

Surányi György

## ILLÚZIÓK NÉLKÜL

A monetáris politika mint a gazdaságpolitika egyik alrendszere szerepét, lehetőségeit, hatását tekintve minden bizonnyal elfogult vagyok. De talán mégsem annyira, hogy határozott korlátait ne érzékeljem. A jegybanki politika lehetőségeit már 2008 előtt is valószínűleg túl sok illúzió lengte körül. Számos eredményt, így például az 1970–1980-as évek magas inflációjának letörését gyakran meglehetősen egyoldalúan a független intézményrendszer létrejöttével, megerősödésével, a szigorú monetáris politikával magyarázták. Utóbbi szerepét nem vitatnám, de a helyzet ennél árnyaltabb.

A válság éveiben, majd azt követően tovább fokozódott a monetáris politikával szemben támasztott elvárás. Kissé leegyszerűsítve, már nem csupán az árstabilitás elérését, illetve az inflációs várakozások mindentől független lehorgonyozását tekintik a jegybankok elsődleges feladatának, hanem kiemelt szerepet szánnak a monetáris politikának a konjunktúra szabályozásában és a foglalkoztatásban is. Megerősödött a jegybankok pénzügyi szabályozói felhatalmazása, és makroprudenciális jogosítványokat is kaptak. Ezekben az esztendőkből eltolódott az egyensúly a fiskális politikától a monetáris politika felé. Közben mélyen szimpatizálok az angolszász felfogással, amely elveti a jegybanki szerepet kizárólag az árstabilitásra leegyszerűsítő kontinentális európai (főként német és holland) megközelítést, attól tartok, hogy *a monetáris politikát mára messze túlterhelik.*

A monetáris politika csupán egyike a gazdaságpolitika három alrendszerének (a másik kettő a fiskális és a jövedelempolitika). Lehet ugyan elsődleges felelősége az árstabilitásért, de ez egyáltalán nem lehet kizárólagos, és önmagában végképp nem elégséges a cél eléréséhez. Csak a három alrendszer szoros kooperációja és koordinációja eredményezhet tartós, fenntartható, alacsony volatilitású és a közjót szolgáló, stabilan alacsony, évi két-három százalékos inflációt. Átmenetileg még ilyenkor is felborulhat az egyensúly, különösen egy nyitott, kis gazdaságban, ha azt erőteljes külső (ár)sokk éri. S bár feltétlenül igaz, hogy az árstabilitás akkor képvisel igazán értéket, ha maximális foglalkoztatás és a lehető legalacsonyabb kamatszint

<https://doi.org/10.47630/KULG.2019.63.7-8.33>

*Surányi György*, egyetemi magántanár, korábban a Magyar Nemzeti Bank elnöke, majd az olasz Intesa Sanpaolo bankcsoport regionális vezetője. E-mail: [gyorgysuranyi@gmail.com](mailto:gyorgysuranyi@gmail.com)

mellett alakul ki, ez a jegybanki célok között is kiemelt helyet foglal el. Viszont ezt sem lehet tartósan biztosítani a monetáris, a fiskális és a jövedelempolitika együttműködése nélkül.

Kifejezetten hasznos volna, ha a világra roppant károkat hozó pénzügyi válság tanulságait a monetáris politika terén is le lehetne vonni. Az elég egyértelműnek látszik, hogy a pragmatikus, az árstabilitás mellett a foglalkoztatást, a konjunktúrát már a 2009-es nagy recesszió előtt is befolyásolni szándékozó angolszász felfogás a válságot lényegesen jobb hatásokkal tompította. Ez azonban csak az ugyancsak pragmatikus, korábban példátlan, anticiklikus költségvetési politikával együttesen hozta meg a viszonylag gyors kilábalást.

Persze a szuperlaza monetáris és fiskális politika luxusát csak azok az országok engedhették meg, amelyek korábban viszonylag fegyelmezett makropolitikát folytattak. Ennek talán legfontosabb feltétele a fenntartható külső egyensúly, az alacsony külső adósság, a megtakarítás és a beruházás fenntartható, nemzetgazdasági szintű egyensúlya. (Ez bizonyos mértékig még a kulcsvalutát birtokló USA-ra is igaz, bár ott a mozgástér nagyobb.) Vagyis a fenntarthatóság mindig a külső számláknál, és nem a költségvetésnél kezdődik. Ez persze egyáltalán nem jelent felmentést a fegyelmezett költségvetési politika alól.

De nem kerülhető meg a jövedelempolitika szerepe sem. Az összehangolt fiskális és monetáris politika ellenére a kilábalás az USA-ban is lassúbb és ellentmondásosabb, mint korábban bármikor. Erre önmagában nem ad elégséges magyarázatot, hogy a pénzügyi válságokat követően a kilábalás általában jóval hosszabb időt vesz igénybe, vagy hogy „más idők” jöttek.<sup>1</sup> A válság óta a társadalom nagy részének reálkereslete és/vagy reáljövedelme nem, vagy alig emelkedett, éppen csak meghaladja az azt megelőző szintet. A sikeres monetáris és fiskális lazítás révén el lehetett kerülni az összeomlást, lassítani lehetett a válság elhúzódását, de féltő, hogy mindez nem hozott tartós megoldást. Az alkalmazott eszköztár rövid és középtávon ellensúlyozta ugyan a kereslethiányt, de a válság egyik meghatározó tényezőjét, a stagnáló mediánjövedelmet nem kezelte, a drámai jövedelemdifferenciálódást pedig még tovább torzította.

A fentieket előrebocsátva talán elmondható, hogy a monetáris politika tartósan megváltozott. Európában – egyelőre nem kodifikálva – *nagy lépés történt a gyakorlatban az amerikai jegybanki szerepfelfogás felé*. Ami az eszközöket illeti, nem valószínű a visszatérés a hagyományokhoz – talán egy kivétellel. Pontosabban –

<sup>1</sup> Reinhardt, C. M. – Rogoff, K. S. [2011] This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton University Press

bármennyire meglepően hangozzék is – mintha nem is tértek volna le, illetve el a hagyományos eszköztártól. Legfeljebb sokkal bátrabban, intenzívebben és szélesebb skálán vetették be azt. Hiszen nem könnyű belátni, hogy a mennyiségi lazítás (QE) mennyiben tér el az állampapír-vásárlás terén a klasszikus nyíltpiaci műveletektől. Ott is, itt is az eszközök, állampapírok adásvételén keresztül, a jegybankpénz kínálatának bővítésével-szűkítésével, a jegybanki likviditás változtatásával, a hozamgörbe befolyásolásával, a kamatok, eszközárak alakításával operálnak, noha nagyságrenddel magasabb szinten. Igaz, a nyíltpiaci műveleteknek – legalábbis az utóbbi évtizedekben – nem volt része az állampapírok közvetlenül a kincstártól történő megvásárlása és a vállalati kötvények jegybanki bespájzsolása sem.

Ám először is, elég volt, hogy az Európai Központi Bank (ECB) meghirdette a végleges értékpapír-adásvételi ügyleteket (Outright Monetary Transactions, OMT), azok alkalmazására nem került sor. Másodszor, be kellene látni, hogy nincs kínai fal az elsődleges és a másodpiaci kötvényvásárlás között. A nap végén mind a kettő jegybanki hitelnyújtás, és így jegybanki pénz, azaz likviditás teremtése, illetve a papír eladása likviditásszűkítés (tapering). Vagyis direkt vagy indirekt módon, az államadósság monetizálása történik. A művelet helyességét nem az dönti el, hogy a jegybank hol, kitől, az elsődleges vagy a másodpiacon vásárolt-e állampapírt, illetve hol, kinek adta el azt, hanem az, hogy a teremtett jegybankpénz mennyisége ex ante összhangban van-e a gazdaság likviditási igényével stabil, alacsony infláció és külső egyensúly mellett. Vagyis elsődleges és másodlagos piacon egyaránt előfordulhat túlzott vagy elégtelen jegybanki likviditásteremtés. A makrogazdasági hatások sem különböznek.

A vállalati kötvényvásárlás sem tekinthető ismeretlen gyakorlatnak. A klasszikus, belső érték nélküli pénz kibocsátásának és teremtésének éppenséggel a váltóleszámitolás az alapja. A váltó önmagában fizetési ígéretet megtestesítő értékpapír, akárcsak a kötvény. A vállalati papírok vásárlása, viszont- és leszámítolása az 1960–1970-es években az olasz, a francia vagy az angol jegybank eszköztárának egyaránt a részét képezte. S noha az amerikai Fed a válság előtt nem tett ilyet, a felhatalmazása adott volt. Tehát ez sem nagy újdonság, legfeljebb sokáig nem, vagy alig éltek vele. Itt is az a kérdés, hogy a vállalati kötvények adásvétele nyomán változó jegybanki mérleg, a kötvények hozama milyen hatást gyakorol a gazdaság egészére, a várakozásokra, a végső keresletre, az inflációra, a foglalkoztatásra, a külső és belső pénzügyi egyensúlyra. Ha kellő mértékben, jól időzítve alkalmazzák, akkor segítheti a gazdaság egészséges működését.

A mennyiségi lazítás és a nyíltpiaci műveletek mindennél élesebben utalnak arra, hogy *végső hitelezői funkció nélkül nemcsak nem létezik jegybank, de pénzügyi stabilitás sem*. Ez talán a legfontosabb tanulsága a válságnak. Az Európai Unió és az Európai Központi Bank vezetői – késve ugyan, de nem végzetesen megkésve – fel- és elismerték, hogy korlátozásmentes végső hitelezői funkció nélkül nincs fenn tartható, modern pénzügyi rendszer. A jegybank attól az, ami, hogy saját pénzében technikailag korlátlanul rendelkezésre áll nemcsak az állam, hanem a bankrendszer irányában is – de nem feltétel nélkül, például a hitelezett banknak szolvensnek kell lennie. Ez sem új felfedezés, de ha nem üt be a válság, akkor feltehetőleg rejtve maradt volna, és nem születnének meg azok a döntések, amelyek e funkció ellátásához mulhatatlanul szükségesek. Tartósnak ígérkező változás az is, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer átalakulásával összhangban – lásd árnyékbankrendszer – a jegybanknak olyan szereplők számára is végső mentsvárnak kell lenni, amelyekkel korábban nem állt kapcsolatban.

Nem konvencionális eszközként tekintenek a negatív kamatok alkalmazására is, holott ez sem tekinthető újdonságnak. A megelőző évtizedekben is láttunk ilyet, például Svájcban. Nem vitathatóan számos nehézséget okoz a negatív kamat, és a hatékonysága sem kielégítő; egyebek mellett azért, mert a lakossági betéteknél nem érvényesül. A negatív kamatot a deflációba süllyedt gazdaság élénkítésére kívánják felhasználni, ám a siker nem igazán átütő. Ez is arra utal, hogy *a monetáris politika a fiskális és a jövedelempolitika támogatása nélkül csak korlátozottan képes az árstabilitás felé terelni a gazdaságot*. Ugyanakkor arra is felhívja a figyelmet, hogy az inflációs célkövetés uralkodó monetáris politikai keretrendszere is korlátozott hatókörű. Lassan egy évtizede küzdenek a vezető jegybankok előbb a deflációval, majd a céltól lényegesen elmaradó inflációval, egyelőre nem sok sikerrel.

Úgy tűnik tehát, hogy ezek a régi-új eszközök tartósan a rendszer részei maradnak. Bár különböző intenzitással, de állandó elemei lesznek a monetáris politika eszközzrendszerének. Ami talán valóban új, korábban nem használt eszköz, az az előretekintő iránymutatás, a *forward guidance*. Meglehető, ez sem egyszerűen új eszköz, hanem határozott elfordulás a válság előtt uralkodó gyakorlattól. Talán még többen emlékeznek arra, hogy a Fed korábbi elnöke, Alan Greenspan nyilatkozatait a monetáris politika további alakulásáról nem ritkán, ámde szándékosan alig lehetett megfejteni. Ehhez képest jelentős a fordulat. A válság első szakaszában valószínűleg sokat segített a hosszú horizonton láthatóvá tett, kiszámíthatóvá vált politika. Azonban attól lehet tartani, hogy a helyzet normalizálódásával egyre kockázatosabbá válik a monetáris politika karakterét egy-két évre előre jelezni. A

tévedés nemcsak a jegybank hitelességét tépázhatja meg, hanem elkerülhetetlenül kisebb-nagyobb piaci turbulenciához vezet (lásd a Fed és az ECB 2018–2019 közötti fordulatát, amikor nem egyszerűen a politika mértékén vagy ütemezésén változtatnak, hanem az irányán).

Ehhez kapcsolódik az a kérdés is, vajon van-e értelme ragaszkodni az inflációs célkitűzéshez. Az *Inflation Targeting* (IT) mint a monetáris politika előrejelző és cselekvési kerete távolról sem tökéletes. Különösen nem az egy nyitott, kis gazdaságban, noha éppen ilyen országból (Új-Zélandból) indult hódító útjára. A rendszer eredménymérlege is elég vegyes, találati biztonsága alacsony. Szigorúan véve az infláció jóval többször tartózkodik a célon vagy a célsávon kívül, mint azon belül. Komoly viták folynak arról, hogy nem kellene-e lecsérlni egy hosszabb időszak átlagára vonatkozó inflációs mutatóra, vagy a nominális GDP-re, esetleg a foglalkoztatásra vonatkozó célra.

Elismerem, az IT-vel kapcsolatban nagyon bizonytalan, egyben nagyon szkeptikus vagyok. (Többek között a befektetési eszközök – részvények, kötvények, ingatlanok – árváltozásának módszertanilag megoldatlan problémája miatt.) Az inflációs célkitűzés rendszerének nehézségét jól példázza a Fed és az ECB esete. Mindkét intézmény azzal kezdte az évet, hogy meghirdette: fokozatosan szigorítani fog. Ehhez képest ma, azaz július közepén már az a kérdés, mikor kezdik a lazítást. Ez nemcsak a forward guidance értelmét, az adott jegybank hitelességét kérdőjelezi meg, hanem *felveti az inflációs célkövetés szerepének újragondolását* is. (Tegyük félre azt a nem egyszerű módszertani problémát, hogy a monetáris hatóság éppen azért választ elvileg egy közbülső célt – például a pénz mennyiségét, az árfolyamot –, mert a végső célt, az inflációt, illetve az inflációs várakozásokat közvetlenül nem lehet célba venni. Ezért az inflációs cél beemelése a közbülső célok közé semmiképpen nem mentes az önellentmondástól.)

Ebben a keretrendszerben a jegybankok a kifejlesztett modell segítségével 18–24 hónap horizontján veszik célba az inflációt. Mai döntéseiktől azt várják, hogy a feltételezett transzmissziós csatornán keresztül a kívánt inflációs céljukat közel két év alatt érik el. Csak hogy egyrészt jól látszik, hogy milyen gyakran, milyen hosszú éveken keresztül maradnak el a céltól. Másrészt ez azt sejteti, hogy olyan gyors, a modellek előrejelzési horizontján nem látható, váratlan változások lépnek fel, amelyek két-három hónap alatt is fordulatot hozhatnak. Ismét csak: illúzió azt képzelni, hogy a jegybank egyedül, partnereitől, a társadalmi, a világpiacon mozgásoktól függetlenül is képes „szállítani” az árstabilitást.

Különösen disszonáns, amikor az inflációs célkövetésre felesküdt jegybankok vezetői bejelentik, hogy adatvezérelt üzemmódra térnek rá. (Miért, eddig az adatok nélkül dolgoztak talán?) Az IT-rendszer ugyanis éppen nem a rövid távon elképzelt változásokra alapoz, hanem középtávra próbál lőni.

Az IT-rendszer nyitott, kis gazdaságban még bizonytalanabb lábakon áll. Ez nem azt jelenti, hogy mindenestől haszontalan, és ki kell dobni. Ismerni kell a modell korlátait, segítheti az egyes tényezők várható hatásainak és kölcsönhatásainak elemzését, hozzájárulhat a jobb döntések előkészítéséhez. De a legjobb modell sem képes az infláció különösen összetett (világ)gazdasági, társadalmi folyamatait nagy megbízhatósággal előre jelezni. Arról nem is szólva, hogy *a jegybank egyedül, önmagában nem is érheti el az árstabilitást*, miközben fontos feladata, hogy az árstabilitás a lehető legmagasabb foglalkoztatás mellett valósuljon meg.

Működtethető-e tartósan negatív kamatokkal is a monetáris politika? Valószínűleg igen, de nagyon nemkívánatos. Ez azt jelentené, hogy tartós kereslet- és jövedelemhiány, defláció, vagy két százaléktól lényegesen elmaradó infláció, recesszió vagy depresszió, komoly munkanélküliség van jelen, esetleg ezek kombinációja sújtja a gazdaságot. Ezek már rövid távon is károsak, tartósan azonban elmélyülő válságba torkollhatnak. Egyébként, ha ez a helyzet kialakul, az nemcsak a monetáris politika kudarca, hanem az egész gazdaságpolitikáé.

Ami egy esetleg bekövetkező, újabb válság esetén a jegybank mozgásterét illeti, azt az adott gazdaság külső egyensúlyi pozíciója és a mozgósítható versenyképes erőforrás-tartalékok (munka, tőke) szintje erősen befolyásolja. Fenntarthatatlan külső pozíció és mozgósítható versenyképes erőforrások híján legfeljebb a költségvetéssel összehangolt, a jövedelmeket kikezdő, prociklikus, megszorító jellegű gazdaságpolitika folytatható. Ellenkező esetben azonban továbbra is marad mozgástér. A kamatok csökkentése napjainkban csupán kis mértékben segíthet, hiszen lefelé alig lehet továbbmenni. Azonban a nagy jegybanki mérleg nem feltétlenül teszi cselekvőképtelenné a jegybankot. A jegybankmérleg megugrása a válság éveiben nem vezetett a széles értelemben vett pénzkínálat (M3) aránytalan bővüléséhez. Így túlkereslet sem alakult ki, és az inflációs nyomás sem erősödött, sőt. Ezért, amíg a kereskedelmi banki pénzteremtés nem gyorsul fel, amíg nem jön létre az egyensúlyinál nagyobb kereslet, addig nem kell tartani a jegybankmérleg méretétől. Ha pedig túl gyors a kereskedelmi bankok hitelezése/pénz- és keresletteremtése, akkor a túlfűtöttség elkerülése érdekében a jegybank fokozatosan értékesítheti a tárcájában lévő értékpapírokat (tapering). Ezzel emeli a kamatgörbét, szűkíti a bankok szabad likviditását, mérsékli a pénz- és hiteltermelő kapacitásukat, a pénztulajdonosok lik-

vid, azonnal elkölthető aktíváit; szűkül a kereslet, csökken a jegybank mérlege. Ezt persze kiegészíthetik egyéb restriktív eszközök – például kamatemelés, a tőkekövetelmények szigorítása, hitelplafon bevezetése stb.

Am egy következő válság során minden bizonnyal ellentétes irányú beavatkozásra lesz szükség. Feltehetően ismét kereslethiány, recesszió, kihasználatlan munkaerő- és tőkekapacitás, illetve defláció lehet a jellemző.

Helytelen lenne, ha ilyen helyzetben a monetáris politikát a jegybankmérleg kiinduló szintje határozná meg. Ismét azt emelném ki, hogy ha egyfelől rendelkezésre állnak hatékony, mozgósítható, versenyképes tartalékok, másfelől fenntartható a külső egyensúly, harmadrészt az infláció és az inflációs várakozások elmaradnak a céltól, akkor a jegybank a költségvetéssel egyeztetve és a jövedelempolitikát is felhasználva tovább lazíthat, így akár növelheti is a mérlegét. Itt azonban két fontos megszorító megjegyzést szükséges tenni.

Egyrészt egy ilyen általános, lazító makropolitika akkor lehet igazán eredményes, ha nem egyetlen ország lép erre az útra. A válságot követően a vezető jegybankok tovább erősödő, most már a makroprudenciális területeket is felölelő koordinációjának ki kell terjednie a kisebb jegybankok bevonására is. Vagyis – különösen kis gazdaságok esetében, de a nagyoknál is – sokoldalú, nemzetközi koordináció nélkül akár még mélyebb válság is kialakulhat, vagy csak nagyon lassú lesz a konszolidáció.

Másrészt, ha a keresletteremtés, a mennyiségi lazítás továbbra is csupán pénzügyi eszközök, például állampapírok vásárlásán keresztül történik, akkor a már ismert, nem szándékolt kedvezőtlen mellékhatások – eszközár-buborékok kialakulása, a jövedelemegyenlőtlenség brutális növekedése, a mediánjövedelmek stagnálása – tovább erősödnek. Ezért a költségvetési hiány óvatos de facto monetizálását, a jegybank mérlegének további emelését meg kellene osztani az eszközvásárlás és az úgynevezett helikopterről történő pénzszórás között. A kettő monetáris hatása ugyanis lényegében ekvivalens. Azonban a helikopterpénz közvetlenül a mediánjövedelmek emelésén keresztül növeli a hiányzó (fogyasztói) keresletet, és nem, vagy jóval kevésbé emeli az eszközárakat. Ha ezt előre bejelentve, két–négy éven keresztül fokozatosan csökkenő mértékben (soft landing) adagolják, akkor a gazdaság szereplői képesek alkalmazkodni, és a kivezetése sem vezet megrázkódtatáshoz.

Hazai vizekre evezve, ha az előzőekben vázoltakhoz konzekvens szeretnék lenni, azzal kell kezdenem, a Magyar Nemzeti Bank politikáját sem szerencsés kiragadva, önmagában értelmezni. A jelenlegi gazdaságpolitika – ezen belül a monetáris politika – karaktere *prociklikus*: 2017–2018–2019 folyamán a GDP bővülése a poten-

*ciális növekedési ütemet lényegesen, körülbelül kétszeresen meghaladta (2–2,5 százalék versus 4–5,2 százalékos éves növekedés). Ezt erősíti meg a külső egyensúlyi helyzet gyors változása, a 2016-ban még 6-7 százalékos külső finanszírozási többlet nulla–mínusz egy százalékra apadt. Ezt tükrözi a mára feszített munkaerőpiac is, ami egyrészt kedvező, másrészt az érdekegyeztetés intézményeinek leépítése okán ma már az egyensúlyi szint fölé hajthatja a béreket. Mindezek nyomán, figyelembe véve a forintnak a jegybank által kétségkívül támogatott leértékelődését, az infláció is felpattant, mégpedig a régióban Románia kivételével a legnagyobb, sőt egész Európában is kiemelkedő mértékben; a két éven át, 2016 végéig tartó deflációból 2019 közepéig 3,5–4 százalék közé került. Ez a jegybanki célsáv teteje – miközben a gazdaságot semmilyen külső sokk nem érte.*

Az infláció gyorsulása – amelynek a végét még nem látni – nem egyedül az MNB politikájának a következménye. A költségvetési politika, a jövedelempolitika és a monetáris politika egyaránt prociklikus. A költségvetés főként az EU-források fejnehéz lehívásával, illetve lakás- és családpolitikai lépéseivel hajtja a belföldi keresletet az egyensúlyi szint fölé. Hatékony érdekegyeztetés híján, a beszűkült munkakínálat nyomán a jövedelempolitika alig képes a béremelkedésnek a termelékenység növekedését már ötödik éve lényegesen felülmúló ütemét mérsékelni. Ezzel valószínűleg feléltük azokat a tartalékokat, amelyek egyrészt a válság mellékhatásaként, másrészt a jelentős, tőlünk független, külső cserearány-javulás nyomán inflációs nyomás nélkül kétségkívül fennálltak.

Ennek a gazdaságpolitikának az egyik problémáját az adja, hogy *akkor serken-ti, ösztönzi a növekedést, amikor arra nem lenne szükség*, vagy legalábbis nem a kereslet egyoldalú felfújásával (hanem érdemi szerkezeti reformokkal, például az oktatás, az egészségügy, a versenypolitika terén, a korrupció visszaszorításával stb.). Elég egyértelműnek tűnik, hogy a jelenlegi konjunktúraciklus a végéhez közeledik. Amikor a világban erőteljessé válik a recesszió, amikor a jelenlegi európai uniós költségvetési ciklus lefut, addigra a fiskális és a jövedelmi politikának alig marad tere a negatív külső sokkok érdemi, anticiklikus tompítására. Ebbe a képbe lehet beilleszteni a monetáris politikát.

Az elmúlt hat esztendőből szigorúan véve egyetlen évben, 2018-ban került közel az infláció az MNB céljához. Hatból egy, azért ez nem kiugró eredmény. Előtte jóval elmaradt tőle, sőt defláció is volt, ami ugyanolyan káros. Ebben az évben pedig kedvezőtlen külső konjunktúrális fordulat nélkül a célsáv tetejére, vagy a fölé emelkedhet az infláció. De a 2018-as év sem mindenestül siker, hiszen éven belül meg lehetőszen széles sávban hullámozott az infláció. Ezt *nem lehet az infláció erős hor-*

gonyzásának tekinteni. A teljes fogyasztói infláció hullámozása mellett a maginfláció elég egyértelmű, felfelé mutató pályán haladt, a belföldi ipari termelés értékesítési árszintje például az 5 százalékot is eléri.

Ebben a folyamatban – amelyben gyorsuló növekedési pályára került a gazdaság – a monetáris politika napról napra egyre lazábbá vált. Miközben *a monetáris politikai keret, az eszkörendszer egyre kuszább és ellentmondásosabb, nehezen áttekinthető, a monetáris kondíciók ténylegesen egyre lazábbak*. Az alapkamat évek óta változatlan. Ez nem is okozna problémát, mert tartalmát tekintve valaha volt funkciójától – céltalanul – megfosztották, így ezzel foglalkozni sem kell. A helyére lépő egynapos (overnight) betéti és hitelkamat, valamint a swapkamatok viszont – ha transzmissziós szerepük egyáltalán van – egyre magasabb negatív reálértékeket vesznek fel. (Sokfelől hallani, hogy az MNB vezetői időnként nem éppen piackonform módon a bankokat közvetlen nyomás alá helyezve alakítják a bankközi kamatokat.) Amíg két-három éve a bankközi reálkamat 0 százalék körül állt, ez mára Európában kiugróan a legpuhább, mínusz 3-4 százalékos szintre süllyedt. Tekintve, hogy a vállalati és a lakossági hitelek már két éve egyaránt bő két számjeggyel növekednek, közelítve a válság előtti dinamikához, az ilyen laza és egyúttal mesterségesen leszorított kamatkondíció fenntartása legalábbis nem magától értetődő. Az MNB ezzel kapcsolatos érvelése az úgynevezett „high pressure economy”-ról, hogy ugyancsak helytelenül, én is idegen kifejezést használjak, legfeljebb „bullshit”-nak tekinthető.

A növekedési hitel kiterjesztése – szemben alkalmazása első éveivel, amikor helyes irányú lépés volt – ugyancsak nehezen indokolható, miként az új vállalatikötvény-vásárlási program meghirdetése is. A hitelezés már egyébként is, önmagától is gyorsan bővül. Emellett az MNB folyamatosan csökkenteni kívánja a mérlegét – amúgy értelmetlenül. Ezt a törekvést mind a növekedésihitel-program, mind a kötvényvásárlási program, mind a swaptenderek éppenséggel keresztezik. Az MNB-mérleg praktikusán úgy és azért csökkent, mert a fizetési mérleg többlete eltűnt, és a devizatartalékokat tudatosan és hibásan a szükséges szint alá vitték. Ez persze azt is jelenti, hogy ebben a folyamatban tőkét vonnak ki az országból, ami nem feltétlenül kedvező.

Alapjaiban téves a jegybanki mérleg agresszív csökkentése, illetve a kereskedelmi banki betétek kiszorítása. Az így erőltetetten felszabaduló likviditás jórészt az állampapírok iránt támaszt mesterséges keresletet. Ezzel egészségtelenül megnő a bankok állampapír-portfóliója, egyúttal attól való függősége. Az állampapírok iránti művi kereslet mélyen az egyensúlyi szint alá szorítja a hozamgörbét. Emiatt az így kialakuló „piaci” hozamok mentén a kereskedelmi bankok extra kereslete ellenére

sem biztosítható az állam finanszírozása. Ezt tovább élezi az az ugyancsak vitatható cél, amely szerint minden államadósságot belföldi megtakarításból kell finanszírozni. Ezért kényszerül az MNB és az Államadósság-kezelő Központ győzelemként eladni azt, ami vereség – a kettős kamatrendszer létrehozását. Az állam a belföldi finanszírozás felfuttatása érdekében felborítja a kamat- és hozamstruktúrát, a manipuláltan alacsony hozamokat durván meghaladó lakossági kamatot fizet.

A helyzet abszurditását jól jelzi, hogy a magyar állam mint az elvben legkisebb hazai kockázatú adós az úgynevezett „szuper” állampapíron átlag egy százalékkal (4,9 százalék), a prémium magyar állampapíron egyelőre 0,6 százalékkal (4,5 százalék) többet fizet öt évre, mint a „legolcsóbb” öt bank által a lakosságnak öt éves jelzáloghitel után felszámított kamata (3,9 százalék). Ebben a szürreális világban a magyar állam – legalábbis a retail piacon – kockázatosabb, mint egy család. (Egyébként aki akarja, elég egyszerűen arbitrálhatja ezt a különbséget a költségvetés, azaz az adófizetők terhére.) Az öt éves másodpiaci állampapír hozamát pedig 3,5 százalékkal fizeti túl az Államadósság-kezelő. Ebben a felfordult világban a monetáris transzmisszió csatornája jórészt funkcióját veszti, illetve a hozamgörbe értelmezhetlenné válik. Ezért aligha meglepő, ha *a monetáris politikai eszközök ebben a káoszban alig működnek*.

Az extrém laza kamatkondíció hozzájárul *a forint káros, aránytalan (reál-) leértékelődéséhez*. Káros, mert a korábbi évek fizetésimérleg-többlete egyáltalán nem indokolta a forint reál leértékelődését. (Ehhez az uniós forrásokat ki kell vezetni, vagy el kell terelni a bankközi devizapiacról.) Káros, mert a nagy exportőrök olyan nem kért, nem is várt támogatáshoz jutottak, amely az osztaléktranszfer növelésén keresztül rontja a fizetési mérleget. Emellett kevésbé kényszerülnek technológiai fejlesztésre, a termelékenység gyorsabb emelésére. A minél gyengébb árfolyam erőltetése ugyanolyan káros, mint korábban az árfolyam voluntarista, az egyensúlytól elszakított, mesterséges felértékelése volt. Káros, mert bár az MNB-t látszólag nyereségessé teszi (ami egyáltalán nem lehet sikerkritérium), az államháztartás másik alrendszerében, a költségvetésben azonban a devizában denominált államadósságon – ha csökkenő állományon is – jelentős realizált veszteség keletkezik. S végül káros, mert az elmúlt két évben már alig vitathatóan az árfolyamcsatorna is hozzájárul a viszonylag gyorsan emelkedő inflációhoz.

Az MNB éveken keresztül abban a hitben ringatta magát, hogy a gyors béremelkedés, a negatív reálkamat, a gyors hitelexpanzió, az árfolyam leértékelődése nem hat az inflációra. Persze fel kellene tenni a kérdést: ha ezek nem emelik az inflációt, akkor mitől lesz egyáltalán áremelkedés? (Tisztában vagyok azzal, hogy lehetnek

egyéb tényezők is, például időjárás, világpiaci hatások, adóváltozások, költségvetési újraelosztás és egyenlegváltozás stb.) Valóban, a szokásos hatások átmeneti és külső okok miatt nem, vagy alig érvényesültek. A világpiacról importált defláció, az energia- és alapanyagárak példátlan esése kompenzálta a belső inflációs nyomást. Vagyis az inflációt nem a mesteri jegybanki politika hozta le, hanem a külső sokkok. Erre utal az is, hogy egyrészt az infláció mélyen az MNB célja alá esett, annyira, hogy deflációba csúszott, ami persze kudarc. Másrészt a deflációból külső hatás híján villámgyorsan visszapattant 4 százalék közelébe. Az elmúlt két évben az exogén tényezők már nem hűtötték a belső inflációs nyomást. Így *a maga konzisztensen laza politikájával az MNB is hozzájárul egy kezdődő túlfűtöttség kialakulásához, az infláció gyorsulásához, a külső egyensúlyi többlet rapid leépüléséhez*. A fiskális politikához hasonlóan esély van arra, hogy akkor kényszerül majd a jegybank szigorítani, amikor éppenséggel a keresletet kellene ösztönöznie.

De a piac már most is jelzi a kamatpolitika mély inkonzisztenciáját, ma már alig védhető, ultralazaságát. Egyrészt a hozamgörbe roppant meredek, noha most éppen laposodott valamelyest. Ezen a mesterségesen lenyomott hozamgörbén, amint már utaltam rá, a költségvetést nem lehetne belföldről finanszírozni. Másrészt egyebek mellett ezért volt szükség – az Államadósság-kezelővel karöltve – a kettős kamatrendszer kialakítására az évi 6 százalékra emelkedő kamatozású, ötéves, nagyon likvid lakossági papírokkal és az inflációval indexált instrumentumokkal. Ez arra utal, hogy az inflációs várakozások nincsenek stabilan 3 százalék körül horgonyozva. Csak a hozamgörbe felborításával, kettészakításával, extra felár kifizetésével teremthető elő a kellő kereslet az állampapírok iránt. Tehát vagy indokolatlanul drágán finanszírozzuk az államadósság, vagy az MNB és a kormány tud valamit, vagy fél valamitől (inflációs meglepetés).

Szorosan kapcsolódik ehhez a szélsőséges devizahitel-kivezetés és devizataralék csökkentése. Az egyidejű devizahitel-visszafizetés és tartalékcsökkenés nem mérsékli a nettó külföldi adósságot, ezért – szemben az MNB állításával – nem csökkenti a külső sérülékenységet. Ugyanakkor, ha ilyen kivételesen alacsony nemzetközi kamatkörnyezetben a magyar állam teljesen elzárkózik devizahitel felvételétől, akkor feleslegesen tolja felfelé a hazai hozamgörbét, drágítja a finanszírozást. Tudom persze, hogy van árfolyamkockázat is. Ahhoz azonban, hogy az árfolyamkockázat tényleges költséget jelentsen, nemcsak a nominál-, hanem a reálárfolyam leértékelődése is szükséges. Utóbbi egy felzárkózni kívánó gazdaság esetében éppenséggel kudarc, a divergencia jele. Másrészt ez ismét azt sejteti, hogy a monetáris

hatóság és a kormány is nagyobb leértékelődést lát, nagyobbat vizionál maga előtt, ennek roppant kellemetlen inflációs következményeivel.

Ha jól értem, jelenleg a jegybank arra vár, abban reménykedik, hogy úgy lehül a világgazdaság, hogy az infláció emelkedő trendje érdemi szigorítás és beavatkozás nélkül megfordul. Ez persze nem lehetetlen, és nem is kicsi a valószínűsége. De ez egyben azt is jelenti, hogy az MNB, ahogy az elmúlt években, most sem a saját döntéseitől reméli az infláció és az inflációs várakozások lehorgonyzását az árstabilitás körül. Ennek lehetőségét láthatóan teljesen feladta. Ez egyrészt némi bölcsességre vall; mintha implicit elismerné, hogy a folyamatok jelentős részben rajta kívül határozódnak meg. Részben viszont komolyan megkérdőjelezi azt, amit a jegybank vezetői eddig – tévesen – hirdettek, hogy a monetáris politika végre visszanyerte szuverenitását, megszűnt a világpiaci folyamatoktól való függősége. Úgy tűnik, úszik az árral. Ha a szerencséje tartós marad, akkor az nem önti el. Ellenkező esetben *a saját hitelességére alapozott, határozott antiinflációs fellépés lehetősége egyelőre még csak nem is körvonalazódik*. Talán részben éppen ezzel magyarázható a még mindig meglehetősen alacsony, bár végre befektetésre javasolt hitelminősítés, és az ennek megfelelő, relatíve magas országgockázati prémium, ami még mindig sok pénzébe kerül az országnak.