

ERDŐS TIBOR

## Számít-e a valutaárfolyam?

A *Közgazdasági Szemle* 2010. októberi számában közölt cikkem mellett megjelent Bihari Péter és Valentinyi Ákos írása is, amelyben vitatják írásomat. Számos állításuk nem hagyható válasz nélkül. Mivel vitacikkről van szó, vártam, hogy mások is hozzászólhassanak. Ez mindeddig nem történt meg, tovább nem várok. E cikkemet négy kérdés köré csoportosítom. 1. Van-e összefüggés a valutaárfolyam változása és az export növekedési üteme közt? Hogyan alakul ez az összefüggés nálunk? 2. Feltétlenül árfolyam-emelkedéshez vezet-e a kamatnövelés? Az infláció gyorsulásakor lehet-e ellentétes irányú a kamatláb és az árfolyam változása? 3. Elkerülhető-e a devizaalapú hitelek felduzzadása? 4. Mi a keresleti és a költséginfláció, illetve a hiánygazdaság kapcsolata? *Journal of Economics Literature* (JEL) kód: E43, E44, E52, F31.

## Valutaárfolyam és export

Vitapartnereim szerint a forint reálfelértékelődése ellenére a magyar kivitel a közelmúltban gyors ütemben bővült (*Bihari–Valentinyi* [2010]). Ez tényszerűen igaz. Én azonban azt állítom: ha nem a magyar adatokat nézzük, akkor – különleges esetektől eltekintve – az árfolyam igenis hat a kivitelre. Ebben a kérdéssel foglalkozó hazai és külföldi közgazdászok gyakorlatilag egyetértenek.

Lényegében az árváltozás és a kereslet-kínálat alakulásának összefüggéséről van szó! Ha a hazai valuta reálárfolyama nő, akkor az exportált áruknak viszonylag drágulniuk kell a külföldi vevők számára, az import pedig olcsóbb lesz a hazai piacon. Azt pedig tudjuk, hogy az ár és a kínálat növekedése között egyenes az összefüggés, ha nem is pontosan arányos. Az ár és a kereslet alakulása közt pedig fordított irányú a kapcsolat.<sup>1</sup> A tapasztalatok azt igazolják, hogy ez a külkereskedelemben is így van. A kétségkívül létező kivételek esetében pedig nem helyes empirikus elemzés nélkül ítéletet alkotni.

Ehhez a legjobb nevű közgazdászok mindig szigorúan tartják magukat. *Először*: nem kevernek össze két különböző dolgot. Mindenütt jól tudják, hogy a hivatalos valutaparitás és a vásárlóerő-paritás szinte mindig eltér egymástól, de azt nem állítják, hogy hosszabb időben egyáltalán nincs közöttük igazodás. (Ez persze sohasem teljesen pontos, aminek okait *Bihari–Valentinyi* [2010] felsorolja. Ezeket nem vitatom, és jelentős részben ezek miatt mondom, hogy az árfolyam és az export között az összefüggés nem mechanikus, de ettől még az esetek döntő többségében kimutatható.)

<sup>1</sup> Elvileg kivételt képeznek az úgynevezett Giffen-javak. Vagyis ha például a burgonya ára nő, ennek jövedelmi hatása miatt a kereslete még emelkedhet is. Elméletileg elképzelhető ez a változás. De a valóságban nagyon elvétve fordulnak elő ilyen esetek.

*Másodsor:* igaz, hogy az árfolyamváltozás exporthatása elsősorban a külkereskedelmi forgalomba kerülő árukra és szolgáltatásokra vonatkozik. Az is, hogy az *egyed*, döntően a külső piac meghódítására törekvő nagyvállalatok árpolitikáját motiválhatják olyan megfontolások is, amelyek számukra egy ideig érdektelenné tehetik a hazai valuta túlértékelődését. De az összes export és az árfolyam kapcsolata nem tagadható. Ha az árfolyam leértékelődő, az export általában gyorsul, ellenkező esetben lassul.

Robert J. Gordon egyesült államokbeli közgazdászprofesszor, a pénzügyek, az infláció, a foglalkoztatás és a gazdasági növekedést befolyásoló tényezők világszerte elismert szakértője írja: „Szembeszökő tény, hogy a nettó export és a dollár reálárfolyama közt erőteljes, ugyanakkor negatív, tükörképszerű összefüggés érvényesül. A felértékelődő dollár a nettó export esésére vezet, és megfordítva, a leértékelődő árfolyam pedig a nettó export emelkedésére.” (Gordon [2009] 180–181. o.) Ugyanő felhívja a figyelmet egy nagyon fontos, a fél világot átfogó összefüggésre is.

Ismeretes, hogy Kína, Japán és Dél-Korea hosszú időn keresztül alulértékelt szinten igyekezett tartania valutáját, míg az Egyesült Államok hagyta a dollárt tartósan felértékelődni. Nem kizárólag, de nagy részben ezzel magyarázható a nevezett távol-keleti országok tartós exportoffenzívája, és az is, hogy az Egyesült Államok külkereskedelmi mérlege tartósan és nagymértékben deficités. Az Egyesült Államok ezzel nagyarányú külső forráshoz jutott, ami magas belső fogyasztói felhasználásban és viszonylag alacsony belső megtakarításban csapódott le. Kínában és Dél-Koreában pedig gyorsan nöhetett az export, tartósan nagy lett az exporttöbblet, dinamikus bővülhetett a foglalkoztatottság, emellett – főként Kínában és Japánban – óriási devizatartalékok halmozódhattak fel (Gordon [2009] 176–179. o.). A valutaárfolyam tehát igen fontos exportmeghatározó tényező.<sup>2</sup>

Vannak persze példák arra, hogy magas, illetve növekvő árfolyamot akár gyorsuló exportnövekedés is kísér, ráadásul hosszabb időn át is. E kivételek magyarázatát a témával foglalkozó neves közgazdászok meg is adják.

Igy például Krugman–Obstfeld [2003] felhívta a figyelmet arra, hogy a kivételesen nyitott és szabad kereskedelmet folytató Hongkong exportja töretlenül, sőt gyorsulóan is nőtt az 1980-as évek eleje óta annak ellenére, hogy itt a rögzített nominális árfolyam mellett a belső árszínvonal sokkal gyorsabban emelkedett, mint külföldön, például az Egyesült Államokban. A hongkongi valuta reálárfolyamának eme erőteljes és *növekvő túlértékeltsége* ellenére nőtt tehát dinamikus a gazdaság exportteljesítménye. (Nemcsak az áruk, hanem a szolgáltatások exportja is feltűnően gyorsan bővült.)

Krugman–Obstfeld-szerzőpáros magyarázata: „Az egyszavas válasz: Kína. (...) Kína speciális szabadvállalkozási zónákat alakított ki a dél-kínai partvidéken, Hongkongtól nem messze. (...) A hongkongi szolgáltatások és egyéb, a külforgalomba nem kerülő áruk növekvő vásárlása felnyomta ezen javak árát, hozzájárulva az általános árindex magas inflációjához” (Krugman–Obstfeld [2003] 464–465. o.). A megoldás tehát a Hongkonghoz képest hatalmas kínai gazdaság igénye. Sőt éppen a kínai gazdaság részéről jelentkező kereslet az, ami a hongkongi árszint és exportteljesítmény egyszerre bekövetkező igen gyors növekedéséhez, így a hongkongi valuta túlértékelődéséhez vezetett.

Ha az export tartósabban is dinamikus emelkedik a hazai valuta túlértékelődése ellenére, annak magyarázatát mindig külön meg kell adni. Ez az, amit az MNB nem tett

<sup>2</sup> Ez annyira így van, hogy ezt az egyensúlyi problémák elemzésénél vitathatatlan összefüggésnek veszik. A gazdasági, ezen belül a pénzügyi egyensúly vizsgálata során gyakran támaszkodnak a szerzők az *IS-LM*-elemzésre. Ezen belül az *IS* görbe meredekségét kapcsolatba hozzák az árfolyammal a nettó exportra gyakorolt hatásával, lényegében a következőképpen: a kamatlábtól függ a valutaárfolyam, itt az összefüggés egyenes. Maga a kisebb kamatláb alacsonyabb árfolyammal jár, emiatt nagyobb az exporttöbblet. Az árfolyam és az export közti kapcsolatnak is szerepe van abban, hogy az *IS* görbe meredeksége milyen mértékű. Egyetlen olyan elemzésre nem akadtam mindedig, amely tagadta volna a valutaárfolyam hatását az exportra. Kivéve az MNB bizonyos tanulmányait.

meg, és a velem folytatott vitában most sem tesznek meg a szerzők. Pedig volna mit végig-gondolni! A magyarországi exportvolumen 2000-től 2008-ig évi átlagban 11,6 százalékos ütemben emelkedett. (Az átlagos ütem 2007-ig számítva még nagyobb: 12,7 százalék.) Ugyanebben az időszakban a forint – fogyasztói árak alapján mért – reálfelértékelődése 38,8 százalékos ért el (*forrás*: Eurostat). A felértékelődés túlnyomórészt a külföldinél gyorsabb hazai infláció miatt következett be, miközben a nominális forintárfolyam nem csökkent, hanem mérsékelten emelkedett. Mivel országos átlagban az árak profittartalma 38,8 százaléknál sokkal kisebb, a versenyképesség csupán reálfelértékelődés miatt bekövetkező romlásának is az exportütem meredek *esésére* kellett volna vezetnie. Akkor is, ha a bonyolító tényezőket is figyelembe vesszük.<sup>3</sup> Ehelyett az export növekedési üteme emelkedett – mintha nem lett volna kapcsolat az árfolyam és az export növekedése között.<sup>4</sup>

Nincsenek csodák. A közelebbi vizsgálat alapján váratlannak minősíthető exportdynamika nálunk is érthetővé válik. A magyarázat döntően a Magyarországon működő multinacionális vállalatoknak a külkereskedelemben elfoglalt *kivételesen nagy súlya*. A külföldi érdekeltségű cégek (közülük is főként a multinacionális leányvállalatok) bonyolítják le az export és az import 70-80 százalékát. A multinacionális cégek nagyrészt megkerülik a túlértékelt forintárfolyamból következő exportkorlátot. A forint túlértékelttségéből eredő exporthátrányt ki tudják egyenlíteni az ugyancsak a forintárfolyamból eredő importelőnyvel. Ilyen kiegyenlítődés akkor jelentkezik, ha az inputok nagy része import, és a hazai eredetű termékek és szolgáltatások hányada csekély. Általában: minél nagyobb a multinacionális cégek részesedése az összes exportból és importból, annál kevésbé korlátozza az export növekedését a hazai valuta túlértékelt állapota, annál kisebb az országos szintű export függése a forintárfolyamtól.<sup>5</sup>

A multinacionális cégek hazai tevékenységével kapcsolatban az egyik gond éppen az, hogy még mindig nem kielégítő a hazai vállalatok beszállítói tevékenysége. Ennek vannak technikai-szerkezeti tényezői, és a hazai kis- és középvállalatok alkalmazkodóképességére visszavezethető okai. Ezen túlmenően: itt is szerepe van az árfolyamnak. Ha az árfolyam túlértékelt, így miatta olcsó az import, a beszállítói tevékenység csak lassabban erősödhet. Persze az igazán jelentős akadályozó tényező a hazai vállalatok lassú alkalmazkodása, termékeik, szolgáltatásaik minősége, szállításaik időbeli pontossága. Ezért a multinacionális cégek inputján belül a legfontosabb hazai viszonylatú ráfordítás egyelőre a bérfizetés és ennek járuléka. A fejlett országokban elérhető bérekhez képest olcsó munkaerő alkalmazása mindenképpen előnyös számukra – feltéve, hogy a szakképzettség is megfelelő.

A forint reálfelértékelttségéből eredő és a hazai forrású ráfordítással kapcsolatosan fellépő hátrányt képes kiegyenlíteni a reálbérkülönbségből eredő előny, valamint a multinacionális cégek erős világgiazi pozíciója. Ezért igaz, hogy Magyarországon az ex-

<sup>3</sup> Ezek közé tartozik mindenekelőtt, hogy a fogyasztói árindexben lényegében minden fogyasztási cikk és szolgáltatás árának alakulása megjelenik, a külkereskedelmi forgalomba azonban az árúnak csak egy része kerül. Vagyis ezért az áralapú versenyképesség alakulása a fenti számítottnál lehet lényegesen jobb. Bonyolódik a kapcsolat a szerkezeti változások, a minőség, a *goodwill* alakulása, az adószervezet változásai miatt is. Tudván erről és még más tényezőkről is, mindig jóval kisebb versenyképesség-romlással kalkulálók. Így például a vitapartnerem által kritizált cikkemben nem 38, hanem csak 15 százalékkal. Ez persze csupán becslés. Ennyivel azonban feltétlenül számolni kell. Ezt a hazai inflációs tényezők, elsősorban a külföldinél sokkal gyorsabb átlagos nominálbér-növekedés mondatja velem, amire e cikk további részében visszatérek.

<sup>4</sup> Ezt az MNB, személy szerint a jegybankelnök többször is hangsúlyozta.

<sup>5</sup> Itt kell kitérnem arra, hogy *Bihari-Valentinyi* [2010] hivatkozik a csehekre, lengyelekre és a szlovákokra: ott is nagymértékű volt a valuta felértékelődése, és ott is gyorsan nőtt az export. Ez igaz. De először, nálunk is nagy a multik súlya az exportban, bár nem akkora, mint nálunk. Másodsor, nálunk a valuta felértékelődése az utóbbi évtizedben jóval kevésbé vezetett a valuta túlértékelttségére, mert ott a felértékelődés oka jó részben a korszerűsödés. Hogy ezzel a magyar gazdaság miért számolhat sokkal kevésbé, a továbbiakban visszatérek. Más összefüggésben fontos az is, hogy nálunk a nominális kamatlábak szintje a kisebb inflációval együtt jóval kisebb mértékben haladta meg a fejlett országokban érvényes kamatlábszintet. (Ennek a devizaalapú hitelek vizsgálatánál van jelentősége).

port nem a reálárfolyam változásaira reagál, hanem sokkal inkább a külső konjunktúra alakulására.

De jelenti-e mindez azt, hogy az árfolyam nálunk nem fontos? Mindegy-e, hogy az euró árfolyama 250 forint körüli vagy 280–290 forint közötti? A velem vitázó szerzők szerint az euróárfolyam lehet 250, de 290 forint is. (Azt már nem írják, hogy ez elmondható-e 230 és 315 forint/euró árfolyamra is.) Továbbá az a tapasztalat, hogy az export a forint reálfelértékelődése ellenére dinamikusan bővült egészen 2008-ig, bizonyítja-e, hogy a forintleértékelés felesleges, sőt káros lett volna?

Itt már figyelembe kell venni: a gazdaság nem csak a multinacionális vállalatokból áll. A foglalkoztatottak jóval több, mint a felét kis- és középvállalatok alkalmazzák, ahol az elmúlt években a forintárfolyam – közvetlenül vagy közvetve – gondokat okozott. Itt az árfolyam árthatását tekintve egyazon vállalatnál szinte soha nincs kiegyenlítődé.

Ha az importot nézzük, a túlértékelt forint – az imént vizsgált kiegyenlítődé hiányában – versenyhátrányt jelent a hazai vállalatok túlnyomó része számára. Az országosan így olcsóbbá váló import a saját költségüket nem szükségképpen csökkenti, de korlátozza az eladási árakat és forgalmukat a külső és a hazai piacon egyaránt. Gyakran panaszozzák, hogy nem bírják a versenyt, túl magasak az adók. Nem is tudják pontosan, hogy miért kerülnek itthon egyre rosszabb versenyhelyzetbe. Ha pedig exportálni akarnak, többnyire azt tapasztalják: csak annyi forintbevételhez jutnak az exporttal elért valuta beváltásakor, hogy az a költségeket (a járulékokkal és az adókkal együtt) alig, vagy nem fedezi. Többnyire a magas adókat szidják, noha gyakran nem is ezek vagy nem csak ezek okozzák a hátrányt az árversenyben. Ennek hátrányosak a következményei a foglalkoztatásra nézve. Az árfolyam is szerepet játszik abban – persze messze nem egyedül –, hogy a hivatalosan kimutatott aktivitási rátát tekintve Magyarország az utolsó az európai országok rangsorában (*forrás*: Eurostat). A probléma jól érzékelhető a külföldi tulajdonú hazai áruházláncok példáján. Náluk erőteljesen érvényesül a túlértékelt forintból eredő hatás: az inputoldalón lényegesen kisebbek a ráfordítások, míg a forintbevételt számukra kedvező árfolyamon válthatják át más valutára. Mind az input-, mind az outputoldalt tekintve nyernek. Még azt is könnyen megtehetik, hogy a fogyasztóknak kedvező árakon adnak el: ezt könnyedén kiegyenlíti az árfolyam alapján elérhető nyereség. Ez is magyarázza, hogy a kereskedelmi forgalomban gyorsan nő a külföldi vállalatok részesedése.

Ráadásul ezek a multinacionális cégek gyakran olyan országokból is importálnak, amelyeknek valutái még jobban alulértékelték, mint a forint. Gondoljunk például a Kínából, Bangladesből behozott legkülönbözőbb cikkekre. Ezekkel az árakkal szemben a hazai termelők, kereskedők versenyképtelenek.

Soha nem jó, ha a hazai valuta jelentősen túl- vagy alulértékelt. Az árfolyam torzított képet adhat a hatékonyságról, és ennek alakulását rossz irányban befolyásolhatja. A túlértékelt valuta olyan árucsoportok termelésének gazdaságosságát is kedvezőtlennek mutatja, amelyek a valóságban gazdaságosak. A jelentősen alulértékelt valuta miatt fordított lehet a kép: a gazdaságtalan is gazdaságosnak tűnhet fel. Ekkor az ármechanizmus nem jól szelektál: vagy elkényelmesedést vált ki, vagy hatékony tevékenységet is kiszoríthat. Végül ne feledjük: az export gyors növekedése a forint reálfelértékelődése ellenére nem bizonyítja, hogy az árfolyamcsökkenés hatástalan lenne az exportra. Előszörban a kis- és középvállalati szektor exportálna könnyebben. Ez jelentkezne főként exportjuk nagyságában, legalábbis egy ideig kivételük növekedési ütemében is, és végül a külkereskedelmi mérleg egyenlegében. Igaz ugyan, hogy az export gyorsan nőtt a reálfelértékelődés ellenére, de nem igaz, hogy leértékelődő forint mellett az exportteljesítmény nem lehetett volna még nagyobb.

A gond az, hogy az árszint emelkedését több tényező is kiválthatja, nem csak az infláció. Ez bekövetkezhet akkor is, ha a nominális átlagbérek a termelékenységgel egyenlő

ütemben emelkednek ugyan, de szerkezeti eltolódás megy végbe a szolgáltatások javára az anyagi javakat termelő szektorokkal szemben. Vagy akkor, ha a termelési szerkezet változásával együtt növekszik a világpiacon kereslethez jól igazodó szektorok részesedése a GDP-n belül. Ezzel együtt gyakran megfigyelhető, hogy a felzárkózó gazdaságokban a nemzeti valuta a fejlett országok valutájához viszonyítva felértékelődik. Ekkor nem helyes a valuta túlértékelttségéről vagy ennek növekvő mértékéről beszélni.

Ez ismét felveti a kérdést: valóban túlértékeltté vált-e a forint a 2000–2008-as időszakban? Mert ha ez mégsem következett be, ha az árfolyam alakulása valójában a korszerűsödés következménye, akkor ez utóbbi magyarázná, hogy miért nem kísérte a forint felértékelődését az export növekedési ütemének csökkenése. És ekkor igazuk lenne a velem vitázóknak.

Mivel nem kevés tényező hatását kellene itt nyomon kísérni, egyszerűen ezt teszem: kiemelem közülük az egy keresőre jutó nominálbér-emelkedés ütemét. Ezt viszonyítom a termelékenység növekedéséhez, majd azt nézem meg, hogy ennek mekkora része lehet a fogyasztói árak emelkedésében. Ha ez a részesedés nagyon magas, máris következtetni lehet arra, hogy a regisztrált árnövekedési ütem nagyrészt az infláció következménye. Ezzel a problémával gyorsan végezhetünk!

A nettó átlagkereset évi átlagos üteme a vizsgált időben 10,3 százalék. Közben nőtt a termelékenység, illetve az egy keresőre jutó GDP nagysága. Ennek átlagos növekedési üteme 2,8 százalék. Eszerint 1 százalék termelékenységnövekedést évi átlagban 10,3 százalék – 2,8 százalék = 7,5 százalék átlagos nominális bérnövekedés kísért (Fazekas–Molnár [2010]). Nyilvánvaló, hogy ez erőteljes inflációs nyomással járt. De nagyjából mennyivel?

Ezt nem lehet egyszerűen a bérköltségek vállalati aránya alapján vagy a bérnek az árúárakban elfoglalt átlagos aránya alapján meghatározni! Számításba kell venni, hogy a más vállalatok által feldolgozott anyag és félkész termék előállítás is bérkifizetéssel jár. Ez mindegyik előzetes termelési lépcsőre igaz, tehát az anyagköltség országos szinten nagy részben nem más, mint álcázott bérköltség. És tudni kell, hogy a nyugdíjak, továbbá egyes transzferek is követik a nominális bérek emelkedését. A termelékenységnél gyorsabban emelkedő nominális bérek, a nyugdíjak és a transzferek, az anyagköltségeken (az utóbbiak háttérben az adókon és járulékokon keresztül is) növelik a termékek árát. Mindezt nem 0,1-0,2-es, hanem *legalább* mintegy 0,6-es súllyal kell számításba venni a nominális bérek és bér jellegű kifizetések, a nyugdíjak és számos transzfer termelékenységhez viszonyított növekedési ütemét, ha inflációs hatásukat fel akarjuk mérni.

Ha tehát 1 százalékos termelékenységnövekedést évi átlagban 7,5 százalékos nominálbér-növekedés kísér, akkor máris mintegy  $0,6 \times 7,5$  százalék = 4,5 százalékos inflációs nyomást kapunk eredményül! Ehhez jöhetnek még egyéb inflációs hatások, például hatósági áremelés, monopolista áremelés vagy költségvetési deficit. Ugyanakkor más tényezők, például a forint túlértékelttsége, korlátozzák az infláció mértékét. Az árnövekedésnek tehát nem lehetett *meghatározó* tényezője a korszerűsödés, azért sem, mert magát a nominális bérnövekedést is inkább bérinflációnak tekinthetjük nálunk, mint a munka hatékonyságához igazodó béremelkedésnek.

Az EU egészében ez az inflációs nyomás sokkal kisebb. Itt 2000-től 2008-ig a nominálbér növekedése nem volt nagyobb évi 3 százaléknál, ami adott foglalkoztatás és évi 2 százalék növekedési ütem mellett legfeljebb csak 1 százalékos inflációs nyomást jelent. Persze itt is működtek egyéb inflációs tényezők, de az átlagos inflációs ráta a tagországok összességében nem haladta meg az évi 2 százalékot (*forrás*: Eurostat).

Ezek a számok nagyon fontosak. Jól tudjuk, mi állt nálunk a bérnövekedés háttérben. Ezért az árindex gyors emelkedése a nem romló árfolyam mellett nemcsak reálfelértékelődésre vezetett, hanem a forint *túlértékelődésére is!* Nem a *goodwill* javult ilyen mértékben, nem is a minőség. Jórészt nem ez utóbbiakra reagáló árváltozás és kereslet áll a belső ár-

szintnek a külföldinél jóval gyorsabb emelkedése mögött! Ez legfeljebb csak kismértékben történhetett így. Ezen a téren hozzánk képest a viseigrádi négyek másik három tagja 2000 óta sokkal jobban teljesített. Lényegesen lassúbb volt náluk a nominálbérek átlagos növekedése és az így kiváltott áremelkedés, gyorsabb volt náluk a szerkezeti átalakulás és a korszerűsítés is az elmúlt 8-10 évben. A zloty messze nem értékelődött fel úgy, mint a forint. Ezért nem szerencsés dolog rájuk hivatkozni.<sup>6</sup> A forint valóban túlértékeltté vált a fentebb vázolt következményeivel együtt. Ennek nem mond ellent az országos méretben gyors ütemben bővülő export. A forint leértékelődése az elmúlt időszakban indokolt lett volna.

Következik-e ebből, hogy az MNB-nek folyamatosan a *vásárlóerő-paritáshoz* kellett volna igazítania a forint árfolyamát? Ez képtelen igény lenne, ilyet nem is fogalmaztam meg. Senki nem tudja, hogy *pontosan mekkora* a vásárlóerő-paritás. Nem is az a véleményem, hogy a hivatalos paritás *folyamatosan* egyenlő lehet a vásárlóerő-paritással. Az árfolyam tényleges alakulásába a nemzetközi pénztőke áramlása is beleszól, méghozzá nagy hatással. De sok függ a mértéktől. Ha a valuta túlértékeltisége feltehetően igen nagy, emellett a felértékelődési folyamat régóta tart, az ebből származó bonyodalmak elhárítása változást igényel: változnia kell az árfolyam-alakulás *irányának*. Ilyenkor a monetáris politika előbb-utóbb az árfolyam csökkentésére törekszik.

Ezenkívül semmi mást nem állítottam. Azt írtam: az árfolyamnak jelenleg inkább a 280–290 forint/euró sávban *kellene* lennie. Az akkor használt adatok alapján a hazai fogyasztói árszint legalább 30 százalékkal lett magasabb 2000–2001-hez képest, mint az EU egészében. Mégis mára nem 30 százalékkal alacsonyabb forintárfolyamot vettem elfogadhatónak az euróval szemben, hanem csak 15 százalékkal. (Szemben másokkal, akik 320 körüli árfolyamot tekintenek szükségesnek.) Tettem ezt éppen azért, mert a külkereskedelem a termelt javaknak és szolgáltatásoknak csak jelentősen kisebb körét érinti, és leggyorsabban többnyire a külkereskedelemből kívül maradók ára nőtt. Ez főként a szolgáltatásokra nézve igaz. 2000–2001-re az euróárfolyamot 250 forintra vettem, amelyet 15 százalékkal növelve 287,5 forintot kaptam. Vagyis a feltételezésem az, hogy így a forint sokkal *kevésbé túlértékelt*, mint 250 körüli árfolyam mellett lenne, és nem lehet nagyobb mértékben alulértékelt sem.

### **Feltétlenül erősíti-e a kamatemelés a valutaárfolyamot?**

Vitatott cikkem egyik fontos állítása, hogy a devizaalapú hitelek felduzzadása elkerülhető lett volna, ha felvételük nem lett volna nagyon is előnyös a forintalapúakkal szemben. Az utóbbiak kamatlábát jelentős részben azért kellett magasán tartani, mert annak igazodnia kellett az inflációs rátához. Ez pedig nálunk jóval magasabb volt a külső inflációhoz képest. Így nem meglepő, hogy a forintalapú jelzáloghitelek nominális kamatlába átlagosan kétszer akkora volt, mint a devizaalapúaké. Ugyanakkor az inflációs áremelkedésnek a külföldi infláció feletti többlete nem jelentkezett a forintárfolyam csökkenésében. Ez a magyarázata annak, hogy mindenki devizaalapú jelzáloghitelt akart felvenni: az árfolyam alakulását figyelembe véve is csak feleakkora volt a kamatteher. Ez pedig a hosszú lejáratú hiteleknél rendkívül nagy előny.

Mindjárt más lett volna a helyzet, ha a hazai nagyobb infláció a forintárfolyam csökkenésével járt volna. Emiatt a devizaalapú hitelekkel járó előny kisebb lett volna, vagy esetleg nem is létezett volna. Ezért álltam elő a cikkemben azzal, hogy az infláció lejjebb szorításához nem kellett volna a nominális árfolyam tartására is törekedni, sőt azt többször is le kellett volna értékelni, ha ez magától nem következik be. Ekkor a devizahitel

<sup>6</sup> Ezzel egy cikkemben alaposabban foglalkoztam, ezért itt nem elemzem részletesebben (Erdős [2007]).

kamatlába plusz a tényleges, illetve várható leértékelés százaléka lett volna a devizaalapú hitelek költsége, ami a forinthitelek kamatlábaéhoz sokkal közelebb lett volna. Ekkor sokkal kevésbé lett volna érdemes devizaalapú jelzáloghiteleket felvenni, és ma nem főne a fejünk a devizahitelesek helyzete miatt.

Ez azt jelenti, hogy a gazdaság finanszírozását biztosító reálkamatlábbhoz az inflációs többletet ellensúlyozó, illetve az inflációt fékező nominális kamatlábtöbblet járult volna, és így adódott volna a piaci kamatlábak átlagos szintje. Ezzel szemben a forintárfolyamnak nagyjából a belső és külső inflációs ráta különbségének megfelelően (vagy ehhez közeli mértékben) kellett volna csökkennie. Csupán az, hogy nálunk jóval nagyobb volt a nominális kamatlábszint, mint a legtöbb országban, önmagában nem támadható.

Egyszerre kellett tehát viszonylag – de persze nem akármilyen – magas kamatlábra törekedni, és megengedni az árfolyam csökkenését. Ha ez nem következik be, a forintot le kell értékelni. Vajon tekinthető-e ez inkonzisztens monetáris politikának? *Bihari-Valentinyi* [2010] szerint – úgy látom – igen, szerintem nem. Hogy ez az olvasók számára könnyen érthető legyen, néhány mondattal többet írok erről, mint a vitatott cikkemben.

*Az egyszerűség kedvéért feltételezem, hogy az árfolyam jól követi a belső és a külső áralakulás dinamikáját, tehát a hazai valuta olyan ütemben értékelődik le, amilyen mértékben a külső árnövekedés elmarad a belső árszint emelkedése mögött. Most nem nézem, hogy a belső árszint növekedésének az infláción kívül más okai is vannak. Ezt kell tennem, mert a túl- vagy alulértékelttség alakulásával kapcsolatban azt kell megérteni, hogy magának az inflációnak – ha késéssel is – milyen kamatláb- és valutaárfolyam-változással kellene együtt járnia.*

A nominális kamatlábnak igazodnia kell az inflációs rátához. Ha az infláció gyors, a nominális kamatláb emiatt (is) magas. (Ha az infláció nem gyorsul, nem kell nőnie a kamatlábnak, de az inflációnak megfelelően kell magasnak lennie.) Erre a monetáris politika tudatosan törekedhet, de az igazodás spontán módon is történhet. Most feltételezem, hogy az igazodás pontos.

Ezzel együtt a valutaárfolyamnak csökkennie kell a hazai inflációs ráta többletének megfelelően. Nem egyszer, hanem folyamatosan. Azért mondom, hogy csökkennie *kell*, mert így semleges az árfolyam hatása a külkereskedelemre az előző évhez képest. Ekkor az árfolyam sem nem ösztönöz, sem nem gátol jobban, mint korábban. Ha most az inflációt kiegyenlítő nominális kamatlábat és az árfolyamot együttesen vizsgáljuk, azt látjuk: *nincs egymással szemben ellentétes hatásuk*, hiszen nem a nominális, hanem a reálváltozók alakulása a fontos. (Így például az inflációt ellensúlyozó nominális kamatláb nem beruházást korlátozó tényező.) Ugyanakkor nem a nominális árfolyam csökkenése okoz gyorsulást az exportban, hanem a reálárfolyam csökkenése. Ha azt mondjuk, hogy a nominális kamatláb igazodjék az inflációhoz, vagy azt, hogy nőjön a kamatláb, ha az infláció *gyorsul*, továbbá: ahogy nő a hazai infláció üteme, úgy kell folyamatosan leértékelni a hazai valutát, akkor ebben *nincs ellentmondás, és a monetáris politikában nincs inkonzisztencia!* Ekkor a kamatpolitika nem restriktív, az árfolyam-politika pedig nem expanzív. (Ha viszont a nominális kamatláb gyorsuló infláció esetén változatlan maradna, a reálkamatláb esne, és így a kamatpolitika expanzív lenne. A változatlan nominális árfolyam pedig reálfelértékelődést jelentene, vagyis restriktív lenne. (Éppen ekkor folytatna a jegybank egyszerre expanzív és restriktív monetáris politikát, amelytől óvna a szerzők.)

Az általam javasolt megoldás tehát nem olyan helyzettől jár, mint amikor az egyik lóval előre, a másikkal pedig hátrafelé húzatjuk a szekeret. Mint minden témában, a monetáris politikában is elemi követelmény: a nominális változások hatását ne keverjük össze a reálváltozásokéval.

A szerzők szerint a tapasztalat az, hogy minden olyan esetben, amikor a nominális kamatlábat emelik, árfolyam-erősödés következik be. Ez szerintük így igaz rövid és közép-

távon! Ezt a változást az indítja el, hogy az emelkedő kamatlábak miatt a külföldi pénzbefektetők növekvő hozamra számítanak, és emiatt emelkedik a kamatlábbal együtt az adott ország pénzének árfolyama is. Legalábbis az árfolyam nem csökken. A szerzőpáros azt is mondja, hogy nemigen találkozhatunk olyan esettel, hogy a nominális kamatláb emelkedését a valutaárfolyam csökkenése követné. Ha állításuk igaz, akkor ez azt is jelenti: tulajdonképpen mindig és mindenütt az következik be, ami nálunk történt! Vagyis az antiinflációs politika nem támaszkodhat csupán egy csatornára. Mindegyik csatornát ki kell használnia, vagyis az MNB nem hibázott.

Nem vitatom: nem biztos, hogy a nominális kamatláb inflációra reagáló emelését követi a nominális valutaárfolyam gyengülése. *Sok függ azonban a várakozásoktól.* A monetáris folyamatokkal kapcsolatos várakozások nagyban függnnek a jegybank magatartásától és meghirdetett céljaitól. Az pedig közismert volt, hogy az MNB az infláció leszorítását hirdette meg elsődleges céljának. E cél eléréséhez egyik döntő fontosságú eszközként kezelte az árfolyam-politikát. Ez utóbbi azt jelentette: a forint nominálisan ne gyengüljön, sőt jobb, ha valamennyire erősödik is. Ezt most is állítja az MNB azzal, hogy az antiinflációs politika keretében „az árfolyamcsatornára is” támaszkodni kell, még hozzá mindig.

Fel kell tenni a kérdést: mi történik akkor, ha az inflációval együtt és emiatt a nominális kamatlábszint magas, ugyanakkor (és ugyancsak emiatt) a jegybank nyíltan leértékelő árfolyam-politikát folytat. Várható-e ekkor, hogy a külföldi pénzbefektetők sietnek magyar állampapírokat vásárolni, hogy nagyobb haszonra tegyenek szert? Aligha, mert amit nyernek a hazai magasabb kamatlábon, elvesztik a leértékelődő forint miatt. Ezért nem is verik fel a forintárfolyamot, sőt hagyják azt csökkenni. Egészen más a helyzet, ha abban bíznak, hogy nem lesz leértékelés. Ekkor a magas nominális forintkamatláb, illetve a számukra várhatóan nem csökkenő forintárfolyam miatt magas a reálkamatláb, ami – rövid és középtávon – forintbefektetésre készíti őket. Nagy hozamra számíthatnak.

Ilyenkor a jegybanknak nem kell szükségképpen erőlködni azért, hogy a nominális árfolyam fennmaradjon. Elég, ha nincs szándékában a leértékel(öd)és, és *ezt nem is titkolja* a befektetők előtt. Az utóbbiak maguk gondoskodnak arról, hogy – egymást váltva a folyamatos értékpapír-vásárlásaikkal – a forint erős is maradjon. Annak a magyarázata, hogy miképpen illeszkedhet az *inflációval együtt* magas nominális kamatlábbhoz a valutaárfolyam, és az utóbbi rövid és középtávon miért lehet magas, tulajdonképpen a jegybanki célkitűzésekkel együtt kialakult várakozásokban rejlik.<sup>7</sup>

A jegybanknak akkor sem kell erőlködni, ha folyamatosan leértékelő politikát folytat. Ugyanis éppen ez illik az inflációhoz, leértékelni pedig egyébként is könnyebb, mint felértékelni. Ekkor sincs szükség nagyarányú devizapiaci intervencióra. Ezt is a várakozások magyarázzák az átlátható monetáris politikával együtt. Persze ekkor csak a kamatpolitika szolgálja az infláció fékezését. Okoz-e ez komoly gondot? Megtörténhet, hogy így nagyobb lesz az inflációs ráta, elsősorban kezdetben. De nem nagymértékben, és időben egyre kevésbé.

Bonyolultabb az ügy, ha bekapcsoljuk vizsgálódásunkba a devizahiteleket. Tegyük fel megint, a nominális árfolyam nem csökken, miközben az inflációs ráta magas, és miatta a nominális kamatlábszint is nagy. Amíg a lakosság és a vállalatok nem kapnak rá a devizahitelek felvételére, a felértékelődő árfolyam fékezi az inflációt. De előbb-utóbb rákapnak, ha a belső és a külső nominális kamatlábszint különbsége nagy, s a nominális árfolyam nem csökken. Ekkor a kamatpolitika kezd hatástalanná válni, míg csökkenő árfolyam

<sup>7</sup> Ez a rejtély engem is régóta foglalkoztat. Annál is inkább, mert – különösen ebben a komputervezérelt világban – rendkívül gyorsak a reakciók: egy-kettőre lecsapnak a kamat- és árfolyam-különbözeteken alapuló extranyereségekre. Így ezek hamar el is tűnnek. Erről szól a közgazdászok körében ismert vicc: Két ember sétál az utcán, egy közgazdász és egy nem közgazdász. Mondja a nem közgazdász: nézd csak, egy tízezres hever a járdán. Mire a közgazdász: kizárt dolog. Ha ott volna, már felvették volna.



esetén végig hatásos marad. Ha mindkét (vagyis a kamat- és az árfolyam-) csatornára is támaszkodunk, az a meglepetés ér, hogy az egyik hatékonysága nagyban romlik, a másik pedig táplálja a hiteligényeket. *Nem biztos* tehát, hogy két csatornára támaszkodva lassabban fognak növekedni a monetáris aggregátumok: a monetáris fék éppen így működhet rosszabbul. Azt is mondhatjuk: egyáltalán nincs kizárva, hogy két „csatorna” kevesebbet használ, mint csupán egy!

De igazolható-e, hogy a nominális kamatláb emelkedését vagy magas szintjét a nominális valutaárfolyam csökkenése kísérheti *a valóságban*? A szerzők szerint erre aligha találhatunk példát. Én viszont minden különösebb keresgélés nélkül találtam ilyeneket.

Amikor az Egyesült Államokban a nominális kamatlábszint az infláció miatt jelentősen megemelkedett, a nominális dollárárfolyam *esett*. Így például 1978 végétől az infláció erőteljesen gyorsult, ezt a nominális kamatlábszint gyors emelkedése, valamint a dollár nominális árfolyamának *esése* kísérte egészen 1980 harmadik negyedéig. Ez a tükröképszerű változás *ismételten megfigyelhető volt* az Egyesült Államokban az elmúlt 30 és során! Ez azért is figyelemre méltó, mert a dollár mindig keresett valuta volt. Mégsem verte fel az árfolyamát a nominális kamatlábak nagymértékű emelkedése sem.

A kérdésről így nyilatkozik F. S. Mishkin, a Columbia University professzora: „A nominális kamatlábak növekedése az 1970-es évek végén nem tükröződött a dollárárfolyam megfelelő emelkedésében. Valójában a dollár ténylegesen esett ezekben az években.” Mint ahogyan már megállapítottuk, „a nominális kamatlábaknak az inflációs várakozásokra visszavezethető emelkedését a dollár esésének kell követnie. És pontosan ez az, ami történt” (*Mishkin* [2010] 453. o.).<sup>8</sup>

A nominális kamatlábszint 1977 harmadik negyedében 7,9 százalék volt az Egyesült Államokban, ami a felgyorsuló infláció miatt 1980 első negyedére 12,1 százalékra emelkedett. Ugyanakkor a kereskedelmi forgalommal súlyozott nominális dollárárfolyam 9 százalékos mértékben esett. Ez az ellentétes változás ismétlődött 1986–1988-ban és 1994–1995-ben. Egyáltalán nem ritka jelenség, hogy miközben a nominális kamatláb nő, a nominális valutaárfolyam esik. *Hosszú, mintegy 30 éves időszakban* a dollár persze felülértékelt volt, és ma is az a valuták nagy részével szemben, de rövidebb időszakokban *e mérték jelentősen változott!* Így például az éppen itt jelzett években. Ezek a rövidebb vagy középtávú változások az inflációval kapcsolatos kamat- és árfolyam-politikával függtek össze éppen olyan módon, ahogyan azt fentebb vizsgáltam.<sup>9</sup>

### Elkerülhető-e a devizaalapú hitelek felduzzadása?

Abból kell kiindulni: a devizaalapú hitelek felvételének lehetősége természetes dolog minden olyan országban, ahol a nemzeti valuta konvertibilis, és a tőkeáramlás szabad. A devizaalapú hitelek kedvezően hatnak a gazdaságra, mert a pénz- és tőkepiacon erősítik a versenyt, hatékonyabbá teszik a pénzügyi és hitelrendszert. Arra azonban nagyon kell ügyelni, hogy ne kerüljenek indokolatlanul jobb helyzetbe azok, akik devizahitelt kérnek, és így ne szoruljon hátrányba a hazai valutában történő hitelezés. Ez súlyos károkkal járna, és a hatékonyság követelményei is sérülnének. Továbbá fontos, hogy a lakosság tisztában legyen azzal, hogy a devizaalapú hitelek kockázatosabbak, mint a hazai valutában felvett. Az előbbinél ugyanis az árfolyam ingadozásával is számolni kell.

<sup>8</sup> Mishkin véleménye azért is fontos, mert ő nemcsak akadémikus beállítottságú közgazdász. 2006–2008-ban tagja volt egyebek közt a Fed kormányzótanácsának. Szerepe volt a Fed nyílt piaci bizottságának tevékenységében is, amely intézmény centrális helyet tölt be az amerikai monetáris politikában. Tőle valóban megtudhatjuk, hogy a monetáris politikai gyakorlatban mi tehető meg, és mi nem.

<sup>9</sup> Az adatok forrása: *Gordon* [2010] statisztikai függelék.

Ha az inflációs áremelkedés miatt a belső kamatlábszintnek lényegesen magasabbnak kell lennie, mint a külföldinek, de a valutaárfolyam ettől függetlenül alakul, előbb-utóbb nagyra nő a baj. A vitapartnereim által bírált cikkemben erről részletesen írtam. Így most ezt állítom: amennyiben a belső kamatlábszint igazodik az inflációhoz, a hazai valuta árfolyama pedig – ha nem is teljesen pontosan, de – legalább mozgásának irányát tekintve a belső és külső infláció különbségéhez, a devizahitelezés nem okozhat bajt. Jó hatása viszont lenne: a hazai kamatlábszint nem alakulhat akárhogyan, a hitelt igénylőknek nagyobb a választási lehetőségük, a versenynek jobban kitett bankok inkább kényszerülnek a költségcsökkentésre, alacsonyabb lehet az átlagos hazai kamatlábszint, a beruházások aránya, és a gazdasági növekedés is kedvezőbben alakulhat. Nem helyes tehát a devizaalapú hitelezés rendszerét kizárni. Ha viszont a nominális kamatlábszinthez és ennek változásaihoz a valutaárfolyam elégtelenül igazodik, a devizahiteleknek sokkal több a kárjuk, mint a hasznuk.

Ha az árfolyam nem csökken huzamos időn át sem, miközben az infláció itthon jóval gyorsabb, mint külföldön, a forintkamatlábak nem is lehetnek versenyben a devizahitelek kamatlábjával. Ráadásul mind nagyobb veszéllyel járnak a devizaalapú hitelek: az árfolyamnak előbb-utóbb esnie kell.

Ha valaki azt állítja, hogy a nominális kamatszint növekedését a nominális árfolyam emelkedésének *kell* követnie rövid és középtávon, miközben a devizahitelek felvétele nincs tiltva, vagy ezt egyéb úton nem akadályozzák, el kellene ismernie: a felduzzadó devizaalapú hitelek miatt mind nagyobb veszély fenyegeti a gazdaságot. Előbb-utóbb csapdában találjuk magunkat. Már nem tanácsos a hazai valutát leértékelni, mert sok devizában eladósodott háztartás menne tönkre, velük együtt a devizában hitelt nyújtó bankok is bajba kerülnének. A túlértékelt valuta pedig a korábban tárgyalt kedvezőtlen hatásai miatt okoz gondot.

Érthető, hogy ma egyre többen reménykednek: a forint a jövőben erősödhet, és egy „számkra megfelelő árfolyam” alapján a devizahitelek elviselhetők lesznek, akár át is alakíthatók majd forintalapúakká. A megfelelő árfolyam a svájci frank esetében 150-160 forint lenne, a jelenlegi 200 forint feletti szint helyett. Ennek valószínűsége azonban meggyőződésem szerint a nullával egyenlő. Ezért írtam, hogy a gazdaságpolitika a devizaalapú hitelek foglya. Az MNB-ben is török a fejüket, mit kellett volna tenni a megelőzés végett.

Más az elgondolásuk, mint nekem. Nem hajlandók elismerni, hogy az árfolyam tartása hiba volt. Ezért állítják, hogy a nominális árfolyam nem is csökkenhetett volna. Ehelyett a devizaalapú hitelek feltételének erőteljes szigorítását tekintik elmulasztott megoldásnak.

A szerzőpáros úgy gondolja, hogy folyamatos árfolyamcsökkentés *helyett* például nagyobb ingatlanfedezeti arány előírásával lehetett volna megakadályozni a devizahitelek felduzzadását. Ez tulajdonképpen azt jelenti, hogy devizaalapú hitelek esetén azonos ingatlanra kevesebb a felvehető hitel.

Hasonló megoldások a nemzetközi gyakorlatból is ismertek. Ha például a reálkamatláb az expanzív gazdaságpolitika keretében nagyon alacsony, és ez egyes területeken azzal fenyeget, hogy az ügyfelek túl kockázatos ügyletekbe fognak (*moral hazard*), a hitelnyújtáskor előírt nagyobb saját kezdőtőke csillapítóként hat. A mi esetünkben azonban forint- és devizaügyletek versenyéről *ugyanazon rendeltetésű* befektetésekkel kapcsolatban van szó. A kamatlábak a két változatban merőben különböznek, emiatt a beruházás költségei is merőben eltérnek, pedig a „végtermék” a befektető részére ugyanaz. Ugyanazon ingatlanhoz két teljesen különböző áron juthatsz hozzá. Ezen nem változtat az ingatlanfedezeti arány.

Az eredmény: minél jobb helyzetben van valaki, annál könnyebben mehet bele a jóval kisebb kiadást igénylő konstrukcióba. Sőt éppen mert a devizaalapú hitelnél lényegesen nagyobb lenne a megkövetelt saját indulótőke, még kisebb lesz itt az összes ráfordítás. Ugyanazon minőségű és értékű lakást alapul véve, így még kisebb a fizetendő havi annuitás, ezzel együtt az összes ráfordítás, ha kisebb a felvett hitel nagysága. Az a képtelenség, hogy egy országon belül ugyanazon lakás vagy gépkocsi megszerzéséhez szükséges ösz-

szes kiadás merőben más, attól függően, hogy az ügyletet tisztán forintban vagy devizához kapcsolódón bonyolítják-e le. És mindez azért van így, mert a belső kamatlábszint igazodik ugyan az inflációhoz, de a forintárfolyam évek hosszú során át nem – még a jelentősen gyorsabb hazai infláció, az igen erős belső inflációs nyomás ellenére sem.

Nem vitatható, hogy a magas kezdőtőke megkövetelésével a devizaalapú hitelek expanziója mérsékelhető lett volna. De ez a lakások megszerzésének összes költségében meglévő különbséget tovább növeli. Azok juthattak volna saját lakáshoz „olcsón”, akiknek amúgy is több a pénzük. Ennek rossz a társadalmi hatása. Ezek a problémák fel sem merülnek, ha az infláció az árfolyamra is hat. Ma nem volna gondunk a devizahitelekkel, sokkal szabadabb és hatékonyabb lehetne a monetáris politika. És mindez úgy volna igaz, hogy nem volna dolgunk a túlértékelt forinttal járó hatékonysági, versenyképességi gondokkal, az áruházláncok a jelenlegihez képest kisebb versenyelőnyt élveznének, a kis- és középvállalatok bel- és külföldön is versenyképesebbek lennének, a foglalkoztatási helyzet is kedvezőbb lenne. Ez az, amire a hazai monetáris politika a gyakorlatban nem ügyelt, és amiről vitapartnereim most sem írtak semmit. Még hozzáteszem: persze, hogy tekintélyes százaléku saját tőke megkövetelésével vagy letétbe helyezésével a devizaalapú hitelek túlbujánzása megakadályozható lett volna. *De az elmúlt években ez sem történt meg!*

Ezzel kapcsolatban írják a szerzők: a devizahitelek térhódítását akadályozó intézkedésekkel nem élt a jegybank, mert az évtized második felében megkezdődött a fiskális felelőtlenség felszámolása. Ez bizony gyenge érvelés! Hiszen a nominálbérek növekedése még ekkor is többszöröse volt a termelékenység emelkedésének, és az infláció is gyors ütemű volt. A lakosság továbbra is úgy látta, hogy sokkal előnyösebb devizaalapú hiteleket felvenni. Nem volt várható, hogy az ezek iránti igény alábbhagy. 2006 közepéhez képest a devizaalapú hitelek állománya 2008 végéig mintegy két és félszeres lett. E hitelek *növekménye ez idő alatt másfélszer akkora volt, mint ezt megelőzően az egész lakossági devizahitel-állomány!* Ma messze jobban állnánk, ha a monetáris irányítás 2006-ban határozott döntéseket hozott volna a devizaalapú eladósodás megfékezésére.

Ezért írtam: időzített bomba ketyeg a devizaalapú hitelek rendszerében. Az MNB-nek rendelkezésre álltak a devizahitelezés alakulásáról szóló adatok. De abban bízott, hogy az árfolyam nem esik vissza, és hogy rendkívüli események nem következnek be. Még 2008 első felében is árfolyamnövelő politikát folytatott. Tétlenül nézte, hogy a gazdaság sebezhetőségét növelő folyamatok elhatalmasodnak. Pedig *bármikor bekövetkezhetnek a pénzügyi egyensúlyt súlyosan érintő változások*, mint ahogyan ez ténylegesen meg is történt 2008-ban.

Így azután meglepő, amikor a szerzőpáros azt írja: „Új dolog, hogy az árfolyam változása a devizahitelek törlesztési terhének változtatásán keresztül érdemben hat a rendelkezésre álló jövedelem alakulására. S nyilván minél kiterjedtebb a devizahitelezés, annál erőteljesebb ez a hatás. Ennek következtében ma már egyszerű eszközökkel nem állapítható meg, hogy egy árfolyam-leértékelődésnek az exportélenkítő vagy háztartási keresletet mérséklő hatása gyakorol-e nagyobb hatást a GDP alakulására.” (*Bihari-Valentinyi* [2010] 870. o.) Éppen ezért kellett volna jóval korábban lépni, és nem a forintárfolyam növelésére törekedni még 2008 első felében is. Ha mára csak áldozat vállalásával lehet megszüntetni a korábbi politikával okozott gondot, ez a korábbi hibát nem teszi érdektelenné. Ellenkezőleg: azt még jelentősebbé teszi.

### Infláció és hiánygazdaság

Vitapartnereim úgy gondolják, hogy a hazai inflációt keresleti inflációnak tekintem. Hozzáteszik: ha ez igaz, ez azt is jelentené, hogy a magyar gazdaságban hiányjelenségek lépnek fel. Fejtegetésük itt zavaros, nehezen érthető. Hol mintha arra gondolnának, hogy én a deficitesebb államháztartást teszem felelőssé a keresleti inflációval járó hiánygazdasáért,

hol mintha a devizaalapú hitelek elszabadulásában látnám a hiánygazdaság okát. Vagy azt, hogy szerintem azért van keresleti infláció és így hiánygazdaság, mert a pénzmennyiség növekedését a hitelfelvétellel kapcsolom össze. A homályos fogalmazást figyelve, azt sejttem, hogy valamilyen fontos összefüggésre nem figyeltek fel, ezért azt nem kapcsolhatták be jól az általános gazdasági összefüggésrendszerbe.

Sejtésem szerint az okozza a zavart, hogy azt írom: a modern pénz lényegében véve hitelpénz, úgy érve, hogy mennyiségének növekedése nem érhető meg a hiteligenyek nélkül. Ez a probléma a makrogazdasági kapcsolatok vizsgálatakor merül fel.

Ha zárt gazdaságot veszünk alapul, a forgalomban levő pénzmennyiség makroszinten csak akkor növekedhet, ha a bankoktól hitelt vesznek fel. Ehhez nem elég csupán a pénzkínálat növekedése. (Itt el kell tekinteni azoktól az esetektől, amikor az állam papírpénzt nyomtat.) Persze hitel például állami adósságlevelek eladásával is felvehető az értékpapírpiacra. De ekkor több pénze lesz az eladónak, itt konkrétan az államnak, és kevesebb az értékpapír vásárlóinak. Ekkor a forgalomban levő pénzmennyiség nem változik.<sup>10</sup>

Ez a kérdés a cikkemben azért vetődött fel, mert az adatok tanúsága szerint a hitelfelvétel mind nagyobb hányada történt 2008-ig devizaalapú hitel formájában, amelynek fedezete a bankok *külföldi hitelfelvétele*, és amellyel a bankok belföldi hiteligenyt elégitettek ki. Így a belföldi hitelállomány bővül, de nem a jegybank ellenőrzése alatt. Ha nő a devizaalapú hitelek súlya, főként, ha ez nagyarányúvá válik, az MNB kamatpolitikájára mind kevésbé reagál a belföldi hitelkereslet, ami önmagában is baj. Kicsúszóban van ugyanis a pénzforgalom alakulása a jegybank ellenőrzése alól, ami egyébként sem egyszerű feladat

Ebből azonban semmiképpen nem következik az, amit vitapartnereim a számba adnak. Először: emiatt *nem feltétlenül* kell az összes forgalomban levő pénzmennyiségnek a korábbinál gyorsabban növekednie, akármilyen gyorsan nő is a devizaalapú hitelek állománya. Amennyivel nagyobb a devizaalapú hitelezés alapján forgalomba kerülő pénzmennyiség, annnyival kisebb lehet a forintalapú hitelezésből következő. Ilyen vonatkozásban ne tévesszen meg senkit, hogy 2008-ig, például a lakás-jelzáloghiteleknél, akár hússzoros is volt a devizahitelek növekedése a forintalapúakhoz képest. 2004-ig ugyanis a devizaalapú hitelek állománya még mérsékelt volt.

Visszatérve az engem ért kritikához: csak abból, hogy a hiteligeny egésze a korábbi időhöz képest gyorsabban nő, és vele együtt az aggregált kereslet is gyorsulón bővül, nem vezethető le a hiánygazdaság. Akkor sem, ha a hiteligeny növekményének nagyobb részét vagy egészét az államháztartás deficitjének növekedése okozza. Ilyen alapon ma nagyon sok gazdaságot minősíthetnénk hiánygazdaságnak, még a fejlett országok közül is jó néhányat. Ha ugyanis a nominális keresletnövekedéshez igazodik az általános árszint emelkedése, az aggregált kereslet reálértékben nem lehet nagyobb az aggregált kínálaténál, és így nem szaporodhatnak a hiányjelenségek. Ez keresleti és költséginfláció esetében is igaz.

Igaz ugyan, hogy cikkemben utaltam arra: ha a forint túlértékelt, ez az inflációt képes bizonyos mértékben lefékezni, elfojtani. Ezzel persze azt mondtam, hogy ekkor az árszint nem igazodik tökéletesen az aggregált kereslet növekedéséhez. De ez ekkor éppen azért történik, mert a túlértékelt forint miatt erőteljesebb a külföldi szállítók kínálati versenye, ami gátolja az árszint emelkedését. Ez teszi egyenlővé az aggregált keresletet az aggregált kínálattal reálértékben. Vagyis az aggregált kínálatnak a külső versennyel együtt jelentkező emelkedése az, ami visszatartja az árszint emelkedését. Nem az árak hatósági úton való korlátozása, ahogyan ez elég általános volt a szocialista gazdaság körülményei között. A kínálati verseny erősödéséből pedig semmiképpen nem következnek hiányjelenségek.

<sup>10</sup> Ezt az összefüggést a keynesi gazdaságtan képviselői gyakran hangsúlyozták a monetaristákkal szemben. Nem kerülhet pénz a forgalomba hitelfelvétel nélkül, hacsak nem úgy, hogy helikopterből szórják le azt, vagy a gengszterek bankot rabolnak. Ezzel kapcsolatban született meg már az 1960-as években a „helikopter-effektus” fogalma.

Az elmondottak miatt nem is következtethetünk sem egyedül a hiteligenyek alakulása, sem pedig az aggregált kereslet nominális megemelkedése alapján keresleti inflációra, még kevésbé a hiányjelenségek terjedésére. Hozzáteszem: a költséginflációnak a szerzők által említett esete, vagyis a termelékenységnél jóval gyorsabban emelkedő átlagos nominális bérnövekedés is előbb-utóbb hiteligeny-növekedéssel jár a vállalatok összessége részéről. Következzék be a hiteligeny növekedése bármilyen okból, *önmagában* egyik sem vezethet a hiányjelenségek szaporodására. Korábbi írásaiban a rendszerváltást követő hazai inflációs áremelkedést – egyes évektől eltekintve – mint költséginflációt minősítettem.

Két kérdésre térek még ki nagyon tömören. Az egyik: A *reálleértékelésnek* van inflációs hatása, az infláció emiatt gyorsulhat is. A hatás annál nagyobb, minél nagyobb a reálleértékelés mértéke. Következik ez a hatás az import drágulásából, az export és az exportbevételek valószínű növekedéséből, valamint a leértékelés másodlagos hatásaiból: az árnövekedés a nominális bérek korábinál gyorsabb emelkedéséhez is vezethet. Ez szintén inflációt okozhat. De én a velem vitázókhöz képest sokkal kevésbé vagyok borulató.

Amíg a hazai valuta túlértékelt, a leértékelés vagy leértékelődés úgy növeli az inflációt, hogy *kevésbé fékezi* az árfolyamon kívüli tényezőktől függő belső inflációt. A leértékelés már inflációt *serkent*, ha miatta az árfolyam alulértékeltté válik. Nem *ajánlatos* tehát jóval túlmenni ezen a ponton, bár nem tudhatjuk, pontosan hol van ez a pont. Ezért tartanám hibának, ha az árfolyam mondjuk 320 forint/euró szintre gyengülne. Ekkor a forint – feltehetően – *reálleértékelt* állapotban lenne.

Ha a hazai pénz túlértékeltből hirtelen nem túlértékeltté válik, az árszint ennek megfelelően, mondjuk, egy év alatt megemelkedik. Tulajdonképpen a korábban lefojtott infláció jut utólag érvényre. *Ez nem kerülhető el*. Ezt követően és ezzel együtt az infláció további alakulása attól függ, hogy a másodlagos hatások hogyan fékezhetők, illetve szüntethetők meg, és milyen erőteljesek az egyéb inflációs tényezők. (Például az államháztartás egyenlege hogyan alakul, vagy megáll-e a bér-ár-spirál). A másodlagos hatások viszont keretek közt tarthatók szigorodó monetáris politikával. A bér-ár-spirálra is hatni lehet. A költségvetési politika nem áll a jegybank ellenőrzése alatt, a jövedelmi politikának is nagy az önállósága a jegybankkal szemben. De ha kormányzat és a jegybank eltökélt stabilizációs politikát folytat, az inflációs várakozások csökkennek, ezért a bérszerződésekben nem rögzítenek az árstabilitásnak merőben ellentmondó nominális bérnövekedést, nem lehet komoly gond az inflációnak a gazdasági teljesítmény jelentősebb megtorpanása *nélkül* történő leszorítása – akkor sem, ha a hazai pénz egyszeri reálleértékelése jelentős mértékű. Sok függ attól, mekkora a kormányzat, illetve a monetáris hatóság szavahihetősége, és így hogyan alakulnak az inflációs várakozások.

Gondolom, ebben nem lehet vitám az MNB-vel. A következetességgel és az összefüggések világos, szabatos és közérthető magyarázatával sokat el lehet érni. Természetes, hogy a stabilizációs politikában a jegybank és a kormány együttműködésére egy jelentősebb leértékelést követően is szükség van.

A másik kérdés: A szerzők írják, hogy az elmúlt években viszonylag magas kamatláb-színvonalat kellett tartani, mert nélküle nem jutottunk volna elegendő külföldi hitelhez. Észre lehet venni, hogy az MNB-t tulajdonképpen nem a kamat-, hanem az árfolyampolitika kapcsán kritizálom. Én is írom: az infláció miatt a kamatlábnak magasnak kellett lennie. Ez vitathatatlan. De mikor, mely években, mennyivel kellett magasabbnak lennie a kamatlábnak, és *mivel együtt?* Bizony, itt csúsztatásról van szó!

Az *elmúlt évre* vonatkozóan és a közeljövőben a megállapítás szó szerint igaz! Magyarázza ezt a forintárfolyamban jelentkező nagyfokú bizonytalanság, emellett az esetleges fizetésképtelenség ellen biztosító nagyra nőtt kockázati felár. Ma a kamatparitás a nyugat-európai szinthez képest magas nominális és reálkamatlábát ír elő a forint számára. Ez azonban nem volt így korábban, amikor a devizaalapú hitelfelvétel meredeken emelkedett.

Az árfolyamkockázat 2008 második felétől kezdve lett igazán nyilvánvaló, és 2008 első felétől kezdve ugrott fel hirtelen és nagymértékben a kockázati felár. Ezt követően a devizaalapú hitelfelvétel gyors növekedése is alábbhagyott.

A hazai kamatlábszint nemzetközi mércével mérve végig magas volt. Ugyanakkor a kockázati felár 2008 februárjáig többnyire kisebb volt 50 bázispontonál, és mindig 100 bázispont alatt maradt. Ez egymaga legfeljebb csupán 0,5–1,0 százalékos kamatlábtöbbletet indokolt. Az árfolyam tényleges alakulása pedig nem igényelt kamatlábtöbbletet, mert a nominális forintárfolyam a *trendjét tekintve* még emelkedett is. Emellett az MNB nem titkolta, hogy az árfolyam-politikára is támaszkodik az inflációs célkitűzés teljesítésében.

A nominális kamatlábszint akkora volt, hogy azzal összeférhetett volna a nominális forintárfolyamnak átlagban akár évi két-három százalékos csökkenése is: a kamatparitás elve nem sérült volna. Lényegesnek ezt tartom: a külső pénzbefektetők leértékelési várakozásaival, illetve az ezekkel megegyező *tényleges leértékeléssel együtt* vehető megfelelőnek a tényleges kamatlábszint erre az időre.

Nem lehet adatokkal alátámasztani, hogy 2007 végéig, illetve 2008 elején a nominális árfolyam csökkenő irányzatával párhuzamosan milyen mértékben tudta volna növelni az állam a külső hitelfelvételt. Az adatok *valószínűsítik*, hogy a szükséges hitelfelvétel így is lehetséges lett volna. Kísérletek végzésére nincs mód. Biztos viszont, hogy a csökkenő forintárfolyammal együtt a lakosság devizaalapú hitelfelvétele sokkal kisebb mértékben duzzadt volna fel. És éppen ez a hazai monetáris politika által okozott legnagyobb gond.

### Összegzés

A valutaárfolyam és az export közt világszerte erőteljes az összefüggés. Ez alól néhány ország jelent speciális tényezők miatt kivételt. Magyarországon a multinacionális társaságok nagy és növekvő súlya, valamint az exportban és az importban elért kivételesen nagy aránya szolgál magyarázatul. Ezzel együtt nem kedvező, ha a forint túlértékeltisége tartós és nagyarányú, mert ez hátrányos a foglalkoztatás szintjére, az aktivitási rátára, a hatékonyságra, és gyengíti a hazai vállalatok helyzetét a külső versenytársakkal szemben. Ezért Magyarországon az export gyors növekedése nem bizonyíték a forint túlértékeltiségével szemben, és az sem igaz, hogy a túlértékelt forint nem hátrányos a gazdaság számára.

A túlértékelt forintnak része volt abban, hogy a devizaalapú hitelek állománya nagyra duzzadt. Ez a belső kamatlábszintnek a külföldivel szembeni nagy többlete miatt – elsősorban a hosszú lejáratú hiteleknél – versenyképtelenné tette a forintalapú hiteleket. A forint nominális árfolyamának csökkenése esetén a kedvezőtlen versenyhelyzet nem állt volna fenn, és ma nem volna komoly gondunk a devizahitelekkel. A forintárfolyam csökkenése, miközben az inflációhoz igazodó nominális kamatláb nő vagy magas, nem jelent a monetáris politikában inkonzisztenciát. Éppen ez illeszkedik harmonikusan az inflációs folyamathoz. Az illeszkedés feltétele persze az, hogy a várakozásokat a jegybank ne terelje ellenkező irányba.

Nem biztos, hogy a növekvő reálfelértékelődés és az inflációt kompenzáló nominális kamatláb együttesen jobban korlátozza az inflációt, mint egyedül a kamatlábnövelés. Ugyanis a külföldinél jóval magasabb kamatláb nem romló forintárfolyam mellett egyre hatástalanabbá teszi magát a kamatpolitikát, az árfolyam pedig számos nem kívánt káros hatással képes csak visszatartani az inflációs áremelkedést. Az árfolyamot rendszerint csak korlátozott ideig helyes nominális horgonyként alkalmazni. A jegybank egyedül nem képes az árszintet kielégítően stabilizálni, különösen akkor, ha a bérinfláció erőteljes, és az államháztartás nagymértékben deficitese.

Magyarországon az infláció a költséginfláció példája, ugyanakkor nem példája a hiánygazdaságnak. A keresleti infláció sem vezet hiánygazdaságra, ha nincs kötött árrendszer, ha az árak, illetve az általános árszint emelkedését mesterségesen, a közvetlen árszabályozáson keresztül nem korlátozzák. A valuta konvertibilitása és az áruk szabad külkereskedelme is a hiánygazdaság létrejötte ellen hat. Hogy nálunk nincs hiánygazdaság, ez nem bizonyít velem szemben semmit. A szerzők által vitatott cikkem egyetlen állítását sincs okom korrigálni.

\*

A tudományos fejlődés nagyon fontos serkentője a vita. Ennek keretében bárkit és bármelyik intézményt érhet bírálat. Az Egyesült Államokban a központi bank szerepét betöltő Fed monetáris politikai gyakorlatát, esetenként stratégiáját is élesen bírálják. Úgy látom, az MNB nagyon nem szereti, ha kritizálom.

Azt írom a jelen vitacikkemben, hogy 2006 első feléhez képest a lakosság devizaalapú eladósodása 2008 második felére mintegy két és félszeresére nőtt. Mivel pontos akartam lenni, újból meg akartam nézni az MNB honlapján, melyek a tényleges adatok, de mióta a vitatott cikkem megjelent, a honlapról hiányzik a kimutatás e hitelek időbeli alakulásáról. (Ennek ellenére közelítőleg pontos, amit a devizahitelek növekedéséről erre az időre vonatkozóan írtam, mert elég jól emlékszem e hitelek évenkénti alakulására.) Biztosan más adatok is kimaradtak, de éppen a devizaalapú hitelek érdekeltek.

Nos, az adatszolgáltatás romlását kifogásolom! Éppen a vitatott cikkem bizonyítja, hogy az MNB, a honlapján elérhető adatokkal, milyen jól képes segíteni a kutatómunkát. Enélkül vitatott cikkem vagy nem jelenhetett volna meg, vagy jóval kevésbé lehetett volna érdekes. Nem állítom, hogy az MNB miattam szűkítette a közzétett adatok körét. Csupán, esetleg, lehet közöm hozzá. Magát az eljárást hibáztatom. Hiszen a haladás nem a publicitás romlását, hanem a javulását feltételezi.

### *Hivatkozások*

- BIHARI PÉTER–VALENTINYI ÁKOS [2010]: Pirruszi dezinfláció, vagy tartósan alacsony inflációs környezet? *Közgazdasági Szemle*, 10. sz. 868–876. o.
- ERDŐS TIBOR [2007]: Árfolyam-politika és inflációs cél követése Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 10. sz. 853–875. o.
- ERDŐS TIBOR [2010]: Forintárfolyam, kamatszint és devizaalapú eladósodás. Az árfolyam szerepéről. *Közgazdasági Szemle*, 10. sz. 847–868. o.
- FAZEKAS KÁROLY–MOLNÁR GYÖRGY (szerk.) [2010]: *Munkaerőpiaci Tükör, 2010*. MTA KTI–Országos foglalkoztatási Közalapítvány, Budapest.
- GORDON, R. J. [2009]: *Macroeconomics*. 11. kiadás. Addison-Wesley, Boston.
- KRUGMAN, P. R.–OBSTFELD, M. [2003]: *Nemzetközi gazdaságtan*. Panem Könyvkiadó Kft., Budapest.
- MISHKIN, F. S. [2010]: *Money, Banking and Financial Markets*. 9. kiadás. Addison-Wesley, Boston.