

SIMOR ANDRÁS

Stabilitás, kiszámíthatóság, bizalom¹

Az írás rámutat a magyar gazdaságpolitika előtt álló legnagyobb kihívásokra: a strukturális okokból is fakadó növekedési problémára, a stabilitás, a kiszámíthatóság és a bizalom hiányára. A problémák orvoslása nehéz, de nem lehetetlen feladatot. Hitellessé és fenntarthatóvá kell tenni a fiskális konszolidációt, az államadósságot tartósan csökkenő pályára kell állítani. Biztosítani kell a jogszabályi és adózási környezet kiszámíthatóságát annak érdekében, hogy beruházási fordulat történhessen Magyarországon. Helyre kell állítani a gazdaság egészséges vérkeringését biztosító pénzügyi közvetítőrendszer működését. A jegybanknak meg kell teremtenie és fenn kell tartania az árstabilitást. A bizalom, a kiszámíthatóság és a gazdaság széles értelemben vett stabilitásának erősítésével gyors és látványos eredmények érhetők el.

Két állítás, három javaslat: tömören ennyiben foglalható össze írásom lényege. Kezdjük akkor mindjárt az első állítással!

1. ÁLLÍTÁSOK

1.1. Első állítás

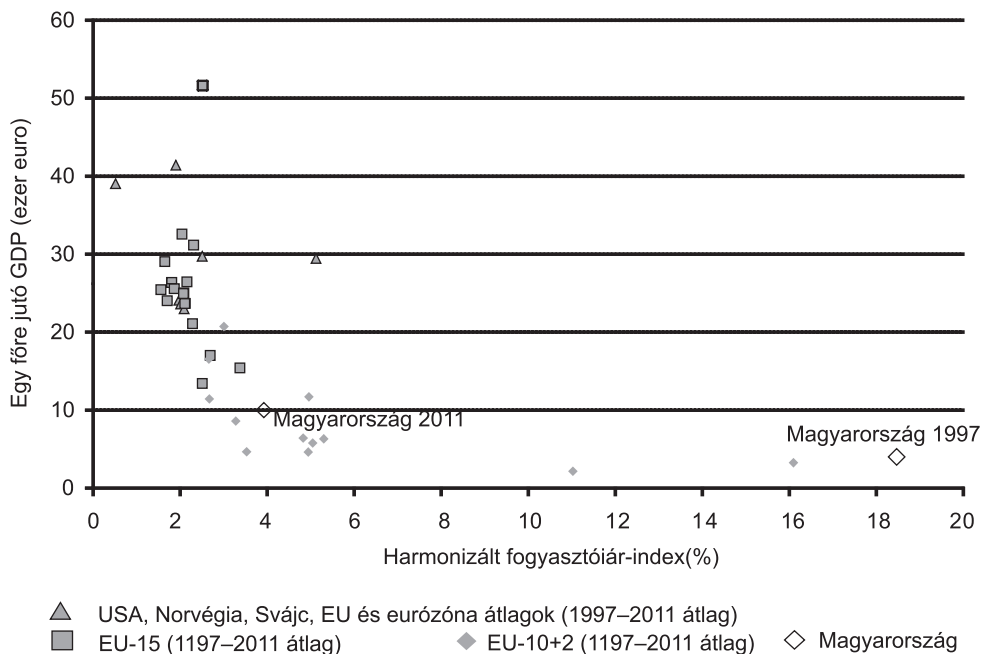
A növekedéshez kiszámíthatóság és stabilitás kell.

Próbáljuk meg elképzelni, hogy újra sikeres ország vagyunk. Elismerem, a válság ötödik évébe lépve ez nem egyszerű feladat, de mégis, játsszunk el a gondolattal. Mit is jelent gazdasági értelemben a siker? Legalább három dolgot: aki dolgozni akar, annak van munkája; növekednek a jövedelmeink; végül, de nem utolsósorban, nem kell aggódnunk az infláció, megtakarításaink elértéktelenedése miatt. Vagyis a sikerhez hozzátartozik az árstabilitás. Minden olyan országban, amelyet érdemes példaképnek választanunk, árstabilitás van. Ahol nincs épp cél az infláció, ott is elmondható, hogy a monetáris politika korábban már sikerrel hozott létre olyan tartósan alacsony inflációs környezetet, amely biztosítja, hogy a gazdasági szereplők várakozásai horgonyoztak.

¹ A cikk a Magyar Nemzeti Bank *Horgony 2013* című konferenciáján 2012. december 7-én elhangzott beszéd írott változata.

1. grafikon

Az egy főre jutó GDP és az infláció kapcsolata



Az árstabilitás nem a gazdag országok luxusa, hanem a gyarapodás előfeltétele. Az árstabilitás nélkülözhetetlen eleme a kiszámítható gazdasági környezetnek, amelyben érdemes beruházni és munkahelyeket létrehozni. Árstabilitás mellett érhető el hosszabb távon a legmagasabb növekedési ütem nemcsak a fejlett, hanem a felzárkózó országokban is.

A növekedéshez azonban nemcsak az árak stabilitása, hanem a törvények, rendeletek, adók, egyezszoval a gazdasági vállalkozások szabályozási környezetének kiszámíthatósága, stabilitása is szükséges.

1.2. Második állítás

Hazánknak súlyos, fiskális és monetáris keresletlénkítéssel nem orvosolható növekedési problémája van. Ráadásul a kilábalást az adósságsapdából nemcsak a kedvezőtlen nemzetközi környezet, hanem egy komplex bizalmi válság is gátolja.

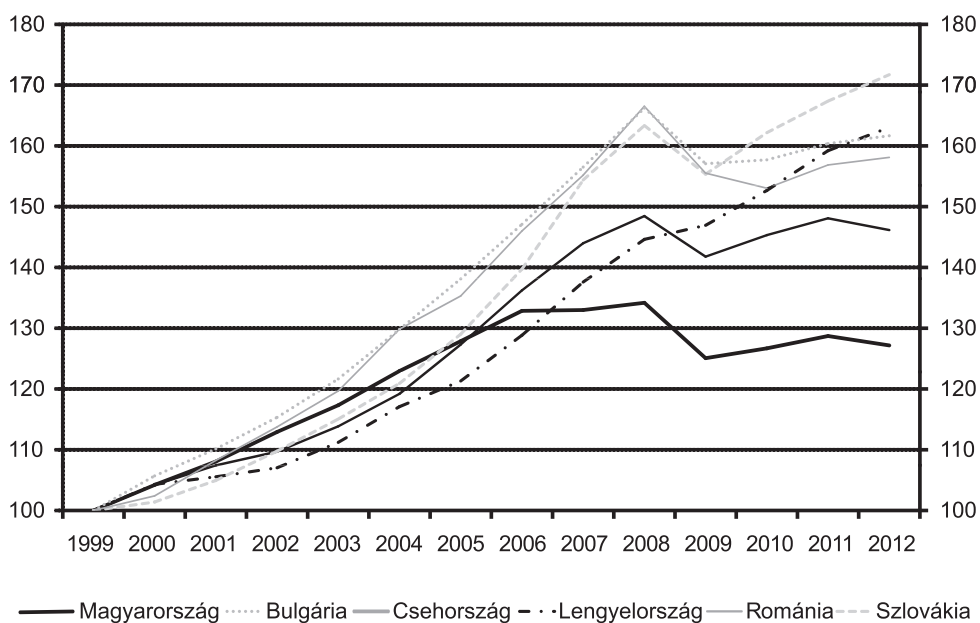
Potenciális növekedésünk már a válság előtt lelassult, az eurózónához való felzárkózásunk lassan egy évtizede megállt. A válság előtt az elemzések a költségvetés hosszú távon nem fenntartható helyzetét és a munkaerőpiacon kialakult rossz ösztönzőket tekintették a probléma elsődleges okának. A regionális szinten kiugróan magas adóék, a fejlettségünkhöz képest nagyvonalú jóléti ellátórendszer, a magas adóztatás miatti adóelkerülés egymás hatását erősítve ásta alá Magyarország növekedési potenciálját.

A válság kitörése óta jelentős utat tettünk meg egy fenntartható gazdasági pálya irányába. A strukturális problémák orvoslása már az előző kormány időszakában megkezdődött. A jelenlegi gazdaságpolitika is kiemelt feladatának tekinti a gazdasági teljesítőképesség akadályainak lebontását, ennek fókuszában a munkaerőpiaci ösztönzők javítása áll. Jelentős eredményeink is vannak. A költségvetési hiány a válság ellenére 3% körüli szintre mérséklődött, leállt a devizahitelezés, a folyó fizetési mérleg évek óta többletet mutat. A külső adósság, ha lassan is, de fokozatosan mérséklődik.

Ugyanakkor – a már eddig is jelentős áldozatokat követelő alkalmazkodás ellenére – még korántsem mondhatjuk azt, hogy végére értünk a feladatoknak. Nem sikerült kiegyensúlyozott növekedési pályára állnunk, nem váltunk vonzó befektetési célponttá, fokozatosan csúszunk le a nemzetközi versenyképességi rangsorokban, hitelminősítésünk rosszabb, mint bármikor a rendszerváltás óta, és növekedés tekintetében a régióban továbbra is sereghajtók vagyunk.

2. grafikon

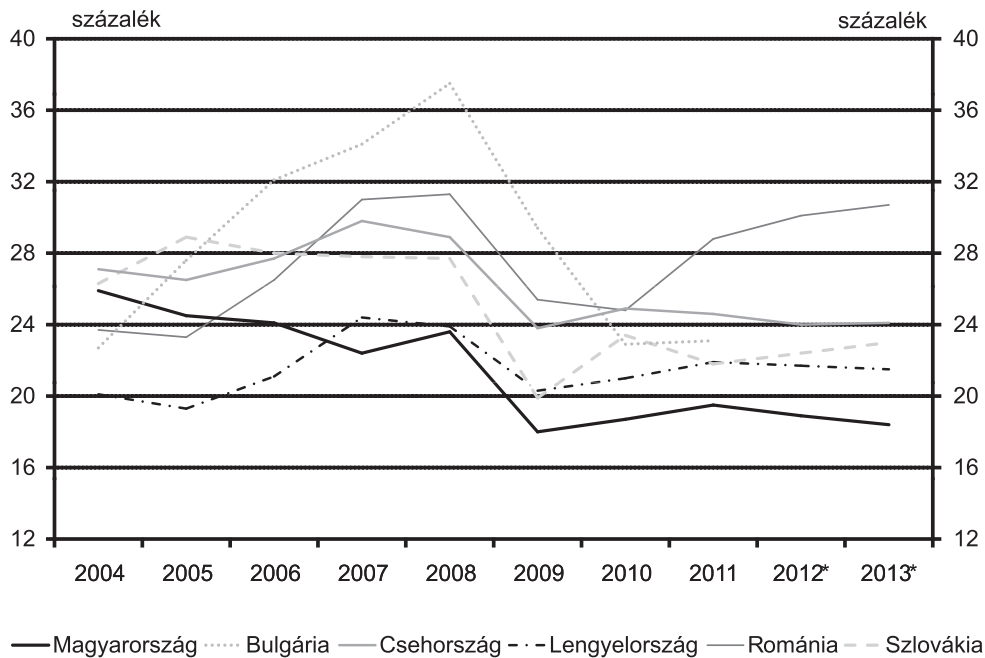
**A kibocsátás szintje a régiós országokban
(1999 = 100)**



Ebből a helyzetből azért olyan nehéz a kilábalás, mert a jövőbeli folyamatok kiszámíthatatlansága szinte lehetetlenné teszi a racionális kalkulációt. Ha bizonytalannak látjuk a jövőt, elhalasztjuk az életünket hosszabb távon meghatározó döntéseket, míg tisztul a kép. Ez az egyéni szinten racionális reakció makroszinten visszafogott fogyasztást, elmaradó beruházásokat és létre nem jövő munkahelyeket jelent. Növekedés nélkül viszont sziszifuszi küzdelemmé válik az adósságleépítés is.

3. grafikon

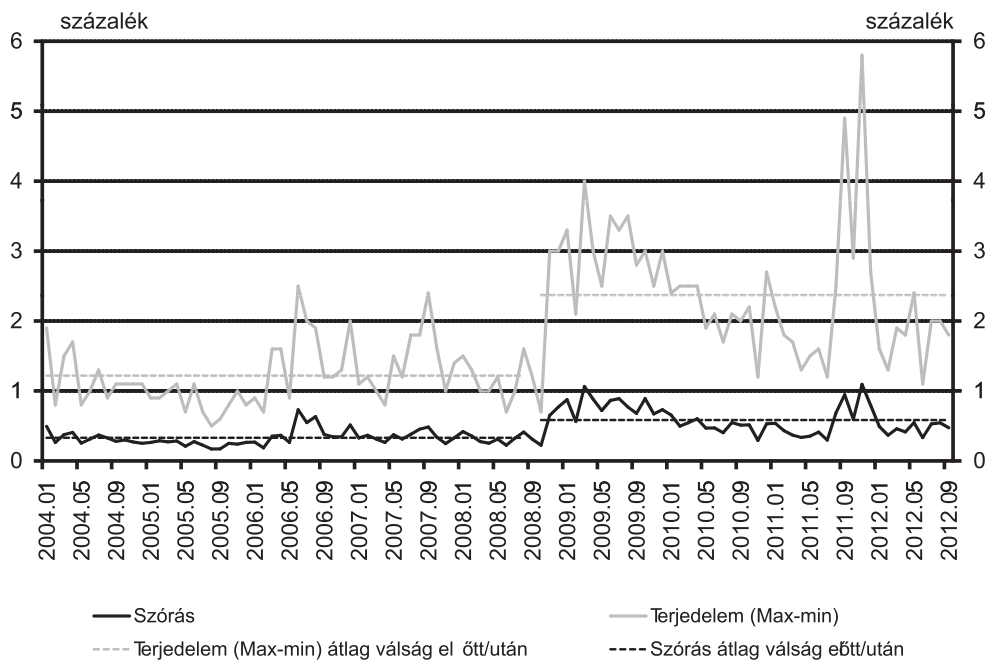
Beruházási ráták a régióban



Ma a nemzetközi és a hazai bizonytalansági tényezők egymást erősítik; egy rendkívül összetett bizalmi válság időszakát éljük.

4. grafikon

A piaci elemzők növekedési várakozásainak alakulása



Forrás: Az ábra a Reuters felmérése alapján készült.

A világgazdaság egészét tekintve a legfontosabb bizonytalansági tényező, hogy nincs bevált recept arra, miképp lehetne elősegíteni a fiskális és monetáris muniációból kifogyó és egyúttal magas adósságokkal terhelt, fejlett országok gazdaság fellendülését.

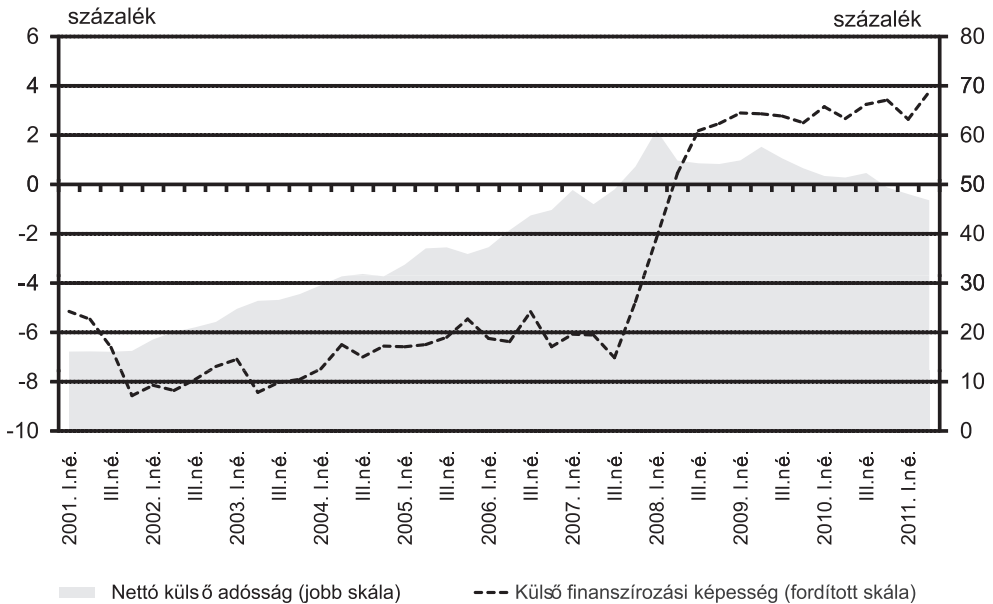
Az adósságválságon a múltban átesett országok kilábalása a recesszióból jellemzően egy exportvezérelt növekedési pályán történt, amit támogatott a kedvező nemzetközi konjunktúra. Ebben a válságban a kedvezőtlen külső környezet miatt nekünk nem adatott meg ez az előremenekülési útvonal, így még nagyobb bizonytalanság övezi, hogy mennyi ideig tart az adósságépítési folyamat, és ezen időszak alatt milyen növekedést képes felmutatni a magyar gazdaság.

Jövőnk tehát nagymértékben ki van téve olyan tényezőknek, amelyekre nincs hatásunk. De tudomásul kell vennünk, hogy ilyen egy kicsi és nyitott gazdaság sorsa. A reményeinknél rendre rosszabbul alakuló külpiazi feltételek ugyanakkor folyamatosan növelik a tőlünk elvárt alkalmazkodás mértékét. Nem csoda, hogy a belefáradás a küzdelemben nagy keresletet támaszt az olyan – mondjuk így – újszerű gazdaságpolitikai javaslatok iránt, amelyek azzal kecsegtetnek, hogy fájdalommentesen állítják növekedési pályára a gazdaságot. Azok az ötletek azonban, amelyek nem állják ki a gazdasági racionalitás próbáját, nem képesek segíteni. Mi több, a zűrzavar fokozásával még ronthatnak is a helyzetet. **Meggyőződésem, hogy csak úgy kerülhetünk ki a válságból, ha mindent megteszünk annak érdekében,**

hogy legalább a kontrollunk alatt álló területeken mérsékeljük a bizonytalanságot és kiszámítható, tervezhetőséget segítő intézményi környezetet teremtünk. James Madisonnak, az Egyesült Államok negyedik elnökének szavaival élve: „Kicsi haszna van az embereknek abból, hogy a törvényeket választott képviselők hozzák, ha ezek a törvények annyira összefüggéstelenek, hogy nem lehet őket megérteni, ha még életbe lépésük előtt visszavonogatják vagy módosítgatják őket, vagy ha olyan változásokon mennek keresztül, hogy nincs ember, aki a mai szabályokat ismerve ki tudná találni, milyenek lesznek azok holnap.”

5. grafikon

**Az ország nettó külső adóssága
és külső finanszírozási képessége a GDP százalékában**



1.3. Mik lehetnek a bizalom és kiszámíthatóság építőkövei?

1. Hitelessé kell tenni a fiskális konszolidációt, az államadósságot tartósan csökkenő pályára kell állítani. Egyúttal biztosítani kell a jogszabályi és adózási környezet kiszámíthatóságát.
2. Helyre kell állítani a gazdaság egészséges vérkeringését biztosító pénzügyi közvetítőrendszer működését.
3. Meg kell teremteni az árstabilitást.

E három feladat teljesítésében nincs sem időbeli-, sem preferenciasorrend. Csak egyszerre és együtt lehetnek eredményesek a kiszámítható gazdasági környezet megteremtésében, egymás rovására nem megoldhatók.

2. FELADATOK

2.1. *Első feladat*

A fiskális kilátások stabilizálásra szorulnak.

A válság végett vetett a magyar gazdaságpolitikára a kétezres évek első felében jellemző, túlzott fiskális költsékezésnek. Az olcsó finanszírozási lehetőségek beszűkülése szükségessé tette a hosszú távú költségvetési kilátások stabilizálását is.

A 2006-óta zajló kiigazításoknak köszönhetően egyrészt a hiány számottevően csökkent, másrészt az is tény, hogy több államháztartási alrendszer működésében történt jelentős, strukturális átalakulás. Változott az oktatás, az egészségügy, a jóléti ellátások és az önkormányzatok rendszere. E változások rövid távon javították az egyenleget, ám költségvetési fenntarthatóságra gyakorolt hatásaik csak hosszabb távon mutakozhatnak meg.

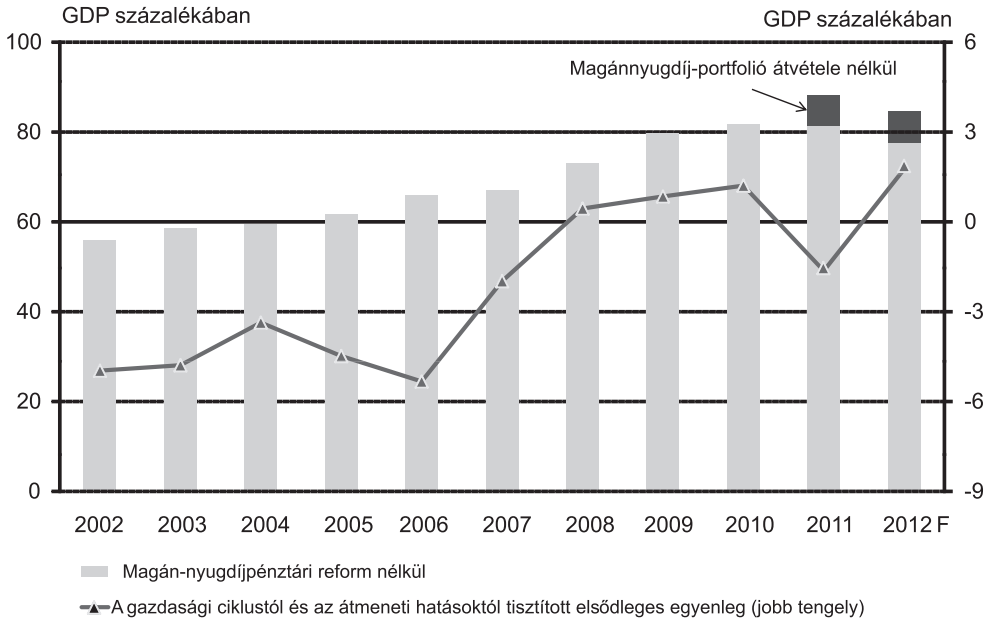
A válság kitörése után a fiskális szigorítás már erős ellenszélben történt. A magyar kormányok költségvetési mozgástere folyamatosan szűkült, a könnyen kijátszható kártyák egyre fogytak. A kezdetben részben a kiadások csökkentésére támaszkodó, jelentős azonnali hiánycsökkentő hatással bíró programok után előtérbe kerültek a bevételnövelő intézkedések. Így összességében az adócentralizáció nem csökken, mindössze annyi történik, hogy egyesek kevesebb, mások több adót fizetnek.

A költségvetési egyensúly javulása ráadásul gyakran nem jár együtt a hosszú távú fenntarthatóság erősödésével, a gazdaságpolitikai kilátások stabilizálódásával. Részben a rövid távú deficitcélok által teremtett nyomás, részben a jövőre vonatkozó, túlzott kormányzati optimizmus következtében számos olyan a gazdasági tevékenységet súlyosan torzító és átmeneti intézkedésre került sor, amelyek a jövőbe tolták a fenntartható költségvetési struktúra megszilárdulását.

Legalább ekkora probléma, hogy a szabályozói környezet gyakori változása és a Robin Hood-jellegű elvonások elbizonytalanítottak minden jövővel kapcsolatos üzleti kalkulációt, tervezhetőségi káoszhoz vezettek. Nem meglepő, hogy a nyugdíjalapok államosításából finanszírozott költségvetési lazítás sem váltotta be a hozzá fűzött reményeket. Az üzleti kilátások romlásához, és ezen keresztül a beruházások elmaradásához különösen nagy súllyal járultak hozzá a bankrendszert érintő intézkedések, amelyek súlyosan rombolták a hazai pénzintézetek versenyképességét és a bankok esélyeit az anyabanki forrásokért folytatott regionális versenyben. Az elmaradó beruházások és a tartósan magas szinten ragadó munkanélküliség ugyanakkor rombolja a gazdaság növekedési potenciálját, gyenge gazdasággal pedig egyre nagyobb terhet jelent az adósságszolgálat.

Ma tehát rengeteg fájdalmas intézkedés és néhány ténylegesen megvalósult strukturális reform ellenére sem mondhatjuk azt, hogy sikerült a hosszú távú fiskális folyamatokkal kapcsolatos várakozásokat lehorgonyoznunk. Ezt támasztja alá az is, hogy mind ez ideig nem gazdasági teljesítményünk eredményeként, hanem jórészt a magán-nyugdíjpénztári vagyoni állami kézbe kerülésének egyszери aktusával tudott csökkenni a GDP-hez viszonyított adósságmutatónk.

6. grafikon

Költségvetési egyenleg és adósság a GDP százalékában

A költségvetési konszolidáció csak akkor lehet sikeres, ha kiszámítható környezetet teremt, és ezzel segíti a hosszú távú növekedést. A kormányzati döntésekben a rögtönzött, átmeneti intézkedések helyett a hosszabb távú pályát kijelölő, fokozatos konszolidációnak kell előtérbe kerülnie. A növekedési képesség javításához elengedhetetlen a beruházási és megtakarítási döntéseket torzító adóztatás megszüntetése, valamint egy olyan szabályozói környezet, amely erősíti a versenyt, egyenlő esélyeket teremt, visszaállítja a jogbiztonságot, és ehhez intézményi garanciákat teremt.

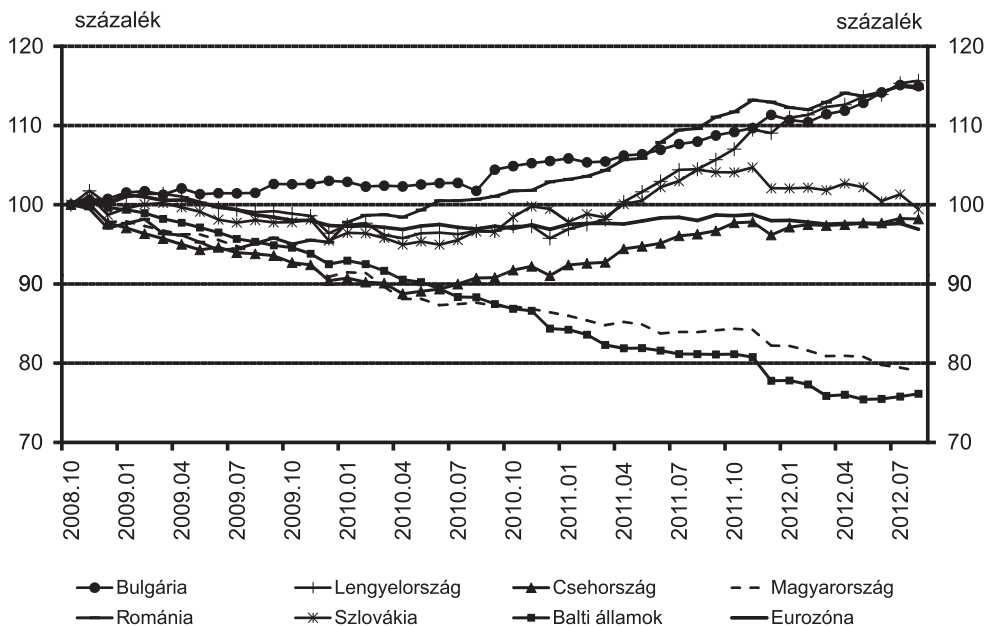
2.2. Második feladat

Meg kell állítani a hitelezés visszaesését.

A pénzügyi közvetítőrendszer zavartalan működése elengedhetetlen feltétele a gazdaság növekedésének. A megtakarítások hatékony allokációjával, hitelezési tevékenységével a bankrendszer biztosítja a gazdaság egészséges vérkeringését. Ezt a funkcióját a magyar bankrendszer jelenleg csak nagyon korlátozottan tölti be. A hitelezés a válság kitörése óta folyamatosan csökken, és régiós összehasonlításban ebben a tekintetben is a legrosszabban teljesítők között vagyunk.

7. grafikon

**A vállalati hitelezés alakulása a régióban
(2008. október = 100)**



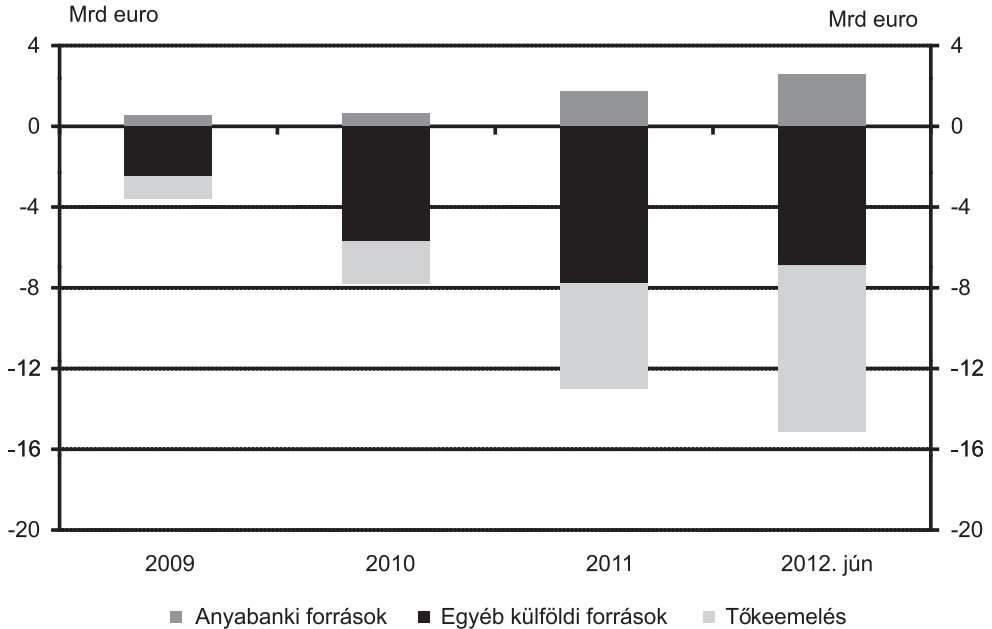
A hitelek iránti kereslet nyilvánvaló visszaesése mellett számos jel utal arra, hogy a bankok sem szívesen hiteleznek, vagy ha igen, akkor drágábban, és csak a legjobb minőségű ügyfeleknek. Ennek oka alapvetően nem a likviditás szűke vagy a rossz tőkeelátottság. A probléma az, hogy a mind rosszabb konjunkturális kilátások miatt az adósok hitelviszafizetési képessége drámaian romlott. A bedólt hitelfortfólió mögötti fedezetek értékesíthetősége és értéke bizonytalan, az ad hoc, váratlanul és egyeztetések nélkül bevezetett új és újabb szabályozók, adók aláássák a legjobb üzleti tervek is; végül a bankok által kitermelt jövedelem egy részét előre nem látható módon, de szisztematikusan elveszi az állam bankadó, tranzakciós adó vagy más címen.

Az üzleti tervezhetőség hiánya, a jövedelemtermelő képességet övező, nagyfokú bizonytalanság mellett sajnos természetes reakció, ha a külföldi tulajdonosok a magyarországi aktivitás fokozatos leépítése mellett döntenek.

Az anyabankok visszahúzódása még évekig eltarthat. Ne tévesszen meg senkit, hogy a tulajdonosok szükség esetén jelentős mértékű tőkeemeléseket hajtanak végre. Ezt nem azért teszik, hogy a leánybankok hitelezési képességét növeljék. Az anyabanki betétkivonás a tőkeinjekciók mértékének többszörösére rúg, ami arra utal, hogy a tulajdonosok nem látnak jó üzletet a magyarországi tevékenységben. Vagyis a tőke biztosítása csak a rendszer stabilitásához kell, ahhoz, hogy a leépítés és az esetleges megszüntetés rendezetten, jelentős megrázkódtatások nélkül menjen végbe.

8. grafikon

Kumulált tőkeemelések és a külső források alakulása a hazai bankrendszerben



Ráadásul a hitelkínálat visszafogása tovább mélyíti a recessziót, ami növeli a vállalatok bedőlési valószínűségét. A recesszió az állam bevételeit is erodálja, emiatt a költségvetés újabb bevételi forrásokat keres, és ezek egy részét a romló hitelportfóliója által amúgy is sújtott bankrendszerben találja meg. A kormányzati politika így a hitelezés és a beruházások még nagyobb visszaesését okozva csak tovább mélyíti a recessziót. Ennek a gazdaságpolitikának az árát a létre nem jövő munkahelyeken és a csökkenő jövedelmeken keresztül mindnyájan megfizetjük.

Az állam, a bankok, vállalatok és háztartások viselkedése és várakozása kölcsönösen befolyásolja egymást. Azonban ezek között csak egy szereplő van, amely kellően nagy és megfelelő koordinációs potenciállal rendelkezik ahhoz, hogy megtörje a negatív spirált: ez pedig maga az állam. Az egyes bankok önmagukban nem képesek erre; hiába kezdene el hitelezni bármelyikük is, annak nem lenne érzékelhető makrogazdasági hatása. Az állam azonban képes lehet arra, hogy a bankrendszer terheinek csökkentésével és stabilizálásával, a szabályozási környezet kiszámíthatóvá tételével érdekeltté tegye a szektort a hitelkihelezések növelésében, ami végül átbillentheti a rendszert a kedvező egyensúlyi pályára. **„Kiegészítésre” van tehát szükség az állam és a bankok között, enélkül nem számíthatunk a tartós növekedés beindulására. Az első lépést pedig a bizalom légkörének helyreállításával az erősebb szereplőknek kell megtennie.**

2.3. Harmadik feladat

A jegybanknak meg kell teremtenie az árstabilitást.

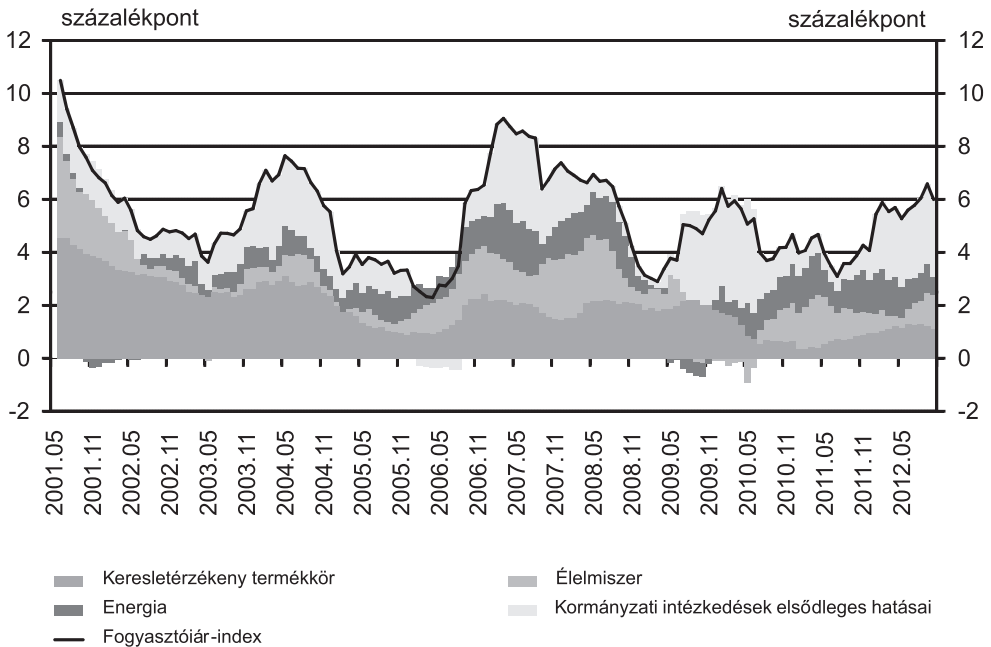
A többi állami szereplőhöz hasonlóan, a fejlődést támogató monetáris politika feladata az is, hogy a gazdasági szereplők számára minél kevesebb kockázattal terhelt, kiszámítható környezetet biztosítson. Ehhez a jegybank nem mással, mint magával az árstabilitás megteremtésével tud leghatékonyabban hozzájárulni. Ez egyben előfeltétele annak is, hogy a hosszú távú kamatok mérséklődjenek, és az árfolyam se mutasson túlzott volatilitást.

Mit kell egy jegybanknak tennie az árstabilitás megteremtése érdekében? Az elmúlt két évtizedben a világ szinte minden fejlett és számos kevésbé fejlett országában sikerült elérni az árstabilitást. Ezen országok tapasztalata azt mutatja, hogy a siker legfontosabb kritériuma a szisztematikus, következetes és transzparens jegybanki működés. Az inflációs várakozások akkor válnak horgonyozottá – vagyis az árstabilitás tartós elérése és egyúttal maga a monetáris politika akkor válik hitelessé –, ha a jegybank egyértelműen kinyilvánítja inflációs célját, a gazdaság szereplői pedig megtapasztalják, hogy a jegybank minden olyan folyamatot megfékez, amely az e céltól való tartós eltérés kockázatát hordozza.

Ezt a magatartást nagyban segíti, ha támogató a fiskális politika. A növekvő fiskális egyensúlyhiány miatt kialakuló leértékelődési várakozások, a várható, bár még részleteiben nem ismert költségvetési kiigazító lépések a jegybank legjobb szándékai ellenére is képesek szétzilálni az inflációs várakozásokat, így az inflációs hatású sokkok ellensúlyozása nagyobb reálgazdasági áldozattal járhat. Nem véletlen, hogy az inflációs célkövetés bevezetése a legtöbb országban egybeesett a költségvetési fegyelem, a fiskális politika szabálykövető jellegének megerősödésével. Hazánkban sajnos az inflációs célkövető politika 2001. évi bevezetése óta a jegybank kivétel nélkül minden kormány alatt ellenszélben, az inflációt különböző eszközökkel fűtő fiskális politika ellenében volt kénytelen törvény adta feladata, az árstabilitás érdekében dolgozni. Ez sajnos a munka eredményességét is súlyosan befolyásolta.

9. grafikon

A fogyasztóiár-index dekompozíciója

**Az inflációs célkövetés nemzetközi viszonylatban a válság alatt is jól vizsgázott.**

A pozitív tapasztalatok is ösztönözték, hogy a válság alatt is több ország vezette be az inflációs célkövetés rendszerét, ráadásul a japán és az amerikai jegybank is úgy döntött, hogy explicit inflációs célt vezet be. Így a fejlett országok jegybankjainak működése is nagyon közel került az inflációs célkövető országok gyakorlatához.

A válságban szerzett tapasztalatok megerősítették az inflációs várakozások lehorgonyzásának, az árstabilitás megteremtésének a jelentőségét. Ugyanakkor a válság kibővítette, árnyaltabbá tette a gondolkodást a monetáris politika feladatairól. A hagyományos eszközök mellett fellendülés esetén makroprudenciális, azaz a bankok rendszerszintű viselkedését befolyásoló szabályozással, visszaesés esetén pedig likviditás nyújtásával, a nem megfelelően működő piaci szegmensek megtámasztásával és más, nem konvencionális eszközökkel képes a jegybank a gazdasági stabilitását szolgálni.

A makroprudenciális és a monetáris politikai funkció jól megfér egymás mellett. A makroprudenciális eszközök a hitelboomok, ingatlan- és árfolyambuborékok, a túlfűtöttség visszafogásával segítik és tehermentesítik a monetáris politikát, míg a monetáris politika vitelében az árstabilitás megőrzése marad a fókuszban. Az új eszközökkel kiegészülő jegybanki működés a gazdasági ingadozások stabilizálásában is hatékonyabbá válhat.

3. ÉS MI A HELYZET ITTHON?

A jegybanktörvény 2001 óta azt írja elő az MNB-nek, hogy teremtsen meg és tartsa fenn az árstabilitást. Innentől kezdve jelentek meg az inflációs célkövetés elemei a monetáris politika vitelében. Az árstabilitási mandátum teljesítése azonban az időszak nagy részében korlátokba ütközött. 2008 tavaszáig ugyanis a jegybanknak kettős célt kellett követnie, az inflációs folyamatokra csak az árfolyamsáv szabta korlátok között tudott reagálni. A jegybank kettős célrendszere, a két cél közötti gyakori konfliktusok akadályozták a monetáris politika hatékony működését. A kettős célrendszert 2008-ban sikerült megszüntetni, azóta az MNB az inflációs célkövetés keretében folytatja politikáját. Arra törekszik, hogy az inflációs várakozásokat a kitűzött 3%-os céllal konzisztens szinten stabilizálja.

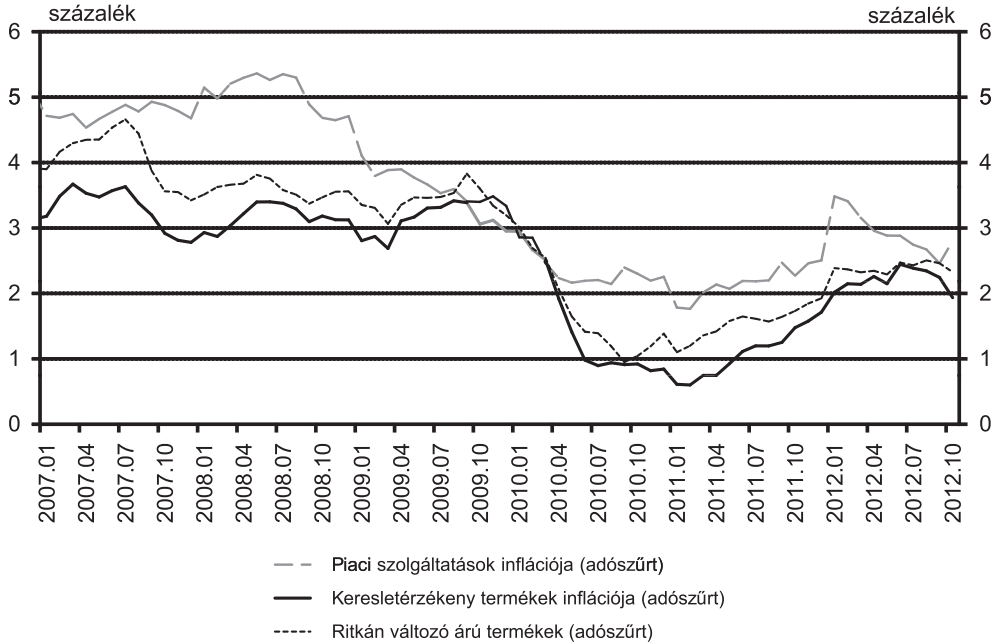
2008 a válság kitörésének éve volt, az azóta eltelt időszak nem mindennapi kihívások elé állította a jegybankot. A rendkívül volatilis vált tőkeáramlások időszakában a monetáris politika vitelében a gazdaság finanszírozhatóságának biztosítása kapott prioritást. A kamatpolitikán túl az MNB számos nem konvencionális eszközt vetett be a pénzpiacok hatékony működésének mielőbbi helyreállítására érdekében. Az akut szakaszt követően a kockázatok mérséklődtek, bár az adósság magas szintje és az ingatlan kockázati környezet továbbra is nagy óvatosságot igényel a monetáris politika vitelében. Ugyanakkor a jegybanki döntések fokozatosan visszatérhetnek a normál kerékvágásba, az inflációs és növekedési kilátások kerülnek ismét fókuszba.

3.1. Melyek a monetáris politika mai dilemmái?

A válság kitörését követően azt láttuk, hogy az elhúzódó recesszió megtörte az árszabályozási, bérezési rutinokat, amelyek a korábbi évek makacs inflációját okozták. Ha eltekintünk az adóemelések és a nyersanyagárak hatásaitól, Magyarországon hasonlóan alacsony infláció alakult ki, mint a környező országokban. Az árstabilitás azonban nem azon múlik, hogy mennyi az infláció ma, hanem hogy miképp gondolkodnak a gazdasági szereplők a jövőbeli inflációról.

10. grafikon

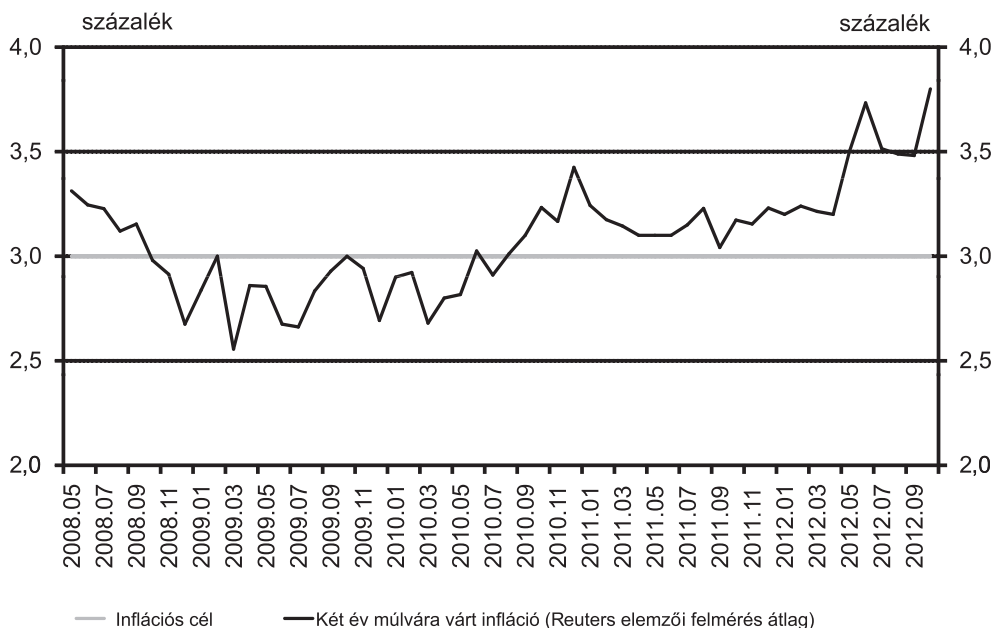
**Az inflációs alapfolyamatokat tükröző mutatók alakulása
(éves index)**



Annak ellenére, hogy a kereslet továbbra is visszafogott, úgy látjuk, hogy a magánszek-tornak az elmúlt két-három évben mutatott, fegyelmezett árazási és bérezési viselkedése kezd fellazulni, és az elemzők hosszabb távra vonatkozó inflációs várakozásai is megemel-kedtek.

11. grafikon

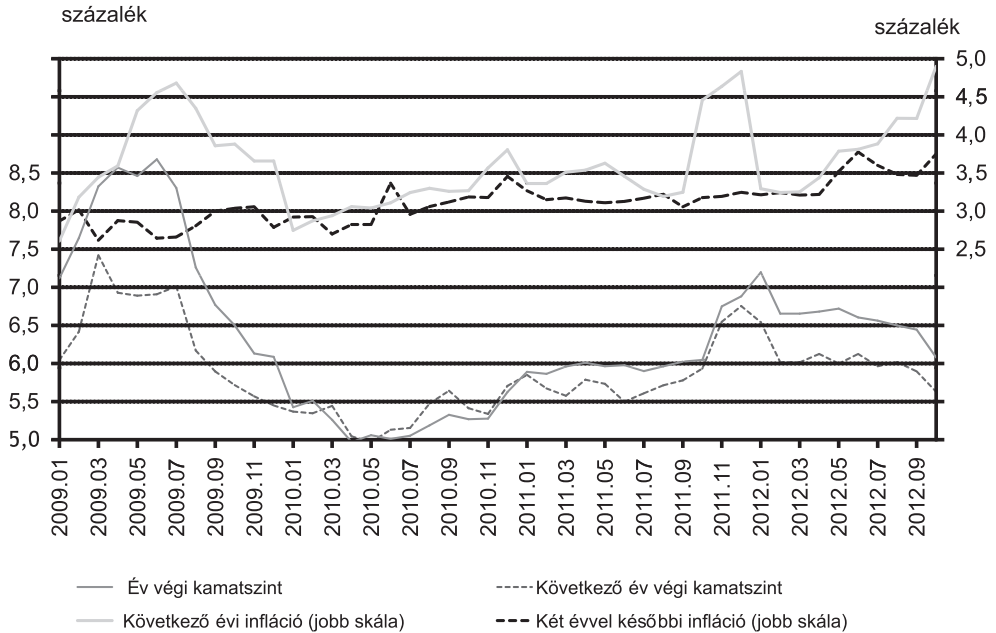
Az inflációs cél és a piaci szereplők inflációs várakozásai



Félő, hogy a sorozatos adóintézkedések, az emelkedő nyersanyagárak és az élelmiszerárak megugrása miatti egymást követő, extra áremelkedések eredményeként a gazdaság szereplői a célnál lényegesen magasabb inflációs szintet tekintik normális állapotnak. Ebben a helyzetben nagyon nehéz megítélni, hogy az állam által generált, többlet áremelkedés kiesése után milyen szinten áll meg az infláció. Az e kérdésre adott, eltérő válaszok is hozzájárulnak a Monetáris Tanács megosztottságához. **Az én megítélésem szerint akkor, amikor az inflációs várakozások, vagyis a hosszabb távú inflációs kilátások bizonytalanná válnak, a jegybanknak sokkal határozottabb iránymutatással kell szolgálnia annak érdekében, hogy az árazási és bérezési viselkedés fegyelmezett maradjon.**

12. grafikon

A jegybanki alapkamatra és az inflációra vonatkozó piaci várakozások



3.2. Miért fontos az árstabilitás most?

Vannak, akik úgy gondolják, hogy függetlenül a „lecseng avagy beragad a magas infláció” kérdésre adott választól, a jegybanknak – „vaskalaposságát” feladva – a növekedést kellene előtérbe állítania. Különös ez a felvetés egy olyan országban, ahol az elmúlt két évtizedben a gazdaságpolitika mindig a makrogazdasági problémák elinflálásában látta a megoldást, hozzáteszem, minden növekedési eredmény nélkül. Sőt, saját kárunkon kellett megtanulnunk, hogy bár rövid távon gyakran kedvezőnek tűnt az inflációval szembeni engedékenység, ebből jóléti többlet soha nem származott. Ezzel szemben az árstabilitást következetes és szigorú monetáris és azt támogató fiskális politikával megteremtő szomszédaink egyre másra hagynak maguk mögött bennünket.

E keserű tapasztalatok ellenére egyes közgazdász körökben még ma is makacsul tartja magát az a vélekedés, hogy az infláció és növekedés között oda-vissza átváltás van. Sajnos ez csak egy irányban igaz: az inflációs inercia megtörése valóban jelentős reálgazdasági áldozatokat követelhet az inflációhoz hozzászokott országban, de az infláció elengedésével még egyetlen országnak sem sikerült tartós növekedési többletet produkálnia. Ha ez nem így lenne, akkor nem az árstabilitás mellett működő országok lennének a világ leggazdagbjai, és nem az alacsony inflációs környezetben működő, fejlődő országok felzárkózása

lenne a legdinamikusabb. Abban a pillanatban ugyanis, amikor nyilvánvalóvá válik, hogy egy jegybank az infláció elengedése révén szeretne nagyobb növekedést teremteni, ez az árfolyamba, az árazási és bérezési döntésekbe beépül, ami a piaci kamatok emelkedéséhez vezet. Így valójában nem lazulnak a monetáris kondíciók, csak egy sokkal kevésbé kiszámítható, a növekedés szempontjából kedvezőtlenebb helyzetbe kerülünk. **Ezért a monetáris politika csak addig képes a növekedés ösztönzésére, amíg biztosan nem veszélyezteti az árstabilitást.**

A nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy az inflációs célkövetés alkalmas – véleményem szerint Magyarország esetében a leginkább alkalmas – keret az inflációs várakozások horgonyzására és az árstabilitás megteremtésére. Bízom benne, hogy annyi zsákutca és vakvágány után a magyar gazdaságpolitika vitelében is megerősödik a makrogazdasági stabilitás melletti elköteleződés. A költségvetési politika kiszámítható és fenntartható alapokra helyezése esetén az inflációs célkövetés nálunk is hatékonyan képes működni. Az intézményi keretek adottak.

A magyar gazdaságot továbbra is a hiány jellemzi. A korábbi időszakkal összevetve már nem a költségvetési az elsődleges probléma, hanem a bizalomhiány. A probléma megoldása nem könnyű feladat, de nem lehetetlen. Ha sikerülne felszámolni a bizalomhiányt a gazdaságban, az gyors és látványos eredményekhez vezetne. Ehhez újra elő kell venni a közgazdasági tankönyveket, a hazai sajátosságokra figyelve alkalmazni a sikeres országok tapasztalatait, a gazdaságpolitikába visszahozni a józan paraszti észet. Az államadósságot fenntarthatóan csökkenő pályára kellene állítani, be kellene indítani a hitelezést és ceterum censeo meg kell teremteni az árstabilitást.

Stabilitás, kiszámíthatóság és bizalom: ezek most a legjobb eszközeink a növekedés ösztönzésére.