

## BESZÉDEK

# Karvalits Ferenc: Monetáris politikai kihívások – globális perspektíva és a magyarországi helyzet

*A Magyar Közgazdasági Társaság 46. Közgazdász-vándorgyűlésén<sup>1</sup> tartott beszédében Karvalits Ferenc, az MNB alelnöke a monetáris politikát érő kihívásokat, a globális pénzügyi turbulencia és a globális áremelkedés kérdéseit tárgyalta. Hangsúlyozta, hogy az MNB nem képes és nem is akarja a nyersanyagok és élelmiszerek relatív árának változását megakadályozni, arra azonban hatással tud és akar is lenni, hogy ez milyen inflációs környezetben zajlik le.*



Az angol jegybank kormányzója, Mervyn King mondta egyszer: „a monetáris politika akkor jó, ha unalmas.” Ma a monetáris politika egyáltalán nem nevezhető unalmasnak. Sőt rendkívül érdekes, izgalmas és fölöttébb nehéz. Nyugodtan mondhatjuk, a szép napokon túl vagyunk. Míg az elmúlt évtized a globalizáció, a pénzügyi integráció révén a prosperitás és az árstabilitás időszak volt, mára komoly növekedési és inflációs kockázatok, a stagfláció réme fenyeget számos jelentős gazdaságot. A hitelpiacok válsága pedig a globális pénzügyi intézményrendszert veszélyezteti.

Nemcsak a nemzetközi fejlemények, hanem a hazai problémák is a közvélemény figyelmének középpontjába helyezték a központi bank munkáját. A monetáris politika körül forrongó vitának számos aspektusa van, azonban a rendelkezésre álló hely nem volna elegendő még csak érinteni sem, nem hogy megválaszolni mindezeket a kérdéseket. Ezért három összefüggő és gyakorta feltett kérdést próbálok körbejárni:

- Mennyiben befolyásolja a nemzetközi pénzügyi környezet alakulása a monetáris politika vitelét?
- Érdemes-e, lehet-e a nyersanyagárak emelkedése ellen monetáris eszközökkel küzdeni?
- Hogyan hatunk a gazdaságra az árfolyammal a hazai monetáris politika keretrendszerében?

Ezt megelőzően azonban röviden kitérnék a monetáris politika vitelének alapelveire.

## A MONETÁRIS POLITIKA ELVEIRŐL

Elméleti közgazdászok és gyakorló központi bankárok évtizedes vitájában formálódott, erősödött meg a monetáris politika vitelének néhány alapelve, melyet széles körű konszenzus övez a világban. Mint arra Neményi Judit kollégám is utalt egy nemrég jelent cikkében, érdemes volna ezeket a hazai közvélemény körében is elfogadottá tennünk.

A központi bankok – a pénzügyi intézményrendszer egészének fejlődésével párhuzamosan – jelentős mértékben változtak az elmúlt 20 évben. Míg a pénzügyi rendszerek egyre inkább nyitottá, kompetitívú váltak, addig a központi bankok esetében ebben az időszakban erősödött meg az a felfogás, hogy elsődleges feladatuknak az árstabilitás fenntartását kell tekinteni.

Már középtávon is igaz az az állítás, miszerint a jegybank alapvetően a nominális változókra képes hatni, hosszabb távon pedig egyáltalán nem tudja befolyásolni gazdaság kibocsátását, a foglalkoztatás szintjét. Hosszabb időhorizonton továbbá nem mutatható ki átváltás a munkanélküliség és az infláció között. Épp ellenkezőleg, nemzetközi példák igazolják, hogy az alacsony

<sup>1</sup> A beszéd 2008. június 28-án hangzott el.

és stabil infláció a hatékony erőforrás-allokáción keresztül hozzájárul a gazdasági növekedéshez és a foglalkoztatottság emelkedéséhez. Az árstabilitásnak tehát fontos jóléti előnyei vannak.

Elképzelhető, hogy az ún. meglepetés-infláció eszközével átmenetileg, ideig-óráig élénkíthető egy gazdaság, de ez az erőfeszítés hamarosan magasabb inflációba torkollik. Ha gazdaság szereplői számítanak a magasabb inflációra, akkor annak már semmi gazdaságolajozó hatása nincs. Csak újabb meglepetés-infláció segítene. Valójában, már rövid távon sem lehet sikeres egy ilyen stratégia, hiszen a gazdasági élet szereplői nem egyszerűen tanulnak a múltból, de várakozásokat is megfogalmaznak a várható jövőbeli politikára vonatkozóan. Döntéseiket ennek megfelelően optimalizálják, minden rendelkezésre álló információt azonnal felhasználva. E gondolkodásmód legfontosabb üzenete, hogy a monetáris politikára vonatkozó várakozásoknak meghatározó szerepe van a gazdasági szereplők üzleti döntéseiben, aktivitásában.

A monetáris döntéshozók komoly elkötelezettséget biztosító mechanizmusok nélkül mindenkor azzal fognak szembesülni, hogy a piaci szereplők, diszkrecionális intézkedésekre – élénkítésre – számítva folyamatosan egyre feljebb emelik inflációs várakozásaikat. Ezért a jegybankok akkor lehetnek sikeresek inflációs céljaik elérése kapcsán, ha egyértelmű elkötelezettséget mutatnak az infláció kézbentartásában, és megértik, hogy nem lehet céljuk a foglalkoztatás és a kibocsátás élénkítése azon a szinten túl, amely még az árstabilitással összeegyeztethető. A várakozások befolyásolása tehát meghatározó eleme lett a monetáris elméletnek és a monetáris politikai gyakorlatnak, s arra is rámutatott, hogy a döntéshozó szisztematikus, szabály alapú magatartása hatékonyabbá teszi a monetáris politikát.

Annak érdekében, hogy az árstabilitás fenntartását meg tudják valósítani, egyre több intézmény számára biztosították a mindenkori kormánytól való függetlenséget. A függetlenség mértéke, természete országonként változik, de a lényege mindenütt azonos: a bank kormányzója vagy monetáris tanácsa szabadon, minden politikai befolyástól függetlenül határozza meg kamatpolitikáját, az irányadó kamat szintjét. Ezt a döntési szabadságot támogatnia kell az intézményi, pénzügyi függetlenségnek is. Magyarország esetében ezeket a kereteket a jegybanktörvény biztosítja. A Magyar Nemzeti Bank tehát független intézmény.

Az elmúlt 20 év fejleménye az is, hogy a jegybankok többsége az inflációs célkövetés rendszerének keretei között működik. A monetáris politika ebben a keretrendszerben magát az explicit inflációs célt tekinti annak a nominális horgonynak, amelynek elérésére elkötelezi magát, ezzel igyekezőn befolyásolni a piaci szereplők várakozásait. Döntéseit ahhoz igazítja, hogy publikus előrejelzése alapján elérhetőnek látja-e a kitűzött célt. Hazánkban a jegybank és a kormány között 2005-ben létrejött megállapodás értelmében ez a középtávú cél 3 százalék, a teljes fogyasztóiár-indexre vonatkoztatva.

A legtöbb jegybank – kimondva vagy kimondatlanul – egy olyan célfüggvényt követ, ami az infláció árstabilitástól vett eltérését és a reálgazdaság alakulását – előbbinek nagyobb súlyt rendelve – egyszerre veszi figyelembe. Fontos, hogy a reálgazdaság alakulása itt az aktuális kibocsátás hosszú távú, potenciális szintjétől vett eltérését jelenti, utóbbit a jegybank – ahogy már említettem – nem tudja befolyásolni. Ez a megközelítés teljes mértékben kompatibilis az előrejelzésen alapuló inflációs célkövetés rendszerével. Az inflációs célt követő jegybankok az infláció alakulása mellett a reálgazdasági folyamatokat több csatornán keresztül is figyelembe veszik. A monetáris politikai döntések kiindulópontjaként szolgáló inflációs előrejelzés tükrözi a reálgazdasági aktivitás inflációra gyakorolt hatását. Ha például a gazdaság lelassul, a kibocsátási rés kinyílik, abban az esetben az előre jelzett infláció is alacsonyabb lesz. Egy másik ilyen csatorna a monetáris politika választott időhorizontja: azzal, hogy az inflációs célkövetést alkalmazó jegybankok tipikusan 1-2 évre előre fókuszálva hozzák meg a döntéseiket, figyelembe veszik azt, hogy egy átmeneti inflációs hatású sokk rövid távú ellensúlyozása szükségtelenül magas reálgazdasági áldozatokat kívánna.

## A MONETÁRIS POLITIKA AKTUÁLIS KIHÍVÁSAI

A világ jegybankjai jelenleg két, igen komoly problémával néznek szembe. Az egyik az amerikai másodrendű jelzálogpiacon kirobbant, majd globális hatásúvá növekedett pénzügyi turbulencia. A másik probléma az élelmiszerek, egyes energiahordozók és más nyersanyagok árának erőteljes növekedése, ami világszerte komoly inflációs nyomáshoz vezetett.

### A globális pénzügyi turbulencia

Anélkül, hogy részletesen vizsgálnám a turbulencia kialakulásának okait, néhány gondolatban összefoglalnám, hogy a pénzügyi válság milyen módokon nehezíti meg a monetáris politika vitelét.

Az USA másodrendű jelzálogpiacáról kiinduló pénzügyi válság hatására a globális kockázatvállalási hajlandóság visszaesni látszik. Az érintett (többnyire fejlett) országok pénzügyi rendszerében komoly likviditási – és sok esetben a kölcsönös bizalom hiányán alapuló – problémákat figyelhetünk meg. A nagyobb, zártabb gazdaságokban erősödnek a lefelé mutató növekedési kockázatok, amelyek a pénzügyi rendszer ingataggá válásából, a hitelezési sztenderdek szűküléséből és – egyes régiókban – az eszközár-buborékok korrekciójából táplálkoznak. Azokban a kisebb, nyitottabb gazdaságokban, amelyek a pénzügyi turbulencia közvetlen hatásának nem voltak kitéve, a globális kockázati étvágy visszaesése és a nagyobb világgazdasági régiók lassulása okozhat problémát.

Fontos különbséget jelent a korábbi időszakokkal szemben, hogy a pénzügyi befektetők kockázati étvágyának változása nem egységesen hat a feltörekvő piacokra. Az ún. „menedék” országokban – amelyeket gyors növekedés, alacsony infláció és mérsékelt külső eladósodottság jellemez – a kockázati felárak kisebb emelkedése és a nominális árfolyam felértékelődési tendenciájának folytatódása figyelhető meg. A pénzügyi piacok által sérülékenyebbnek gondolt feltörekvő országokban – ahol a külső eladósodottság mértéke magas és/vagy a hitelexpanzió alapuló túlfűtöttség jelei mutatkoznak – a kockázati felárak nagyobb mértékű megugrása és a tőkekiáramlás jellemező.

Bár Magyarország sebezhetőségi mutatói javultak a költségvetési kiigazítás következtében, a külső körülmények megváltozása azt eredményezte, hogy a piac ahelyett, hogy a kockázati felárak csökkenésével igazolta volna vissza a konszolidáció eredményeit, a megváltozott globális körülményeknek megfelelően éppenséggel emelte a hazánkkal szemben elvárt hozamokat. Ezen, két okból sem csodálkozhatunk. Egyrészt az államháztartási hiány jelentős mértékben csökkent, ami javította a külső egyensúlyt, a háztartások eladósodásának folytatódása azonban ellenkező irányba hatott. Másrészt romlott a külső finanszírozás összetétele, ami egyre inkább az adósság típusú források felé mozdul el. Bár az összetétel változásában tetten érhetőek egyedi hatások is, a csökkenő működőtőke-beáramlás figyelmeztető jel is lehet, hiszen igen magas a külfölddel szembeni nettó tartozásunk mértéke s ezt a képet tovább rontja a növekedési kilátások romlása.

A kockázati megítélés javulásának alapvető feltétele a hosszú távú kiszámíthatóság mielőbbi helyreállítása. Az adósság- és tartozásmutatók javulásának szükséges feltétele a szigorú és növekedésbarát fiskális politika. A jegybank felelőssége pedig az, hogy az árstabilitás megteremtésével, az inflációból származó bizonytalanságok csökkentésével járuljon hozzá a kiszámítható gazdasági környezethez.

## Globális áremelkedések

Jelenleg a világgazdaság egyik meghatározó tendenciája az élelmiszerek, a kőolaj, és egyéb nyersanyagok árának emelkedése. Egyelőre annyit állíthatunk biztosan, hogy ezen termékek relatív ára a többi, külkereskedelemben kerülő termékhez és szolgáltatáshoz képest emelkedik. A szóban forgó termékek jellemzője, hogy közvetlenül is megjelennek a fogyasztói kosárban és – különösen a kőolaj esetében – a termelési folyamatban inputként is szolgálnak. A globális áremelkedések hátterében több, egymást nem feltétlenül kizáró ok húzódhat meg.

A relatív árak megváltozása mögött állhat – többek közt – egy átmeneti áremelkedés, tartósan fennmaradó, strukturális okokra visszavezethető árváltozás, illetve a globális inflációs nyomás. Az átmeneti áremelkedés hátterében egyszeri tényezők állhatnak, például a kedvezőtlen időjárás, ideiglenes kapacitáskorlátok vagy a spekuláció. A tartós relatívár-változást a keresleti és/vagy kínálati viszonyok hosszabb távon fennmaradó, strukturális okokból történő módosulása okozhatja. Az élelmiszerárak esetében ilyen lehet a feltörekvő országok folyamatosan növekvő kereslete, illetve a bioüzemanyagok terjedése és támogatása. A megfigyelt árváltozás globális inflációs nyomást is tükrözhet. Ebben az esetben nem relatívár-változás történik, hanem az élelmiszer-, olaj- és nyersanyagárak dinamikája reagál a pozitív globális kibocsátási résre, ami a globális kereskedelemben kerülő termékek és szolgáltatások széles körben érvényesülő áremelkedését vetíti előre. A feldolgozatlan élelmiszerek és az olaj ára ugyanis tipikusan aukciós jellegű piacokon alakul ki, ahol megfigyelhető a gyors áralkalmazkodás, ugyanakkor az árreverségek kevésbé jellemzők, míg a globális kereskedelemben kerülő termékek árai „ragadósabbak”, így azok lassabban tükrözik az inflációs nyomást.

Mára egyre inkább úgy tűnik, hogy az olaj- és nyersanyagár-emelkedések meglehetősen tartósan bizonyulnak, azonban egyelőre nyitott kérdés, hogy csupán relatívár-változásról van szó vagy a megfigyelt tendencia a termékek és szolgáltatások széles körében jelentkező globális inflációs nyomás előszele.

## MIT TEHET A MONETÁRIS POLITIKA A FENTI KIHÍVÁSOKKAL SZEMBEN EGY KIS, NYITOTT GAZDASÁGBAN?

Ahogy az előzőekben utaltam rá, a monetáris politikai döntéshozók feladata az, hogy egy olyan kamatpályát jelöljenek ki, amely biztosítja az inflációs cél elérését, lehetőleg a reálgazdasági áldozatok minimalizálásával.

A globális pénzügyi turbulencia egyelőre korlátozott mértékű kockázatiprémiüm-emelkedést okozott Magyarországon, a bankrendszer közvetlen kitettsége nem jelentős. Ez természetesen nem jelenti azt, hogy a döntéshozók nyugodtan ülhetnek székeikben, hiszen a globális pénzügyi turbulencia még korántsem ért véget. Ráadásul az sem látszik még egyértelműen, hogy a pénzügyi turbulencia mennyire vetette vissza legfontosabb külkereskedelmi partnereink konjunkturális kilátásait. A hazai monetáris politikának mind a bekövetkezett kockázatiprémiüm-emelkedést, mind a globális növekedési kilátások kedvezőtlenbé válását figyelembe kell vennie.

A kis, nyitott gazdaságok jegybankjai számára jelenleg a külföldről érkező inflációs nyomás látszik sürgetőbb problémának. Ezek a jegybankok a globális monetáris kondíciókat, illetve a globális kibocsátási rést nem tudják befolyásolni, azonban az ár-emelkedések importálása lebegő árfolyamrendszer mellett nem szükségszerű. Az importált inflációs nyomás a nominális árfo-lyam felértékelődésével ellensúlyozható, ez azonban nem „ingyen ebéd”, a felértékelődés reálgazdasági áldozattal jár.

A monetáris politika megfelelő válasza attól függ, hogy a megfigyelt globális áremelkedések háttérben milyen folyamatok húzódnak. Ha az élelmiszer- és olajárak megugrása csak átmeneti jelenség, akkor a sokk rövid távú inflációs hatásán „át lehet nézni”, az esetleges második körös hatásokra illetve az inflációs várakozásokra azonban kiemelt figyelmet kell fordítani. A második körös hatások bekövetkezésének annál nagyobb az esélye, minél alacsonyabb a monetáris politika felhalmozott hitelessége. Egy alacsonyabb hitelességű jegybank esetében a második körös hatások kialakulását elkerülendő még abban az esetben is szükség lehet megelőző jellegű lépésekre, ha a jegybank az áremelkedés közvetlen inflációs hatását nem kívánja ellensúlyozni.

Ha a relatív árak megfigyelt változása hosszabb távon ható, strukturális okokból történik, akkor ezt a folyamatot a monetáris politika nem tudja hosszú távon megakadályozni. Ha a relatív árak megváltozása tartós marad, akkor hatásuk egyrészt közvetlenül megjelenik a fogyasztóiár-indexben, másrészt – mivel termelési inputként is felhasznált termékekről van szó – hosszabb kifizetésű, a monetáris politika horizontján is megjelenő, „első körös” inflációs nyomást is okozhat. Ezen túl ebben az esetben is számolni kell a második körös hatások kialakulásának kockázatával. Az átmeneti esethez képest az is különbség, hogy a tartós relatívár-változás a potenciális GDP-t is csökkentheti. Előbbiek alapján tehát a jegybanknak arra kell törekednie a rendelkezésre álló eszközökkel, hogy a relatívár-változás a lehető legalacsonyabb inflációs környezetben menjen végbe, és ne alakuljon ki a gazdaságban tartós inflációs nyomás vagy ár-bér spirál. Az alacsony inflációs környezet biztosítása rövid távú reálgazdasági áldozatokkal járhat, azonban az árstabilitás fenntartásából származó előnyök ezt hosszabb távon ellensúlyozzák.

A megfigyelt áremelkedések globális inflációs nyomást is jelezhetnek. Erről akkor beszélhetünk, ha a világ gazdaságainak meghatározó része a globális monetáris kondíciók lazasága következtében tartósan gyorsabban növekszik (vagy növekedett) az árstabilitással még összeegyeztethető ütemnél, azaz túlfűtötté vált. A globális infláció monetáris jelenségnek tekinthető, így nem igényel hosszabb távú relatívár-alkalmazkodást. Ha a globális inflációs nyomás a külkereskedelemben kerülő termékek széles körében (azaz az exportszektor input és output oldalán is) jelentkezik, akkor a hazai monetáris kondíciók szigorítása az árfolyamcsatornán keresztül kevésbé érinti hátrányosan az exportszektor. Hosszabb távon a globális inflációs nyomás is eltűnhet, ha a globális értelemben meghatározó jegybankok egy idő után elkezdnek szigorítani. Ekkor az a kérdés, hogy egy kis, nyitott gazdaság meddig vállalja a magasabb infláció költségeit, illetve mikor vállalja fel a defláció reálgazdasági áldozatát: ha „halad az árral”, akkor később nagyobb lehet az output-veszteség, mert egyszerre kell megfizetni a deflációt, és azt, hogy akkor a külső kereslet is kedvezőtlenebb. Ha viszont „ellene megy” a globális inflációnak, akkor rövidebb távon jelentkezik az output-veszteség, hosszabb távon viszont nem kell a tartósabb infláció és a drágább defláció költségét megfizetni. A monetáris politika lényegében arról dönt, hogy milyen időzítéssel, és milyen output-infláció lefutással kezeli a problémát.

### Amire különösen figyelni kell Magyarországon esetében

Magyarországon különösen nagy hangsúlyt kell fektetni arra, hogy a globális ársokkok inflációs hatásait kezeljük. Egyrészt a monetáris politika felhalmozott hitelessége még nem teljes, az inflációs várakozások horgonyzottságát bizonytalanság övezi, tehát ilyen helyzetben kockázatos az inflációs sokkok akár részleges átengedése. Másrészt, ahogy korábban is említettem, a

nagyfokú külső eladósodottság okán Magyarország sérülékenynek tekinthető, tehát ha a jövőben külföldön erőteljesebbé válik a globális infláció elleni küzdelem, akkor az a hazai eszközök kockázati prémiumát is emelheti.

## HOGYAN HATUNK AZ ÁRFOLYAMMAL A GAZDASÁGRA?

A jegybank monetáris politikai döntései, kamatlépései számos csatornán keresztül fejthetik ki hatásukat. Kutatási eredményeink azt mutatják, hogy Magyarország esetében az MNB lépései az árfolyamon és az inflációs várakozások befolyásolásán keresztül fejtik ki legerőteljesebb hatásukat az inflációra. Az alapkamat változását és az árfolyam alakulását a fedezetlen kamatparitás elve köti össze, de az árfolyam mozgására számos más tényező is folyamatosan hat. Nemzetközi összehasonlításban a kamatcsatorna szerepe jóval gyengébb. Ebben nyilvánvalóan szerepet játszik az a tény, hogy a belföldi jövedelemtulajdonosok finanszírozásában jelentős szerep jut a devizahiteleknek. Ezzel együtt is meggyőződésünk, hogy a monetáris kondíciók szigorításának – a devizahitelezés térnyerése mellett is – a belföldi keresletet visszafogó, így inflációcsökkentő hatása van. A termelési folyamatban felhasznált importált inputok, illetve az importált fogyasztási cikkek árain keresztül az árfolyamcsatorna hatékonyan működik.

A korábban említett kutatási eredmények azt jelezték, hogy a magyar monetáris politika a nemzetközileg megfigyeltnél nagyobb mértékben képes rövid távú inflációcsökkenést elérni, viszont a rövid távú outputot stabilizáló szerepe jóval korlátozottabb. A kamatemelés és a forinterosódás az alacsony importhányaddal dolgozó exportáló vállalatoknál reálgazdasági áldozatot okozhat, mert alkalmazkodásra kényszeríti őket. Minél rugalmasabban képesek alkalmazkodni (bérezés, hatékonyságnövelés), annál kisebb az áldozat. Ugyanakkor a hazai export igen magas importigénye miatt a teljes növekedési áldozat jóval kisebb, mint ami az exportbevételek ceteris paribus csökkenéséből fakadna.

Közép- és hosszú távon az exportőr vállalatok versenyképességére a reálárfolyam hat. A monetáris politika a reálárfolyamra hosszabb távon nem képes hatni. Azt tudja befolyásolni, hogy a reálkonvergenciából fakadó egyensúlyi reálfelértékelődés milyen arányban jelenjen meg a fogyasztóiár- (illetve bér-) inflációban és milyen arányban a nominális felértékelődésben. A nemzetgazdaság érdeke az, hogy az egyensúlyi reálfelértékelődés stabilan alacsony inflációs környezetben és mérsékelt ütemű nominális felértékelődés mellett menjen végbe.

Az árfolyam alakulását befolyásolva az MNB tehát képes arra, hogy a globális áremelkedések hazai inflációs hatását fékezze. Az MNB ugyanakkor nem képes és nem is akarja a nyersanyagok és élelmiszerek relatív árának változását megakadályozni, azonban arra hatással tud és akar is lenni, hogy ez milyen inflációs környezetben zajlik le.