

Kolozsi Pál Péter

# Monetáris politika, érdekcsoportok, pénzügyi válság

„Kihívásokkal teli új világ köszöntött ránk.  
A gazdasági válság sok mindent megkérdőjelezett, amiben eddig hittünk.  
Késznek kell lennünk az intellektuális kihívások leküzdésére.”

Olivier Blanchard<sup>1</sup>

**ÖSSZEFOGLALÓ:** A 2007–2008-ban kitört pénzügyi-gazdasági válság véget vetett a monetáris politikával kapcsolatban kialakult korábbi konszenzusnak. A monetáris politika újraelosztási hatásai előtérbe kerültek, a jegybanki döntések modellezéséhez és átláthatóságához elengedhetlenné vált egy olyan értelmezési keret kialakítása, amely lehetővé teszi a monetáris politikai döntések komplex, társadalmi kontextusba helyezett értelmezését. A tanulmány az árfolyam-politika példáján keresztül mutatja be a jegybanki döntések gazdasági változókra való hatását, ezen hatások intézményi lecsapódását, illetve az érdekcsoportok jegybanki döntéshozatalra irányuló viszszaerőltetését. *Woolley* tipológiája alapján a tanulmány sorra veszi azokat a kormányzaton keresztül ható, illetve a kormányzaton kívüli faktorokat, valamint a strukturális, illetve a kevésbé beágyazott, nem strukturális tényezőket, amelyek hatást gyakorolhatnak a jegybanki döntéshozatalra. A tanulmány következtetése szerint az érdekcsoportok érdekérvényesítése nem ellentétes a jegybanki függetlenséggel, sokkal inkább a monetáris politikával kapcsolatos társadalmi preferenciák megjelenítését szolgálja.\*

**KULCSSZAVAK:** monetáris politika, makrogazdaság, pénzügyi válság, politikai gazdaságtan, intézményi gazdaságtan

**JEL-kód:** B52, E52, E58, P48

A 2007–2008-ban kitört globális pénzügyi, majd egyre inkább reálgazdasági válság egyik fő jellegzetessége, hogy a közgazdász szakma nagy része nem látta előre a fejleményeket, és így sokakat meglepett mind a válság kitörése, mind lefolyása, mind pedig elhúzódása. A közpolitikai elemzések szerint ez a fajta tanácstalanság és iránytű-nélküliség azokra az időszakokra jellemző, amikor paradigmaváltás előtt áll egy-egy közpolitikai alrendszer. *Howlett* és *Ramesh* (1995) klasszikus tanulmánya szerint

Levelezési e-cím: kolozsipp@asz.hu

\* Köszönöm *Dedák István* hasznos tanácsait, észrevételeit, amelyekkel a cikk elkészítését támogatta.

egy gazdaság- és közpolitikai paradigma stabilitása akkor kérdőjeleződik meg, amikor a bevett gondolkodásmód és modell sem a valós folyamatok előrejelzésére, sem pedig utólagos magyarázatára nem képes, és bár egy ideig még jellemző a régi keretek közötti magyarázatok keresése, de tudományos és a közéleti szinten is megkezdődik az új paradigma kialakítása.

A monetáris politikával kapcsolatos gondolkodás és válaszkeresés minden kétséget kizáróan ebben a stádiumban van.<sup>2</sup> A válság előtti monetáris politikai konszenzus a múlté. Egymást érik azok a lépések és bejelentések, amelyek szakítanak a 2007–2008 előtti bő két évtized gondolkodásmódjával – elég csak a korábban a pénzügyi ortodoxia bástyájának tekintett eurózónában

alkalmazott monetáris lazításokra, állampapíriaci intervenciókra és mentőcsomagokra gondolni. Bizonyos, hogy a korábbi évek monetáris politikával kapcsolatos konszenzusát<sup>3</sup> mára teljesen felülírta a válság.<sup>4</sup> A mindennapi tapasztalat szerint a rugalmas inflációkövetési rendszer nem teremtett szilárd monetáris kereteket, a monetáris politika felügyeleti és makrogazdasági aspektusait nem lehet egymástól elválasztani, az eszközárakat nem lehet figyelmen kívül hagyni, a nulla százalékos kamatküszöb igenis fontos monetáris politikai probléma lehet, a monetáris és a fiskális politikát pedig már középtávon is együttesen szükséges kezelni.

A tanulmány első fejezete bemutatja a monetáris politika paradigmaváltás szükségességét, a második fejezet elhelyezi a gazdaságpolitikát, illetve azon belül is a monetáris és árfolyam-politikát az intézményi mátrixban. A harmadik fejezet az árfolyam-politikai döntések gazdasági változókra való hatását és az érdekcsoportok jegybanki döntéshozatalra irányuló visszacsatolását mutatja be. A tanulmányt összegzés zárja.

## MONETÁRIS POLITIKAI PARADIGMAVÁLTÁS

A válság előtt kialakított európai szabályozás szerint a monetáris politika elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása, így a monetáris politikát az európai kontinensen az utóbbi bő egy évtizedben egy nominális változóhoz, a fogyasztóiár-index alakulásához kötötték. A leegyszerűsített megközelítés alapján e cél eléréséhez egyetlen hatékony eszköz áll rendelkezésre, a kamatpolitika. Ez volt az „egy cél-egy eszköz” modell, amely egyszerre volt könnyen érthető és könnyen követhető. A monetáris politika a klasszikus dichotómia miatt nem képes tartósan befolyásolni a reál-folyamatokat, így csak a monetáris változókra, azokon belül is kiemelten a fogyasztói árak színvonalára lehet tekintettel, eszközei közül

pedig prioritást kell adni a gazdaság egészére kiható alapkamatnak.

A válság azonban új időszámítást jelent ebből a szempontból is. *Blanchard* (2012b) szerint a modell leegyszerűsítő és hibás. A közgazdasági elméletek igazságát és erejét pedig nem a modellek intellektuális felépítményének szépsége határozza meg, márpedig az utóbbi évtizedekben széles körben érvényesnek tekintett monetáris politikai modellek eleganciája sokakat meggyőztett. A krízis bebizonyította, hogy ez a leegyszerűsítő megközelítés téves, akár csak az, hogy a stabil infláció stabil kibocsátási réssel (*output gap*) konzisztens,<sup>5</sup> illetve hogy az árstabilitás egyben azt is jelenti, hogy minden rendben van a gazdaság monetáris és pénzügyi szférájában<sup>6</sup>.

Az „egy cél-egy eszköz” modell bukása komoly politikai gazdaságtani következményekkel jár. Bár a kamatpolitika természetesen járhat redisztribúciós hatásokkal,<sup>7</sup> de összességében mégis úgy tekinthetünk rá, mint egy szektor- és érdekcsoport-semleges politikára. Egy ilyen értelmezési keretben egy jól működő, független jegybank nem képes kamatpolitikai lépésekkel egyes szektorokat és társadalmi (érdek-) csoportokat jobb, illetve rosszabb helyzetbe hozni. Megváltozik azonban a helyzet, ha több szempont alapján kell optimalizálni, és több eszköz áll rendelkezésre, ami *Blanchard* (2012b) szerint még a jegybanki függetlenség kérdését is komoly kihívások elé állíthatja. *Stiglitz* (2012) mindezeket azzal egészíti ki, hogy téves volt a monetáris politikával kapcsolatos alapfeltételezés is. Az infláció csökkentése ugyanis nem végcél, hanem egy eszköz. A gazdaságpolitika végső célja egy monetáris és reálértelemben is stabilabb gazdaság, amely fenntartható módon és gyorsabban növekszik.<sup>8</sup> *Stiglitz* szerint az sem igazolható, hogy a független jegybankok jobban teljesítenek, mint a nem függetlenek, így szükség lehet a modelleken túl a jó kormányzással és irányítással (*good governance*) kapcsolatos eddigi beidegződések felülvizsgálatára, illetve

a függetlenség és az elszámoltathatóság problémájának jobb és teljesebb körülményeire is.

A válság előtti konszenzus abból indult ki, hogy létezik egy társadalmi szempontból optimális és elosztási szempontból semleges szabályegyüttes, aminek az érvényesülését és alkalmazását jogi szinten kell biztosítani. Barro, Gordon (1983), illetve Kydland, Prescott (1977) munkásságán alapuló modellek szerint olyan általános szabályokról van szó, amiket mindenki ismer és mindenki el is fogad követendőnek, követésük előírását pedig azért kell jogilag garantálni, mert az önkéntes végrehajtás költségei túl magasak lennének. Keifman (2008) szerint a logika azért hibás, mert sem az emberek világlátásával, sem pedig céljaival kapcsolatban nem lehet unanimitást feltételezni: mások a percepciók és az érdekek, és a monetáris politika redistribúciós szempontból sem semleges. Még egységes preferenciákat feltételezve sem érhető el minden esetben a Pareto-optimum, mert a nyertesek és a vesztesek közötti transzferek biztosítása nem feltétlenül megoldott, illetve túl költséges lehet. Arról nem is beszélve, hogy a modell működéséhez szükség van arra, hogy minden gazdasági aktor ismerje, értse és érvényesnek fogadja el a Barro–Gordon-féle gondolatmenetet. Márpedig a közgazdászok között folyó intenzív vita – amint azt a már bemutatott álláspontok is mutatják – nem arra utalnak, hogy egységesek lennének a gazdaság működéséről vallott nézetek. Hasonlóan kritikus Paley (2011) is, aki szerint az eddig érvényes jegybanki és monetáris politikai konszenzus hibás feltételezésekből indult ki. A Barro–Gordon-megközelítés szerint kizárólag egy független jegybank képes garantálni, hogy a választási ciklusokban gondolkodó politikusok révén ne alakuljon ki inflációs spirál a gazdaságban, hiszen csak így lehet kezelni az idő-inkonzisztencia problémáját. A modell három alapvetése, hogy (1) az infláció és a munkanélküliség közötti kapcsolatot leíró, hosszú távú Phillips-görbe vertikális (vagyis tartósan nem lehet az

infláció növelésével javítani a foglalkoztatási helyzetet), (2) a rövid távú előnyök is kizárólag a gazdasági szereplők megtévesztéséből adódnak, illetve (3) a társadalmi preferenciák állandók és egységesek. Intézményi szempontból az utolsó feltételezésnek van kiemelt szerepe. Paley (2011) szerint ez a feltételezés nem megalapozott, ami kikezdi a modell alapjait.

A gyakorlati tapasztalatok és az elméleti szinten megindult útkeresés azt mutatja, hogy az „egy cél-egy eszköz” kettősét egy komplexebb és teljesebb rendszer válthatja fel,<sup>9</sup> ami a jegybankok működését leíró modellek, értelmezési keretek politikai gazdaságtani és intézményi újradefiniálását igényli. A jegybanki működés érthetősége és átláthatósága megköveteli, hogy olyan leíró, azaz nem normatív, hanem pozitív értelmezési modellek is rendelkezésre álljanak, amelyek alkalmasak a jegybanki működés hatásmechanizmusának feltérképezésére, leírására és elemzésére. Erre a területre fokozottan érvényesek Káldor Miklós világhírű magyar közgazdász szavai, aki szerint „az elméleti elemzés eszközeit a megvilágítani szándékolt gyakorlati problémákhoz kell igazítani”.<sup>10</sup> Miután a jegybank is a közpolitikai rendszer része és a jegybanki döntéshozókat is érik társadalmi-politikai hatások, így joggal feltételezhető, hogy bizonyos szempontból a monetáris politika vitelére hatással vannak nem gazdasági (intézményi, társadalmi) tényezők is. Releváns tehát az a kérdés, hogy milyen intézményi keretek és politikai gazdaságtani korlátok között születnek a jegybanki döntések, különös tekintettel azokra, amelyek jelentős jövedelemátcsoportosítással járnak.

## A GAZDASÁGPOLITIKA INTÉZMÉNYI MEGKÖZELÍTÉSE

A gazdaságpolitikai döntések vizsgálatánál nem lehet elvonatkoztatni attól a társadalmi, intézményi, közpolitikai környezettől, amiben

a döntés megszületett, illetve amire a döntés hatással van (North, 1994). A jelen tanulmányban érintett monetáris és árfolyam-politikai döntések megértéséhez elengedhetetlen tehát annak vizsgálata, hogy milyen érdekcsoportokat érintenek ezek a döntések, és ezen érdekcsoportoknak milyen lehetőségei vannak a döntések befolyásolására, az azokból adódó költségek áthárítására.

A közgazdaság-tudomány klasszikus-liberális felfogásának alapját képező láthatatlan kéz nem feltétlenül működik az intézményi fejlődés területén. Mindez abból adódik, hogy a közösségi döntések meghozatalakor a döntéshozók és az érintettek elválnak egymástól. Az intézményi változás az adott közösség egészét érinti, de mégis igaz, hogy a közösség egyes tagjainak, csoportjainak és érdek-képviselői szerveinek több befolyása van a döntésekre, mint másoknak. Mindez azért jelent problémát, mert a közösségi döntések jellemzően erős redistribúciós hatásokkal jellemezhetők, vagyis ami egyeseknek nyereség és fejlődés, az másoknak veszteség és visszalépés. Ezt elfogadva már érthető, hogy miképp lehetséges olyan intézményi fejlődés, amely az ország fejlődését nem támogatja, hanem visszafogja: az ország egészének lemaradása egyes társadalmi csoportoknak és érdekcsoportoknak anyagi, társadalmi, politikai helyzetük javulását jelenti (North, 1993). Ez különösen élesen vetődhet fel azokkal a területekkel kapcsolatban, amelyek kevésbé vannak „kitéve” a társadalmi elszámoltathatóság kontrolljának.

Megközelítésem szerint a gazdasági teljesítményt alapjaiban határozza meg az adott állam, társadalom intézményi mátrixa. Intézmények alatt a gazdasági szereplők döntéseit és magatartását meghatározó szabályok együttesét értem a gazdaságpolitika maga is az intézményi mátrix részének tekinthető. A monetáris politika tehát vizsgálható ebből az aspektusból.

*Shirley* (2003) szerint a legfontosabb elvárás az intézményi környezettel szemben, hogy védje a tulajdonosi jogokat, illetve csökkentse a gazdasági cserék tranzakciós költségét. A klasszikus felfogás szerint a monetáris politika az utóbbi csoportba sorolható, az infláció csökkentése, az árstabilitás ugyanis a kiszámíthatóság növelésén keresztül csökkenti a tranzakciós költségeket. Mindezt nem kétségbe vonva az utóbbi évek arra is rámutattak, hogy a gazdaság általános, az ügyletek teljességét érintő költség szintje nemcsak az árak változékonyságából adódhat, hanem – különösen viszonylag alacsony inflációs környezetben – a pénzügyi piacok és a reálgazdaság destabilizálódásától, illetve áttételesen a társadalmi egyensúly kibillenésétől is. *Rodrik, Subramarian* (2003) immár klasszikussá vált tipológiája szerint a monetáris és árfolyam-politika egyfajta stabilizációs intézmény (*market stabilizing institution*), amelynek feladata a kiszámítható gazdasági környezet biztosítása. Az eldöntendő kérdés ebben az esetben az, hogy mit jelent pontosan a stabilitás, illetve mennyire kell ezt szélesen értelmeznie egy felelős jegybanknak.

Rodrik (2000) szerint mivel nincs egyértelmű recept az optimális intézményi mátrix vonatkozásában, így a helyes út kiválasztásának leghatékonyabb intézményi eszköze a politikai verseny. A demokrácia ebben a megközelítésben egyfajta metaintézmény, amely biztosítja, hogy a társadalom preferenciái testesüljenek meg az intézményekben. Kérdés azonban, hogy mi a biztosíték olyankor, amikor a társadalom gyakorlatilag nem rendelkezik az intézményi-szabályozási szabadsággal. Keifman (2008) a 2001-ben kirobbant argentin válság elemzése során arra mutat rá, hogy a modern jegybanki politikák alapját jelentő Barro–Gordon-modell egyik legnagyobb hibája épp az, hogy a demokratikus vitán kívülre helyezi a gazdaságpolitika egyik legfontosabb szegmensét, a monetáris politikát. Márpedig hatékony

társadalmi kontroll hiányában különösen igaz, hogy a formális intézményi fejlődés irányát a befolyásos érdekcsoportok határozhatják meg, miközben az ő érdekeik nem feltétlenül esnek egybe a társadalom egészének érdekeivel. Mindez nem jelenti azt, hogy bizonyosan rossz irányt követ a monetáris politika, csak azt, hogy fokozottabban fennáll ez a veszély, mint akkor, ha van valódi társadalmi kontroll és visszacsatolás. Az érdekcsoportok partikuláris érdekei nem csak anyagi szempontból értelmezhetők, az intézményi fejlődésben kiemelkedő szerepe van a befolyásos érdekcsoportok kulturális, társadalmi helyzetének, történelmi tapasztalatainak, szubjektív világlátásának és ideológiai meggyőződéseinek is. A társadalmi elit és a társadalom nagy tömegei az ismertett tényezők tekintetében gyakran nagyon eltérő jellegzetességekkel írhatók le. Különösen tanulságosak azok a tanulmányok, amelyek arra mutatnak rá, hogy a monetáris politika alakítói jellemzően a társadalom egy nagyon speciális szegmenséből, a pénzügyek világából érkeznek. *Posen* (1995) szerint a jegybanki függetlenség alapvetően attól függ, hogy az adott ország pénzügyi szektora milyen hatékonyan tudta antiinflációs elképzeléseit érvényesíteni. *Stiglitz* (2012) szerint a független jegybankok a pénzügyi világ logikáját követő intézmények, amelyeket mindenekelőtt a pénzügyi piacok szereplői ítélnék meg. A jegybankárok többnyire a pénzügyi világból érkeznek, ennek a világnak gondolkodásmódját, preferenciáit követik (*cognitive capture* jelenség).<sup>11</sup> Hasonlóan látja *Paley* (2011), aki arra figyelmeztet, hogy a jegybanki működést torzítja a pénzügyi piacok logikájának, szempontrendszerének túlzott érvényesülése.<sup>12</sup>

A monetáris politika intézményi aspektusaival foglalkozó kutatók jellemzően arra koncentrálnak, hogy milyen szerepe van a politikai és társadalmi érdekcsoportoknak a monetáris politikai rendszer és az árfolyam-politikai keretek kialakításakor, de a döntéshozatali

folyamat ilyen elemzése jóval kevésbé jellemző. Az egyik első olyan szerző, aki ezt az aspektust vizsgálta, *Woolley* (1983) volt. A magán-szektor érdekcsoportjai közvetlen és közvetett csatornákon (politikai vezetés irányába tett lobbitevékenységen, illetve közleményeken, híradásokon, demonstrációkon) keresztül próbálnak hatással lenni a monetáris politikára. Jogi értelemben a jegybankok védve vannak a nyomásgyakorlásoktól – ez a jegybanki függetlenség lényege –, de ezzel együtt nem evidens, hogy a jegybankok a gyakorlatban is képesek-e ellenállni ezeknek a nyomásgyakorlásoknak. *Eijffinger, De Haan* (1996) tanulmánya szerint a jegybanki függetlenség meghatározó tényezői között gazdasági és politikai faktorok is akadnak. A szerzőpáros szerint szignifikáns a kapcsolat a jegybanki függetlenség és (1) a munkanélküliség egyensúlyi szintje, (2) az államadósság, (3) a politikai instabilitás, (4) a pénzügyi felügyelet minősége, (5) a pénzügyi szektor politikai befolyása, illetve (6) a közvélemény inflációs preferenciája között. *Weise* (2001) az amerikai jegybank szerepét betöltő Federal Reserve monetáris politikai döntéseit vizsgálta a befolyásos amerikai pénzügyi és reálgazdasági érdekcsoportok és szervezetek monetáris politikai ajánlásainak és követeléseinek fényében. Arra jutott, bár nem bizonyítható, hogy a jegybanki döntések szisztematikusan megfeleltethetők lennének a bankszektor, illetve egyéb érdekcsoportok ajánlásainak, de a nyomásgyakorlás különböző formái ettől még egyértelműen kimutathatók.<sup>13</sup>

## A MONETÁRIS POLITIKA MOZGÁSTERE INTÉZMÉNYI MEGKÖZELÍTÉSBN

A politikai gazdaságtani tényezők felértékelődése<sup>14</sup> az egész monetáris politikai folyamatra és gyakorlatra jellemző, különösen az a legkomolyabb jövedelem-újraelosztási hatással járó árfolyam-politikánál. Nem véletlen, hogy a

monetáris politika függetlenségét alaptézisnek tartó európai gyakorlat is a jegybank és a kormány közös felelősségébe helyezi az árfolyam-politikai keretek kialakítását, miközben a kicsi és nyitott gazdaságokban a monetáris politika egyetlen, valóban hatásos csatornája jellemzően az árfolyam. Az árfolyamrendszer tehát közös felelősség, de az árfolyam-politika menedzselése már a jegybank hatásköre (nem függetlenül attól, hogy az árfolyam-politika sosem szakadhat el a monetáris politika egységétől).

Az intézményi megközelítés azért segítheti a folyamatok megértését, mert elfogadja, hogy mind a szabályozók, mind a szabályozottak, mind pedig az egyéb érintettek eltérő érdekeket és a célokat követnek. Mindez nem jelenti azt, hogy ne lehetne határt szabni a diszkrecionális politikáknak, de a demokratikusan választott testületek véleményének eliminálása azzal fenyeget, hogy a monetáris politika nem képes hatékonyan alkalmazkodni a változó nemzetközi és hazai valósághoz. A bebetonozott szabályok mindig egy adott időszak érdekérvényesítő képességének lenyomatai, így alkalmasak a hatalmi rendszer konzerválására is. Az intézményi rugalmatlanság azért is veszélyes, mert az adott szabályozás és a szervezeti struktúra csak akkor változik meg, amikor már drágább lenne a fenntartása, mint a lebontása, ami komoly társadalmi költségekkel járhat.<sup>15</sup>

Jelen tanulmány arra tesz kísérletet, hogy egy kis nyitott, átmeneti országot feltételezve sorra veszi azokat az intézményi, politikai-gazdaságtani szereplőket, érdekcsoportokat, amelyek – jellemzően közvetett módon – megpróbálnak hatást gyakorolni a monetáris politikai döntéshozókra. Kiindulópontom, hogy ha a monetáris és árfolyam-politikai rendszer kiépítésekor értelmezhető egy-egy ország érdekcsoportjainak befolyása, akkor ez a jegybanki függetlenség ellenére, illetve mellett igaz a jegybanki működésre és döntéshozatalra is.

Egy ilyen értelmezési keretet elfogadva a jegybanki működést intézményi és társadalmi közegben elemezhetjük.

Az intézményi logikát elfogadva adódik, hogy a jegybank döntéseinek széles értelemben vett hatásait figyelembe véve alakítja politikáját. Ebbe az irányba mutat az is, hogy az európai megközelítés szerint a monetáris politika célja az árstabilitás elérése és fenntartása, de a jegybanknak támogatnia kell a kormány gazdaságpolitikáját is, amennyiben ezzel nem veszélyezteti elsődleges céljának teljesülését.<sup>16</sup> Az inflációcsökkentésnek tartósnak kell lennie, ami azt jelenti, hogy a monetáris politikának áttétlesen sem lehetnek olyan, előre tudott következményei, amelyek direkt vagy indirekt módon veszélyeztetik az infláció csökkenését. Annak megítélése, hogy milyen szinten kell értelmezni ezt a stabilitást, illetve milyen következményeket kell a döntéseknél figyelembe venni, a jegybank vezetésének feladata (részben ebben áll a jegybanki függetlenség), de a szabályozási környezet lehetővé tesz egy olyan megközelítést is, amely szélesen értelmezi mind a stabilitás fogalmát, mind pedig a figyelembe veendő következményeket.

A jegybanki működésre akkor is hat a jegybankot körülvevő reálgazdasági környezet, ha jogilag a jegybanknak lehetősége van kizárólag az inflációs hatásokat figyelembe venni. Racionális aktorokat feltételezve, azok a társadalmi és egyéb csoportok, amelyekre hatással vannak a jegybank döntései, mindaddig nyomást kívánnak majd gyakorolni a jegybankra, ameddig a várható hasznok meghaladják a nyomásgyakorlás költségét. A jegybanki szabályozás az európai modell szerint tiltja a jegybanknak a külső nyomásgyakorlás alapján való döntést. Ez természetesen nem jelenti azt, hogy a jegybankárok tökéletesen izoláltan hoznának döntéseket, ők is az adott társadalomban élnek mindennapjaikat. A döntéshozatalt végső soron befolyásoló impulzusok nem függetlenek attól sem, hogy mit tartanak a döntéshozók a

fenntartható árstabilitáshoz vezető útnak. Ki kell hangsúlyozni, hogy nem ellentétes a jegybanki függetlenséggel és nem is feltétlenül baj, ha az érintettek hatni próbálnak a monetáris döntéshozókra, hiszen bár ennek lehetnek nem elfogadható formái, de a jogszabályok betartása esetén a társadalmi visszacsatolás, a közösségben megfogalmazódó álláspontok kanalizálásának egyfajta eszközéről van szó.

A továbbiakban a monetáris politika egy speciális szegmense, az árfolyam-politika intézményi és politikai gazdaságtani értelmezési keretét vázolom fel, különös tekintettel az árfolyam és a kereskedelem kapcsolatára.<sup>17</sup> Ez természetesen nem fedi le a monetáris politika teljességét, de mivel egy erős redusztribúciós hatásokkal jellemezhető szegmensről van szó, így alkalmas lehet a korábban részletezett gondolkodásmód bemutatására. Az árfolyam központi befolyásolásával kapcsolatos vitákra nem térek ki, elfogadom, hogy az árfolyam jegybanki eszközökkel akár tartósan is eltéríthető. A kereskedelmi folyamatok árfolyam-érzékenységeinek jelentős szakirodalma van,<sup>18</sup> és a kutatók jellemzően arra a következtetésre jutnak, hogy kimutatható valamiféle kapcsolat a reálárfolyam és a kereskedelmi folyamatok között.<sup>19</sup> A továbbiakban én is ebből indulok ki.

A neoklasszikus megközelítés alapján a makrogazdasági hatások egy leértékelésnél a következők (felértékelésnél ezzel ellentétesek).

▶ *Relatív árakra gyakorolt hatás:* a leértékelés olcsóbbá teszi a hazai termékeket a külföldi termékekhez képest. A hazai termelők versenyképességének javulása akkor javítja a kereskedelmi mérleget, ha kereskedelmi termékek iránti kereslet rugalmas, azaz teljesül a *Marshall–Lerner-feltétel* (*expenditure-switching effect*).

▶ *Laursen–Metzler-hatás* (*Harberger–Laursen–Metzler-hatás*): a leértékelés rontja a kereskedelmi mérleget, mert rontja a cserearányt.<sup>20</sup> Ha az export relatív értelemben olcsóbb, az

import pedig drágább lesz, akkor többet kell exportálni ahhoz, hogy adott mennyiségű importterméket meg tudjon vásárolni az ország. A cserearány romlása miatt csökken a reáljövedelem, aminek következtében mérséklődik a megtakarítási ráta ( $S/Y$ ) is, mert a leértékelés után a gazdasági szereplők megpróbálják fenntartani korábbi (*ex ante*) életszínvonalukat. Ez a fogyasztás és az abszorpció növelését és így a kereskedelmi mérleg romlását jelenti.

▶ *Obstfeld-féle hatás:* *Obstfeld* (1981) szerint a cserearány romlása éppen ellentétes hatással jár ahhoz képest, amit *Harberger*, *Laursen* és *Metzler* állított. *Obstfeld* azt állítja, hogy tartósan romló cserearány esetén csökkennek az aggregált kiadások, ami javítja a kereskedelmi és a folyó fizetési mérleget.

▶ *J-görbe hatás:* a leértékelés mennyiségi szinten jelentkező hatásai csak idővel érezhetők, így az árfolyam változásának hatása különböző lehet annak függvényében, hogy milyen időtávra van szó. Hosszabb távon a mérleget javító hatások lehetnek a dominánsak.

▶ *Beruházási hatás* (*reverse absorption effect*): a leértékelést követően nőhetnek a hazai és külföldi beruházások, mert az ország „olcsó termelővé” vált. A leértékelés rontja a kereskedelmi szaldót (és potenciálisan javítja a tökemérleget).<sup>21</sup>

▶ *Begyűrűzési hatás* (*pass-through*): a leértékelés megemeli az importált termékek árszínvonalát és így az inflációt is. Minél nagyobb a begyűrűzési hatás, annál kevésbé képes az árfolyam-politika hatni a versenyképességre.

▶ *Monetáris expanzió hatása:* a leértékelés nem lehet független a monetáris folyamatoktól, vagyis legalább is indirekt módon monetáris expanzióknak és kamatcsökkenésnek kell megelőznie. Ez az LM-görbe jobbra tolódását jelenti a  $(r, Y)$  térben. A monetáris expanzió vagy a jövedelmet emeli meg, vagy az árakat, a kereskedelmi szaldó mind a két esetben romlik.

Mindezekből látható: a monetáris politika és az árfolyam-politika hatásai nem evidensek, de az mindenképp elmondható, hogy komoly redisztribúciós hatásokkal kell számolni. Az árfolyam változásával változik a jövedelem és a fogyasztás, a vagyon értéke, a külpiacokkal versenyző vállalatok versenyhelyzete, a devizaügyleteket folytatók jövedelmi helyzete, a kereskedelmi szaldó. Mindebből természetesen következik, hogy az árfolyam-politikai döntések megosztják a társadalmat, hiszen vannak, akik nyernek egy adott döntéssel és vannak, akik veszítenek ugyanezzel.<sup>22</sup>

A gazdasági hatásokon túl figyelembe kell venni azok tovaggyűrését, különös tekintettel a gazdasági változások érdekcsoportokra gyakorolt hatását és az érdekcsoportok jegybanki döntéshozatalra való visszahatását. Az érdekcsoportok a makrogazdasági hatásoktól függetlenül, a saját helyzetük változásából kiindulva ítélik meg a gazdaságpolitikai döntéseket, és amennyiben a befolyásuk elég nagy, akkor képesek lehetnek arra, hogy az esetleges kedvező makrogazdasági hatások ellenére is visszafordítsanak bizonyos változásokat.

A jegybanki függetlenség miatt a monetáris politika esetében az érdekcsoportok érdekérvényesítése nem közvetlenül történik, formális értelemben ugyanis nincs és nem is lehet befolyása az érdekcsoportoknak a döntésekre. Az érdekcsoportok azonban a közpolitikai szereplőkön vagy a nyilvánosságon keresztül megpróbálhatnak nyomást gyakorolni a jegybankra annak érdekében, hogy nekik megfelelő monetáris és árfolyam-politikai döntések születessenek.

Az értelmezési keret felvázolásához szükség van a gazdasági hatások leírása mellett az intézményi hatások definiálására, illetve azoknak az érdekcsoportoknak a meghatározására, amelyeknek döntő befolyása lehet a döntéshozatalra. Az intézményi visszacsatolások öt ponton csatlakozhatnak az árfolyam és a kereskedelem közötti viszonyrendszerhez, ezek

a pontok pedig az abszorpció (fogyasztás), a versenyképesség, az infláció, a nominális árfolyam és a kereskedelmi mérleg.

Az árfolyam-politikai döntések gazdasági változókra való hatását, ezen hatások intézményi lecsapódását, illetve az érdekcsoportok jegybanki döntéshozatalra irányuló visszacsatolását mutatja be az *1. ábra*.

Woolley (1983) tipológiája alapján az árfolyam-politika vizsgálatokor a következő politikai gazdaságtani és intézményi tényezőkre kell kiemelt figyelmet fordítani: (1) a kormányzaton keresztül ható nem strukturális tényezők, (2) a kormányzaton kívüli nem strukturális tényezők, (3) a kormányzaton kívüli strukturális tényezők, illetve (4) a kormányzathoz kapcsolódó strukturális tényezők.

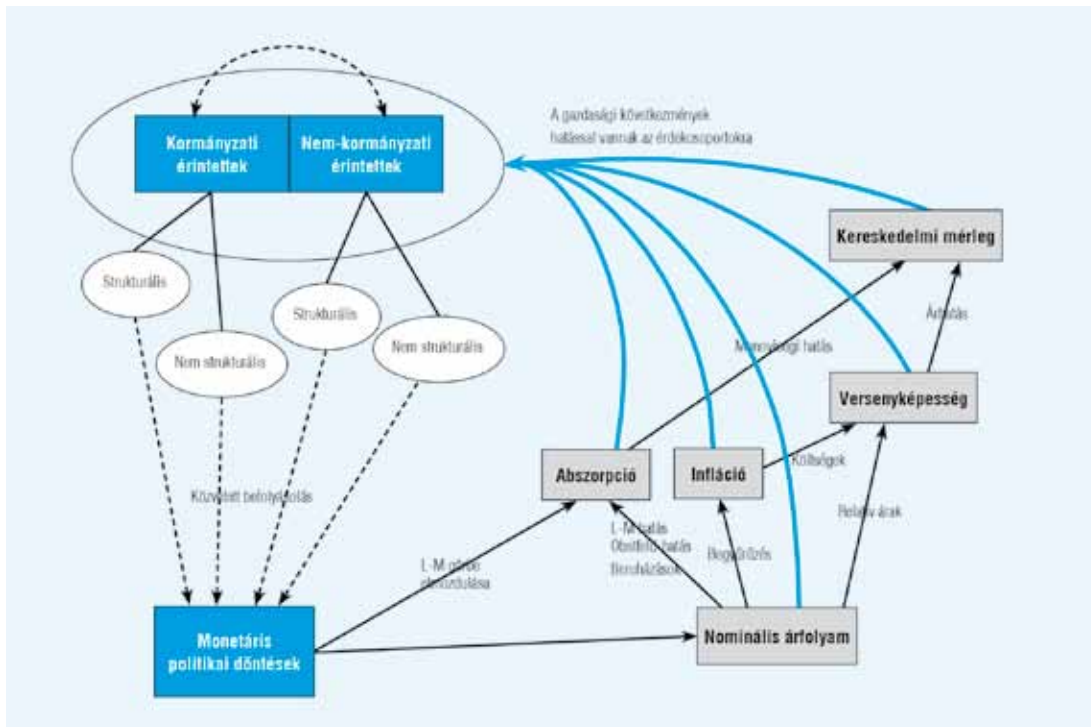
### A kormányzaton keresztül ható nem strukturális tényezők

Az európai szabályrendszerben a kormányzat nem utasíthatja a jegybanki vezetőket, illetve a jegybanki vezetők nem fogadhatnak el utasítást a kormányzattól a monetáris politikával kapcsolatban. Mindez nem jelenti azt, hogy a kormányzat nem fejtheti ki a véleményét a monetáris politikával kapcsolatban. Egyrészt, mert a kormánynak is vannak politikai-társadalmi célkitűzései, másrészt mert a demokratikus államokban a társadalmi preferenciák a politikai versenyen keresztül artikulálódnak, és a kormányzat egyik feladata ezen preferenciák érvényre juttatása. Azt is figyelembe kell venni, hogy a kormányzat és a költségvetés (illetve áttételesen az adófizetők közössége) közvetlenül és közvetve is érintette a jegybanki politikának.<sup>23</sup>

A kormányzat, illetve a politikai verseny egyéb résztvevői mind az öt csatlakozási ponton kapcsolódhatnak a gazdasági hatásokhoz. Egy kis nyitott gazdaságot feltételezve a politikai versenyben résztvevőknek nem érdeke sem



## AZ ÁRFOLYAM-POLITIKA GAZDASÁGI HATÁSAI ÉS INTÉZMÉNYI VISSZACSATOLÁSI MECHANIZMUSA



Forrás: Saját szerkesztés

a fogyasztás csökkenése (kereslet visszaesése, dekonjunkktúra, választói elégedetlenség), sem a versenyképesség erodálódása (exportszektor visszazorulása, növekedés visszaesése), sem az infláció emelkedése (választói elégedetlenség), sem a nominális árfolyam gyengülése (importcikkek drágulása, nettó devizapozíció romlása), sem a kereskedelmi mérleg romlása (finanszírozási kockázat emelkedése). Ezek a célok egymással ellentétesek lehetnek (például versenyképesség versus infláció), a politikai szereplők preferenciáját pedig a társadalmi preferenciák alakulása határozza meg a fentiekkel kapcsolatban is.

A kormányzaton keresztül ható politikai tényezők a következő formákat jelenthetik.

1 A kormányzat véleményt alkot a jegybanki politikáról és közvetett módon – jellemzően a nyilvánosságon keresztül – eljuttatja azt a

jegybankhoz.<sup>24</sup> Az árfolyamrendszer egészével kapcsolatos közös jegybanki és kormányzati felelősség miatt az árfolyam-politika területén ennek formális alapjai is vannak.

2 A jegybank felelős az Országgyűlésnek, a törvénykezési hatalom képviselőjének pedig feladata a választói akarat megjelenítése, így a képviselők véleményt alkothatnak a monetáris politikával kapcsolatban.

3 A redisztribúciós hatásokból következően a választási kampányban is fontos témává válhat a monetáris politika, egyes politikai pártok kampánytémává tehetik a jegybanki döntéseket.<sup>25</sup>

4 A kormányzatra nyomást gyakorolnak a monetáris politikai döntések veszteseinek tekinthető érdekcsoportok annak érdekében, hogy a kormány tegyen meg mindent a jegybanki politika megváltoztatására.<sup>26</sup>

### A kormányzaton kívüli nem strukturális tényezők

A jegybanki döntésekre hatása lehet azoknak a nem kormányzati tényezőknek is, amelyek közvetetten érintik a monetáris politikai döntéshozókat. Ez egy kevésbé megfogható terület, mint a kormányzaton keresztül ható tényezők köre, de jellemzően szintén az érdekcsoportokhoz kötődik. A társadalom különböző érdekcsoportjait, gazdasági és társadalmi csoportjait különbözőképpen érintik a monetáris politikai döntések. Vannak társadalmi csoportok, amelyek például érzékenyebbek az inflációra, mint a foglalkoztatottságra (a pénzügyi megtakarítással rendelkezők), és vannak olyanok, amelyek éppen ellenkezőleg, nem az inflációra, hanem a foglalkoztatottságra érzékenyebbek (a pénzügyi megtakarításokkal nem rendelkező foglalkoztatottak, a reálszektor munkaadói, a vállalkozók).

Woolley (1983) szerint jellemzően az ingatlanpiaci fejlesztők, a tartós fogyasztási cikkek előállítói és értékesítői, a munkavállalók és a fogyasztók ellenzik a magas kamatokat, így gyakran tesznek kísérletet nyomásgyakorlásra a kamatok csökkentése érdekében. A kormányzaton kívüli nem strukturális tényezők a következők lehetnek.

① Az elégedetlen érdekcsoportok tüntetéseket, utcai megmozdulásokat szerveznek. Ezek a tüntetések akkor is iránymutatók a jegybank számára, ha közvetlenül nem a monetáris politikáról szólnak. Ez a tényező jellemzően az abszorpció (fogyasztási), inflációs, illetve lakossági devizakitettség esetén a nominális árfolyamhoz kapcsolódik.

② A munkaadói és a munkavállalói oldalnak is lehetősége van a bértárgyalásokon át tételesen nyomást gyakorolni a jegybanki politikára, a bérek alakulása ugyanis az infláció egyik fő meghatározója. A béremelések ebből a szempontból a monetáris szigor irányába mutatnak, a visszafogottabb bérmegállapodá-

sok pedig teret engedhetnek a monetáris lazításnak.

③ A munkavállalók hatásos eszköze lehet a sztrájk. Ez a terület a versenyképességhez kapcsolódhat, az exportszektor munkavállalói ugyanis munkahelyük veszélyeztetését láthatják a túl erős árfolyamban.

④ A fejlődő országok külső finanszírozási igénye jellemzően magas, így kiemelten fontos szerepe van a gazdasági stabilitás fenntartásában a külföldi befektetőknek,<sup>27</sup> illetve át tételesen a hitelminősítőknél. Ez a tényező a kereskedelmi (külső) mérleghez kapcsolódik, a modellszerű felvetés szerint ugyanis a külföldi befektetők az alapján döntenek a finanszírozással kapcsolatban, hogy fenntarthatónak tartják-e a külső egyensúlyi folyamatokat. Amennyiben nem, akkor az a monetáris politikától is azonnali alkalmazkodást kíván.<sup>28</sup>

⑤ A külső finanszírozói megítélés mellett a hazai üzleti és a fogyasztó bizalmi megítélésének is fontos szerepe lehet, a bizalmi indexek jelentős elmozdulása hatékonyan jelezheti a monetáris politikai döntéshozóknak a társadalom preferenciáit és véleményét.

⑥ A hazai deviza felértékelődésének gátat szab, ha a hazai exportvállalatok és az importtal versenyző cégek saját üzleti helyzetük romlása miatt fellépnek az árfolyam-politika ellen. A hazai exportőrök mobilizálása nem feltételezi a makrogazdasági környezet romlását (például a kereskedelmi hiány növekedését), elég, ha az exportőrök percepciója szerint romlott a helyzetük. A hazai exportőrök a felértékelődéssel együttjáró megemelt kamatszint miatt könnyen találhatnak maguknak befolyásos szövetségeseket, ami javíthatja az alkukhelyzetüket (ilyenek lehetnek hazai devizában eladósodott háztartások, illetve maga az állam). Ez a korlát elsősorban a lobbierő függvénye, vagyis az sem feltétel, hogy az érintett cégek kiemelkedően fontosak legyenek a nemzetgazdasági teljesítmény, illetve a foglalkoztatottság szempontjából.<sup>29</sup>

## A kormányzaton kívüli strukturális tényezők

A strukturális, de nem kormányzati tényezők azokat az általános, beágyazott, gyökeret eresztett gazdasági strukturális és társadalmi tényezőket jelentik, amelyek hatással lehetnek a monetáris és árfolyam-politikára. Ezek a tényezők az intézményi visszacsatolások mind az öt pontján csatlakozhatnak az árfolyam-politika viszonyrendszeréhez. A kormányzaton kívüli strukturális tényezők a következők lehetnek.

① A társadalom makrogazdasági kérdésekkel kapcsolatos, sokszor explicit módon meg sem fogalmazott, de ettől még a társadalmi beidegződések szintjén létező preferenciája. Ilyen faktor például Németország történelmi averziója az inflációval kapcsolatban, vagy Franciaország szintén történelmi okokra visszavezethető ellenérzése a piaci mechanizmusok túlzott térnyerésével szemben. Minden országnak, közösségnek vannak olyan történelmi tapasztalatai, emlékei, amelyek hatással lehetnek a jelenkori döntésekre. Ezek a legnehezebben változtatható intézményi alapok, de mivel a legmélyebbről gyökerezők is, így alapjaiban képesek egy-egy gazdaságpolitikai döntés végeredményét meghatározni.

② A fogyasztók, a háztartások jellemzően érzékenyek az inflációra. A háztartások és a fogyasztói tömegek a tapasztalatok szerint a legkevésbé szervezett érdekcsoportot jelentik. Az inflációs érzékenységből adódó korlát elhelyezkedése nem evidens, azt minden ország és közösség sajátos adottságai, inflációs múltja, érzékenysége, gazdaságának jellegzetességei, a kormányzattal szembeni bizalom szintje és a várakozások határozzák meg. Az inflációs korlát elérése árfolyam-politikai szempontból a leértékeléshez kapcsolódhat: ha a deviza leértékeléséből adódóan az infláció elér egy bizonyos, „kritikus” szintet, akkor a lakossági nyomás az árfolyam-politika megváltoztatására kényszerítheti a döntéshozókat.

③ Fontos, hogy milyen az érdekképviseltek ereje, szervezettsége, a szakszervezeti vagy a munkaadói, szektorális mozgalmak esetleges politikai kötődése is. Minél koncentráltabb és hatékonyabb egy-egy partikuláris érdek képviselője, annál hatásosabb a folyamatok és döntések befolyásolása, illetve annál kisebb mértékben kénytelen viselni az adott érdekcsoport egy-egy gazdaságpolitikai döntés explicit vagy implicit költségét. A különböző intézményi tényezők különböző csoportjai közötti interakciót mutatja, hogy a magánszektorbeli meg egyezések kimenetelére is hatással van az egyes érdekképviseltek ereje. A politikai kötődés bizonyos esetekben csökkenti, bizonyos esetekben növeli az érdekérvényesítő képességet. A kis elemszámú, de jól szervezett érdekcsoportok befolyása jellemzően nagyobb, mint a nagy elemszámúaké.<sup>30</sup>

④ A monetáris és árfolyam-politika szempontjából kiemelkedő jelentősége van a pénzügyi piacoknak és a pénzügyi intézményeknek. A pénzügyi piacok jellegzetességei meghatározzák azokat a technikai és eszközhasználati kereteket, amelyek között a jegybanki politika mozoghat. Minél fejlettebb, szélesebb és integráltabb a pénzügyi piac, annál inkább tere van például a jegybank nyílt piaci műveleteinek. Minél specializáltabbak a pénzügyi intézmények, annál több esély van arra, hogy piaci vagy szabályozási változások esetén nem lesz a veszteségeket ellensúlyozó „puffertevékenység”, így nő az állami segítségkérés valószínűsége.

⑤ Nagy devizakitettség<sup>31</sup> esetén a jegybanki döntések jelentős hatással vannak az érintett társadalmi csoportokra, szektorokra, cégekre. Mind a munkaadói oldal, mind pedig a fogyasztói oldal érintett lehet (elsősorban azokban a kis nyitott országokban, ahol elterjedt a devizahitelezés<sup>32</sup>). Az árfolyam alakulásával kapcsolatos jegybanki döntésekre nagy lehet a társadalmi nyomás, amihez a banki szféra nyomásgyakorlása is társulhat (ez utóbbi abból adódhat, hogy az árfolyam gyengülése

jelentősen ronthatja a banki hitelporfóliók minőségét és így a bankok jövedelmezőségét).

6 A jegybankoknak törvényi kötelezettsége a pénzügyi piacok stabilitásának fenntartása. Ebből adódóan a jegybankoknak minden döntésüknél figyelembe kell venniük a bankok jövedelmi, likviditási és mérleghelyzetére gyakorolt hatásokat. Nagy devizakitettség esetén ebből a szempontból meghatározó az árfolyam-politika jelentősége.

7 A gazdaság struktúrája, a hazai kamatpolitikának és az árfolyam változásának való kitettség mértéke meghatározza a jegybanki mozgásteret. Más utat követhet egy jegybank, ha a vállalati szektor nagy része külföldi anyavállalatain keresztül finanszírozza magát és az export mellett nagy importhányad is jellemzi, illetve ha a vállalati szektor jellemzően hazai forrásból finanszírozott és hazai munkaerőt alkalmazó kisvállalatokból áll, amelyek az exportpiacokon kívánnak terjeszkedni.<sup>33</sup>

8 Jelentősége lehet annak is, hogy az adott ország társadalmi-politikai berendezkedése, kultúrája mennyire paternalisztikus, mennyire épül a személyes felelősségvállalásra, illetve hogy mekkora a gazdaságon belül a szürke, illetve a fekete zóna, valamint a külföldi devizák térnyerése (milyen hatóköre van egyáltalán a monetáris politikának).

9 A pénzügyi piacok nemzetközi integrálódása és összefonódása olyan strukturális adotttság, ami a jegybanki döntéshozatalra alapjaiban hat. A periféria államaiban a jegybank és az érdekcsoportok mozgásterét is behatárolja a centrumban követett monetáris politika és annak áttételes hatásai.<sup>34</sup>

### A kormányzathoz kapcsolódó strukturális tényezők

A politikai tényezők negyedik csoportját azok a strukturális tényezők alkotják, amelyek a kormányzathoz, az állami működés formális

szabályaihoz kapcsolódnak. Milyen ereje és befolyása van a végrehajtó hatalom, a kormány fejének és a törvényhozói hatalomnak? Milyen a politikai verseny intenzitása? Milyen a kormányzati bürokrácia ereje? Milyen a jegybank és a kormány, illetve a jegybank és egyéb közpolitikai erőközpontok, intézmények közötti formális és informális kapcsolat, valamint mit jelent a gyakorlatban a jegybank elszámoltathatósága?

A kormányzathoz kapcsolódó strukturális tényezők a következők lehetnek.

1 A legfontosabb tényező a jegybank jogi szabályozása, különös tekintettel az alkotmányra és a jegybanktörvényre. Ezek a jogszabályok határozzák meg, milyen formális kapcsolat van a jegybank és az állam egyéb képviselői között, illetve azt is, hogy az állampolgárok milyen feladattal bízzák meg a jegybankot és annak ellátásához milyen jogosítványokat adnak az intézménynek.

2 A döntéshozatalt nagyban befolyásolhatja, hogy a *de jure* jegybanki függetlenség mellett milyen fokú a *de facto* függetlenség, azaz a gyakorlatban mennyire igaz, hogy a jegybank a kormányzati akarattól függetlenül hozza meg döntéseit. Mindez természetesen nem jelenti azt, hogy a jegybanki döntéshozók ne hozhatnának olyan döntést, amely egybeesik a kormányzati szándékkal, hisz egy ilyen döntés meghozatalának lehetősége is a független jegybank joga.

3 A nemzetközi gazdasági integráció bizonyos formáinál a tagállamok kötelezettséget vállalnak bizonyos, monetáris politikával kapcsolatos szabályok betartására. Ilyen az Európai Unió szabályozása is, amely már az eurózónába való belépés előtt komolyan korlátozza a tagállamok mozgásterét a jegybanki szabályozással kapcsolatban. Ez a jegybank számára nagyfokú függetlenséget biztosít.

4 Fontos tényező a politikai verseny intenzitása és az ország közpolitikai berendezkedése is. Éles verseny esetén jellemző lehet a jegy-

banki függetlenség megerősítése (attól tartva, hogy egy esetleges kormányváltás a monetáris politikát is elérheti), a fékek és egyensúlyok rendszerének működése pedig szintén ebbe az irányba hathat (senkinek nincs elég hatalma a monetáris politikai döntéshozatal valódi és érdemleges befolyásolására).

## ÖSSZEGZÉS

A gazdasági válság kikezdte a korábbi gazdaságpolitikai alapvetéseket és előkészítette a paradigmaváltást többek között a monetáris politikával kapcsolatban is. Az „egy cél-egy eszköz” jegybanki modell felett elhaladt az idő, egy komplexebb, a jegybanki feladatok és eszközök szélesebb körét átfogó, a döntések hatásait teljes körűen figyelembe vevő modellezésre van szükség.

A válság utáni időszak egyik nagy kihívása, hogy miképp lehet a gazdasági folyamatokat társadalmi keretek közé helyező modelleket és értelmezési kereteket alkotni, miképp lehet modellezési szinten is érvényesíteni, hogy a gazdaság nem egy önálló szegmense a társadalmi életnek, hanem egy társadalmi alrendszer, amely számos szállal kötődik a társadalom egyéb alrendszereihez. Téves értelmezés, hogy a monetáris politikai döntéseket azok reálgazdasági, illetve esetleges egyéb társadalmi implikációinak figyelembevétele nélkül lehet és kell meghozni – az utóbbi pár év egyértelműen bebizonyította e megközelítés tarthatatlanságát és a

társadalmi stabilitást alapjaiban veszélyeztető következményeit.

A gazdaságpolitika és így a monetáris politika is az intézményi mátrix része. Az intézményi megközelítés szerint a társadalmi intézmények fejlődését a különböző érdekcsoportok érdekérvényesítő képessége határozza meg, így a monetáris és árfolyam-politika kialakítása, illetve vitele is vizsgálható a politikai gazdaságtan szemszögéből. Ebben a megközelítésben a monetáris és árfolyam-politikai döntések hatnak a gazdasági változókra, az újraelosztási következmények hatással vannak a különböző társadalmi érdekcsoportokra, amelyek pedig egyfajta visszacsatolásként – jellemzően közvetett módon – megpróbálják a saját érdekeiknek megfelelően alakítani a monetáris és árfolyam-politikai döntéseket.

Jelen tanulmány sorba veszi azokat a kormányzati és nem kormányzati, illetve a strukturális és nem strukturális tényezőket, amelyek figyelembevétele segítheti a jegybanki döntéshozatal megértését és átláthatóságát. A tanulmány az árfolyam-politika hatásmechanizmusába illeszti be ezeket a nem gazdasági tényezőket, és ezzel egy olyan értelmezési keretet ad, amely lehetővé teszi a jegybanki döntések komplex, társadalmi kontextusba helyezett értelmezését.

Az intézményi tényezőknek a neoklasszikus gondolkodásba való integrálása komolyan javíthatja a modellek magyarázó erejét és gyakorlati használhatóságát. Jelen tanulmány egy hosszú kutatómunka első lépésének tekinthető, az itt felvetett szempontokat további tanulmányoknak kell majd továbbvinnie.

## JEGYZETEK

<sup>1</sup> Blanchard (2012a)

<sup>2</sup> Ezt szemléletesen foglalja össze Paley (2011), aki különbséget tesz a visszafogottabb belső (insider) és a radikálisabb külső (outsider) megújulási törekvések között.

<sup>3</sup> A konszenzus összefoglalóját lásd Blanchard et al. (2012)

<sup>4</sup> Stiglitz (2012)

<sup>5</sup> Ezt hívta Olivier Blanchard és Jordi Gali „divine coincidence-nek”, azaz „égi egybeesésnek”. Meg

kell jegyezni, hogy ha a munkanélküliségi ráta a természetes rátán van, akkor a kibocsátási rés nulla, azaz a GDP a potenciális szinten van. A modern Phillips-görbe elméletéből is az következik, hogy ha GDP-rés zérótól eltér, az infláció instabil: gyorsul, illetve lassul. Ebből adódóan stabil inflációhoz zéró kibocsátási rés tartozik.

- <sup>6</sup> Blanchard (2012b) és Ortiz (2012) szerint is a válság egyik kiemelten fontos következménye, hogy az árstabilitás mellett a monetáris politika fókuszába hozta a pénzügyi stabilitást is. Stiglitz (2012) szerint a pénzügyi stabilitás kérdése jóval fontosabb a fejlettebb és viszonylag alacsony inflációval jellemezhető országokban, mint az árstabilitás.
- <sup>7</sup> Elég csak arra gondolni, hogy miképp hat egy-egy kamatdöntés a hitelezőkre és az adósokra, az aktívakra és a passzívakra, a foglalkoztatottakra és a foglalkoztatókra stb.
- <sup>8</sup> „The end is a more stable economy – not just price stability, but real stability – and an economy that is growing faster in a sustainable way.”
- <sup>9</sup> Lásd Blanchard, Dell’Ariccia, Mauro (2010) IMF-kiadásban megjelent tanulmányát, amely arra a következtetésre jut, hogy a válság ugyan nem elsősorban nem a makrogazdasági politikai sík szintjéről eredeztethető, de a krízis utáni pénzügypolitikának mégis másnak kell lennie majd, mint amilyen a válság előtt volt.
- <sup>10</sup> Káldor (1989), 234. oldal
- <sup>11</sup> Végiggondolandó kérdés, hogy magyarázza-e a válságkezelési utak eltérésérét, hogy az amerikai jegybank elnöke Ben Bernanke makroközgazdász, aki az 1929–1933-as válság szakavatott szerzője, míg az Európai Központi Bankot a válság nagy részében Jean-Claude Trichet francia bankár vezette, őt pedig a szintén bankár olasz Mario Draghi váltotta.
- <sup>12</sup> A közgazdaság-tudomány egyik kiemelten fontos és kurrens kérdése a szabályozási hatóság és a szabályozottak közötti kapcsolat torzulása (regulatory capture), de jellemzően ennek mikrogazdasági aspektusa áll a kutatások fókuszában. A jegybanki politika esetében egy makrogazdasági dimenzióról és nem is a szűken értelmezett szabályozásról van szó, de Paley (2011) szerint egyértelműen tetten érhető az infláció és a munkanélküliség közötti trade-off-fal kapcsolatban.
- <sup>13</sup> Weise (2001) szerint ezek a csoportok elsősorban azért folytatják a nyomásgyakorlást, hanem azért, hogy ezáltal megerősítsék saját közpolitikai üzenetüket és a tagságukkal, szimpatizánsaikkal érzékeltezzék, hogy hatással vannak a közpolitikára.
- <sup>14</sup> A monetáris politika társadalmi-politikai beágyazottságának vizsgálata nem új keletű. A monetáris politikai politikai-gazdaságtani alapjait kutató tanulmányok jellemzően a jegybanki függetlenség és az árfolyamrendszer kérdésével foglalkoznak. Ennek összegzését adja Bernhard, Broz, Clark (2003)
- <sup>15</sup> Argentína példája jól mutatja, hogy ez társadalmi szinten milyen magas költségeket jelent. Lásd Keifman (2008)
- <sup>16</sup> A Központi Bankok Európai Rendszere és az Európai Központi Bank Alapokmányának 2. cikke szerint a KBER elsődleges célja az árstabilitás fenntartása. Az árstabilitási cél veszélyeztetése nélkül a KBER támogatja a Közösségen belüli általános gazdaságpolitikát azzal a céllal, hogy hozzájáruljon a közösségi célkitűzések megvalósításához. (EKB)
- <sup>17</sup> A bemutatott modell alapjairól lásd Kolozsi (2011b)
- <sup>18</sup> Erről lásd Kolozsi (2011a)
- <sup>19</sup> Ez a hatás csak a nagyobb gazdaságokban releváns. Eichengreen, Gupta (2012) szerint különösen szignifikáns ez a kapcsolat a kommunikáció, az

informatíotechnológia, a számítástechnika területén, míg az áruknál és a klasszikus szolgáltatásoknál kisebb (kereskedelem, a szállítás, a turizmus, a pénzügyi szolgáltatások és a biztosítások). Becslésük szerint a modern szolgáltatásoknál a reálárfolyam hatása 30–50 százalékkal nagyobb, mint a termékek, illetve a tradicionális szolgáltatásoknál. A kutatók 66 ország 1980 és 2009 közötti adatait vizsgálták.

követően több alkalommal is egyértelművé tették, hogy az export versenyképességét veszélyeztetőnek tartják az erős forintárfolyamot. Az akkori jegybankelnök leváltását is felvetették. 2010 után a magas jegybanki kamatok csökkentését követelte több munkaadói szervezet, hivatkozva arra, hogy a magas kamatok ellehetetlenítik a magyar kis- és közepes vállalatokat. A jegybank 2012 második felében a kamatok csökkentésébe kezdett.

<sup>20</sup> Cserearány = exportárindex/importárindex

<sup>21</sup> A túlértékelt deviza a tőke menekülését okozhatja, amelynek kereskedelmi mérlegre gyakorolt hatása nem evidens (*borrowing-out effect*).

<sup>22</sup> Egy leértékelést feltételezve a redisztribúció jellemzően az exportáló cégek javára, és a többi gazdasági szereplő rovására megy végbe. Az import drágulása következtében egyesek reáljövedelmének csökkenése, az exportáló cégek reáljövedelmének növekedésében csapódik le, hiszen ez utóbbiaknál a jövedelem a forintban számított exportárak emelkedése miatt növekszik.

<sup>23</sup> Erről lásd Huszti, Kolozsi, Lentner (2012)

<sup>24</sup> Magyarországon 2002 második felében és 2003 elején a kormány a forintárfolyam erősségét kifogásolta. 2003 nyarán a jegybank és a kormány közös döntéssel leértékelte az árfolyamsáv központi paritását, és ezzel jelentősen gyengítette a magyar devizát (illetve lazította a monetáris kondíciókat).

<sup>25</sup> Magyarországon a 2002-es választások egyik központi témája volt a forintárfolyam alakulása, a választásokon később győztes politikai párt vezetői több alkalommal kritizálták a jegybank kamat- és árfolyam-politikáját, valamint lemondásra szólították fel a központi bank akkor elnökét.

<sup>26</sup> Magyarországon 2002-ben és 2003-ban a munkaadói szervezetek vezetői mind a választási kampányban, mind pedig az új kormány megalakulását

<sup>27</sup> Átmeneti időszakokban a külső finanszírozási korlát különösen fontos, ilyenkor ugyanis jelentős külső forrásbevonási igény jelentkezik, a piacgazdaság működése még nem kiforrott, belső megtakarítások alig vannak, a befektetői bizalom pedig egyelőre gyenge lábakon áll, ami a nemzetközi hangulatváltozásoknak való nagyfokú kitettséget jelent.

<sup>28</sup> Magyarországon 1994–1995-ben alakult ki olyan helyzet, hogy az ikerdeficit kialakulása miatt radikálisan változtatni kellett mind a fiskális, mind a monetáris politikai irányvonalon (az árfolyam-politika szintén ez egy jelentős, 9 százalékos egyszeri leértékelést és a csúszó leértékelési rendszer bevezetését jelentette).

<sup>29</sup> Egyes esetekben a külföldi cégek reakciójával is számolni kell. Erre a helyzetre példa az amerikai vállalati szféra és a kínai monetáris politika közötti konfliktus, ami a két ország kormányai közötti konfliktust is jelent egyben.

<sup>30</sup> A 2010 utáni magyar gazdaságpolitika ellenpéldát hoz erre a feltételezésre, a bankok és a multinacionális nagyvállalatok adóterhelésének növelése ugyanis arra utal, hogy jól szervezett, koncentrált érdekcsoportok lettek kénytelen a korábbinál nagyobb mértékben kivenni a részüket a közteherviselésből.

<sup>31</sup> A devizahiteles korlát nem kötelező eleme az intézményi mátrixnak, a nem hazai devizában való eladósodás ugyanis egy speciális gazdaságpolitikai

konstelláció eredménye. A devizaárfolyam felértékelésével segített inflációcsökkentés ugyanis a kamatlábak megemelkedésével jár együtt, ez pedig – a folyamatos felértékelődéssel együtt – vonzóvá teszi az alacsony kamatokat kínáló devizahiteleket. Amennyiben ezek felvétele lehetséges, akkor jelentős kockázatot jelentő devizapozíciók épülnek ki.

<sup>32</sup> A devizahitel-állomány felduzzadásáról lásd Bánfi (2012), gazdaságpolitikai mozgásteret szűkítő hatásáról pedig Lentner, Kolozi, Tóth (2009)

<sup>33</sup> Ebből a szempontból a gazdaság liberalizálása és a külföldi tőkebefektetések jellemzővé válása miatt jelentős volt a magyar jegybanki mozgástér átalakulása az 1990-es évek elejétől kezdve.

<sup>34</sup> Ezt jól mutatja Kiss, Kosztopolosz (2012), akik szerint az Európai Központi Bank monetáris politikai lépései 2002 és 2011 között kimutathatóan befolyásolták a cseh, magyar és lengyel kötvénypiaci hozamok és devizaárfolyamok napi változását.

## IRODALOM

BÁNFI T. (2012): A devizahitelezés oka, a beavatkozás lehetősége, módjai. *Pénzügyi Szemle* 2012/3 (p. 380-391.) <http://www.asz.hu/penzugyi-szemle-cikkek/2012/a-devizahitelezes-oka-a-beavatkozas-lehetosege-modjai/380-391-banfit.pdf>

BARRO, ROBERT J. – GORDON, D. B. (1983): A positive theory of monetary policy in a natural rate model. *Journal of Political Economy*. Aug. 1983

BERNHARD, W. – BROZ, J. – LAWRENCE, CLARK, W. R. (2003): The Political Economy of Monetary Institutions. The MIT Press. International Organization Volume 56, Number 4. [http://www.arabictrader.com/arabictrader\\_storage\\_server/application/2009/08/15/pdf/v202/6E4F734F-E9AF-188B-1B54-A6909910AD40.pdf](http://www.arabictrader.com/arabictrader_storage_server/application/2009/08/15/pdf/v202/6E4F734F-E9AF-188B-1B54-A6909910AD40.pdf)

BLANCHARD, O. (2012a): Concluding Remarks. In: Blanchard et al.: In the wake of the crisis. Leading Economists Reassess Economic Policy. The MIT Press. International Monetary Fund. 2012

BLANCHARD, O. (2012b): Monetary Policy In The Wake of The Crisis. In: Blanchard et al. (szerk.): In the wake of the crisis. Leading Economists Reassess Economic Policy. The MIT Press. International Monetary Fund. 2012

BLANCHARD, O. et al. (2012): In the wake of the crisis. Leading Economists Reassess Economic Policy. *The MIT Press*. International Monetary Fund. 2012

BLANCHARD, OLIVIER, DELL'ARICCIA, GIOVANNI, MAURO, PAOLO (2010): Rethinking macroeconomic Policy. IMF Staff Position Note. February 12. 2010. SPN/10/3. International Monetary Fund <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>

EICHENGREEN, B. – GUPTA, P. (2012): The Real Exchange Rate and Export Growth: Are Services Different? NIPFP Working Paper 112 [http://www.nipfp.org.in/newweb/sites/default/files/WP\\_2012\\_112.pdf](http://www.nipfp.org.in/newweb/sites/default/files/WP_2012_112.pdf)

EIJFFINGER, S. – DE HAAN, J. (1996): The Political Economy of Central-Bank Independence. Special Papers in International Economics No. 19. May 1996. International Finance Section, Department of Economics, Princeton University. [http://www.princeton.edu/~ies/IES\\_Special\\_Papers/SP19.pdf](http://www.princeton.edu/~ies/IES_Special_Papers/SP19.pdf)

HOWLETT, M. – RAMESH, M. (1995): Studying Public Policy. Policy Cycles and Policy Subsystems. *Oxford University Press*. 1995



- HUSZTI E. – KOLOZSI P. P. – LENTNER Cs. (2012): Jegybanki szabályozás és monetáris politika Magyarországon. In: Lentner Csaba (szerk.): Bankmenedzsment – Bankszabályozás és pénzügyi fogyasztóvédelem. Fákfa Nemzeti Közzolgálati és Tankönyvkiadó, 2012. december
- KÁLDOR, M. (1989): Az egyensúlyi közgazdaságtan alkalmatlansága. In: Gazdaságelmélet – Gazdaságpolitika. KJK, Budapest, 1989. 234. oldal
- KEIFMAN, S. (2008): On the Political Economy of Monetary Policy. *THE IDEAs Working Paper Series*. Paper no. 01/2008.
- KISS G. D. – KOSZTOPULOSZ A. (2012): A pénzügyi és tőkepiaci válság hatása a monetáris politika mozgásterére Kelet-Közép-Európában. *Pénzügyi Szemle* 2012/1 (27–51. oldal) <http://www.asz.hu/penzugyi-szemle-cikkek/2012/a-penz-es-tokepiaci-valsag-hatasa-a-monetaris-politika-mozgasterere-kelet-kozep-europaban/27-51-kiss-kosztopolosz.pdf>
- KOLOZSI P. P. (2011a): Libéralisation commerciale et politique de change : possibilité et contraintes dans une petite économie ouverte – le cas de la Hongrie. Thesis. Institut d'Études Politiques de Paris (France). <http://spire.sciences-po.fr/hdl:/2441/53r60a8s3kup1vc9je5hhe4q4/resources/these-pal-kolozsi-ri-2011.pdf>
- KOLOZSI P. P. (2011b): Az árfolyampolitika és a kereskedelem kapcsolatának intézményi alapjai. *Gazdasági Élet és Társadalom*, III. évfolyam, I-II. szám, 41-61. oldal <http://www.asz.hu/publikaciok/2011/az-arfolyampolitika-es-a-kereskedelem-kapcsolatanak-intezmenyi-alapjai-the-institutional-foundations-of-the-relationship-between-exchange-rate-policy-and-trade/get-2011-41-61-oldal-kolozsi-pal.pdf>
- KYDLAND, F. E. – PRESCOTT, E. C. (1977): Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*. June 1977
- LENTNER Cs. – KOLOZSI P. P. – TÓTH G. (2009): A pénzügyi válságkezelés lehetséges alternatívái Magyarországon és az Európai Unióban. *Gazdaság és Jog*, 2009. 12. (XVII. évfolyam) 15–21. oldal [http://elib.kkf.hu/okt\\_publ/tek\\_2009\\_18.pdf](http://elib.kkf.hu/okt_publ/tek_2009_18.pdf)
- NORTH, D. C. (1993): *The New Institutional Economics and Development*, Washington University, St. Louis. 1993 <http://econ2.econ.iastate.edu/tesfatsi/NewInstE.North.pdf>
- NORTH, D. C. (1994): Institutions matter <http://128.118.178.162/eps/eh/papers/9411/9411004.pdf>
- ORTIZ, G. (2012): Conventional Wisdom Challenged? Monetary Policy After the Crisis. In: Blanchard et al. (szerk.): *In the wake of the crisis. Leading Economists Reassess Economic Policy*. The MIT Press. International Monetary Fund.
- PALEY, TH. (2011): Monetary Policy and Central Banking after the Crisis. The Implications of Rethinking Macroeconomic Theory. *IMK Macroeconomic Policy Institute Working Paper*. 8/2011
- POSEN, A. S. (1995): Declarations Are Not Enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence. In: *NBER Macroeconomics Annual 1995, Volume 10*. edited by Ben S. Bernanke and Julio J. Rotemberg. MIT Press. <http://www.nber.org/chapters/c11021.pdf>
- RODRÍK, D. (2000): Trade Policy Reform as Institutional Reform, August 2000. <http://www.hks.harvard.edu/fs/drodrik/Research%20papers/Reform.PDF>
- RODRÍK, D. – Subramarian, A. (2003): The Primacy of Institutions, 2003, in *Finance and Development*, June 2003. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2003/06/pdf/rodrik.pdf>
- SHIRLEY, M. M. (2003): What does Institutional Economics tell us about Development. A paper pre-

sented at ISNIE, 2003, Budapest Hungary. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.199.3688&rep=rep1&ctype=pdf>

STIGLITZ, J. (2012): Macroeconomics, Monetary Policy, and the Crisis. In: Blanchard et al.: In the wake of the crisis. Leading Economists Reassess Economic Policy. The MIT Press. International Monetary Fund. 2012

WEISE, CH. L. (2001): Private Sector Influences on Monetary Policy in the United States. November 2001. Gettysburg College. [http://www.gettysburg.edu/academics/economics/char\\_weisehomepage/completepapertoJMCB11-01.pdf](http://www.gettysburg.edu/academics/economics/char_weisehomepage/completepapertoJMCB11-01.pdf)

[http://www.gettysburg.edu/academics/economics/char\\_weisehomepage/completepapertoJMCB11-01.pdf](http://www.gettysburg.edu/academics/economics/char_weisehomepage/completepapertoJMCB11-01.pdf)

WOOLLEY, J. T. (1983): Political Factors in Monetary Policy. In The Political Economy of Monetary Policy: National and International Aspects. Edited by Donald R. Hodgman Conference Series 26. July 1983. <http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf26/conf26i.pdf>

EKB: Központi Bankok Európai Rendszere és az Európai Központi Bank Alapokmánya. [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/hu\\_statute\\_2.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/hu_statute_2.pdf)