

## MI JÖN AZ ANDALÍTÓ TÍZES ÉVEK UTÁN?

Az andalító 2010-es évek infláció nélkül teltek el, legalábbis a világ szerencsésebb felén. Ez mind a kutatók, mind a gazdaságpolitikusok, mind a politikusok figyelmét elaltatta. A 2010-es években megjelent legtöbb monetáris politikai elemzés azzal foglalkozott, mennyire hatásosak vagy nem hatásosak a globális pénzügyi válság idején bevezetett új, nem konvencionális eszközök. Ezekben az elemzésekben az infláció abban az összefüggésben fordult elő, hogyan lehet az inflációs várakozások befolyásával a pangó áremelkedési ütemet végre a cél közelébe emelni, hogy ne defláció fenyegetse a gazdaságot (Potter & Smets, 2019). A 2010-es évek másik meghatározó monetáris témája a tartósan alacsony infláció magyarázata volt, amit részben a Phillips-görbe strukturális átalakulásával (Eser et al., 2020), részben a neutrális (vagy természetes) reálkamatláb tartós, tendenciózus csökkenésével és így a monetáris politika szükségszerű tehetetlenségével magyaráztak (Blanchard, 2021).

Az andalító tízes években még nem az infláció megfékezése, hanem a defláció megállítása volt a cél. Ennek jegyében a Fed 2020-ban monetáris keretrendszere részleges átalakításáról döntött: eszerint a kétszázalékos inflációs cél átlagosan értendő, és szemet lehet hunyni, ha az áremelkedés üteme átmenetileg a cél fölé emelkedik (Clarida, 2022). Az Európai Központi Bank 2021-es új stratégiájának egyik központi eleme szintén a szimmetrikus inflációs cél bevezetése volt; addig a fogyasztói árak emelkedését szigorúan két százalék alatt akarták tartani (ECB, 2021).

A pandémia alatt a jegybankok a szinte lehetetlent kísértették meg: tovább lazítottak a monetáris irányultságon. Emelték a korábban nem konvencionális eszközként bevezetett eszközvásárlások volumenét, a piaci zavarok elhárítására bőséges likviditást biztosítottak partnereiknek és – akinek volt még módja rá – tovább csökkentették a kamataikat (English et al., 2021). A Bill English és társai által szerkesztett kötet kulcskérdése az volt: mi módon lehetne az inflációt, legalább az inflációs várakozásokat növelni? A kötet fejlődő gazdaságokkal foglalkozó fejezetei azonban

Köszönetet mondok Surányi Györgynek és Mikolasek Andrásnak az esszé első változatához fűzött értékes észrevételeikért.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2023.67.1-2.84>

azt is megemlítik, hogy azok többségében már a pandémia előtt erősödött az inflációs nyomás (így Magyarországon is), amiből a nemegyszer túlzásba vitt monetáris lazítás rohanó inflációt varázsolt, lásd Törökország minősített esetét.

A pandémiát követő gyors visszapattanást és az energiapiacra kibontakozó, meglepően gyors áremelkedést követően lassan felfele kúszó infláció láttán még nagyon sokan nagyon sokáig abban a hitben éltek, hogy mindez csak átmeneti, inkább csak szektorális feszültségek kiváltotta hatás, az áremelkedés üteme nem lesz tartós. Ennek szép példája a Fed-elnök Jackson Hole-ban elmondott 2021-es beszéde (Powell, 2021). Summers (2021) már közvetlenül a beszédet követően rámutatott Powell érvelésének gyenge pontjaira, kifejtve, hogy áremelkedés nem csak egy-két ágazatban volt megfigyelhető; a tartós fogyasztási cikkek és az autók ára a pandémiasokkot követően tartósan is nő, nem kontrollált és hihetetlenül feszes a munkaerőpiac, az inflációs várakozások egyáltalán nem stabilak, sőt erőteljesen felfele tolódtak, valamint nincs globális dezinfláció. Neki lett igaza.

A nagy ráébredés éve 2022 volt: az infláció valóban csak aludt, nem halt meg, ahogy azt Rogoff már 2014-ben megjósolta.<sup>1</sup>

### Az amerikai és európai infláció természetrajzáról

Amióta 2022-ben a legtöbb földrészen és a legtöbb országban megjelent a már elfeledni látszott infláció, felélénkültek a régi-új viták annak természetéről és a jegybankoktól ilyenkor elvárható monetáris politikai lépésekről. Elméleti közgazdászok, gazdasági elemzők, gazdaságpolitikusok vitáznak, nemegyszer homlokegyenest ellentétes nézeteket megfogalmazva: csak az Európai Unión belüli vita hevességéről és az ellentétes álláspontokról jó képet nyerünk, ha betekintünk az Európai Parlament monetáris dialógusába, ahol felkért szakértők és botcsinálta politikusok egyforma hangerővel bizonygatták igazukat<sup>2</sup> (Darvas & Martin, 2022). A tisztánlátást nehezíti, hogy nemcsak a pandémia okozta gazdasági leállásra adott intenzív monetáris és fiskális politikai válaszokat, valamint a pandémiát követő gyors visszapattanást kell figyelembe venni, hanem az ellátási láncok pandémia előidézte széttöredezettységének tartósságát, az időközben felerősödött energiaválságot és a 2022-ben az orosz agresszió következményeként kialakult, egyre jobban elhúzódó orosz–ukrán hábo-

<sup>1</sup> „Inflation may be dormant, but it is certainly not dead” (Rogoff, 2014).

<sup>2</sup> <https://www.europarl.europa.eu/committees/en/econ/econ-policies/monetary-dialogue>

rút is. Újra feltámadt a hetvenes évek nagy inflációjának nevezett korszak (Great Inflation period) megítélése körüli vita (Bernanke, 2021; Blinder & Rudd, 2013).

Nem véletlen, hogy 2022-ben a jegybankárok megszólalásaiban az okok elemzésekor a „bizonytalanság” lett a kulcsszó.

Az infláció lehetséges okainak a rövid katalógusa:

- keresleti sokk, azaz a makrokereslet (fogyasztás, beruházás, kormányzati kiadás) megugrása a pandémia alatti, illetve a korábbi keresletösztönző politikák, valamint a pandémiát követő, gyors visszapattnás eredményeként;
- kínálati sokk, azaz a kibocsátás visszaesése, aminek oka lehet a munkaerőpiac feszessége (például a pandémia következtében elsősorban a szolgáltatási szektorban), a globális termelési láncok szétszakadása, a szállítás ellehetetlenülése, illetve megdrágulása;
- az energiahordozók és az élelmiszerek árrobbanása, ezen belül a háború okozta sokk;
- az inflációs várakozások instabilitása.

A pénzmennyiség megugrása nem szerepel a fenti okok között. Nem azért, mintha nem lenne továbbra is igaz, hogy amikor a széles értelemben vett pénzmennyiség jelentősen megugrik (mint például az Egyesült Államokban 2021-ben), akkor azt bizonyos idő elteltével ne követné az árak emelkedése (Goodman, 2021). Az is empirikusan igazolt megfigyelés, hogy magas és volatilis infláció idején a pénzmennyiség növekedése gyorsítja az inflációt (Papadia & Leonardo, 2021).<sup>3</sup> Az  $MV = PT$  azonosság továbbra is igaz, de ma már senki nem gondolja (figyelmesen olvasva Friedmant, már ő sem gondolta), hogy a pénzmennyiség növekedése azonnal az árszínvonal emelkedésében csapódik le. Az áttétel bonyolultabb, a transzmisszió nem egyértelmű. A jegybankok nem képesek exogén módon szabályozni a pénzmennyiséget, ezért a monetáris politikának is más, a kamatokon, az árfolyamokon és a várakozásokon keresztül ható transzmissziós mechanizmusai az erősek.

Bár az infláció fentebb felsorolt okait illetően a szakértők között sincs teljes egyetértés, de nagy súllyal a keresleti, illetve a kínálati sokk szerepét emelik ki, míg a gazdaság szereplőinek (a háztartásoknak és a vállalatoknak) a véleménye a felmérések szerint szélsőségesen szóródik. A háztartások például kiemelten emlegetik a „politika” (vagy pontosabban a gazdaságpolitika) felelősségét. Minderről kiváló

<sup>3</sup> Jelen esszében nem esik szó sem az infláció (árszínvonal) fiskális elméletéről (Cochrane, 2023), sem mélyebben a monetáris-fiskális politikák egymásra hatásáról (Leeper, 2021), mert mindez szétfejténé a tanulmány kereteit. Így arra sem fogok kitérni, hogy mikor vezethet a jegybanki szigorítás (kamatemelés) a fiskális reakció eredményeként az infláció növekedéséhez.

áttekintést ad Andre et al. (2022), mondanivalójának jó összefoglalása Ábel & Nagy (2022). A közönség véleményének szóródása jól tükrözi, hogy az átlagember nem tesz különbséget az infláció egyszeri megugrása és a tartós, makacs infláció között, miképpen az általános (headline) és a maginflációt sem különböztetik meg.

A szakértőknek és az elemzőknek azonban kötelességük feltenni a kérdést: a fentebb felsorolt okok vajon mennyiben és milyen csatornákon keresztül járultak hozzá az infláció tartósságához, vagy mennyiben csak egyszeri árszintugrást jelentenek? A választól függően van vagy nincs tennivalójuk a központi bankoknak. Általános az egyetértés, hogy a jelenlegi infláció nem egyszeri, gyorsan lecsengő sokk, hanem a maginfláció emelkedésével is jellemezhető, tartós folyamat; még akkor is, ha a 2023 elején publikált adatok szerint Dél-Amerika számos országában, az Egyesült Államokban és az euróövezetben egyaránt csökkenőben van az áremelkedések üteme. Ha a fenti okokat egyesével megvizsgáljuk, világossá válik, miért érezték végül mégis úgy a jegybankok, hogy lépniük kell, és miért érzi úgy számos elemző, hogy későn léptek.

Számos tanulmány többféle módszerrel kísérelte meg a 2021–2022-es áremelkedések esetében a keresleti és kínálati tényezők szétválasztását (Eickmeier & Hofmann, 2022; Gonçalves & Koester, 2022; Kalemlı-Özcan et al., 2022; Shapiro, 2022). Valamennyi mérés arra az eredményre jutott, hogy az inflációs korszak kialakulásában a keresleti és kínálati faktorok egyaránt szerepet játszottak, az Egyesült Államokban inkább a keresleti, az eurózónában inkább a kínálati tényezők súlya volt jelentősebb. Ez a típusú szétválasztás csak segíti a tisztánlátást, de semmit nem mond a jegybankok szükségese szerepvállalásáról.

A keresleti sokkhoz a pandémia idején – elsősorban az Egyesült Államokban – megvalósított nagy volumenű állami jövedelemkiegészítő programok járultak hozzá. Ezekkel kapcsolatban számos félreértés fogalmazódott meg. Egyik tanítványával közösen írt cikkében Stiglitz egy általa nem dokumentált módszerrel számított trendtől való eltérés hiányával próbálja indokolni, hogy „nem is volt itt, kérem szépen, semmilyen, állam által generált keresleti sokk” (Stiglitz & Regmi, 2022), figyelmen kívül hagyva, hogy a keresleti sokk hatását illetően az output gap, azaz a kereslet és kínálat eltérése alakulása a döntő, azaz éppen a kínálati sokk tartósságáról feledkezik meg. A Stiglitz-tanulmány széles körben terjed Magyarországon is, sajnos a módszertani és elméleti hiányosságait feltáró kiegészítés nélkül. A keresleti sokk tényleges természetét feltárva egyértelmű, hogy a jegybankoknak reagálniuk kellett.

A kínálati sokkra való hivatkozás elsősorban azokban a tanulmányokban kerül elő, amelyek azt bizonygatják, hogy ebben az esetben a jegybanknak semmi teendője nincs, sőt beavatkozásával és a növekedés további visszafogásával csak ront, és nem javít a helyzeten. Ez az érvelés abban az esetben helyes, ha egyszeri, múltó sokkról lenne szó, és nem a potenciális és az effektív kibocsátás tartós csökkenéséről. Egyszerű kínálati sokk esetén az árszínvonal egyszeri megugrását figyelhetnénk meg, és az árak később visszatérnének a sokk előtti szintre. A jelenlegi inflációs periódusra nem ez a jellemző, hanem az, hogy a potenciális kibocsátás tartósan csökkent. A nyíló output gap és az ennek hatására növekvő maginfláció (még jól horgonyzott várakozások esetén is) feladatot ró a jegybankokra. Például Brainard (2022), a Fed alelnöke rámutatott a munkaerő, az alapanyagok és a kritikus inputanyagok, történetesen a félvezetők kínálatát tartósan jellemző zavarokra, aminek következtében elmosódtak a határok a potenciális kibocsátást érintő átmeneti és tartós sokkok között. A világ nagy jegybankjait mostanság éppen azért kritizálják, mert rosszul értelmezték az outputsok gyökerét (Darvas & Martin, 2022; Reis, 2022), és késlekedtek a szükséges közbelépéssel.

Az energia és az élelmiszerek áremelkedése már a háború előtt megfigyelhető volt, de az orosz agressziót követően felgyorsult. Amennyiben csak ez lenne a ma megfigyelhető infláció oka, akkor a maginfláció (vagyis a lassan változó árú tételek inflációja) nem, vagy csak csekély mértékben követné a headline inflációt, annál sokkal lassabb lenne. Azonban az elmúlt másfél évben inkább azt figyelhettük meg, hogy a maginfláció egyáltalán nem, vagy alig maradt el a headline infláció ütemétől, sőt egyes országokban meg is haladta azt. Az energia- és élelmiszerárak egyszeri – valamilyen külső tényező, mint például aszály vagy háború – hatására bekövetkező megugrása, ha nincs valamilyen mélyebben fekvő, strukturális ok, valóban olyan jelenség, amelyen a jegybankárok átnézhetnek, nem szükségszerű reagálniuk rá. 2021 őszén az energiaárak akkor tapasztalt megugrását számos nagy jegybank ilyennek is tekintette, ezért volt uralkodó a kivárás, a wait and see szemlélet. Azonban az energiaárak ismételt sokkok hatására bekövetkezett, egyre többszöri és erősebb megugrása, valamint az erre szuperponálódó élelmiszerár-növekedés a fentebb említett keresleti és kínálati sokkokkal kiegészítve jelentősen elmozdították a várakozásokat (Reis, 2022). Azaz a jegybankok által jól horgonyzotttnak tételezett várakozások egyáltalán nem bizonyultak stabilnak, és valamennyi országban eltolódtak a magasabb infláció irányába. Ez feszes munkaerőpiac mellett az infláció szempontjából nagyon veszélyes ár-bér spirál beindulásához vezethet. Ha pedig ezek a másodkörös hatások is jelen vannak, akkor a jegybankoknak nincs más választásuk: közbe kell avatkoz-

niuk, szigorítaniuk kell. Az egyszerű energiaársokk lefutására ugyanaz érvényes, mint az egyszerű kínálati sokk lefutására.

A fenti elemzést sokkal elegánsabban és rövidebben is lehet prezentálni a Phillips-görbe segítségével (Reis, 2022), ám a konklúzió ugyanaz: a megfigyelhető sokkokat a jegybankok félreértelmezték, ezért túl sokáig folytatták a laza, a keresleti sokkot erősítő monetáris politikát, a várakozásokat a felhalmozott hitelességük miatt stabilnak hitték.

Az előző mondatból emeljük ki a „felhalmozott hitelesség” kifejezést: ezeknek a jegybankoknak *volt* hitelességük, amire támaszkodni tudtak, és amit igyekeztek megőrizni a jelenlegi inflációs sokk idején is.

Ha el is fogadjuk, hogy a jegybankoknak volt okuk szigorítani, még mindig kérdés, hogy milyen erős legyen a beavatkozás és milyen mellékhatásai lehetnek. A megfelelő hatás eléréséhez a kommunikáció legalább olyan fontos, mint maga a lépéssorozat. Lépéssorozatról beszélünk, mert a szigorítási ciklust fokozatosan valószínűsítjük meg, nem jelentik be előre a végét; a kamatemelések mértékét fokozatosan csökkentik, majd, amikor az előrejelzések alapján már konszenzusos a jegybanki vezetés véleménye, akkor megállnak. A megfelelő hatás elérése feltételezi a költségvetés passzív alkalmazkodását (Leeper, 2021), mert ellenkező esetben a kamatemelés kiváltotta költségvetési túlköltekezés akár még további inflációhoz is vezethet. A monetáris szigorítás, mivel a kereslet visszafogására irányul, a gazdaság szempontjából restriktív, így felerősítheti a más okokból (például jelenleg a háború és az energiaválság miatt) kialakuló recessziót. A jelenlegi nagy jegybankok éppen ezt a trade offot próbálják enyhíteni vagy elkerülni, és ígérnek „békés földet érést” (*soft landing*). Azonban nem létezik egyetlen, kiszámítható és jó megoldás. Ahogy a bizonytalanság a döntéshozók fő félelme a döntés előtt, úgy a szerencse a reményük a döntés meghozatala után.

### A magyarországi infláció tanulságai

Írásom második részében Magyarország közelmúltbeli monetáris politikáját és a feltámadó inflációra adott válaszát tekintem át. Az előző pontokban kifejtett érvelés azonban nem alkalmazható egy az egyben Magyarországra. Néhány gazdasági szakértő az előző fejezetben bemutatott viták egyik vagy másik elemét kiragadva kísérel meg Magyarországra vonatkozóan „holtbiztos” értelmezést adni.<sup>4</sup> A magyar

<sup>4</sup> Leginkább Pogátsa Zoltánnak a 2022–2023 fordulóján megjelent interjúira és írásaira gondolok.

infláció természete és a jegybank eddig erre adott válasza azonban számos ponton eltér a nagy jegybankok előző pontban vázolt dilemmáitól.

Ellentétben az előző fejezetben tárgyalt egyesült államokbeli és eurózónabeli inflációval, Magyarországon – miként például Dél-Amerika és Kelet-Európa számos országában – az inflációs nyomás már az andalító tízes évek második felében érezhető volt (Csontó et al., 2022). A kibontakozó inflációs folyamatot látva 2018-ban és 2019-ben már több fejlődő és néhány fejlett országban (például Csehországban!) szigorítottak a jegybankok. Az ekkor kibontakozó inflációnak nem lehetett köze sem a pandémiához, sem a háborúhoz, hanem a globális pénzügyi válságot követő kibontakozás során alkalmazott ultralaza, keresletösztönző monetáris és fiskális politika eredménye volt. Ez a megállapítás érvényes Magyarországra is (Surányi, 2019; Csontó et al., 2022). Igaz, az infláció még a korábban megállapított 2–4 százalékos toleranciasávbán mozgott, de egyre határozottabban közeledett annak felső széléhez, a trendje pedig egyértelműen emelkedő volt.

A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa azonban ekkor még nem szigorított.<sup>5</sup> A változatlanul nullához közeli szinten tartott alapkamat, a negatív egynapos betéti kamattal az újra felélesztett növekedési hitelprogram és a friss növekedési kötvényprogram keretében permanensen bővítette a bankrendszer likviditását. A reálkamat jelentősen negatív volt, a reálárfolyam folyamatosan leértékelődött. A hivatalos (gazdaság)politika az úgynevezett *magasnyomású gazdaság* elméletét alkalmazta (Magyar Nemzeti Bank, 2016). A magasnyomású gazdaságnak azonban nincs elmélete. Okun egy 1973-as ötlete kapcsán az andalító tízes években, a láthatóan semmire sem reagáló gazdaság (az úgynevezett *hiszterézis* jelenség, Vári, 2018) láttán néhányan felvetették: elképzelhető, hogy a munkanélküliségi ráta úgy marad tartósan a természetes rátája alatt, hogy mégsem okoz inflációt (Ball, 2015). Ennek a gazdaságpolitikai ajánlásnak azonban sem elméleti, sem modellszerű alátámasztása nem született meg.<sup>6</sup> A magasnyomású gazdaság ideája mára teljesen eltűnt nemcsak a nemzetközi, de a magyar jegybanki elemzésekből is. A 2010-es évek második felének ultralaza monetáris és fiskális politikájának a következménye azonban a tartósan magas infláció formájában velünk él.

Ha a pandémiát közvetlenül megelőző hónapokban a Monetáris Tanács az egyre erősödő inflációs nyomásra nem is reagált, megtette azt a jegybanki stáb, és a ka-

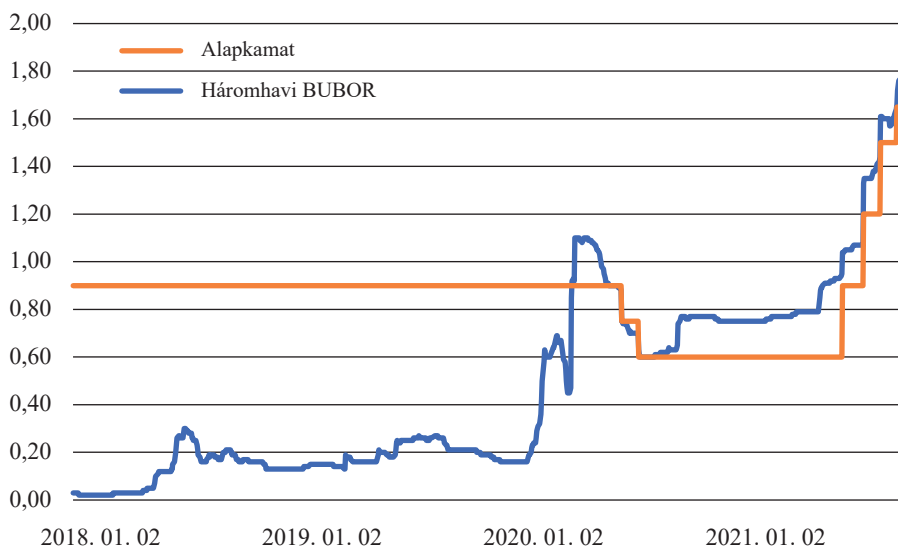
<sup>5</sup> Tegyük hozzá, hogy 2019 márciusában a kamatfolyosó alját jelzésszerűen 10 bázisponttal emelték, de az egynapos betéti kamattal továbbra is negatív maradt.

<sup>6</sup> „Az MNB ezzel kapcsolatos érvelése az úgynevezett „high pressure economy”-ról, hogy ugyan csak helytelenül, én is idegen kifejezést használjak, legfeljebb „bullshit”-nak tekinthető” (Surányi, 2019).

matfolyosón belül több óvatos, burkolt kamatemelést is végrehajtott. Az alapkamat ekkorra már elvesztette irányadó jellegét (András & Motyovszki, 2016). A burkolt kamatemelés azt jelentette, hogy a bankközi kamatok vonzéspontját, az úgynevezett irányadó kamatot (ami kevésbé ortodox országokban – azaz a világ többi részén – megegyezik az alapkammattal) emelték meg. Az akkor irányadó eszköznek számító likviditásnyújtó swap implicit kamatót a jegybank 2018 januárja és 2020 márciusa között több lépésben több mint 50 bázisponttal emelte, így a pandémiát közvetlenül megelőzően a háromhavi bankközi kamat közel nulláról 65 bázispontra emelkedett. Amit burkolt szigorításnak is tekinthetünk. A jegybank hitelességét ezek a lépések nem növelték ugyan, de makrogazdasági hatásuk valóban volt. A bankközi kamatok alapkamattól elszakadó mozgását szépen mutatja az 1. ábra.

1. ábra

### Az alapkamat és a háromhavi BUBOR mozgása



Forrás: Magyar Nemzeti Bank.

A pandémia első napjaiban, 2020 márciusában a többi jegybankhoz hasonlóan a Magyar Nemzeti Bank is lazított. Egyrészt – bár ekkor még változatlanul hagyta az alapkamatot – csökkentette a fentebb említett irányadó kamatot, amit a BUBOR



mozgása szépen lekötetett (65 bázispontról 45 bázispontra csökkent). Másrészt, számos likviditásbővítő lépést tett, új kötvényvásárlási programok bevezetéséről döntött, így a pandémia alatt, pontosabban 2021–2022-ben mintegy megduplázza a GDP-hez viszonyított jegybankmérleget.

Azonban, mint arra egyre több elemzés rámutat, kis, nyitott, eladósodott gazdaság esetében a külső sokk idején a saját valuta leértékelődése korlátozott (Gopinath et al., 2017).<sup>7</sup> A kockázati felár növekedését a zuhanó árfolyam kísérte, amit 2020. április 2-án a Magyar Nemzeti Bank csak szigorítással, durva – ám ismét burkolt – kamatemeléssel tudott megfogni. A jegybanki alapkamat ekkor is változatlan maradt, azonban a kamatfolyosó felső határának megemelésével a jegybanknak tere nyílt az új irányadó kamat – az irányadó eszköz ekkor az egyhetes betét lett – határozott emelésére, amit a BUBOR ismét lekötetett, és 45 bázispontról 100 bázispont fölé emelkedett. Ily módon sikerült az árfolyamot ismét stabilizálni.

Az infláció a pandémia első hónapjaiban a lezárásokat követően a kereslet összezuhanása miatt némileg mérséklődött. Ez ismét elandalította a döntéshozókat, és a forint árfolyamának stabilizálását követően, 2020 júniusától kezdve mind az irányadó kamatot, mind az alapkamatot csökkentették, azt mutatva, hogy a fiskális politikával összhangban a pandémia okozta visszaesés enyhítését saját eszközeivel a monetáris politika is segíti.

Az idilli helyzet azonban nem tartott sokáig, 2020 őszétől már újra erősödött az inflációs nyomás. A jegybanki stáb ismét burkolt kamatemelésbe kezdett, az akkori irányadó kamatot (ez még mindig az egyhetes betét kamata volt) 30 bázisponttal megemelte (lásd *1. ábra*). A 2021 nyarán látszólag idejében megindított kamatemelési ciklus valójában az év végéig nem jelentett érdemi szigorítást. Részben erőtlenekek voltak a kamatemelések, részben a jegybank tovább folytatta likviditásbővítő, azaz kifejezetten lazító kötvényvásárlási programjait. Ezeknek a bátortalan lépéseknek nem volt jelentős inflációmérséklő hatásuk, hiszen például a reálkamat nem hogy nőtt volna, hanem a gyorsuló infláció miatt még inkább negatív lett.

Az infláció 2022-re berobbant, és rekordmagas (az év végén 40 százalékot is meghaladó) élelmiszer-infláció mellett év végére valamennyi uniós tagország között a legmagasabb ütemet érte el (24,5 százalék), amit a maginfláció üteme még túl is szárnyalt (24,8 százalék).

<sup>7</sup> Ezt a gondolatot a Mundell–Fleming-modell átfogalmazásával és empirikusan alátámasztva fejtette ki részletesen Gita Gopinath, az IMF vezető közgazdásza az American Economic Association 2023 évi konferenciáján: <https://www.aeaweb.org/webcasts/2023/aea-afa-luncheon>

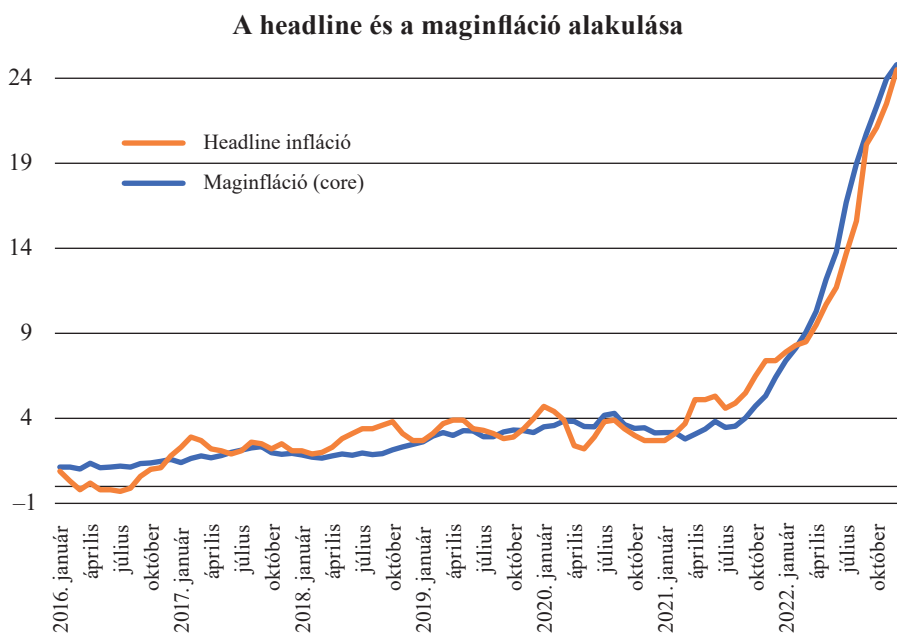
Ellentétben az első fejezetben tárgyalt országokkal, a magyarországi árvárakozások egyáltalán nem voltak jól horgonyozottak, amihez nem kevés mértékben járult hozzá, hogy a Magyar Nemzeti Bank a monetáris eszköztár átláthatatlanná tételével, az alapkamat és az irányadó kamat elszakításával, bátortalan és kétértelmű szigorítási lépéseivel elvesztette hitelességét (Surányi, 2022; Király, 2022). A hitelesség elvesztéséhez nem kis mértékben hozzájárult, hogy 2022. szeptember 27-én a jegybankelnök az alapkamat 13 százalékra történt emelésével egy időben explicit módon bejelentette a kamatemelési ciklus lezárását is. Ezt követően olyan piaci turbulencia alakult ki, ami a forint árfolyamát közel tíz százalékkal elmozdította. Ezért, alig két héttel később az alelnök tudatta, hogy az irányadó kamatot (ami ekkor az egyhetes betét helyett egy új egynapos betét kamata lett) ismételten elszakítják az alapkamattól, és 18 százalékra emelték (ennél magasabb jegybanki kamat egyetlen európai országban nincs).

Az inflációval szemben a kormány retorikailag ugyan fellépett, ám intézkedései inkább rontottak a helyzeten. A rendkívüli (például háborús) helyzetekben időnként alkalmazott árkontrollt már jóval az orosz agressziót megelőzően bevezette, előbb, 2021 őszén a jármű-üzemanyagokra, majd januárban néhány alapvető élelmiszerre. Az ilyen típusú beavatkozások piacgazdasági környezetben nem szoktak sikerre vezetni. Erről részletesen ír Bernanke a Nixon-féle árszabályozás kapcsán (Bernanke, 2022). A 2010-es évekbeli argentin árszabályozásról Aparicio & Cavallo (2018) ad kiváló áttekintést. Argentínában az árkontroll idején csak gyorsult az infláció, jelenleg már a 80 százalékot súrolja. Az árszabályozás mellett a kormány kamatszabályozással is kísérletezik. Ennek egyetlen következménye, hogy a monetáris politika transzmissziós csatornáit az árfolyamcsatorna kivételével totálisan elvesztették jelentőségüket.

Összefoglalva, a magyarországi infláció természete eltér az előző fejezetben vázolttól. A hazai inflációs nyomás a laza monetáris és fiskális politika eredményeként (negatív reálkamat, leértékelődő reálárfolyam) jóval a pandémia előtt megjelent. Ezt a folyamatot erősítette fel a pandémiás visszaesést követő gyors visszapattanás, 2021-ben az energia-, majd 2022-ben az élelmiszerek árrobbanása. Az igazi gyorsulást egyértelműen keresleti sokk, a kormány 2022. tavaszi választási pénzesője okozta. A magyar infláció keresleti sokk eredőjére utal, hogy a maginfláció üteme rendszeresen meghaladja a headline inflációt. Mint az a 2. ábrán jól látható, a maginfláció (core) egyenletes emelkedése, mintegy kiküszöbölve a headline infláció ingadozását, már 2017 óta jelezte az infláció emelkedő trendjét. Mindez tisztán jelzi, hogy az inflációs környezet nem az energia és az élelmiszerek árrobbanása, és leg-

kevésbé sem az agresszióra válaszul adott szankciók hatására alakult ki. A szankciós infláció egyértelműen politikai propagandatermék.<sup>8</sup> Mindeközben a következtlen jegybanki lépések hatástalansága, így a trendszerűen gyengülő reálárfolyam és a negatív reálkamat, valamint a jegybank kudarcos kommunikációja következtében az inflációs várakozások is elszálltak.<sup>9</sup>

2. ábra



Forrás: MNB.

A hitelesség elvesztése megkérdőjelezi a jegybank jövőbeni döntéseinek hatá-  
sosságát: vajon sikerül-e az inflációs várakozásokat újra a háromszázalékos jegyban-

<sup>8</sup> A jegybank a kormányzati propagandát nem vette át, bár sajnálatos módon, amióta a kormány a közbeszédbe bedobta, az Inflációs jelentésekben egy-egy mondattal mindig utal rá: „A konfliktus, az Oroszországgal szemben bevezetett szankciók, illetve a geopolitikai feszültségek a nyersanyagárak és ezáltal az infláció további emelkedését eredményezik.” (2022. márciusi jelentés, 11. o., 2022. júniusi jelentés, 20. o., 2022. szeptemberi jelentés, 18. o., 2022. decemberi jelentés, 18. o.) (Kiemelés a szerzőtől.)

<sup>9</sup> A szerző jelzi, hogy mivel a magyarországi infláció vizsgálatára empirikus elemzések sem jegybanki szerzők, sem más kutatók tollából nem születtek, így megállapításai csak logikai úton levezetett hipotéziseknek tekinthetők.

ki célon, avagy a 2–4 százalékos toleranciasávban lehorgonyozni. Ahogy a volt argentin jegybankelnök egy 2022-es konferencián fogalmazott: „Hogy szemléletesen fejezzem ki magam: vajon ez a rendszer olyan, mint egy focilabda, amelyből kiment a levegő, és csak fel kell pumpálni, hogy újra lehessen vele játszani? Mintha elég lenne annyit mondani: emeljük meg a kamatlábakat, és minden visszatér a normális kerékvágásba. Vagy amiről beszélünk, az sokkal inkább egy kristálygömbre hasonlít? Mert ha egy kristálygömből beszélünk, ami eltört, akkor próbálhatjuk felpumpálni – nem fog sikerülni, soha nem lesz újra kristálygömbünk” (Sturzenegger, 2022:44).

Lehet kísérletezni tovább. Addig is marad 2023-ra a tizenöt százalékot meghaladó átlagos infláció és a recesszió közeli gazdaság.

### Hivatkozások

- Ábel, I., & Nagy, Gy. (2022). Vélekedések az inflációról. Megalapozatlan feltételezések és megdönt-hetetlen elméletek. *Külgazdaság*, 66(9–10), 44–75.o. <https://doi.org/10.47630/KULG.2022.66.9-10.44>
- András, B., & Motyovszki, G. (2016). *Ideje tisztázni, mit is csinálnak éppen az MNB-nél*. Portfolio.hu., 2016. 07. 27. [http://m.portfolio.hu/gazdasag/ideje\\_tisztazni\\_mit\\_is\\_csinalnak\\_eppen\\_az\\_mnbnel.235303.html](http://m.portfolio.hu/gazdasag/ideje_tisztazni_mit_is_csinalnak_eppen_az_mnbnel.235303.html)
- Andre, P., Haaland, I., Roth, C., & Wohlfart, J. (2021). *Inflation narratives*. VoxEU 2021. 12. 23. <https://voxeu.org/article/inflation-narratives>
- Aparicio, D., & Cavallo, A. (2018). *Targeted price controls on supermarket products*. NBER Working Paper, 24275 <http://www.nber.org/papers/w24275>
- Ball, L. M. (2015). *Monetary policy for a high pressure economy*. Center on Budget and Policy Priorities. <http://www.econ2.jhu.edu/People/Ball/HighPressure.pdf>
- Bernanke, B. (2022). *21st century monetary policy*. The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19. Norton Ltd. <https://www.norton.com/books/9781324020462>
- Blanchard, O. (2020). *Is there deflation or inflation in our future?* VoxEU.org, 24 April 2020. <https://voxeu.org/article/there-deflation-or-inflation-our-future>
- Blanchard, O. (2021). Looking forward: Monetary policy post-Covid. In: B. English, K. Forbes, & A. Ubide (eds.), *Monetary policy and central banking in the Covid Era*. [https://cepr.org/system/files/publication-files/60024monetary\\_policy\\_and\\_central\\_banking\\_in\\_the\\_covid\\_era.pdf](https://cepr.org/system/files/publication-files/60024monetary_policy_and_central_banking_in_the_covid_era.pdf)
- Blinder, A. S., & Rudd, J. B. (2013). The supply-shock explanation of the Great Stagflation revisited. In: *The Great Inflation: The rebirth of modern central banking*. National Bureau of Economic Research. pp 119–175. <https://www.nber.org/system/files/chapters/c9160/c9160.pdf>
- Brainard, L. (2022). *What can we learn from the pandemic and the war about supply shocks, inflation, and monetary policy?* Speech at 21st BIS Annual Conference Central Banking after the Pandemic: Challenges Ahead. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/brainard20221128.pdf>
- Clarida, R. H. (2022). The Federal Reserve’s New Framework: Context and Consequences. *Finance and Economics Discussion Series*, 2022–001. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C. <https://doi.org/10.17016/FEDS.2022.001>
- Cochrane, J. H. (2023). *The fiscal theory of the price level*. Princeton University Press <https://press.princeton.edu/books/hardcover/9780691242248/the-fiscal-theory-of-the-price-level>

- Csontó, B., Jankovics, L., Király, J., & Mérő, K. (2022). Monetary, macroprudential, and fiscal policy. In: Mátyás L. (ed.), *Emerging European economies after the pandemic. Stuck in the middle income trap?* Springer Verlag. pp 255–324. , [https://doi.org/10.1007/978-3-030-93963-2\\_6](https://doi.org/10.1007/978-3-030-93963-2_6)
- Darvas, Zs., & Martins, C. (2022). The ECB’s monetary tightening: a belated start under uncertainty. Study Requested by the ECON Committee. *Monetary Dialogue Papers*, September 2022 <https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/254142/QA-05-22-299-EN-N.pdf>
- ECB (2021). *An overview of the ECB’s monetary policy strategy*. ECB 2021 July [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202105\\_01~d813529721.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202105_01~d813529721.en.html)
- Eickmeier, S., & Hofmann, B. (2022). *What drives inflation? Disentangling demand and supply factors*. BIS Working Papers No 1047 <https://www.bis.org/publ/work1047.pdf>
- English, B., Forbes, K., & Ubide, A. (eds.) (2021). *Monetary policy and central banking in the Covid Era*. Centre for Economic Policy Research [https://cepr.org/system/files/publication-files/60024monetary\\_policy\\_and\\_central\\_banking\\_in\\_the\\_covid\\_era.pdf](https://cepr.org/system/files/publication-files/60024monetary_policy_and_central_banking_in_the_covid_era.pdf)
- Eser, F., Karadi, P., Lane, P. R., Moretti, L., & Osbat, C. (2020). *The Phillips Curve at the ECB*. ECB WP 2400 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2400~6e8bf6fd2.en.pdf>
- Gonçalves, E., & Koester, G. (2022). *The role of demand and supply in underlying inflation – decomposing HICPX inflation into component*. ECB Economic Bulletin 2022–7, pages 70–76. [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202207\\_07~8b71edbf.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202207_07~8b71edbf.en.html)
- Goodman, L. (2021). Letter: Inflation was inevitable after the Fed fuelled monetary growth. *Financial Times*, 2021. August 9. <https://www.ft.com/content/2f7f1bad-ed6b-4a6a-9123-0eb024541c8a>
- Gopinath, G., Casas, C., Diez, F. J., & Gourinchas, P. O. (2017). *Dominant currency paradigm: A new model for small open economies*. IMF Working Paper WP/17/264 file:///C:/Users/julia/Downloads/wp17264-1.pdf
- Hodge, A., Jakab, Z., Lindé, J., & Nguyen, V. (2022). *U.S. and Euro Area monetary and fiscal interaction during the pandemic*. IMF Working paper 22/2022 <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/11/11/U-S-524029>
- Kalemlı-Özcan, Ş., di Giovanni, J., Alvaro, S., & Yildirim, M. A. (2022). *Challenges for monetary policy in a rapidly changing world. Global Supply chain pressures, international trade, and inflation*. ECB Forum on Central Banking 27–29 June, 2022. [https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/ecbforum/shared/pdf/2022/Kalemlı-Oezcan\\_paper.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/ecbforum/shared/pdf/2022/Kalemlı-Oezcan_paper.pdf)
- Király, J. & Csontó, B. (2023). És mi miért vagyunk mások? Magyar monetáris politika a globális pénzügyi válságtól a koronavírus-válságig kelet-közép-európai összehasonlításban. In: Ádám, Z. & Németh, A. O. (szerk.). *Gazdasági rendszerek és rendszerváltozások. Tanulmányok Bod Péter Ákos 70. születésnapjára*. Akadémiai Kiadó. (Várható megjelenés: 2023)
- Király, J. (2022). Legalább 98 százalék kudarc. A jegybanki hitelesség megsemmisüléséről. *Magyar Narancs*, október 26. <https://magyarnarancs.hu/publicisztika/legalabb-98-szazalek-kudarc-253428>
- Leeper, E. M. (2021). *Shifting policy norms and policy interactions*. Paper presented to the panel discussion “The Interaction of Fiscal and Monetary Policy” at “Macroeconomic Policy in an Uneven Economy”, an economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City [https://uva.theopenscholar.com/files/eric-leeper/files/leeper\\_jhpaper.pdf](https://uva.theopenscholar.com/files/eric-leeper/files/leeper_jhpaper.pdf)
- Magyar Nemzeti Bank (2016). *Növekedési jelentés*. <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/novekedesi-jelentes/2016-12-09-novekedesi-jelentes-2016-december>
- Magyar Nemzeti Bank (2022). *Inflációs jelentés*. 2022. március 24., június 30., szeptember 29., december 22. <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes>
- Obstfeld, M. & Zhou, H. (2022). The global dollar cycle. *Brookings Paper*, 2022. Aug. 25 <https://www.brookings.edu/bpea-articles/the-global-dollar-cycle/>
- Okun, A. (1973). Upward mobility in a high pressure economy. *Brookings Papers on Economic Activity*. pp. 207–253. [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1973/01/1973a\\_bpea\\_okun\\_fellner\\_greenspan.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1973/01/1973a_bpea_okun_fellner_greenspan.pdf)

- Papadia, F., & Leonardo, C. (2021). Does money growth tell us anything about inflation. *Money Matters*, 2021. 12. 01. <http://moneymatters-monetarypolicy.eu/does-money-growth-tell-us-something-about-inflation/>
- Potter, S. M., & Smets, F. (eds.) (2019). *Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis*. Report prepared by a Working Group. CGFS papers 63 <https://www.bis.org/publ/cgfs63.pdf>
- Powell, J. (2021). *Monetary policy in the time of Covid*. Speech at the “Macroeconomic Policy in an Uneven Economy,” economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 27 August 2021. <https://www.bis.org/review/r210902e.htm>
- Reis, R. (2022). *The burst of high inflation in 2021–22: How and why did we get here?* BIS Working Papers No 1060 <https://www.bis.org/publ/work1060.pdf>
- Rogoff, K. (2014). The Exaggerated Death of Inflation. *Guardian*. Project Syndicate, 2 September 2014 <https://www.theguardian.com/business/2014/sep/02/kenneth-rogoff-exaggerated-death-inflation>
- Shapiro, A. (2022). *How much do supply and demand drive inflation?* FRBSF Economic Letter 2022–15 <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2022/june/how-much-do-supply-and-demand-drive-inflation/>
- Stiglitz, J. E. & Regmi, I. (2022). *The causes of and responses to today's inflation*. Roosevelt Institute. [https://rooseveltinstitute.org/wp-content/uploads/2022/12/RI\\_CausesofandResponsestoToday'sInflation\\_Report\\_202212.pdf](https://rooseveltinstitute.org/wp-content/uploads/2022/12/RI_CausesofandResponsestoToday'sInflation_Report_202212.pdf)
- Sturzenegger, F. (2022). “*Humpty dumpty. Can we put him together again?*” Comment to Ricardo Reis 21st BIS Annual Conference took place in Basel, Switzerland, on 24 June 2022. <https://www.bis.org/publ/work1060.htm>
- Summers, L. H. (2021). On inflation, it's past time for team ‘transitory’ to stand down. *Washington Post Opinion*. 2021 November 15 <https://www.washingtonpost.com/opinions/2021/11/15/inflation-its-past-time-team-transitory-stand-down/>
- Surányi, Gy. (2019). *Illúziók nélkül*. Portfolio.hu, 2019.10.12. <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20191012/suranyi-gyorgy-illuziok-nelkul-403683>
- Surányi, Gy. (2022). *A jegybank kullog az események után*. Farkas Zoltán interjúja. HVG360 2022. 07. 09. [https://m.hvg.hu/360/20220708\\_Suranyi\\_Gyorgy\\_A\\_jegybank\\_kullog\\_az\\_esemenyek\\_utan](https://m.hvg.hu/360/20220708_Suranyi_Gyorgy_A_jegybank_kullog_az_esemenyek_utan)
- Váry, M. (2018). A hiszterézis közgazdasági jelentőségéről posztkeynesi szemléletben. *Közgazdasági szemle*, 65(10), 1006–1047. <http://dx.doi.org/10.18414/KSZ.2018.10.1006>