Magyarország kis gazdaság, az infláció, a belső és külső árszint, valamint az árfolyam alakulása körüli rendteremtés, ezzel együtt az egyensúlyi helyzet helyreállítása fontosabb, mint az euró bevezetésének erőltetése. Hozzá kell tenni: nem is biztos, hogy emiatt késne a csatlakozás az euróövezetbe: a maastrichti kritériumok egészét tekintve nem is állnánk feltétlenül rosszabbul. Helyes volna, ha már most szembenéznénk a forintárfolyam csökkenésével, amiben persze a piacnak kell meghatározó szerepet játszania. A költséges gazdaságpolitika következményeit valóban nem lehet megúszni, a káros hatások jelentkezését csupán halasztani lehet, ezeket is inkább csak az inflációs áralakulás területén, átmenetileg.

Mi tehát az alapvető különbség a gyakorlatban alkalmazott és az itt körvonalazott monetáris politika között? Elsősorban az, hogy az utóbbiban a forintárfolyam *lefelé nem rugalmatlan*, hogy ezzel a monetáris irányítás nem kívánja az inflációs áremelkedést fékezni. Ebben a hozzáállásban annak a meggyőződésnek van meghatározó szerepe, hogy az inflációs ráta megfékezése döntően az államháztartáson és a jövedelempolitikán múlik, nem pedig a nominális árfolyamcsökkenés akadályozásán. Különbség talán még az, hogy a kamatlábcsökkentéshez az itt vázolt politika határozottabban nyúlna.

Abban azonban nincs különbség, hogy *körütekintően* kell eljárni, a kamatlábcsökkentésnek *rövid idő alatt* nem radikálisnak, hanem *fokozatosnak* kell lennie, részben azért, hogy az infláció csökkenése ne adjon meg, még inkább, hogy az infláció ne gyorsuljon fel, végül, hogy az árfolyam igazodása az egyensúlyi árfolyamhoz – vagyis a nominális forintárfolyam csökkenése – ne sokszerűen valósuljon meg. Abban, hogy az inflációs cél követése a legjobb választás a monetáris politika számára, ugyancsak nincs felfogásbeli különbség, de azzal a feltétellel, hogy a gazdaság nem küzd súlyos és tartósan ígérekző egyensúlyhiánnyal.

### Szembesítés

Nem lehet nem szólni arról, hogy a statisztikai adatok mintha nemegyszer ellentmondának e cikkben kifejtett egyik másik alapvető tételnek. Nézzük mindjárt azt a tételt, hogy a reálértelemben felértékelődő hazai pénz importösztönző és exportkorlátozó hatású, és így fékezi a belső áremelkedést! Ezzel szemben azt látjuk, hogy az inflációs célt követő rezsim nagy részében nem az import, hanem az export növekedett gyorsabban.<sup>17</sup>

<sup>17</sup> Ez meg is téveszt egyeseket. Az interneten olyan híradás is megjelent, hogy az „erős forint húzza maga után az exportot”.

Az ellentmondás csak látszólagos. Tudni kell, hogy a gazdaságban sok tényező hat egyszerre. Itt közvetlenül az országon belül működő külföldi eredetű tőkének, elsősorban a multinacionális tőke leányvállalatainak van jelentősége. Ezek túlnyomórészt nem hazai piacra termelnek, hanem exportra. Inputjuk tekintélyes hányada viszont a hazai piacról származik. Inkább export-, mint importorientáltak. A külföldi érdekeltségű vállalatok adják az országos export mintegy 80 százalékát, aminek túlnyomó részét a multinacionális vállalatok bonyolítják le. Ezért terjedésük, illetve termelési expanziójuk az exportnak az importnál gyorsabb növekedését hozhatja magával országos viszonylatban is. A felértékelődő hazai valuta ezt a folyamatot mindig fékezi ugyan, de nem feltétlenül fordítja meg. Mindenféle változat lehetséges. De a felértékelődés miatt biztosan kisebb lesz az export növekedésének ütemtöbblete, mint az importé. Éppen ez a helyzet Magyarországon.

Igazak maradnak tehát azok a következtetések, amelyeket a felértékelte állapotban levő hazai valuta hatásával kapcsolatban levontunk. Mindenekelőtt: az így ösztönzött import fékezi a belföldi inflációt. Akkor is, ha az import növekedési üteme kisebb, mint az exporté. A multinacionális cégek által kiváltott exportütemtöbblet ugyanis *nem kínálatkorlátozó tényező belföldön*; egyszerűen a világpiaci orientációjukból fakadó eredmény. A belföldi kínálatot is növelik, amennyire ezt a belső piac lehetővé teszi. Ha ehhez vesszük a felértékelődő hazai pénz kínálatnövelő hatását a külföldi versenytársak részéről, abból csak többletkínálat jöhet ki a hazai piacon, ezzel együtt a *lassúbb* belföldi inflációs áremelkedés.

A cikkben nagy súlyt helyezünk arra, hogy a belső felhasználás lényegesen nagyobb annál, amekkorát maga a hazai teljesítmény lehetővé tenne: nőnie kell a külső eladósodásnak. Esetenként a belső felhasználás bővülése is gyorsabb, természetesen nem minden egyes évben. Mindkettőben szerepe van a reálértelemben felértékelődött hazai pénznek, természetesen a túl gyorsan növekvő bérekkel és fizetésekkel, valamint az államháztartás nagyarányú deficitjével együtt. Ezzel szemben a statisztikák azt mutatják, hogy a belső felhasználás nem haladja meg igazán lényeges mértékben a GDP nagyságát. Előfordul az is, hogy a belső felhasználás többletének aránya, sőt abszolút nagysága is csökken. Vajon érdemes-e a belső felhasználás alakulására és többletének változásaira annyi figyelmet szentelni? Két fontos összefüggésre kell felhívni a figyelmet.

*Először*, a belső felhasználáson belül is bekövetkeznek eltolódások. Ha a nominális bérkirárlás gyorsul, esetleg éppen az államháztartás egyensúlyát érintő döntések miatt – ilyen volt például a közalkalmazottak 50 százalékos béremelése, vagy a 13. havi nyugdíj bevezetése –, nem biztos, hogy a belső felhasználás arányosan nő. Lehet, hogy közben a beruházások aránya csökken. Emiatt nem, vagy csak kisebb mértékben emelkedik a belső felhasználás és a külső eladósodás. A hatás azonban így is kedvezőtlen: a növekedési dinamika kezd mérsékeltebbé válni.

*Másodszor*, a belső felhasználás többlete akkor is tekintélyes arányú lehet, ha ez a GDP nagyságát csak kismértékben haladja meg. Ugyanis nem a belső felhasználásnak a GDP, hanem a GNP feletti többletét kell viszonyítani magához a GNP-hez! A többletet a *nemzeti teljesítményhez* kell mérni, nem pedig az országhatáron belül létrehozott értékhez. Az a jövedelem ugyanis, amit a külföldi tulajdonosok *kivonnak* az országból, nem lehet a továbbiakban a belföldi finanszírozás forrása, *nem áramlik vissza* a hazai gazdasági körforgásba. Kikerül a gazdaságból, ezért ezt követően nem lehet a belső felhasználás pénzügyi fedezete.

Ha eltekintünk a működőtőke-importtól és néhány más, emellett kisebb tételtől, a belső felhasználás teljes GNP feletti többlete a külső adósságot növeli. Tetemes a különbség! A GDP feletti többlet évi átlagban 3 százalékhoz közelít 2001 óta, a GNP feletti pedig jóval többet, 8,5 százalékot tesz ki! Ezt csak részben ellensúlyozza a nettó

működőtőke-import. Így a külső adósság nő, sajnos, még az aránya is. A belső felhasználás többletét tehát nem szabad bagatellizálni, úgyszintén ennek kiváltó okait sem. Ezek közé tartozik az inflációs cél előfeltételek nélküli követése is, noha messze nagyobb az elkövetett hiba az államháztartás, továbbá a felelőtlen jövedelempolitika oldaláról nézve.

A fentiek nyilvánvalóvá teszik: a tőkeimport ma már nem szolgál új forrásul *makrogazdasági szinten*. A nettó működőtőke-import többnyire jóval elmarad a belső felhasználás többlete mögött, a kölcsönfelvétel pedig nagyrészt a kölcsöntörlesztést finanszírozza. Valós forrásnak a tőkeimport csak egyes vállalatoknál vagy egyes esetekben bizonyulhat és bizonyul, ezt azonban kiegyenlíti a súlyos és növekvő forráshiány máshol. Az egyes esetekben, illetve a vállalati szinten tapasztalhatókat nem helyes mechanikusan átvinni makrogazdasági síkra. Ha mindezt alaposan végiggondoljuk, érthető, miért csökkenő irányzatú Magyarországon a beruházási ráta.

Nyilvánvalóvá válik egy másik összefüggés is! Ha nagy a nettó jövedelemkivonás aránya – ez Magyarországon jelenleg a GNP több mint hat, a GDP-nek pedig közel hat százalékát teszi ki –, nem elég kiegyensúlyozott külkereskedelmi mérlegre, illetve egyensúlyban levő áru- és szolgáltatásexportra és importra törekedni. Mintegy hatszázalékos exporttöbbletre volna szükség, és ma jó, ha elérünk egyszázalékos többletet a GDP-hez mérve.<sup>18</sup> Ráadásul akkor, amikor a takarékosági intézkedések exportkényszert idéznek elő, és akaratlanul is importkorlátozó hatásúak. És akkor, amikor nyugat-európai külkereskedelmi partnereinknél konjunktúra van. Továbbá akkor, amikor a gazdasági növekedés lelassult a gazdasági kiigazítás miatt.

Ezért van kiemelkedő jelentősége minden olyan intézkedésnek, ami segíti a külső versenyképességet, ezzel együtt az exportteljesítményt. Ide tartozik a forint árfolyamának alakulása is! Ma a működőtőke-import a folyófizetési mérleg *hiányát* ellensúlyozza, de csak *részlegesen*. Ha a kereskedelmi mérleg többlete folyamatosan fedezni tudná a nettó jövedelemkivonás nagyságát, a működőtőke-import valóban forrásbővítő, ezzel növekedést gyorsító tényezővé lépne elő.

A fogyasztói árak alapján a forint 15-16 százalékos reálfelértékelődéséhez jutottunk a 2001–2005 közötti időszakban. Ha a termelői árak alapján kalkulálnánk, a kapott érték kisebb lenne, hiszen a termelői árak emelkedése ugyanebben az időszakban lassabb volt. Így merül fel a kérdés: a reálfelértékelődés mérésénél mit helyes alapul venni, a fogyasztói vagy a termelői árak alakulását? A külkereskedelem nem fogyasztói, hanem termelői árakon bonyolódik. (A forgalmi adó nem növeli az export- és importárakat.) Ha ez így van, milyen alapon beszélünk 15-16 százalékos reálfelértékelődésről a 2001–2005 közötti időszakra vonatkoztatva? Ugyanigy, a belső felhasználás többletéről, illetve a szükséges előfeltételek megléte nélkül alkalmazott inflációs cél követése hátrányos következményeiről. Ha a reálfelértékelődés mértéke valóban jóval kisebb volt, az inflációs cél követése miatt bekövetkező veszteségnek is lényegesen kisebbnek kellett lennie.

A probléma tisztázásához részben arra kell ügyelni, hogy a reálfelértékeltetés mutatója indexszám, ami az áralapú versenyképesség időbeli *változását* mutatja ki. Továbbá arra, hogy az elért export- és importáraknak illeszkedniük kell a jövedelmek makrogazdasági szintű belső körforgásához. Ez itt főként ezt jelenti: speciális esetektől és átmeneti időszakoktól eltekintve, az export- és importárak együttesen és országosan nem hozhatnak

<sup>18</sup> A szükséges többlet persze függ attól, hogy a repatriált profit egy része visszatér-e a hazai gazdaságba valamilyen úton. A multinacionális vállalatok által újra befektetett profit ugyanis mint az országból kivont jövedelem, és nem mint adóssággeneráló külső finanszírozás szerepel. Ebben az esetben tulajdonképpen a nettó kivont jövedelem ezzel az összeggel kisebb. Az e cikkben jelzett, mintegy hat százalék GDP-arányos áru- és szolgáltatásexport elérését így is kívánatosnak tartom. Ez ugyanis lehetővé tenné az országos szintű megtakarítási ráta és vele együtt a fejlesztési kapacitás lényeges emelkedését, ami a növekedési potenciál számára kifejezetten kedvező változást jelentene.

kisebb jövedelmet a belső eladási és vételárakhoz képest, továbbá a ráfordítások sem lehetnek emiatt magasabbak. Több jövedelmet persze hozhatnak, és kisebb kiadásokat jelenthetnek, ha ezt a konkurencia megengedi. Fordított helyzet viszont nem fogadható el, hiszen ekkor nem volna értelme a külkereskedelemnek. Dinamikában ez úgy jelentkezik, hogy a külföldi eladás, illetve vétel nem vezet *csökkenő* jövedelemre és/vagy *növekvő* költségszintre sem vállalati, sem országos szinten. Mindebből következik: az áralapú versenyképességi mutatónak a fogyasztói árakon kell nyugodnia.

A termelői és fogyasztói árak elvileg növekedhetnek pontosan egyforma ütemben. Ebben az esetben mindegy, hogy melyiket vesszük alapul a hazai valuta *reálfelértékelődésének* vagy *leértékelődésének* kiszámításánál (hiszen a mutató indexszám). Gyakran előfordul azonban, hogy a fogyasztói árak nőnek gyorsabban (mert például csökkentik a fogyasztóiár-támogatásokat, vagy növekszik a forgalmi és fogyasztói adók részesedése az összes adóbevételben belül). Ha ilyenkor a termelői árindex lenne a reálfelértékelődés kiszámításának alapja, és mondjuk, ehhez igazodna az árfolyam, akkor *papíron* megszűnne a reálfelértékelődés. Az export azonban nem biztosítana annyi jövedelmet, amennyi realizálható volna a belföldi eladással, hiszen az exportbevétel lassabban nőne, mint ahogyan a fogyasztói árak emelkednek. Így is fogalmazhatunk: az országos szintű ráfordítások egy része nem térülne meg – annál nagyobb része, minél jobban lemarad a termelői árak növekedése a fogyasztói árakétól. A külkereskedelem így gazdaságtalan lenne a vállalatok jó része és az ország számára is. A megoldás az, hogy a reálfelértékelődés mérésekor a fogyasztói árindexet kell alapul venni, és ehhez kellene az árfolyamnak igazodni. Így a kapott mutató nagyobb arányú reálfelértékelődést mutat, az eltérés többszörös is lehet, ennek megfelelően a hazai valutaárfolyam átmeneti csökkenése is többszörös mértékű lehet.

A probléma megértését megkönnyíti, ha arra gondolunk: a fogyasztói árakban közvetlenül vagy közvetve bármilyen adó és bármilyen költség árhatása jelentkezik, hacsak az állam ezek felmerülését vagy átgyűrűzését nem akadályozza meg. Ez a termelői árakról már nem mondható el. Magyarországon a termelői és fogyasztói árak alakulását éppen a fentiek jellemzik, megvan tehát az aktualitása annak, hogy milyen árindexet használunk a reálfelértékeltetés alakulásának mérésénél.

A kérdésnek sok ága-boga van, kimerítő tárgyalása egy teljes cikket igényelne. Történhet minden fordítva, változnak az összefüggések az idő függvényében is, ami ugyan csak érinti a termelői és fogyasztói árak alakulását és az árfolyam változását. De mindig erre jutunk: az a helyes, ha a számítás fogyasztói ár alapján történik. Igaz, a konkrét okfejtés nem pontosan ugyanaz. Most csak erre kell ügyelni: csak azért, mert egy adott időben a termelői árak belföldi és külföldi változása és az érvényes forintárfolyam alapján „nem jön ki” jelentős reálfelértékelődés, nem nyugodhatunk meg és nem mondhatjuk, hogy az árfolyamnak nem sok köze lehet az áralapú versenyképesség tapasztalható romlásához.

Ha valaki a jegybank kamatpolitikájára gondol, könnyen juthat olyan megállapításra, hogy az alapkamat emelése, amelyet a piaci kamatlábszint emelkedése követ, célravezető akkor is, ha nincsenek meg az inflációs cél követésének ebben a cikkben hangsúlyozott feltételei. Hiszen ha a kamatláb lényegesen megemelkedik, csökken az aggregált kereslet. Ez inflációt fékező hatású, és – mert a kereslet csökken – a belső felhasználás nem nőhet meg lényegesen. *Azonban nem ez az általánosan jellemző eredmény!*

Az államháztartás deficitje ugyanis mindig nagyon rugalmatlanul reagál a kamatláb emelkedésére, hiszen a deficit nagyságát a kamatláb változásánál nagyobb hatású gazdaságpolitikai döntések határozzák meg. Jó példa erre Magyarországon a közalkalmazottak 50 százalékos béremelése, a 13. havi nyugdíj bevezetése, az ártámogatások rendszere, ami például az energiaárak világgpiaci áremelkedésével együtt egyre növekvő deficitet

váltott ki. Továbbá az egészségügy konkrét finanszírozási rendszere, ami az itt bekövetkező gyors költségnövekedéssel együtt csakis deficitmövekedésre vezethetett, nem pedig kiadáscsökkentésre a kamatlábnövelés hatására. Vagy ha növelik a minimálbér nagyságát, a nominális bérnövekedés gyorsulása, nem pedig lassulása következik be, függetlenül attól, hogy a jegybank mit tesz az alapkamatlábbal. Az autópálya-építés sem attól függ, mekkora a jegybanki kamatláb. A példákat lehetne folytatni, és mindig arra jutunk: nem igaz, hogy a jegybank egyedül képes az aggregált kereslet szabályozására. Ha az inflációs célt követő politika ennek ellenére sikeres, nem hárítható el a káros következmény: a GNP értékét meghaladó belső felhasználás, valamint – esetleg a gazdasági növekedés ütemét is maga mögött hagyó – belső és külső adósságnövekedés. Az utóbbi ráadásul a lényegesen megemelkedő kamatlábszint miatt magasabbá váló kamatteher miatt is gyorsulóan nőhet.

Minden olyan gazdaságban, ahol az infláció gyors vagy legalábbis gyorsabb, mint a kereskedelmi partnereknél, a *nominális* kamatlábnak magasnak kell lennie. Ellenkező esetben negatív lenne a reálkamatláb, ami jövedelmi átcsoportosítást idézne elő az adós javára és a hitelező kárára, és nagyon rontaná a gazdasági növekedés feltételeit. Vannak is erre példák, nem is ritkán. De nem lehet arra berendezkedni, hogy *országos viszonylatban és tartósan is* kisebb legyen a nominális kamatláb az inflációs rátánál. A kérdés tehát: baj-e, ha Magyarországon az adott körülmények közt magas a kamatlábszínvonal? Vagy: van-e értelme elmélkedni azon, hogy Magyarországon akár a jegybanki alapkamatláb, akár az üzleti hitelek kamatlába többszörösen is magasabb a más országokban érvényeshez képest? A kérdés jogos, és ebben a cikkben a hazai kamatlábszintet mindig magasnak minősítettük.

Ha a nominális és a reálkamatlábát is nézzük, méghozzá belföldi szemmel, ez Magyarországon magas is és alacsony is. Például többnyire magas a lakossági hitelkamatláb – ha a lakáshitelekkel nem számolunk –, és ugyanitt rendszerint alacsony a betéti kamatláb. Nemzetközi vonatkozásban azonban már nem jelentkezik ez a felemás helyzet: *a külföldi pénzbefektető szemében* a magyar pénz és tőkepiacon elérhető kamatláb igen magas (nominális és reálértelemben egyaránt, tehát a belső inflációval együtt is). Azért, mert a külső befektető számára a nominális árfolyam tényleges alakulása, az inflációs ráta hazai és külföldi eltéréseinek megfelelően az esetek nagy többségében nem teszi és tette semmissé a pénzbefektetéssel elért magas többletjövedelmet. Ha az árfolyam változása mindig rugalmas lett volna lefelé, történt volna korrekció az árfolyam oldaláról, és ilyen értelemben a kamatlábak országok közti kiegyenlítődének tendenciája itt is érvényesült volna.<sup>19</sup> A kamatlábak nemzetközi összehasonlításában tehát döntő jelentősége van a nominális árfolyam *alakulásának*, e nélkül arról sem lehet nyilatkozni, hogy valamely gazdaságban a kamatláb – akár a nominális, akár a reálkamatláb – magas-e vagy alacsony. A magas nominális kamatszínvonal természetesen csak akkor indokolt, ha az infláció gyors. A kamatlábnak az inflációval együtt csökkennie kell.

<sup>19</sup> Végig eltekintettünk a nemzetközi pénzpiacon esetleg bekövetkező pénzügyi válság lehetséges következményeitől. Ennek drámai hatása lehet az árfolyam alakulására bármelyik országban. Ebben az esetben a szabályszerűségek lényegesen különböző természetűek, és ezeket ebben a cikkben nem vizsgálhatjuk meg. Egyfajta kapcsolat azonban fennáll a két különböző eset között: ha a nemzeti valuta lényegesen túlértékelt, az egyúttal jóval sérülékenyebb is egy nemzetközi pénzügyi válsággal szemben.

## Hivatkozások

- BIHARI PÉTER [2007]: A jegybank esete Sziszüphosszal. Népszabadság, január 30.
- BILSON, J. F. O.–MARSTON, R. C. (szerk.) [1984]: Exchange Rate Theory and Practice. University of Chicago Press. Chicago.
- DORNBUSCH, R. [1980]: Exchange Rate Economics: Where Do We Stand? Brookings Papers on Economic Activity. 1.
- DORNBUSCH, R. [1992]: Purchasing Power Parity. Megjelent: The New Palgrave Dictionary of Money and Finance. 3. Stockton Press, New York, 236–244. o.
- ENGEL, CH. [1996]: The Forward Discount Anomaly and the Risk Premium. Journal of Empirical Finance, 3. 123–192. o.
- ECB [2004]: The Monetary Policy of the ECB. Európai Central Bank, Frankfurt.
- FAZEKAS KÁROLY–KOLTAY JENŐ (szerk.) [2005]: Munkaerőpiaci tükör. MTA Közgazdaságtudományi Intézet–Országos Foglalkoztatási Közalapítvány, Budapest.
- HALL, R. E.–TAYLOR, J. B. [2003]: Makroökönómia. Elmélet, gyakorlat, gazdaságpolitika. KJK–Kerszöv, Budapest.
- KOVÁCS MIHÁLY ANDRÁS [1998]: Mit mutatnak? A különféle reálárfolyam-mutatók áttekintése, és a magyar gazdaság ár és költség-versenyképességének értékelése. MNB Füzetek, 8. sz.
- KOVÁCS MIHÁLY ANDRÁS–SIMON ANDRÁS [1998]: A reálárfolyam összetevői. MNB Füzetek, 3. sz.
- KRUGMAN, P. R.–OBSTFELD, M. [2003]: Nemzetközi gazdaságtan. Elmélet és gazdaságpolitika. Panem Kft., Budapest.
- MAGYAR NEMZETI BANK: [2006] Monetáris politika Magyarországon.
- MACDONALD, R. [2007]: Exchange Rate Economics. Theories and Evidence. Routledge, London–New York.
- SURÁNYI GYÖRGY [2007]: A magyar „csoda”. Népszabadság, január 20.
- TAYLOR, M. P. [1987]: Covered Interest Parity: A High-Frequency, High-Quality Data Study. *Economica*, 54.
- EUROSTAT [2006–2007]: Eurostat Yearbook. Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg, <http://www.eurostat.gov.uk/publications/publicationlist/eurostat--year--book--2006-2007.asp#skiptocontent>.
- ECOSTAT [2007a]: Gazdaságélénkítés és egyensúly-javítás lehetőségei. *Ecostat, Monitor*. június, <http://www.ecostat.hu/kiadvanyok/monitor/monitor38.html>.
- ECOSTAT [2007b]: Mikroszkóp. *Ecostat*, június.
- KSH [2005]: Magyar statisztikai évkönyv. Központi Statisztikai Hivatal, Budapest.
- KSH [2006]: Magyar statisztikai zsebkönyv. Központi Statisztikai Hivatal, Budapest.
- MNB [2006]: Jelentés az infláció alakulásáról. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, november.
- MNB [2007]: Jelentés az infláció alakulásáról. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, május.