



MAGYAR NEMZETI BANK

SZAPÁRY GYÖRGY

**Az inflációs célkövetés
tapasztalatai
Magyarországon**

Szapáry György

**Az inflációs célkövetés tapasztalatai
Magyarországon**



Az inflációs célkövetés tapasztalatai Magyarországon

Írta: Szapáry György*

Budapest, 2006. szeptember

Magyar Nemzeti Bank

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

* Köszönettel tartozom Tóth Máté Barnabásnak a közreműködéséért és Hamecz Istvánnak, Jakab M. Zoltánnak és Kaderjárné Csermely Ágnesnek a hasznos észrevételeikért.

Tartalom

Bevezetés	5
Lehetséges stratégiák	6
Az inflációs célkövetés eredményei Magyarországon	8
Konklúzió	13

Bevezetés

Bevezetésül egy pár a szakmában ma már messzemenően elfogadott, de az általános közvélemény számára kevésbé ismert elvet szeretnék rögzíteni a monetáris politika célját és vitelét illetően.

A Magyar Nemzeti Banknak, mint minden fejlett ország jegybankjának, az árstabilitás elérése és fenntartása törvényi kötelezettsége. Hogy miért van ez így, arra a válasz egyszerű: mert az infláció akadályozza a gazdaság egészséges fejlődését, azaz káros. A magas infláció legkárosabb eleme, hogy a jövedelmek nem szándékolt újraelosztását okozza, tipikusan a bérből és nyugdíjakból élők jövedelmét, illetve a megtakarításokat erodálja, és így különösen sújtja az idősebbeket. A magas infláció az árak nagyobb volatilitásával jár, növelve a bizonytalanságot. Az infláció volatilitása zavarja az árak információtartalmát, ami pedig egy jól működő piacgazdaság alapja. Így a kereslet és kínálat változásainak értékelése eltorzul, akadályozva ezzel az erőforrások hatékony felhasználását. Magasabb infláció magasabb nominális kamatokkal jár együtt, amelynek hatására megnövekednek a hitelfelvevők nominális törlesztési kiadásai a rendelkezésre álló jövedelemhez képest. Ez a hitelmegállapodások lejáratí idejének rövidülését, és ezáltal a pénzügyi közvetítés mélységének csökkenését okozza. További probléma, hogy az inflációs bizonytalanság a gazdasági kapcsolatok (pl. üzleti szerződések) rövidülésével jár, ami a gazdasági aktivitás szempontjából rendkívül kedvezőtlen.

Bár az, hogy az infláció jelentős társadalmi költségekkel jár, mára a szakma számára általánosan elfogadottá vált, a gazdaságpolitika számára mégis nagy kihívást jelent az alacsony infláció melletti elköteleződés. Ennek oka az ún. időinkonzisztencia probléma. Az időinkonzisztencia abból a feltételezésből ered, hogy a jegybanknak módjában áll a vártnál magasabb inflációval meglepni a gazdasági szereplőket. Mivel a meglepetés-infláció átmenetileg képes növelni a kibocsátást és csökkenteni a munkanélküliséget (a jövedelmeket képes átcsoportosítani a vállalati profit javára a bérből és nyugdíjakból élők terhére), a politika néha indíttatást érez arra, hogy a jegybankot az infláció gerjesztésére kötelezze. Mivel a gazdasági szereplők tudják, hogy a politikának érdekében állhat meglepetés-inflációt generálni, eleve ehhez igazítják várakozásaikat, így a társadalmi optimumhoz képest magasabb infláció alakul ki, változatlan kibocsátás mellett. Különösen élesen jelentkezik ez a konfliktus a dezinflációs időszakban. Az árstabilitás elérése során a dezinflációs folyamat ugyanis átmeneti reálköltségekkel járhat, amelyek már rövidtávon jelentkeznek, ugyanakkor az alacsony inflációból származó előnyök csak hosszabb távon érzékelhetők.

Az időinkonzisztencia probléma, és az abból fakadó döntéshozói inflációs hajlam feloldásának kulcsa a hiteles elkötelezettség. A közgazdasági irodalomban és a gyakorlatban egyaránt általános vélekedés, hogy a demokráciákra jellemző politikai ciklus, és a választott politikusok legfőbb célja – a sikeres választási szereplés – megnehezíti az árstabilitás iránti elkötelezettség hitelességének kiépítését, az árstabilitás fenntartását. A gyakorlatban ezért a monetáris politikai döntéseket olyan független testületre (jegybanktanács) bízzák, amelynek tagjai hosszabb időhorizontban gondolkodva, a politikai ciklusra való tekintet nélkül tudják meghozni döntéseiket az árstabilitás fenntartása érdekében. A jegybanki függetlenség a garancia arra, hogy az árstabilitás iránti elkötelezettség ne kerüljön konfliktusba egyéb célokkal. Ezért szükséges, hogy a monetáris politikai döntéseket olyanokra bízza a társadalom, akik nem rövid távú gazdasági vagy politikai érdekeket vesznek figyelembe, hanem hosszabb horizontra vannak tekintettel.

A közgazdaságtanban és a jegybanki gyakorlatban konszenzusos álláspontnak tekinthető, hogy a monetáris politika a hosszú távú gazdasági növekedéshez az árstabilitás fenntartásával tud legjobban hozzájárulni. Egy gazdaság növekedése hosszú távon a potenciális kibocsátás pályája által determinált, amit azonban monetáris politika szempontjából exogén tényezők befolyásolnak (ilyen lehet például a technológiai fejlődés, humántőke-felhalmozás vagy a demográfiai tendenciák). A monetáris politika tehát nem képes a reálgazdasági aktivitást tartósan a potenciális vagy természetes szintje fölé emelni. A monetáris politika nem képes az olyan piaci tökéletlenségek ellensúlyozására sem, amelyek a potenciális növekedést fogják vissza, és alapvetően reálgazdasági vagy strukturális eredetűek (pl. munkapiaci merevségek, torzító adók, költségvetési hatékonyatlanság). Továbbá arra sem alkalmas, hogy tartósan fenntartsa a külső egyensúlyt, ha annak megbomlását tetemes költségvetési túlköltekezés okozza. Rövid távon az árfolyam leértékelődése ugyan képes fékezni a fizetési mérleg romlását, de ha nincs érdemi kiigazítás a fiskális politikában, az ár- és bérinfláció alkalmazkodik a leértékelődéshez, és így hamar erodálja a leértékelődés külső egyensúlyjavító hatását.

Lehetséges stratégiák

Alapvető és általános elvárás a monetáris politikával szemben, hogy egy olyan nominális horgonyt biztosítson, ami orientálja a gazdasági szereplők várakozásait és egyfajta hivatkozási pontként megkönnyíti a gazdasági kalkulust. Az 1970-es 1980-as években több fejlett ország a monetáris aggregátumok célzására épülő rezsimeket működtetett, ami feltételezett a pénzmennyiség és az infláció között egy stabil összefüggést. A nemzetközi tapasztalatok azonban azt mutatták, hogy ez utóbbi kapcsolat meglehetősen gyenge és időben is változékony. Ennek ellenére, a német Bundesbank az euro bevezetését megelőzően hosszú ideig működtetett ilyen rezsimeket. Bár a monetáris aggregátum célok gyakran nem teljesültek, a Bundesbank képes volt egy tartósan alacsony inflációs környezet fenntartására. E látszólagos ellentmondás magyarázata az lehet, hogy a gazdasági szereplők várakozásait nem a monetáris aggregátum célok, hanem a Bundesbank antiinflációs reputációja orientálta. Ahogy a közismert mondás is szól, nem minden német hisz Istenben, de minden német hisz a Bundesbankban. A pénzmennyiség és az infláció közötti laza és kiszámíthatatlan kapcsolat miatt végül is a legtöbb fejlett ország föladata a monetáris aggregátumokat célzó rezsimeket.

Egy másik lehetséges stratégia az árfolyamcélra alapozott rendszer, amikor a jegybank explicite elkötelezi magát egy árfolyamszint vagy árfolyamsáv mellett valamelyik erős nemzetközi valutával szemben. Az elkötelezettségnek nagyon erősnek kell lennie ahhoz, hogy a várakozásokat stabilan lehorgonyozza. Ennek a legerősebb változata a törvényben (esetleg alkotmányban) iktatott valutatanács. A rögzített árfolyam, mint nominális horgony azonban több okból is problematikus lehet. Egyrészt a rögzített árfolyammal „importált” monetáris politika nem feltétlenül optimális a rögzített árfolyamot alkalmazó ország számára, különösen jelentősebb gazdaságszerkezeti különbségek, illetve az ország szempontjából egyedi költség-/kínálatoldali sokkok felmerülése esetén. A kockázati megítélés ingadozásai is jelentős kihívást jelenthetnek a valutáját rögzítő ország számára. Másrészt egy ilyen rendszerben a külső, reálgazdasági jellegű sokkokhoz történő alkalmazkodás a relatív árakon/bérekben keresztül tud végbe menni. Ez az árak és/vagy a bérek ragadósága esetén hosszabb és fájdalmasabb folyamat, mint a nominális árfolyamon keresztüli alkalmazkodás. Előbbieket jól tükrözi Litvánia példája, ahol a valutatanács rendszer keretein belül a világgazdaságban érvényesülő olajár-emelkedés inflációs nyomást eredményezett, megghiúsítva így az ország euroövezeti felvételét. Végül, a fiskális politika támogatásának a hiánya oly mértékben áthatja alá a rögzített árfolyam hitelességét, hogy a rendszer fenntarthatatlanná válik és összeomlik. Ilyenkor csak jelentős veszteségek árán állítható vissza a hitelesség (lásd Argentína esetét).

A pénzmennyiség célzására épülő és az árfolyamcélra alapozott fent említett hiányosságai miatt tért át egyre több ország az inflációs célkövetés rendszerére. Az inflációs célkitűzésben a jegybanknak nincsen klasszikus értelemben vett „közbülső célja”, mint pl. a valuta árfolyama vagy valamely monetáris aggregátum, hanem közvetlenül egy számszerű inflációs célt tűz ki maga elé. Közbülső célnak tekinthető ugyanakkor az inflációs előrejelzés abban az értelemben, hogy a jegybanki eszközökkel (ami a legtöbb országban az irányadó kamat) a monetáris politika a jövőben (1-2 év múlva) várható inflációt befolyásolja és próbálja a cél közelében tartani. Az inflációs célkitűzést követő jegybank némileg leegyszerűsített döntési szabálya az, hogy ha az előrejelzés az inflációs cél fölött van, akkor szigorítja a monetáris kondíciókat, míg ha alatta van, akkor lazít. A szóban forgó inflációs előrejelzés az előjelző gazdasági mutatók széles körének figyelembevételével készül, ami szintén megkülönbözteti az inflációs célkitűzést az előbb említett rezsimektől, amelyekben a jegybank egy kitüntetett mutató alakulása alapján hozza meg döntéseit. Az inflációs célkitűzések rendszere tehát rugalmasabb és nagyobb teret enged a diszkréciónak, a folyamatok minden elemének a figyelembe vételére.

Egy sikeres inflációs célkitűzéses rendszerben az inflációs cél képes az inflációs várakozások lehorgonyzására, így az árképzés egyre inkább előretekintővé válik, és a gazdasági szereplők hosszú távon árstabilitásra rendezkedhetnek be. Tekintettel arra, hogy a várakozásoknak igen nagy szerepe van a rendszer működésében, és mivel a jegybanki lépések nem közvetlenül és azonnal hatnak az inflációra, hanem csak késleltetve, némi bizonytalanság mellett, a többi rezsimehez képest felértékelődik a kommunikáció, az átláthatóság (transzparencia) szerepe. Ez magában foglalja mind a szóbeli kommunikációt, mind az írásos anyagokat, pl. inflációs jelentéseket, amelyek alapján a nyilvánosság tudomást szerezhet a jegybank gazdasági folyamatokról alkotott képéről. Ezek révén alakíthatják ki a gazdasági szereplők a jegybank jövőbeli lépéseivel kapcsolatos várakozásaikat, és ezekben tudja a monetáris hatóság a döntései alapjául szolgáló információkat is közzétenni, amely elengedhetetlen a hitelessége erősítéséhez.

Az inflációs célkitűzés további előnyös vonása, hogy a jegybanknak nem kell explicit elkötelezettséget vállalnia egy olyan gazdasági változó mellett (pénzmennyiség, árfolyam), amelyre csak közvetve, korlátozottan tud hatni, így folyamatosan kockára téve a hitelességét. Ehelyett egy középtávon elérendő célt határoz meg, amelytől átmeneti eltérések elfogadottak. Ez abban az esetben kaphat jelentőséget, ha az inflációs folyamatot olyan sokkok érik, amelyeket a monetáris politika – hatásmechanizmusának 1-2 éves időhorizontja miatt – már nem tud, és nem is feltétlenül akar teljes mértékben ellensúlyozni (pl. olajár-emelkedés, áfaváltozás). Ezáltal a monetáris politika rugalmasabbá válhat, hosszabb idő áll rendelkezésére, hogy a gazdasági folyamatok változásait felismerje és értékelje, és az esetleges monetáris politikai hibák sem vezetnek automatikusan a rezsim hiteltelenné válásához. E látszólag „puha” elkötelezettség ellenére a rezsim mégis kezeli az időinkonzisztencia problémáját, mert az inflációs célkitűzésben a jegybank egyetlen célja az árstabilitás, s ez a cél transzparens és számon kérhető.

Az inflációs célkövetés eredményei Magyarországon

Magyarországon az inflációs célkövetéses rendszer 2001 júniusában kezdte meg működését, miután az előre bejelentett csúszó leértékelési rendszer már nem bizonyult alkalmasnak a 10% körül beragadt infláció további mérséklésére. Az új rezsim bevezetésekor az MNB 2001 és 2002 decemberére tűzött ki inflációs célokat 7% illetve 4,5% mértékben. Ezt követően évente került sor inflációs cél kitűzésére a 2006. év végéig bezárólag, legalább két évre előre. Miután az infláció lecsökkent kb. 3%-ra, a 2007-es évtől kezdődően az MNB folytonos inflációs cél kitűzésére tért át. A középtávú célt, ami 3%, az MNB a kormánnyal közösen tűzte ki 2005. augusztusában.

Az inflációs célkitűzés rendszerének bevezetése után a magas szinten stagnáló infláció megtört (lásd 1. sz. ábra). A szigorúbb monetáris kondícióknak, de a kedvezően alakuló külső tényezőknek is köszönhetően az infláció 2001 végére a májusi csúcshoz képest 4 százalékponttal csökkent, és így a cél közelében, 6,8%-on alakult. 2002 végére az infláció 4,8%-ra, azaz a cél közvetlen közelébe csökkent (lásd 2. sz. ábra). A 2001-es évvégi cél elérését nem lehet egyértelműen az inflációs célkövetés javára írni, hiszen egyfelől az már kívül esett a monetáris politika célhorizontján és másfelől egy sertéshúsár esés is besegített. Ugyanakkor a cél teljesítése növelte az új rezsim kezdeti hitelességét és ebből a szempontból szerencsésnek bizonyult a rendszer bevezetésének időzítése.

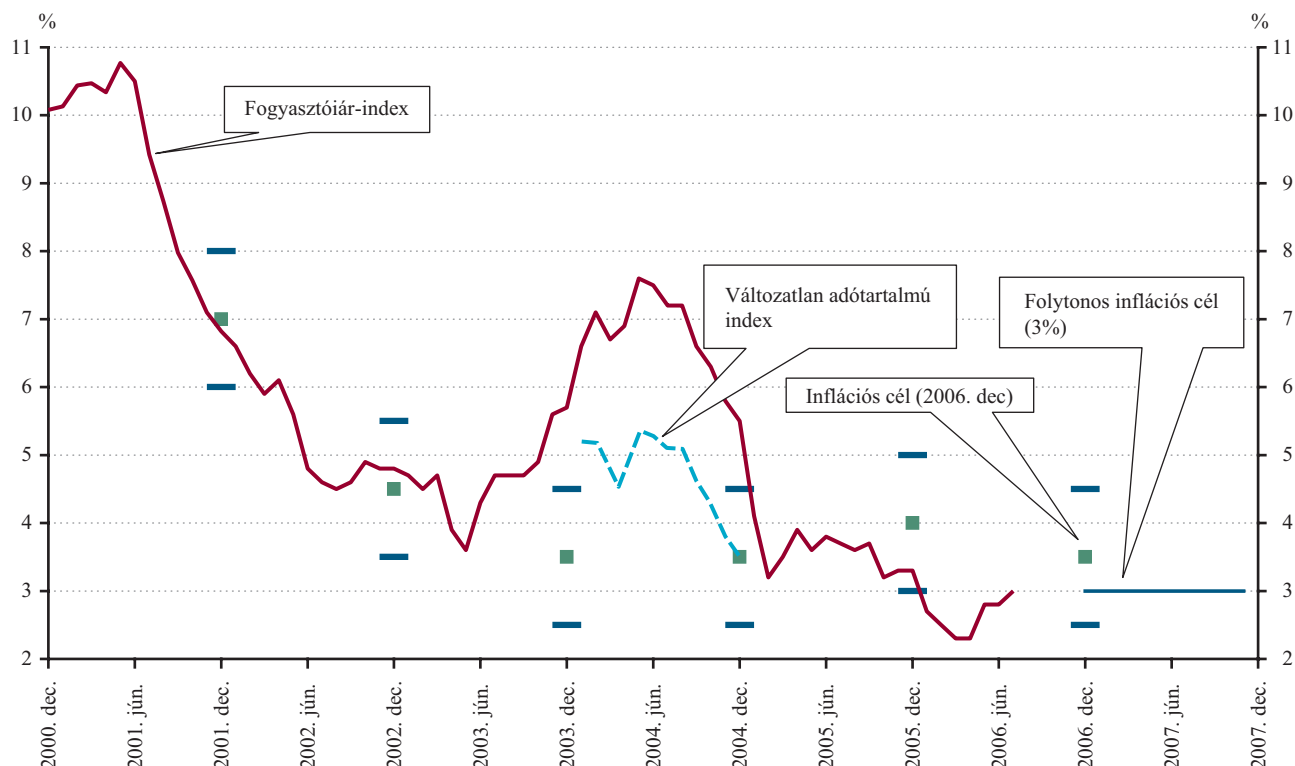
1. ábra

A fogyasztóiár-index és a maginfláció alakulása Magyarországon



2. ábra

Az inflációs célkitűzések és teljesülések



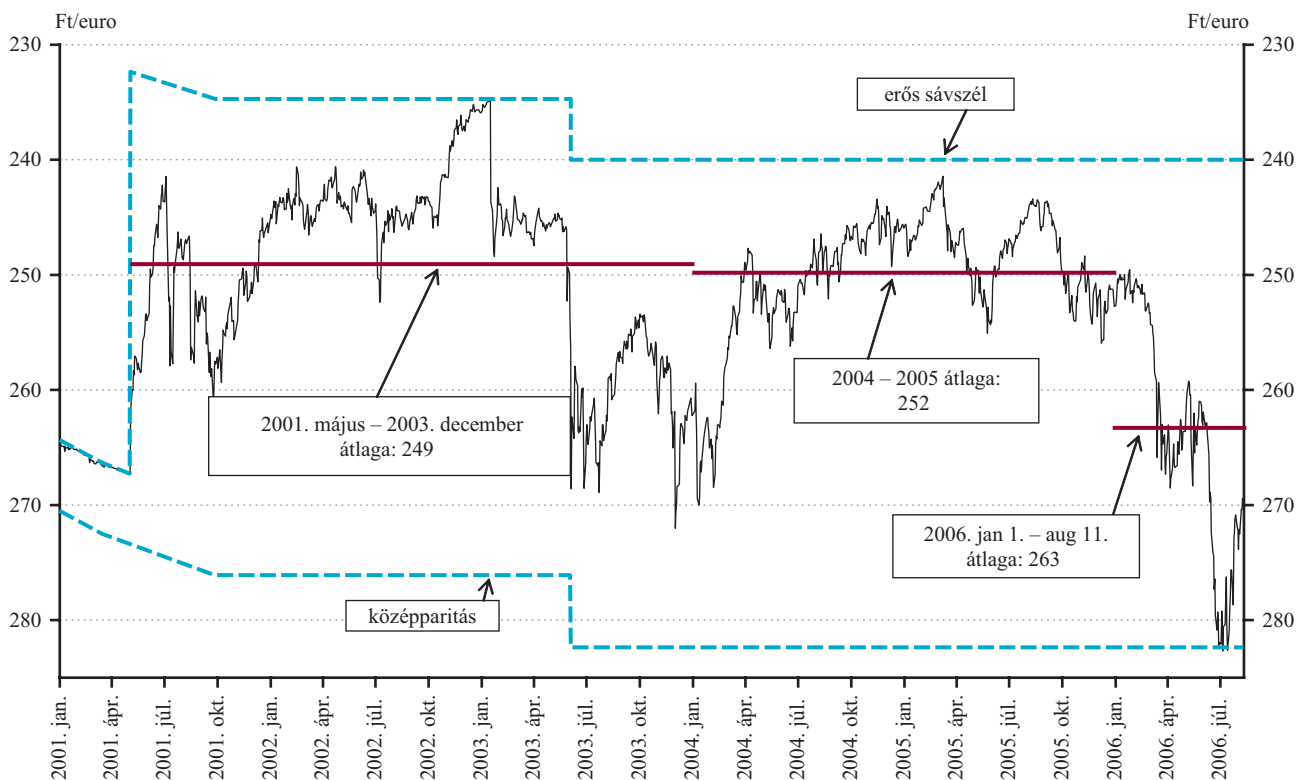
A magyar gazdaság nagyfokú nyitottsága miatt az árfolyamnak kitüntetett szerepe van a monetáris politika reálgazdasági, illetve inflációs hatásában. A forint ingadozási sávjának kiszélesítését követő időszakban az árfolyam a kamatok csökkenése ellenére jelentős tőkebeáramlások mellett, mintegy 11,6%-kal felértékelődött 2001. május és 2002. december között. A fajlagos bérköltség alapján mért felértékelődés ennél valamivel nagyobb, 14% volt. Több kritika érte abban az időben az MNB-t azért, hogy hagyta az árfolyamot ilyen mértékben felértékelődni. A kritikusok tartották a felértékelődés az exportra és a külső egyensúlyra gyakorolt káros hatásától. Az árfolyam-erősödés dezinflációs hatása körül ebben az időben még számottevő volt a bizonytalanság. Sokan vitatták annak hatását az inflációra, vagy túlzottnak értékelték az így elért dezinfláció reálgazdasági áldozatát. A felértékelődés reálgazdaságra gyakorolt hatásának pontos előrejelzését nehezítette, hogy a magyar gazdaság felzárkózási folyamata következtében egy hosszú távú, egyensúlyi reálfelértékelődési pályán mozog. Egy ilyen környezetben a reálárfolyam esetleges túlértékeltisége nem egy korábbi szinthez, hanem a közvetlenül nem megfigyelhető, egyensúlyi felértékelődési pályához viszonyítva állapítható csak meg. Fontos ugyanakkor megemlíteni, hogy a tartós nominális felértékelődés exportra gyakorolt hatását, mint ahogy az várható volt, enyhítette a hazai termelékenység gyors növekedése, ami hozzájárult ahhoz, hogy a vállalati szféra viszonylag rugalmasan tudott alkalmazkodni a forinterősödéshez. Nem bizonyítható, de nyitott kérdés marad, hogy egy lassabb felértékelődés és dezinfláció le tudta-e volna ilyen gyorsan horgonyozni az inflációs várakozásokat és így kisebb reálgazdasági áldozattal járt volna-e középtávon.

2002-ben jelentős lazítás történt a fiskális politikában, amelyet a választások utáni években sem követett érdemi kiigazítás. A fiskális lazítás keresleti és kínálati csatornákon keresztül hatott az inflációra. A legfontosabb keresleti tényező a háztartások fogyasztási kiadásainak növelése volt a bérek emelésével és minimálbér adómentességének bevezetésével, ami az államilag támogatott lakáshitel-rendszerrel párosult. A kínálati tényezők között említhetjük a munkaerőpiaci feszültséget, amit az állami alkalmazottak létszámának növelése okozott. A fiskális lazítás ugyan még nem érintette a 2002 végi inflációs cél teljesülését, azonban hatására jelentős fölfelé irányuló kockázatok jelentek meg a 2003-as cél körül, ami még 2001 végén $3,5 \pm 1\%$ -ban lett megállapítva. A fiskális fegyelem fellazulása a magyar gazdaság kockázati megítélésének romlásával és ingadozásával is együtt járt. A forint árfolyama 2002 nyarán átmenetileg leértékelődött, és csak a jegybanki alapkamat emelése és a költségvetési hiány csökkentésére utaló kormányzati ígéretek tudták stabilizálni. A fiskális politikai sokkok, illetve kisebb mértékben az olajárak emelkedése hatására a 2003 végi inflációs cél elérése szigo-

rú monetáris politikát igényelt és az árfolyam az ingadozási sáv erős széléhez közeledett (3. sz. ábra). A felgyorsult tőkebeáramláshoz és forinterősödéshez hozzájárult a bővítést elfogadó ír referendum által kiváltott piaci optimizmus is.

3. ábra

A forint-euro árfolyam alakulása



A kialakult ellentmondásos helyzetre válaszképpen 2003 januárjában jelentős mennyiségű spekulatív tőke áramlott az országba azzal a céllal, hogy az árfolyamsáv erős szélének eltolását, vagy feladását kényszerítse ki és így komoly nyereségre tegyen szert. Az erős sávszél feladása azért merülhetett fel a spekulánsok körében, mert a fiskális élénkítést követő új helyzetben a monetáris politika mozgástere már szűkösnek tűnt. A piaci szereplők szemében a monetáris politika antiinflációs hitelessége ebben az időszakban erős volt, így több szereplő szemében megalapozottnak tűnhetett az a várakozás, amely szerint a 2003-as inflációs cél elérése érdekében az MNB kész módosítani – vagy akár feladni – a forint ingadozási sávját. Ezt a hitet táplálhatta az MNB kommunikációja is, amennyiben hangsúlyozta az árfolyam jelentőségét az inflációs célkövetésben. E nézetek azonban több szempontból is hibásnak bizonyultak. Egyrészt 2003 elején a 2003. decemberi inflációs cél már kívül esett a monetáris politika számára releváns horizonton, másrészt piaci szereplők figyelmen kívül hagyták, hogy az árfolyamrendszer megváltoztatása csak a kormány beleegyezésével történhet meg. Ismert volt, hogy a kormány ellenezte minden olyan lépést, ami szerinte megnövelte volna a további felértékelődés kockázatát. Mindazonáltal feltételezhető, hogy a sáv módosítás feltételeinek hathatósabb kommunikálásával a spekuláció intenzitása mérsékelhető lett volna.

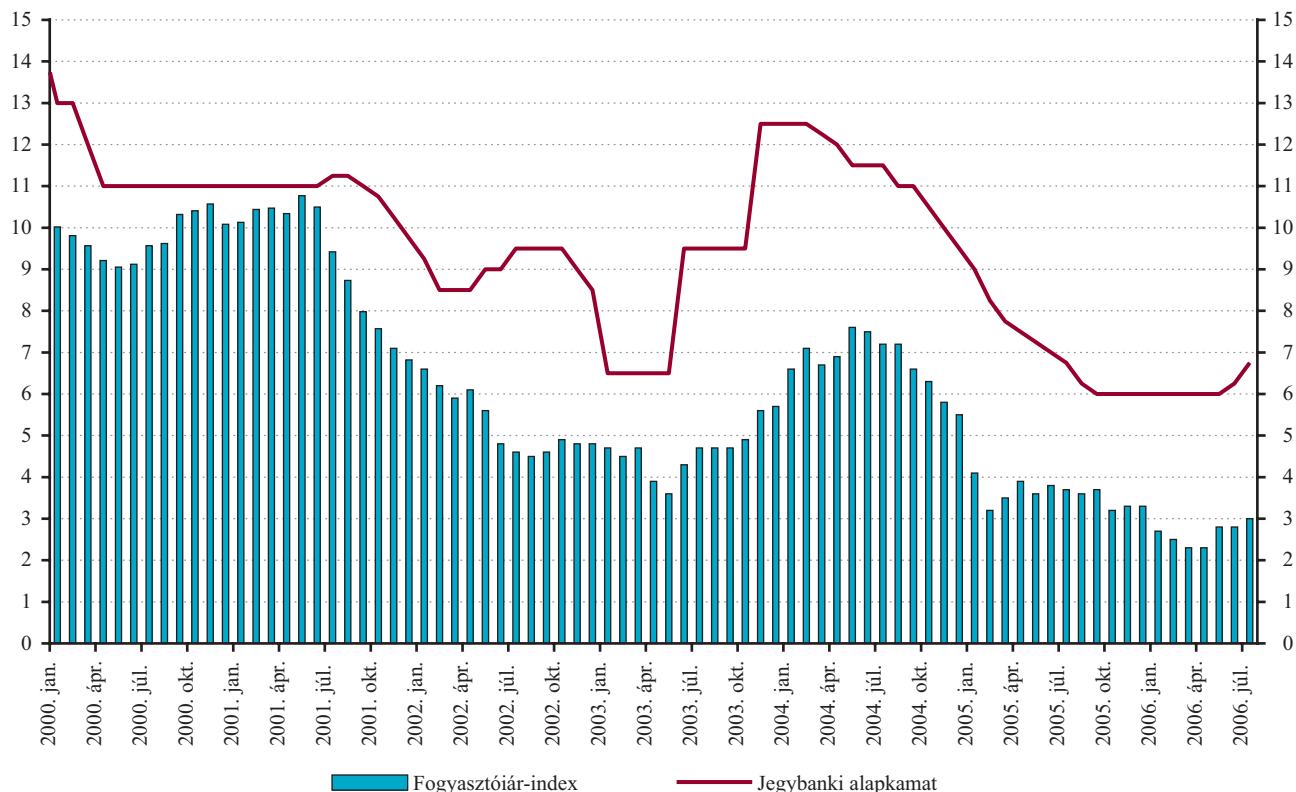
A jegybank az alapkamat nagymértékű csökkentésével, illetve az overnight kamatfolyosó kiszélesítésével reagált a spekulációs tőkebeáramlásra, amelynek a hatására az árfolyamsávra nehezedő nyomás megszűnt: a felértékelődésre spekuláló tőke egy része kivonult az országból, minek következtében a forint árfolyama 4%-ot gyengült, majd stabilizálódott. 2003 júniusában az MNB a kormány kérésére hozzájárult az árfolyamsáv módosításához, a forint középarfolyamának kis mértékű, 2,26%-os leértékeléséhez. Ezt az egyébként nehezen érthető lépést a kormány feltehetően azért szorgalmazta, hogy a potenciális felértékelődés kockázatát mérsékelje. A kicsi, de váratlan lépés a monetáris politikához kapcsolódó piaci bizalom megingását okozta; ez tőkekiáramláshoz vezetett, aminek következtében a forint árfolyama jelentős mértékben leértékelődött. A befektetők által elvárt kockázati prémium számottevően megemelkedett, ami azt mutatta, hogy megnöttek az árfolyam jövőbeli alakulásával kapcsolatos bizonytalanságok. Ennek ellensúlyozására a jegybank júniusban két lépésben, összesen 3 százalékponttal emelte az irányadó kamatot.

A turbulens időszakot követő konszolidáció után 2003 vége közeledtével a piac figyelme egyre inkább a kedvezőtlen egyensúlyi helyzetre terelődött. Egyrészt az ígért fiskális szigorítás csak jelképes mértékben valósult meg, másrészt pedig a fiskális expanzió és a bővülő lakossági fogyasztás a folyó fizetési mérleg erősen negatív egyenlegében is testet öltött. A nominális konvergencia hosszú távú kilátásai romlottak, és ennek megfelelően az euro magyarországi bevezetésének várt időpontja is kitolódott. Ennek hatására november végén az árfolyam számottevő mértékben gyengült, a hozamok pedig emelkedtek, annak jeleként, hogy a forintbefektetések kockázati megítélése romlott. A Monetáris Tanács november végén 3 százalékponttal emelte az irányadó kamatot, hogy ellensúlyozza a kockázati prémium emelkedését, és elejét vegye a forint – inflációs célokat veszélyeztető – további gyengülésének. Ennek ellenére a monetáris politika nem volt képes az árfolyamot az inflációs célokkal összhangban lévő tartományban tartani, ez pedig teret engedett a korábbi sokkok inflációt gerjesztő hatásainak. 2003 közepén ezért a defláció megakadt, a fogyasztóiár-index növekedése 5,7% volt az év végén, számottevően meghaladva a $3,5\% \pm 1\%$ -os célt. A deflációs folyamat lendületvesztését mutatja az is, hogy a kormány és az MNB 2003 októberében a 2004-es $3,5\% \pm 1\%$ után 2005-re $4\% \pm 1\%$ -ban állapította meg az inflációs célt.

A magyar gazdaság továbbra sem enyhülő egyensúlyi problémáinak ellenére a 2004 elején kezdődött időszakot stabil és kiszámítható monetáris kondíciók, valamint jelentős defláció jellemezték. A 2003 végi jegybanki alapkamat-emelésekkel, illetve az azt követő fokozatos, de óvatos kamatsökkentési ciklussal a jegybank egyértelműen jelezte a pénzügyi piacok felé, hogy elkötelezett az árstabilitás elérése mellett. Ebben az időszakban a forint árfolyama viszonylag stabilan alakult, és a globális pénzügyi piacokon kialakult erős kockázati étvágy a hazai kamatszint fokozatos mérséklését tette lehetővé a nem javuló költségvetési kilátások ellenére. Ugyanakkor kritika is érte az MNB-t, hogy túl óvatos volt az irányadó kamat csökkentésében. A monetáris politika fokozott óvatosságát az is indokolta, hogy 2004 januárjával a kormány növelte az áfa mértékét, amely egyszeri közvetlen hatást gyakorolt az árszintre, és fennállt a veszélye annak, hogy az egyszeri magasabb infláció beépül a várakozásokba, és az infláció pályáját hosszabb távon is fölfelé tolja el. A jegybank nem kívánta a kormányzati intézkedés közvetlen inflációs hatását semlegesíteni, tehát „átnézett” azokon, azonban jelezte, hogy a „második körös” hatások fölfelé irányuló kockázatot jelentettek az inflációs cél elérése szempontjából. Figyelemre méltó, hogy az irányadó kamatot az MNB már az infláció tetőzését megelőzően csökkentette 2004-ben, amint érzékelhető volt, hogy az inflációs várakozások nem ugrottak meg (4. sz. ábra).

4. ábra

Az infláció és a jegybanki alapkamat alakulása



Az óvatos kamatcsökkentési ciklus megítélésém szerint segítette a várakozások lehorgonyzásában, ezért az inflációban nem jelentkeztek az átmenetileg megugró árszint második körös hatásai. Az árak emelkedésének 2004 végi 5,5%-os üteme ugyan meghaladta a $3,5 \pm 1\%$ -os cél felső sávját is, a változatlan adótartalmú árindex, amely nem vette figyelembe az áfaemelés hatását, azonban egybeesett a 3,5%-os céllal. Ez azt mutatta, hogy a monetáris politika a kedvezőtlen sokkok közepette is képes volt stabil nominális pályán tartani a gazdaságot, és sikeresen lehorgonyozni az inflációs várakozásokat. Ez utóbbi hatása egyre inkább tükröződni látszott a bérfolyamatokban is. Az állami szféra bruttó átlagbéreinek jelentős ingadozásai ellenére a nemzetgazdasági átlagbérek növekedési üteme az inflációs célkövetés bevezetésétől kezdődően tendenciaszerűen csökkent (5. sz. ábra). 2004-2005 folyamán az Európai Unióhoz történő csatlakozásunknak köszönhetően felerősödött kiskereskedelmi verseny, a mérséklődő lakossági fogyasztásbővülés és az alacsonyabb inflációs szinthez fokozatosan alkalmazkodó béralakulás hatására az infláció csökkenő trendje megszilárdult, és 2005 végére az infláció a magyar gazdaság esetében árstabilitásnak tekintett 3% körüli szint közelébe került. Az infláció 2005 decemberében 3,3%-ra csökkent, a toleranciasávon belül maradván, de némileg alulról az év végére kitűzött 4%-os inflációs célt. 2006 első felében az infláció tartósan 3% alá süllyedt, ami elsősorban a 2006. január 1-jétől életbe lépő áfacsökkentés hatásának tudható be. Az áfacsökkentés árszintmérséklő hatása ugyanakkor a vártnál kisebbnek bizonyult, a legutóbbi, 2006. júliusi inflációs adat (3%) pedig arra utal, hogy az infláció ismételen emelkedő tendenciába fordulhat.

5. ábra

Bruttó átlagbérek éves növekedése (szezonálisan igazított adatok)



Konklúzió

A magyar inflációs célkövetés eddigi tapasztalatainak összefoglalása után feltehetjük a kérdést, hogy sikeres volt-e az elmúlt öt év monetáris politikája. A monetáris politika sikere leginkább két dologgal mérhető: 1. az alacsony inflációt milyen mértékű reálgazdasági áldozatok árán érte el és 2. az alacsony infláció hosszabb távon fenntartható-e.

A monetáris politika sikerének tekinthető, hogy az elmúlt öt év során, a gazdaságot érő komoly költség- illetve keresleti sokkok ellenére, sikerült az árstabilitás fokozatos elérése és az inflációs várakozások moderált szintre csökkentése. Mindez a potenciálisan nem jelentősebben elmaradó növekedés mellett, azaz jelentősebb növekedési áldozat nélkül ment végbe. Igaz, a növekedés fenntartásában a költségvetés keresletgerjesztő hatása is szerepet játszott, de a növekedés szerkezete javult, a húzóerővé az export vált. A szigorú monetáris politikát meg éppen a laza fiskális politika tette szükségessé. Fontos megemlíteni, hogy a kedvező inflációs folyamatokban nem kizárólagos a monetáris politika szerepe, egyéb tényezők szintén segítettek. Ilyen tényező volt többek között az elmúlt évek globális dezinflációs tendenciája, a kedvező külső kamat- és likviditási környezet, illetve a feltörekvő piacok irányába megnyilvánuló igen erőteljes kockázati étvág. Szerepet játszott természetesen a termelékenység gyors növekedése is a hazai gazdaságban, ami alacsony szinten tudta tartani főleg a külfölddel versenyző szektorok javainak az árát, és így fenntartotta a versenyképességet is. Szintén hozzájárult a mérsékelt inflációhoz az a közgazdaságitag nemigen megalapozott gyakorlat, hogy egyes szabályozott árakat mesterségesen alacsony szinten tartották.

A fenti eredményeket egy olyan kettős egyensúlytalansági helyzetben sikerült elérni, ami hosszabb távon jelentős fenntarthatósági kockázatot eredményeznek. A költségvetés és a folyó fizetési mérleg együttes és nagy mértékű hiánya sebezhetővé teszi az országot a külső sokkhatásokkal szemben. A külső sokkok nemcsak a gazdaság növekedését lassítják le, hanem az inflációs folyamatra és a várakozásokra is kedvezőtlen hatással lehetnek. Hosszabb távon tehát az elért eredmények, azaz az alacsony inflációs és a relatíve kiegyensúlyozott növekedés csak akkor tarthatóak fenn, ha a költségvetési politika is támogatja a jegybank alacsony infláció melletti elköteleződését. 2003 második felétől a magyar gazdaság egy rendkívül kedvező globális környezetben működött, amit az alacsony globális piaci hosszú hozamok, a befektetői kockázati étvág erősödése és az ezzel járó feltörekvő piaci eszközök kockázati felárának historikus mélységekbe történő visszaesése jellemezett. Ezt a „kegyelmi” állapotot Magyarország nem használta föl a költségvetési pozíciójának javítására. Ellenkezőleg, az igen kedvező külső finanszírozási kondíciók erőteljesen expanzív fiskális politikával párosultak. Miután 2005-06-ban a legnagyobb központi bankok elkezdték növelni a kamataikat és a kockázati étvág így csökkenni kezdett, a 2006-ban induló költségvetési kiigazítás már egy sokkal kevésbé kedvező nemzetközi környezetben fogja elérni negatív keresleti hatásának csúcsát. Ha a fiskális politika nem lett volna korábban ennyire expanzív, illetve a hiánycsökkentő intézkedések korábban megtörténtek volna, a szükséges kiigazítás kisebb lett volna, és egy jóval kedvezőbb külső finanszírozási környezet, és összességében alacsonyabb kereslet-visszaesés és kisebb áldozat mellett lehetett volna kivitelezhető.

Így aztán jelenleg új kihívásokkal néz szembe a magyar monetáris politika. A globális kamatemelési ciklus és a globális kockázati étvág visszaesése mellett a hazai költségvetési- és külső egyensúlytalanság mértéke, valamint a jelentős ugyan, de a várakozásoktól eltérő szerkezetű fiskális kiigazítási tervek jelentősen gyengülő forint-euro árfolyamot és emelkedő hozamszinteket eredményeztek. Az új kormány költségvetési kiigazítási intézkedéseinek bejelentése tehát rövid távon nem hozta könnyebb helyzetbe a monetáris politikát. Az egyensúlyjavító intézkedések ugyanis számottevő részben a költségvetés bevételi oldalára irányulnak és komoly inflációs hatással járnak (pl. áfa- és gázáremelés), az ismert kiadásoldali intézkedések hosszabb távú fenntarthatósága pedig megkérdőjelezhető. Minden bizonnyal 2007-ben erőteljesen, 2008-ban kisebb mértékben a 3%-os cél fölött lesz az éves átlagos infláció. Problémát jelent annak megítélése, hogy az infláció ilyen mértékű megugrása immár másodszor egy rövid idő leforgása alatt hogyan fogja befolyásolni az inflációs várakozásokat, amelyeket úgy tűnt, sikerült alacsony szinten lehorgonyozni. De fenntartható-e ez, amikor a fiskális politikai ismételt lökéseket ad az inflációnak?

Befejezésül ez felvet egy fontos kérdést, nevezetesen azt, hogy a monetáris politika szempontjából mi a helyes (optimális) reakció akkor, amikor a költségvetési politika erős túlköltekezése nagy mértékű folyó fizetésimérleg-hiányt okoz. Amennyiben a jegybank a kamatszint alacsony szinten tartásával és a forintárfolyam komolyabb, a releváns időhorizon-

ton az inflációs célt is veszélyeztető mértékű gyengülésének tolerálásával kísérelné meg a költségvetés konszolidálásának támogatását, a jelenlegi helyzet nagy valószínűséggel tovább romlana. Egy ilyen jegybanki magatartás ugyanis újabb inflációs spirálba sodorná a gazdaságot, annak minden már említett hátrányával. Ezt tetőznék az is, hogy minden újabb inflációs epizód egyre költségesebbé teszi a várakozások lehorgonyzását és az infláció újbóli csökkentését. A folyó fizetési mérleg, és jelentős részben a költségvetés hiányát is finanszírozó külföldi befektetők körében olyan hitelességvesztéshez vezetne, ami a hosszabb lejáratú hozamok meredek emelkedését és az országba irányuló tőkeáramlások visszaesését eredményezné. A költségvetés kamatkiadási terhei így inkább növekednének, mint csökkennének, miközben a devizában denominált államadósságon komoly árfolyamvesztés realizálna.

Mivel a monetáris politika nem rendelkezik olyan eszközzel, amivel képes lenne a költségvetési folyamatokat közvetlenül és érdemben befolyásolni, a jegybank a fiskális politikát úgy tudja a leginkább támogatni, ha saját hitelességének megőrzésére és inflációs céljának elérésére törekszik. A monetáris politika ezen túlmenően csupán a következetes kommunikáción alapuló meggyőzés eszközével próbálkozhat, felhívva a figyelmet a túlzott hiány fenntarthatatlanságára és a piacok által kikényszerített elkerülhetetlen korrekció várható költségeire.

