

A monetáris politika és intézményrendszere

A modern államok által előállított közjavak közül az egyik legfontosabb maga a *pénz*. A nemzeti fizetőeszköz (valuta) kibocsátása állami monopólium, a törvény szigorú fenyegeti a pénzhamisítókat. Míg a korábbi korszakokból számos példa ismert adott országon belül több bank általi bankjegykibocsátásra, a mai gyakorlat szerint a valuta előállításának, forgalomba hozatalának és mennyiségi szabályozásának jogát egyetlen kiválasztott pénzintézet, a *központi bank* kapja.⁵⁸

A hivatalos fizetőeszközt az ország területén mindenki köteles névértéken elfogadni, adót csak ebben lehet fizetni. A pénzkibocsátásból nem csekély jövedelme származik az államnak (pénzkibocsátási nyereség); ezért is fontos államérdek a pénzrendszer fenntartása. Mégis gyakori, hogy a helyi valuta meggyengülése vagy bizalomvesztés esetén más állam erős, értékálló és széles körben felhasználható valutájában kezdenek üzleteket kötni. A latin-amerikai közegben erre a jelenségre utal a *spontán dollarizáció* kifejezés. Az ilyen szituáció azonban általános érvényű, így nemcsak az amerikai dollár, hanem más világpénz is betöltheti a párhuzamos valuta szerepét. Kelet-Európában korábban a nyugatnémet márka volt ilyen, ma pedig mindinkább az euró az.

A nemzeti fizetőeszköz (valuta) helyébe nemcsak pénzügyi zavarok esetén léphet más ország fizetőeszköze; nemzetközi szerződések, állami döntések nyomán valutaövezetek, valutauniók és más monetáris megállapodások születnek. A mai kor legjelentősebb monetáris uniója az *euróövezet*: 2015-re már tizenkilenc európai uniós tagországnak lett a hivatalos nemzeti fizetőeszköze az euró, amely egyben az EU hivatalos valutája. Az eurót sok más országban használják a nemzeti fizetőeszköz mellett párhuzamos valutaként, Európában tehát egyszerre van jelen a *hivatalos* és a *spontán euroizáció*.

⁵⁸ *Központi bank, jegybank, tartalékbank, nemzeti bank* – országonként többféle elnevezés él. Abban is van eltérés, hogy a bankjegyforgalmat melyik hatóság intézi. Az Egyesült Államokban a dollár bankjegyeket nem a központi bank (Federal Reserve Bank, FED) bocsátja ki, hanem a *Treasury* (pénzügyminisztérium). Nagy-Britanniában a font sterling bankjegyet ugyan jórészt az angol központi bank (Bank of England) hozza forgalomba, de a törvényhozás által korlátozott mértékben más bankokat is felruház a bankjegyek előállításának jogával. Magyarországon a *Magyar Nemzeti Bank* (MNB) feladata a *pénzkibocsátás* (emisszió). A közös európai valuta kibocsátása az *Európai Központi Bank* (EKB) hatásköre, de az euróérméket az euróövezet tagállamainak központi bankjai hozzák forgalomba.

A monetáris politika alaprendeltetése

A modern pénz saját belső értékkel nem bíró *hitelpénz*, amely a gazdasági élet szereplői és a bankok közötti hitelügyletek során keletkezik és szűnik meg. Értékállóságát nem más szavatolja, mint hogy az iránta való keresletet és a pénz kínálatát egy bonyolult rendszer megközelítőleg egyensúlyban tartja. A *pénz iránti keresletre* számos gazdasági változó, sőt lélektani tényező hat: erős gazdasági növekedés idején a több csereügylet-hez több pénz kell, de a pénz (készpénz) iránti igény azon is múlik, hogy az emberek bíznak-e a valutában, vagy pedig igyekeznek gyorsan továbbadni rajta. A forgalomba kerülő pénz mennyiségét (a *pénzkínálatot*) az állam, illetve megbízásából a nemzeti bank szabályozza. Ez a szabályozás az ország pénzügyi intézményrendszerének közvetítő – más szóval: *transzmissziós* – tevékenysége révén megy végbe. A központi bank alaprendeltetése tehát *a gazdasági élet pénzigényének kielégítése a pénzügyi rendszer transzmissziós folyamatainak befolyásolása révén*. A központi bank *monetáris hatóság*; jogi formája részvénytársaság.⁵⁹

A központi (nemzeti) bankról szólva elsősorban monetáris politikai teendőivel foglalkozunk, noha ennek az intézménynek számos más fontos feladata is van a társadalomnak pénzzel való ellátásán túlmenően. A pénz igen sajátos „áru”, de más javakhoz hasonlóan van kínálata és kereslete, így ingadozhat az áruvilággal szembeni értéke, azaz *vásárlóereje*. A pénz értékének időbeli változása abban nyilvánul meg, hogy a korábbinál többet vagy kevesebbet kell adni reál javak (árak, ingatlanok) vagy más valuták, illetve az arany vételekor. Ez komoly következményekkel jár a piacgazdaságban, hiszen pénzjövedelmeiből tartja fenn magát a lakosság, az ügyletek nagy többségét pénzben bonyolítják le, abban takarítanak meg, abban kalkulálják a beruházásokat és kötik meg a szállítási szerződéseket. Az a jó pénz, amely lehetőség szerint állandó értékű. A monetáris politika alaprendeltetése ezért az, hogy a pénz az országon belül tartsa meg értékét, vásárlóerejét.

Mivel a valóságban a teljes árstabilitást ritkán lehet elérni (sőt meghatározása sem egyszerű), ezért a gyakorlatban a cél az, hogy a pénz vásárlóereje ne nagyon változzon: ne csökkenjen, azaz a fizetőeszköz ne *inflálódjék*, és értéke ne is nőjön: ne legyen *defláció*.⁶⁰ Az elvont árstabilitási követelményt ténylegesen a *kicsi és stabil infláció* elérése formájában szokás konkretizálni a központi bankokkal szemben.

Ami jogos a kérdés: hogyan viszonyul ehhez a központi bank többi fontos tevékenysége? Ha monetáris hatóságként több célt követ, milyen legyen a viszony a célok között?

⁵⁹ Monetáris hatóság még a pénzügyminisztérium (kincstár), amely az állam pénzügyeiért és vagyonáért felel, az állam nevében bel- és külföldön hitelt vehet fel. Országonként eltérő módon vesz részt a pénzintézetek ellenőrzésében, a hitelélet szabályozásában, a nemzetközi pénzügyi kapcsolatok intézésében.

⁶⁰ Mivel az arany- vagy ezüstalapú pénzről való letérést követően a 20. század második felében rendszeres és helyenként igen gyors áremelkedés következett be a világ legtöbb országában, a pénzérték változása kapcsán leginkább az inflációra (pénzhígulásra, pénzromlásra) gondolunk. Az 1929-es válság során valóban nagy gondot okozott a termékek általános olcsóbbá válása és a pénz tendencia szerinti értéknövekedése. Az 1990-es évek legvégén is előfordult – Japánban nem is csupán átmeneti ideig – a termékek és szolgáltatások árszintjének mérséklődése, vagyis a defláció. A magyar felnőttek egész életüket inflációs világban élték; igen idősnek kell lenni ahhoz, hogy valakinek emlékei legyenek a változatlan árak koráról.

A nyugati típusú országokban két jellegzetes intézményi megoldás fejlődött ki. Az egyik szerint a központi bank feladatai *hierarchiába* rendezhetők: a csúcson az árstabilitás áll, és ehhez képest másodlagos az állam gazdaságpolitikájának támogatása, a hitelrendszer működőképességének fenntartása, a pénzforgalom rendjén való örökös. Az európai központi bankok többsége már a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) megalkotása előtt ilyen típusúnak minősült. Ehhez a csoporthoz tartozik a Magyar Nemzeti Bank is.

A másik intézményi típus *kettős (többes) mandátumú*: a bank elé a törvényhozó az árstabilitás mellett például a teljes foglalkoztatás célját is odahelyezheti. Ilyen megoldást választott a második világháború utáni amerikai törvény, amely az Egyesült Államok központi bankjának rendeltetését tágabban szabta meg.⁶¹ A Kongresszus tagjaiban nyilván még erősen élt a nagy gazdasági válság emléke, amikor a bankrendszer és a tőkepiac krízise következtében óriási méreteket öltött a munkanélküliség, az árak pedig estek, ezért a jogalkotó összekötötte az árstabilitási célt a lehető legnagyobb foglalkoztatás (majd később a hosszabb távon mérsékelt kamatláb) céljával.⁶²

Mivel a tágabb mandátum éppen a világ pénzügyeire legnagyobb hatással lévő jegybankra jellemző, érdemes sorra venni a mellette szóló gazdaságpolitikai érveket. A monetáris politikáért felelős intézmény feladatai a gazdaság szerkezetéből és a társadalom preferenciáiból vezethetők le, a következő érvelés szerint.

A kismértékű és stabil infláció (az „árstabilitás”) szükséges a gazdaság megfelelő működéséhez.

Az inflációs ráta hosszabb távú alakulásáért a központi bank felelős.

A központi bank a pénzmennyiség szabályozása révén képes hatni arra, hogy a tényleges termelés mennyire tér el a gazdaság szerkezete és erőforrásai által meghatározott potenciális termelési szinttől; a társadalom nemcsak az árstabilitást igényli, hanem azt is, hogy a gazdasági aktivitás ne maradjon el a lehetséges szinttől.

Az első két pont esetében általános a közgazdasági egyetértés. A gyors és főként változó ütemű árszintváltozás számos hátránnyal jár a társadalom és a gazdaság életében. A pénzügyi ingadozása (az infláció, valamint a ritkábban előforduló defláció) torzítja a gazdasági döntéseket, és ennek következtében a lehetségesnél kisebb lesz a termelés és az anyagi jólét szintje. A jó monetáris politika az árstabilitás fenntartásában nyilvánul meg; ezzel tud hozzájárulni a gazdaság növekedéséhez.

Milton Friedman tanítása szerint az infláció mindig monetáris jelenség. Korábban ezt a tételt úgy értelmezték, hogy szoros kapcsolat van az inflációs ráta és a pénzkínálat között, az utóbbit pedig a jegybank képes szabályozni. Később bebizonyosodott, hogy a transzmissziós mechanizmust nem könnyű kiismerni, és a pénzügyi rendszerben bekövetkező változások következtében sokkal áttételesebb a kapcsolat a pénzmennyiségi mutatók és az inflációs ütem között, mint ahogyan azt feltételezték.

A központi bank a maga monetáris eszközeivel – elsősorban a rövid lejáratú kamatokkal – valóban képes befolyásolni az infláció ütemét, de elég nagy időbeli átfutással. Rövid távon a gazdaságban mindig felléphetnek zavaró hatások (például a megemel-

⁶¹ Employment Act, 1946.

⁶² A Federal Reserve Act 1977-es módosításának értelmében a FED monetáris politikai törekvéseinek a hosszú távú termelésnövekedési képességre, valamint a maximális foglalkoztatásra, az árstabilitásra és a mérsékelt hosszú távú kamatlábakkal összhangban lévő monetáris és hitelaggregátumokra kell irányulnia.

kedő energiaárakból vagy a gyenge mezőgazdasági terméskből fakadó ár- és kínálati sokkok), amelyek az árszint hirtelen változását okozhatják. A központi bankok ezért csak hosszabb távon felelhetnek a pénzérték állandóságáért. Ami viszont a gazdaság hosszú távú növekedési ütemét illeti, arról a gazdaságelmélet újabb irányzatai azt tartják, hogy a monetáris politika nem képes hatni rá, legfeljebb az infláció alacsony szinten tartásával képes segíteni. A kormány az adózás rendje, a költségvetési egyenleg, az állami kiadások szerkezete és egyéb gazdaságpolitikai eszközök révén képes befolyásolni a gazdasági növekedést, de a jegybank nem, ezért számára *gazdasági növekedési* vagy *jóléti* célt nem szabad kitűzni.

Némileg más a helyzet a *gazdasági ciklus stabilizálása* terén. *Keynes* munkássága óta minden ellenvélemény és kritika ellenére ismeretes, hogy a monetáris politika eszközeivel mérsékelhető a ciklus túlzott kilengése. Ugyanakkor *Kydland* és *Prescott* (1977) elemzése megmutatta, hogy ha racionálisan kalkuláló gazdasági szereplőkkel jellemezhető gazdaságot feltételezünk, amelyben a monetáris politika döntéshozói mind az inflációt, mind a termelést illetően minimalizálni akarják az eltérést a célul tűzött mértéktől, akkor abból a társadalmilag optimálisnál nagyobb infláció fog következni.⁶³

Ha a központi bank legfőképpen az infláció kézben tartását tekinti célnak – azaz egyértelműen ez a cél áll a feladatok fontossági sorrendjének élén –, akkor figyelmen kívül hagyja a ciklusstabilizálási szempontokat, sőt akár a rövid távú foglalkoztatási célok rovására is követheti alapcélját. Így azonban a központi bank szembekerülhet a közvélemény, az üzleti körök és a kormány igényeivel, és csak akkor folytathatja tevékenységét, ha a jogrend a jegybankot függetleníti a politikától. Mindezen szempontok áttekintése után érthető, hogy a pénz értékállóságát alapvető célnak tekintő politikai nézetrendszerben miért olyan fontos a központi bank *kormánytól való függetlensége*; és hogy a közös európai pénz megteremtésében elkötelezett európai integrációs közösség miért ragaszkodott olyan európai központi bankhoz (EKB), amelynek monetáris politikai döntéseibe a nemzeti kormányoknak nincs érdemi beleszólásuk.

A jegybankok monetáris függetlensége azonban felveti azt a kérdést, hogy a pénzügyi politika nem válik-e öncélúvá és önérdékűvé. Nem érzékelhető-e a pénzügyek intézése terén „demokratikus deficit”? Különösen akkor erősödik fel az ellenérzés, ha a gazdasági folyamatok romló irányt vesznek, netán pénzügyi válság áll be. Ennek ügyeire vissza kell majd térnünk, de előbb fontos azt megvizsgálni, hogyan működik a monetáris politika hatásmechanizmusa.

Az árfolyamrendszer megválasztása és annak következményei

A monetáris politika alaprendeltetése tehát a nemzeti (vagy mint az euróövezetben: a közös) valuta belső értékállóságán való őrködés. De vajon lehet-e cél az is, hogy a valuta más pénznemekhez viszonyítva megőrizze értékét? Ez a követett *árfolyam-politikától* függ.

⁶³ Fin E. *Kydland* (sz. 1943) norvég közgazdász, Edward C. *Prescott* (sz. 1940) amerikai közgazdász: a gazdaságpolitika megalapozása, a szabály alapú és a diszkrecionális elvű döntéshozatal vizsgálata terén kifejtett munkásságukért 2004-ben közgazdasági Nobel-díjat kaptak.

A külkereskedelemnek erősen kitett országokban az árfolyam-ingadozás komoly gondokat okoz. Emiatt az ország követheti a *rögzített (fix) árfolyam* politikáját: ilyenkor az ország vezetése a nemzeti valuta árfolyamát egy *kulcsválutá*hoz köti. A gazdasági szereplők zömének nagy könnyebbséget jelent egy ilyen döntés, mert ha a szóban forgó értékálló külföldi valuta az ország külkereskedelmében nagy szerepet játszik, akkor a rögzítés révén ezzel a valutával szemben megszűnik az árfolyam-ingadozás mind az exportőrök, mind az importőrök számára. Ha a rögzített árfolyam politikáját hosszú időn át sikeresen fenn tudják tartani a monetáris hatóságok, akkor közvetve a nemzeti valuta belső értékállóságát is szolgálják, hiszen a hazai inflációs ráta közel lesz a kulcsváluta országában érvényesülő mérsékelt inflációs szinthez. Sőt eleve csak akkor lehet tartós az árfolyamrögzítés, ha az ország inflációs szintje nem sokkal tér el a kulcsváluta országának inflációjától. Ilyenkor a hazai kamatok szintje sem különbözhet számottevően a másik országétól. Ez más szóval azt is jelenti, hogy rögzített árfolyam mellett a *jegybank nem választhatja meg szabadon a hazai kamatszint mértékét*.

A *lebegő árfolyamrendszerben* viszont a monetáris politika aktívan befolyásolhatja a kamatlábakat, amivel szabályozhatja a pénzmennyiséget. A kamatlábakra épülő transzmissziós folyamatok hatnak az üzleti ciklus alakulására, a háztartások és a vállalkozások várakozásaira. A jegybanki kamatok azonban rendszerint rövid lejáratúak: a központi bank egynapos, kéthetes betéti és hitelkamatokat hirdet meg a kereskedelmi bankok számára. Ezek a gazdaságban meghozott sokféle kamatdöntést nyilván csak részben képesek befolyásolni. Ráadásul a megtakarítói, befektetői, termelési, készletezési, bér-megállapítási döntések százezeiből létrejövő árszintre csak bizonyos *késéssel* hatnak a központi bank kamatintézkedései. A gazdaság szerkezetétől, az üzleti ciklus állapotától és a pénzügyi közvetítő intézmények jellemzőitől függő módon a jegybanki kamatdöntések árszintet meghatározó hatásának teljes érvényesüléséhez akár másfél évre is szükség lehet.

Itt felmerül egy fontos összefüggés, amelyre a monetáris politika *lehetetlenségi tételeként* szokás utalni: *az országnak nem lehet egyszerre nyitott tőkepiaca, rögzített árfolyamrendszere és önálló kamatpolitikája*. Ha az ország pénzügyi értelemben nyitott, akkor a monetáris hatóságok szabályozhatják a hazai kamatszintet, de nem tudják változatlan értéken tartani a devizaárfolyamot. Ha viszont az árfolyamot szabályozzák (rögzítik), akkor nem alakíthatják szándékuk szerint a kamatszintet, mivel a tőke- és pénzmozgások szabadsága mellett a határokon könnyedén átlépő pénzek a nagyobb hozamot keresve a magasabb kamatszintű országba áramlanak, felduzzasztva a célországban a pénzmennyiséget, és ezzel inflációt idézve elő, míg túl alacsonyra levitt kamatok esetén a tőkék kiáramolhatnak, deflációs helyzetet teremtve. Ha a kormány meg akarja tartani a saját kamatpolitika lehetőségét, és egyúttal ragaszkodik a rögzített árfolyamhoz, akkor devizakorlátozásokat kellene bevezetni, megakadályozandó a tőkék szabad ki- és beáramlását.

A lebegő és a rögzített árfolyamrendszer közötti választást erősen determinálja az ország gazdaságának mérete, külkereskedelemre utaltsága, külkereskedelmi partnerországainak pénzügyi állapota. Az Egyesült Államok, Japán és az EU mind lebegő árfolyamrendszert működtetnek, következésképpen a dollár, a jen és az euró árfolyamai egymással szemben jelentős ingadozást mutatnak. A kis és közepes méretű európai országok korábban hosszú időn keresztül tartottak fenn különféle rögzített árfolyamrendszereket, amíg meghatározó csoportjuk meg nem alkotta a GMU-t és az eurót, ami

véglegessé tette az illető országok valutaárfolyamának rögzítését. Az árfolyamrendszerek közötti választás tehát nagyrészt a gazdaság méretének és nyitottságának függvénye.

A különféle rendszerekben más és más a gazdaságpolitika főbb szereplőinek a feladata. A lebegő árfolyamot a hazai és nemzetközi valuták iránti piaci kereslet és kínálat határozza meg, nem pedig hatóság: a jegybank esetleg csak a túlzott ingadozás elkerüléséért interveniál a devizapiacra a hazai valuta vételével, eladásával. Ezzel szemben a kötött vagy irányított árfolyamrendszerekben a valuta hivatalos árfolyamát a jegybank vagy a kormány határozza meg; a hazai és külföldi valuták iránti kereslet és kínálat szerepe másodlagos, vagy csak a hatóságilag meghatározott árfolyamsávbán érvényesül. Ez esetben a jegybank a hivatalos árfolyam meghirdetésével kötelezettséget vállal a jelzett árfolyamszint fenntartására, és védi is ezt a szintet.

A két árfolyamrendszer a monetáris politika önállóságát tekintve is különbözik. Kötött rendszerben a monetáris politika kénytelen alárendelni magát a rögzített árfolyam fenntartásának, valamint az ezzel szorosan összefüggő pénzmennyiségi cél teljesítésének. Lebegő árfolyam mellett viszont a monetáris politika sokkal önállóbb: kamatcélokat tűzhet ki maga elé a hazai konjunktúra befolyásolására, mert a kezét nem köti meg az árfolyam fenntartásának kényszere. Lebegő árfolyam mellett a gazdaságot érő váratlan külső sokkok esetén az alkalmazkodás az árfolyamváltozáson keresztül következik be: egy külső feltétel hirtelen romlására a gazdaság a nemzeti valuta leértékelődésével reagál. Kötött árfolyam mellett viszont a pénzmennyiség (és ezzel a belföldi infláció) alkalmazkodik a változó külső körülményekhez, ami sokkok esetén megszorító jellegű fiskális politikát igényelhet, ahhoz ugyanis, hogy az árfolyam szintje a romlás ellenére fenntartható legyen, költségvetési kiigazításra lehet szükség.

A kötött árfolyam növeli a monetáris politika hitelességét, mert a hazai pénzkínálat növekedési üteme nem térhet el számottevően a horgonyvaluta országának pénzmennyiség-növekedésétől, és így a hazai monetáris politika szorosan kötődik a másik ország monetáris politikájához. Ameddig az árfolyam fennmarad, addig hihető, hogy ugyanolyan szigorú monetáris politikát követ majd a bank, mint a kulcsvaluta jegybankja. „Importált hitelesség” ez, tudniillik a kötött árfolyamrendszert alkalmazó ország jegybankja a kulcsvaluta országának pénzpolitikai hitelességében osztozik azáltal, hogy annak alárendeli magát.

A magyar árfolyamrendszerek

Hazánk pénzpolitikájában az utóbbi időszakban többféle árfolyamrendszert alkalmaztak. A rendszerváltás kezdetétől a kormány és az MNB 1995-ig ún. *rögzített, de kiigazítható* árfolyamrendszert működtetett: a forint árfolyamát meghatározatlan időre rögzítették a valutakosárral vagy a horgonyvalutával szemben, de a hatóságok által szükségesnek tartott időben és mértékben a forintot leértékelték. A mértéket alapvetően a folyó fizetési mérleg állapota és az infláció alakulása határozta meg. Az időnkénti leértékelés fenntartotta a nemzetközi versenyképességet, ám egyben némi bizonytalanság forrása volt, az árfolyam így nem válhatott a gazdaságpolitika horgonyává.

Ezt a rendszert 1995-ben felváltotta az előre meghirdetett leértékelési ütemekre alapuló *csúszó leértékeléses* árfolyamrendszer, amelynek keretében a jegybank a várható hazai és külső infláció függvényében meghatározta az éves és ezen belül a havi leérté-



kelések ütemét, miközben az árfolyam csak egy meghatározott, szűk ($\pm 2,25$ százalékos) lebegési sávban ingadozhatott. Bevezetésétől az inflációs várakozások stabilizálását, a gazdaságpolitika hitelességének növelését várták. Mivel a meghirdetett leértékelési ütem előre rögzítette, hogy a forint mennyit veszít értékéből, a konstrukció hozzájárult az infláció megszokottá válásához, ami nyilván nem lehet cél. Ezért az MNB a kormánnyal egyeztetett módon időről időre mérsékelte a bejelentett havi leértékelési ütemet, visszahozva ezzel a korábbi gyakorlatnak azt a hátulütőjét, hogy a monetáris hatóságok a helyzet ismeretében felülvizsgálják a mértékeket. A rendszer másik gondja, hogy mikor és milyen feltételek mellett lehet kilépni belőle, és áttérni vagy a szabad lebegetésre – ahol a kereslet és a kínálat határozza meg az árfolyamot –, vagy a véglegesség szándékával rögzített rendszerre, hiszen az Európai Unió belül létrehozott *Gazdasági és Monetáris Unió* (GMU) szabályaival a csúszó leértékeléses rendszer nem fér össze.

A GMU alap gondolata éppen az, hogy az eurózónába csak kellően stabil nemzeti valutát fogadnak be, amely egyebek mellett éppen azzal tudja bizonyítani a stabilitását, hogy a belépés időpontja előtt két évig nem kell leértékelni.

Erre is tekintettel 2001-ben a kormány és az MNB úgy döntött, hogy megszünteti a csúszó leértékelést, és egy széles (az euróhoz mért középárfolyam-érték ± 15 százaléka terjedő) sávban hagyja lebegni a forintnak az euróhoz viszonyított árfolyamát. A döntéssel a monetáris politika áttért az *inflációs célkövetési rendszerre* (erről majd később), amellyel nem kompatibilis az árfolyamra vonatkozó cél meghirdetése. Az ilyen széles sáv, amely akár 30 százalékos mozgást is megenged, átmenet a rögzített és a lebegő rendszer között; előkészítője lehet az euróhoz való végleges hozzákötésnek.

A forint végleges megszűnése előtt a valuta belép az európai árfolyamrendszer újabb változatába (Exchange Rate Mechanism, ERM II), amelyben a középárfolyam mértékét a nemzeti hatóságok és az Európai Központi Bank (EKB), valamint az ERM II tagállamai közösen határozzák meg; az árfolyamsáv szélét attól kezdve a nemzeti bankon kívül az EKB is védi.

Nem sokkal az uniós tagság elnyerését követően kiderült, hogy a makrogazdasági egyensúlyi mutatók romlása miatt hazánk nem képes hamar belépni az euróövezetbe, így hosszabb időre kellett berendezkedni a saját monetáris politikai rendszer működtetését illetően. A kormány és az MNB 2008-tól *lebegő árfolyamrendszert* alkalmaz.

A pénzügyi nyitottság gazdaságpolitikai következményei

Míg költségvetési ügyekben viszonylag nagy szabadsága van minden kormánynak és törvényhozásnak, addig a *kis, nyitott gazdaságokban* a pénzfolyamatok jelentős mértékben külső tényezők hatása alatt állnak. A „kis gazdaság” fogalma ebben a vonatkozásban nem az ország lakosságának számára vagy területének nagyságára utal, csupán azt fejezi ki, hogy a szóban forgó gazdaság nem képes a világméretű gazdasági és pénzügyi folyamatokat érdemben befolyásolni. Az ilyen ország gazdaságpolitikájának – és ezen belül pénzpolitikájának – tehát alapvetően alkalmazkodnia kell a külső változásokhoz.

Az ország *külgazdasági* értelemben akkor tekinthető *nyitottnak*, ha a külkereskedelmi áruforgalom – vagyis az export és az import összege – a nemzeti össztermékhez viszonyítva nagy (praktikusan meghaladja a küszöbértéknek tekintett 50 százalékos szintet). Az Egyesült Államok, Japán vagy az Európai Unió egésze e szerint a mérce szerint nem minősül nyitottnak. Ebből viszont nem következik az, hogy a világgazdaság e három

szereplője zárt gazdaságként működne; esetükben *részleges nyitottságról* beszélhetünk. Teljesen *zárt* gazdaságot nehéz is elképzelni; az ilyen országnak elhanyagolható a kivitele és a behozatala (napjainkban talán Észak-Koreára illik ez a leírás). Ezzel szemben a külkereskedelemtől jelentősen függő európai, délkelet-ázsiai országok esetében a külkereskedelmi forgalom jóval nagyobb a GDP felénél.⁶⁴

A *pénzügyi nyitottság* fokát nem lehet egyetlen mutatószámmal jellemezni. A külföldhöz való kapcsolódásnak fontos gazdaságpolitikai indikátora a *folyó fizetési mérleg*. Egyenlege azt mutatja meg, hogy az ország a mért időszakban forrást vont-e be (ekkor deficitese a fizetési mérleg), vagy forrást helyezett-e el a határokon kívül (szufficitese). Ám nem az egyenleg, hanem az annak értékét és előjelét meghatározó két oldal nagysága és tartalma jellemzi az illető gazdaság pénzügyi nyitottságát.

A nyitottságról sokat elárul az ország *külső (nemzetközi) adósságának* állománya. Az euróban vagy dollárban megadott abszolút szám önmagában nem mond sokat a gazdaság eladósodottságának fokáról, ezért célszerű valamilyen méretmutatóhoz (például a GDP-hez) viszonyítani a *teljes (bruttó)* vagy a regisztrált követelésekkel csökkentett *nettó adósságállományt*. Mivel az adósság nemzetgazdasági terhe a kamatfizetés, szokás a devizakamat-fizetés összegét a kivitelhez vagy a nemzeti jövedelemhez viszonyítani.

Az adósság mutatói mellett megemlítendőek azok a nemzetközi pénzügyi követelések és tartozások, amelyek *nem adósság* jellegű pénzügyi instrumentumokban testesülnek meg. Ezek között a nyitott gazdaságpolitikát folytató, felzárkózó országokban különösen fontosak a *közvetlen tőkebefektetések* („működő tőke”). Ahol pedig fejlett a tőkepiac, ott a *portfólió-befektetések* állománya és annak változása ér el jelentős mértéket.

Monetáris politikai értelemben nyitott a gazdaság, ha a hazai kamatlábak szintje követi a nemzetközi kamatok mozgását, azoktól csak az eltérő inflációs ráta és az illető ország kockázatoságának mértékében különbözik. A stabil nemzetközi kulcsvaluták esetében a kamatszint viszonylag alacsony, míg az önálló valutát használó kis, nyitott gazdaságokban rendszerint magasabb ennél. Nem csak azért, mert a hazai inflációs ütem meghaladhatja a kulcsvaluták országaiban regisztráltat (Egyesült Államok, euróövezet), hanem azért is, mert a pénzügyi befektetők szemében a kis ország egy fokkal kockázatosabbnak számít, és az ide irányuló hitelezés során kockázati prémiumot számítanak fel (az utóbbiban tehát némileg magasabb a reálkamatszint).

⁶⁴ Hazánk éves kivitele már az uniós belépés előtt meghaladta a GDP 60 százalékát, mint ahogy importja is, így teljes külkereskedelmi forgalmunk közel volt a 130 százalékhoz, ami nemzetközileg is figyelemre méltóan nagy reálnyitottságot jelzett. Egyébként nem lehetetlen, hogy egy ország exportjának vagy importjának éves értéke egyedül is meghaladja a GDP nagyságát. A GDP ugyanis, mint ún. fél-nettó mutató, jórészt kiszűri a halmazódást és a többszöri számbavételt, és az ország területén létrejövő hozzáadott értéket összegzi. Ezzel szemben a külkereskedelmi ügyletek piaci értékét bruttó mutatóként összeítik. Mivel ugyanaz a termék – először mondjuk alkatrészként, majd végtermékbe építve – többször is átlépheti a vámhatárokat, az aktívan kereskedő kis nemzetgazdaságokban igen nagy százalékos értékek is mutatkozhatnak. Az export- vagy importvolumen és a GDP között – a mutatók eltérő típusa miatt – nincs rész-egész kapcsolat. Ezért szakmailag pontatlan az a gyakran hallható fordulat, amely szerint „az ország nemzeti jövedelmének fele külkereskedelemből származik”, amikor valójában csak arról van szó, hogy a külkereskedelmi forgalom a nemzeti jövedelem (GDP, GNI) mutatóit száznak tekintve 50 százalékot tesz ki.

A monetáris politika eszközei

A jegybank az árstabilitásra és a pénzügyi rendszer stabilitásának fenntartására irányuló céljait országonként némileg eltérő eszköztárral szolgálja. A központi bank az árstabilitás céljához *pénzmenntiséget* rendelhet hozzá, eszközként használhatja a *kamatpolitikát*, az *árfolyam-politikát*, a jegybankképes értékpapírokhoz kötődő *nyílt piaci műveleteket*, a kereskedelmi bankok számára meghatározhat *kötelező tartalékrátát*.

A pénzügyi intézményrendszer stabilitásának megteremtése és fenntartása szintén fontos feladat, annak érdekében, hogy elkerüljék a bankrendszert megrázó válság kialakulását, a bankrendszerbe vetett társadalmi bizalom megingását. A nemzetközi gyakorlatban akad példa arra, hogy a bankok felügyeletét a jegybankra bízzák, de arra is, hogy állami hatóságra.⁶⁵ A jegybank azonban mindenképpen befolyásolja a bankrendszer működését a kötelező tartalékok rendszerével, a kereskedelmi bankok devizaműveleteinek szabályozásával, valamint a kereskedelmi bankok hitelezői szerepével, az alábbiak szerint:

- *Kötelező jegybanki tartalékok* előírása. A kereskedelmi bankok kötelesek betéteik meghatározott százalékanak erejéig tartalékot elhelyezni a jegybanknál; ezzel a jegybank a bankrendszer stabilitását szolgálja, emellett a kereskedelmi bankok hiteltermelési képességét is szabályozza.
- *Állampapírok értékesítése és vétele* a jegybank és a magánszektor között *nyílt piaci műveletek* és *visszavásárlási megállapodások* (ún. repóműveletek) formájában.
- A jegybank a meghirdetett *alapkamata* alatt *betéteket fogad el* a kereskedelmi bankoktól, illetve az alapkamatanál drágábban *hitelt nyújt* a bankoknak; az alapkamat, illetve betéti és hitelkamatainak változtatásával szűkíti-bővíti a bankok hitelezésre felhasználható forrásait.
- *Devizapiaci műveletek*: a hazai valuta iránti kereslet és kínálat befolyásolása *devizapiaci intervenciókkal* (deviza, illetve hazai valuta eladása és vétele).

Az antiinflációs politikáról

Amint már láttuk, az *árstabilitás* mérésére a gyakorlatban leggyakrabban a fogyasztói árindexet alkalmazzák, amelyet a statisztikai hivatalok rendszeresen közzétesznek. A fogyasztói árindex az árszint adott mértékű emelkedésekor nem tesz különbséget a valuta tényleges vásárlóerejének csökkenése és például a fogyasztási adók kulcsának emelése miatti egyszeri árszintnövekedés között. Márpedig más monetáris politikai következtetésekkel jár az egyik (amely inflációellenes fellépésért kiált), mint az, ha adónövelés viszi fel az árszintet egy időre. Ezért a monetáris politika a *maginflációs* mutatóra is támaszkodik.

⁶⁵ Prudencián a gondos, körültekintő, a kockázatokkal számoló, valamint a jogszabályoknak és szakmai standardoknak megfelelő gazdálkodást értjük. Használják erre a *mikroprudencia* kifejezést is, mivel a gondos gazdálkodás következménye mikroökonómiai szervezet (bank) szintjére vonatkozik; ha viszont nemzetgazdasági méretre irányul az elemzés, akkor a *makroprudencia* a megfelelő szó.

Ha az éves árszintnövekedés 2-3 százalék alatt marad, akkor árstabilitásról beszélhetünk. Az Európai Központi Bank a 0 és 2 százalék közötti sávot tartja célnak; a magyar viszonyok között a három százalék alatti érték számít inflációmentességnek. Gyakoribb azonban az enyhe pénzromlás. Az egy számjegyű infláció sajátossága, hogy gyakran tartósan fennmaradhat, szintje „beragadhat”, mivel a pénzromlás nem okoz jelentős társadalmi feszültséget és költséget, ugyanakkor az infláció mérséklése költséges és hosszadalmas folyamat. A három számjegyű vagy annál is drasztikusabb pénzromlás viszont súlyos pénzügyi állapotot jelez (mega- és hiperinfláció). A magyar gazdaságtörténet sajnálatos módon megismerhette a hiperinflációt a második világháborút követően, 1945–1946-ban, a forintvaluta bevezetése előtt.

A pénzromlás káros hatásai nem egyformán érintik a társadalom tagjait, a gazdaság különböző helyzetű szereplőit: a megtakarítások elértéktelenednek, a rögzített jövedelműek elszegényednek, akinek viszont értékálló külföldi valutája van, ilyenkor olcsón vásárolhat. Az adósokat az infláció pozitívan, míg a hitelnyújtókat negatívan érinti. Az infláció nem semleges a költségvetési mérleggel szemben sem. Hatására növekedhet a nominális kamatszínvonal és ezzel együtt az állam kamatkiadásainak nagysága is, ugyanakkor az infláció befolyásolja a költségvetés folyó bevételeit is: a forgalmiadó-bevételek a magasabb árakkal együtt emelkedhetnek, míg a jövedelemadó-bevételek reálértéke csökkenhet a pénzérték romlása miatt. A költségvetési kiadások merevebbek a bevételeknél, ezért az infláció mérsékli a törvényben megszabott kiadások reálértékét, hacsak nem indexálják az állami kiadásokat.⁶⁶

Elemzések szerint *gyengén negatív* az áremelkedés és a gazdasági növekedés közötti kapcsolat, azaz a pénzromlás nem tesz jót a gazdasági növekedési képességnek, de nem túl erős a kapcsolat a két jelenség között. Az infláció kedvezőtlenül érinti a beruházásokat, romlik a hitelezés hatékonysága, mert a bankoknak nehezebb kiválasztani a valóban jól megtérülő, jövedelmező projekteket. A pénzromlás gyengíti a piaci szereplők előrelátását, és ez is kedvezőtlenül befolyásolja a gazdaság növekedési ütemét. Ugyanakkor a kúszó árnövekedés arra készítheti a gazdasági szereplőket, hogy bizonyos ügyleteket hozzanak előre, ezért sokan nem tartják gondnak a szerény áremelkedést. Persze baj lehet abból, ha a mérsékeltnek induló árszintnövekedés váratlanul felgyorsul, és valódi infláció kezd kifejlődni.

Valójában a *gazdaságpolitika egésze* hat az infláció alakulására. Tekintettel arra, hogy az áremelkedési trend mögött leggyakrabban túlzott kereslet áll, az inflációval szembeni fellépés az addiginál szigorúbb állami pénzpoltikát igényel. A *fiskális szigor* mérsékli a költségvetés által teremtett keresletet, közvetlenül az állami kiadási tételek visszafogásával (például a közalkalmazottak létszámának csökkentésével), közvetve pedig adóemeléssel, a lakossági fogyasztás visszafogásával. Mindez csökkenti az aggregált keresletet és ezen keresztül az inflációs nyomást. Ugyanakkor az említett intézkedések nagyon népszerűtlenek, márpedig a pénzügyminiszter politikus: neki és a kormánynak fontos a népszerűség. A *monetáris politika* a pénzmennyiség növekedési ütemének korlátozásán keresztül mérsékelheti az inflációt, ami magasabb kamatokot jelent. Ezen a ponton könnyen összeütközésbe kerülhet a kormány és a jegybank, vagy személyesen a

⁶⁶ Indexálás: valamely kiválasztott inflációs mutatóval módosítják a nominális értékeket (például év elején felszorozzák az alkalmazottak alapbérét az előző évi hivatalos fogyasztói árindexszel), hogy semlegesítsék az árszintváltozásból adódó értékvesztést.

pénzügyminiszter és a jegybankelnök. Az európai (fejlett világbeli) intézményi rendszerben éppen azért ragaszkodnak a központi bank monetáris függetlenségéhez, hogy megóvják a jegybankot a közvetlen politikai nyomástól, a kormányzat felől esetlegesen kiinduló olyan kamatmérséklési ráhatástól, amelyet a gazdasági viszonyok nem indokolnak.

A monetáris politika hitelességét, kiszámíthatóságát pontosan az erősíti, ha a kormánnyal világos együttműködési rendszerben, de saját eszközeit tekintve önállóan működik a jegybank. Ebben az esetben a monetáris politika kitűzhet *közvetlen inflációs célt* (inflation targeting). Ilyenkor a központi bank – a kormánnyal egyeztetve – meghirdeti, hogy a rendelkezésére álló eszközökkel egy- vagy többéves távon mekkora fogyasztói árindexet vesz célba. A célnak reálisnak kell lennie, és az is lényeges, hogy a kormány kellően feszes költségvetési politikát folytasson, hiszen nagy és növekvő költségvetési hiány mellett a jegybank önmagában nem lenne képes elérni a célt – és ezt jól tudják a gazdaság szereplői, a bel- és külföldi elemzők.

Az antiinflációs politika eszköze lehet az *árfolyam-politika*. A kötött, irányított árfolyamrendszereket szokták alkalmazni inflációmérséklő céllal, mert ezekben előre meghatározható az árfolyam alakulása, és ezen keresztül a behozott cikkek árszintje. Márpedig a nyitott gazdaságokban a behozatal nagy arányban részesedik a fogyasztásból, a beruházásokból. Ha nem nőnek az importárak, az természetesen visszahat az infláció alakulására is.

Végül jelentős gazdaságpolitikai eszköz lehet az állam kezében a *jövedelempolitika*. Ennek keretében a kormányzat, a munkavállalók és a munkáltatók képviselői megállapodnak azokban a szabályokban, amelyek alapján az árak és a bérek változnak. A cél a piacon jelentkező ár- és béralakulás befolyásolása. A jövedelmek korlátozásával a kormányzat elvileg képes befolyásolni a magánszektor inflációs várakozásait, ami kihat az infláció mértékére. Az államilag kikényszerített bérmegállapodás viszont erőteljes beavatkozást jelent a piaci folyamatokba, ráadásul a megállapodások lejártát követően felerősödhet az inflációs nyomás.



Összefoglalás

A mai pénz hitelpénz, nem áll mögötte arany vagy más fedezet. Értékállósága, vásárlóerejének tartóssága attól függ, hogy a monetáris hatóságok jól szabályozzák-e a pénzkínálatot. A nemzeti valuta értékállóságán a központi bank őrökdi, amelynek az európai hagyományok és tendenciák alapján függetlennek kell lennie a kormány politikai befolyásától. A központi bank a pénzmennyiséget a maga meghatározó kamatinstrumentuma (az alapkamat) mozgatóásával, a kereskedelmi bankok számára előírt kötelező tartalék rátájának alakításával, értékpapírok és devizák piaci eladásával és vételével szabályozza.

Teljes árstabilitást nehéz elérni, sőt ez nem is cél. Sokkal inkább az árindex mérsékelt, lassú emelkedését tekintik elérendő célnak. A jegybankok meghirdethetnek közvetlen inflációs célt (mint Magyarországon 2001-et követően); ezzel igazodási lehetőséget kínálnak a vállalkozásoknak, befektetőknek és általában a gazdasági szereplőknek. A belső árszint stabilitásával azonban megfér a valuta külső árfolyamának változása, noha erős érvek szólnak az árfolyamok rögzítése mellett, különösen egymással sokat kereskedő gazdaságok eseté-

ben. Az árfolyamok tartós rögzítése, majd a közös valutára való végleges áttérés azonban azt feltételezi az érintett országokról, hogy pénzügyi viszonyaikat tekintve egymáshoz közel állnak, monetáris feltételeik hasonlóak.



Kulcsszavak

Pénzkereslet, pénzkínálat
 A pénz vásárlóereje
 A pénzintézetek közvetítő (transzmissziós) szerepe
 Bankjegykibocsátás (emisszió)
 Monetáris hatóságok
 Árstabilitás
 Infláció, defláció
 Rögzített (fix) árfolyam
 Lebegő árfolyamrendszer
 Kulcsvaluta (horgonyvaluta)
 Csúszó leértékelés
 ERM II árfolyamrendszer
 Pénzügyi nyitottság és annak következményei
 Közvetlen inflációs célkitűzéses rendszer
 Mérsékelt infláció, hiperinfláció
 A gazdaság dollarizációja (euroizációja)



Ellenőrző kérdések

- Milyen okok következtében emelkedett ki a legtöbb országban egyetlen központi bank a pénzintézetek közül?
- Mire utal az, ha egy országban az emberek, a cégek a nagyobb értékű ügyleteket nem saját valutájukban kezdik lebonyolítani?
- Miért nevezhetjük az Egyesült Államokat vagy az Európai Uniót félig nyitott gazdaságnak, míg Svájcot vagy Norvégiát nyitottnak?
- Mit fejez ki a monetáris politika „lehetetlenségi tétele”?
- Milyen valuta alkalmas arra, hogy mások számára horgonyként, igazodási pontként szolgáljon?
- Melyek az árszint (inflációs mérték) szabályozásának szokásos jegybanki eszközei?