

# Mi okoz inflációt? – A jegybanki politikák és az infláció kapcsolata\*

Balogh András

*Jelen cikk gazdaságtörténeti példákon és válságtapasztalatokon keresztül vizsgálja, hogy milyen tényezők járulnak hozzá a magas inflációval jellemezhető időszakok kialakulásához, kiemelten értékelve a gazdaságpolitikai ágak szerepét. A gazdaságpolitikai megfontolások háttérében meghúzódnó közgazdasági elméletekre utalva az írás röviden bemutat egy feltörekvő megközelítést is, a modern monetáris elméletet, rámutatva annak inflációval kapcsolatos üzeneteire.*

## 1. Bevezetés

Az elmúlt évtizedek relatíve alacsony inflációs rátáinak okát sokan próbálták már feltárni. Az 1970-es évek nemzetközi szinten tapasztalt magas inflációját követő években észszerű magyarázatnak látszott, hogy a megfelelő monetáris politika és a látszólag jól működő, uralkodó közgazdasági irányzatok mellett az egyre nyitottabbá váló globális kereskedelem, például Kína belépése a világgiacra támogatta az alacsony inflációs környezetet. Azt követően, hogy a 2008–2009-es válság feltárta a felszín alatt kialakult pénzügyi egyensúlytalanságokat, a jegybankok által a pénzügyi rendszerbe juttatott hatalmas mértékű likviditás nem gyűrűzött be a reálgazdasági szférába, ezáltal az inflációs ráták sem kezdtek emelkedni. A 2008–2009-es válságot elhúzódnó kilábalási periódus követte. A gazdaságpolitikai ágak célja többé nem az infláció leszorítása, hanem annak célra emelése volt.

A 2020-ban kitört koronavírus-válság okozója egy egészségügyi vészhelyzet volt, nem pedig a gazdasági és pénzügyi rendszer strukturális problémái. A kilábalás megindulását követően ebben a környezetben a kereslet gyorsabban áll helyre, mint a kínálat, tekintve, hogy a korábbi kapacitásokhoz való visszatérés erőforrás- és időigényes. Ez a súrlódás természetesen vezet el a megemelkedett inflációhoz egy túleresletes állapoton keresztül. Ezt a hatást erősíti, hogy a gazdaságpolitikai ágak hatalmas mennyiségű likviditást juttattak a gazdaságba. Változást jelentett viszont, hogy a programok nagyobb célzottság és erőteljesebb együttműködés mellett mentek végbe a gazdaságpolitikai ágak között. Tekintve a megemelkedett infláció háttérben meghúzódnó tényezőket, számos döntéshozó a jelenség átmeneti jellegét hangsúlyozza. Amennyiben azonban a jelenlegi magas inflációs folyamatok

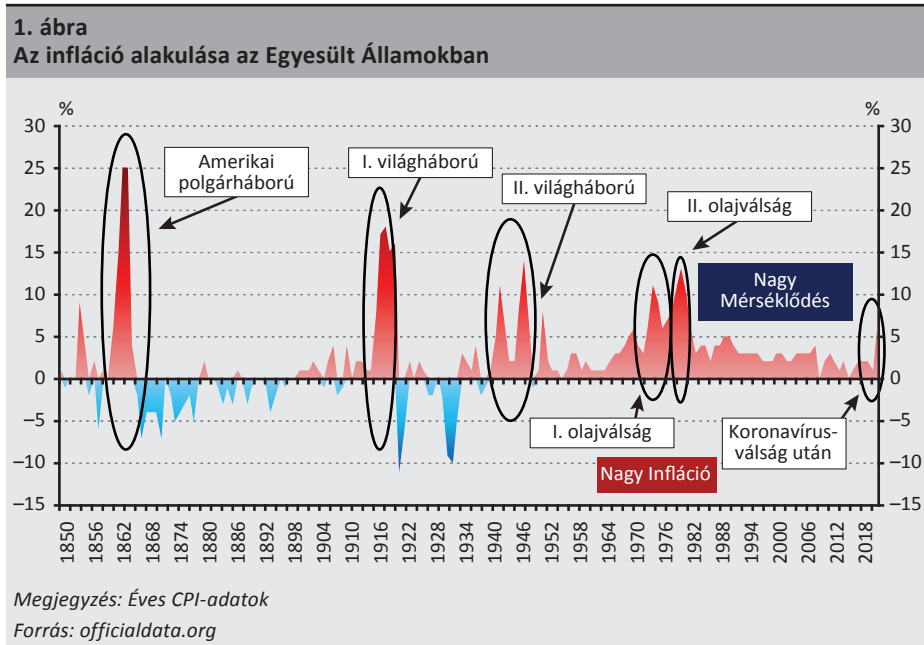
\* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Balogh András a Magyar Nemzeti Bank közgazdasági elemzője. Email: baloghan@mnbb.hu

beépülnek a szereplők várakozásaiba és hatást gyakorolnak döntéseikre, a részben átmeneti tényezők által okozott infláció tartóssá válhat. Egy feltérekvő közgazdasági megközelítés, a modern monetáris elmélet<sup>1</sup> alapján azonban a gazdaság aktuális állapotából következően sem vehetjük biztosra, hogy a jelenleg tapasztalt magas árdinamika tartóssá válik a jövőben.

## 2. Az infláció történelmi távlatokból

Ha célunk a koronavírus-járványt követően megjelenő infláció megértése, vizsgáljunk egyik fontos állomása a történelmi tapasztalatok összegzése lehet. Az Egyesült Államokban több mint 150 év inflációs adatai alapján elmondható, hogy kifejezetten magas inflációs időszakok ritkán és kevés kivétellel viszonylag rövid ideig álltak fenn, jellemzően háborúkhöz és válságokhoz kapcsolódva (1. ábra).



Fontos kivételt jelent azonban az 1970-es évek. A korszakot az angolszász szakirodalomban a Great Inflation, vagyis a „Nagy Infláció” időszakként írják le, ekkor számos tényező nyomán több mint egy évtizeden át maradt fenn a magas infláció. Míg a 60-as években az amerikai CPI-árindex inflációja átlagosan 2,4 százalékon alakult, az 1970-es években ez az érték 7,1 százalék volt. A magas infláció háttérben nagy szerepet játszott az első és a második olajválság 1973–1974-ben, illetve

<sup>1</sup> Modern Monetary Theory (MMT)

1979-ben. Azonban a magas nyersanyagárak önmagukban nem garantálják a magas infláció tartósságát, sokkal inkább meghatározó volt a gazdaságpolitikai döntéshozók hozzáállása az inflációhoz.

A gazdaságpolitikát számottevően meghatározták a vietnámi háborúhoz kapcsolódó költségvetési kiadások, illetve a Bretton Woods-i aranystandard rendszer felbomlása. Ekkor a döntéshozók számára már jó ideje a teljes foglalkoztatottság megteremtése volt az egyik legfontosabb cél. Eközben a döntéseket a Phillips-görbe szemlélete hatotta át, vagyis a döntéshozók úgy tartották, hogy az infláció visszafogása csak a munkanélküliség növekedésén keresztül érhető el. Az olajár-emelkedést a közgazdászok a jegybank hatáskörén kívüli tényezőnek tekintették, azonban az általa okozott munkanélküliséget nem. Ebben az összevetésben a foglalkoztatottsági szempontok nagyobb prioritást élveztek. Az infláció magas maradt, a Federal Reserve teret adott a növekvő fiskális egyensúlytalanságoknak, miközben a munkanélküliség nem csökkent (Bryan 2013).

Az árdinamika mérséklődését végül a gazdaságpolitika és a közgazdasági megközelítés számottevő változása hozta csak el. Az 1970-es évek végére az Egyesült Államokban az infláció egyértelmű ellenséggé vált a lakosság szemében: a kormányzat és a gazdaságpolitika iránti bizalom megcsappant, az üzleti beruházások lassultak. 1979-re, amikor Paul Volcker került a Fed élére, az uralkodó szélirány megfordult: az árstabilitást és a teljes foglalkoztatottságot célzó politika kulcsként már az infláció leszorítását tekintették. Volcker egyértelművé tette a Fed elkötelezettségét az infláció elleni küzdelemben, a kamatemelések mellett a tartaléknövekedés ütemét alakítva szorította le az inflációt. Emellett az infláció leszorításában kormányzati oldalról komoly támogatást jelentett a munkaerőpiac fokozatos liberalizálása, illetve a szakszervezetek szerepének mérséklése is (Peters 2008). A siker nem érkezett azonnal, ugyanakkor a hiteles, árstabilitást célzó monetáris politika évtizedekre megalapozta az infláció kordában tartását.

Ugyanebben az időben az Egyesült Királyságban is hasonló folyamatok játszódtak le. Az 1979-ben alakult Thatcher-kormány vezetésével történő munkaerőpiaci liberalizáció mellett a Milton Friedman által fémjelzett monetarizmus nemzetközi előretörésével összhangban az infláció monetáris jellegét hangsúlyozó szigorú irányultságú jegybanki politika végül az Egyesült Királyságban is elhozta az infláció mérséklődését (DiCecio – Nelson 2009).

A „Nagy Infláció” időszakát 25 évnyi „békeidő” követte az infláció terén. A jegybankok ez idő alatt egyre szélesebb körben tértek át az inflációs célkövetésre, a gazdaságstruktúra számottevően megváltozott, megatrendek, mint a globalizáció és a digitalizáció, valamint a szolgáltatások szerepének növekedése egyaránt az alacsonyabb és kisebb volatilitású infláció felé mutatott, miközben a jelentősebb sokkok is elkerülték ezt az időszakot. A jó gazdaságpolitika látszólag eredményt hozott,

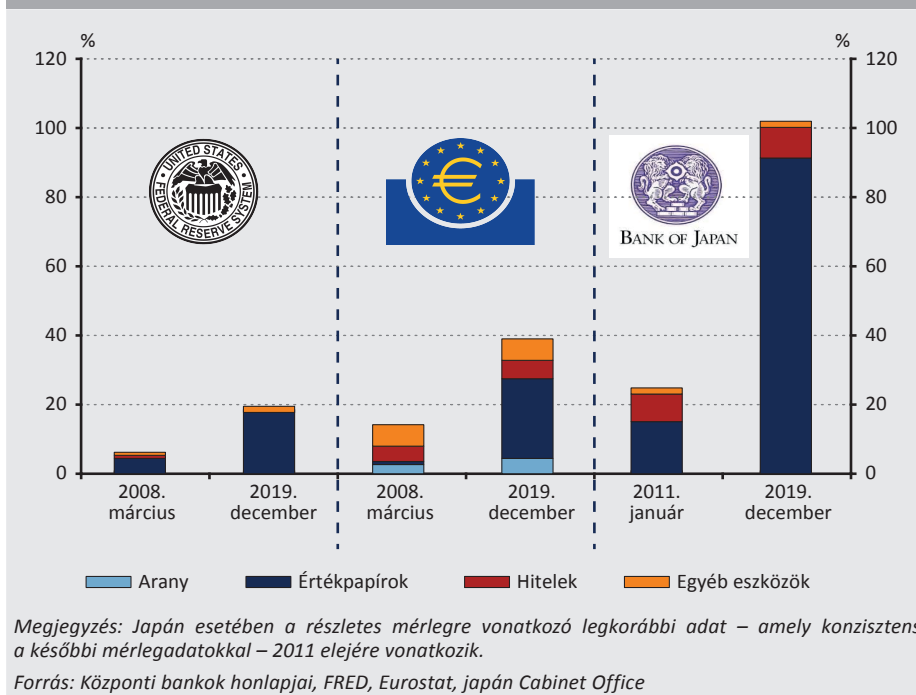
elfedte azonban mindazt a pénzügyi egyensúlytalanságot, amit aztán a 2008–2009-es válság könyörtelenül a felszínre hozott. A válság kitörésével az alacsony infláció évtizedei nem értek véget. Ekkor azonban a visszafogott árdinamika már fenyegetést jelentett, ugyanis a defláció rémét vetítette előre. A széljárás ismét változott, a gazdasági aktivitás felélesztése mellett fontossá vált az árszínvonal jegybanki célokkal összhangban lévő emelése is.

### **3. A 2008-as válságkezelés fogyasztói inflációt nem okozott, de esz-közár-inflációt igen**

A 2008-as globális pénzügyi válság jelentős kihívás elé állította a gazdaságpolitikai döntéshozókat, ami a monetáris politika területére is érvényes volt. Egyrészt a válság kezdeti, akut szakaszában számos országban gyors beavatkozásra volt szükség a bankrendszer stabilitásának és megfelelő működésének biztosítása, valamint a piaci folyamatokban tapasztalt zavarok enyhítése érdekében. Másrészt rendkívül elhúzódónak bizonyult a válság, így annak kezelése elengedhetetlenné tette újszerű monetáris politikai eszközök alkalmazását. A válság kezdeti, akut szakaszában többnyire különböző likviditásnyújtó intézkedésekkel próbálták helyreállítani a jegybankok a bankközi piaci zavarokat és a pénzügyi stabilitást. Emellett a kedvezőtlen makrogazdasági folyamatokra jelentős monetáris lazítással reagáltak: először az irányadó kamatot csökkentették a jegybankok, ami azonban viszonylag rövid időn belül elérte vagy megközelítette effektív alsó korlátját.

Az irányadó kamat alsó korlátjának problémájára válaszként először a Federal Reserve, majd más jegybankok is mennyiségi lazító intézkedéseket vezettek be. Emellett a jegybankok többsége előretekintő iránymutatással igyekezett mérsékelni a gazdasági szereplők hosszabb távú kamatvárákozásait a további monetáris lazítás biztosítása érdekében. A globálisan meghatározó jegybankok mellett számos egyéb központi bank is kivételesen laza monetáris politikát folytatott a válságot követően. Kevés kivételtől eltekintve általánosságban elmondható, hogy a nemkonvencionális lazító intézkedések következtében a jegybankok mérlegfőösszege a válságot követően érdemben nőtt (2. ábra). A Fed GDP-arányos mérlegfőösszege bő 10 év alatt több mint háromszorosára, míg az EKB mérlege közel háromszorosára növekedett. A japán jegybank GDP-arányos mérlegfőösszege közel egy évtized alatt több mint négyszeresére emelkedett. A mérlegbővülések hátterében főként az eszközvásárlási programok álltak.

**2. ábra**  
**Jegybanksi mérlegbővülések felbontása a tárgyévi GDP arányában**



Az adott gazdaságok pénzügyi rendszerének sajátosságai, illetve a válság során felszínre került problémák karakterében meghatározták az egyes eszközvásárlási programok eredményességét. Ugyanakkor a programok összességében sikeresen mérsékeltek a hosszú hozamokat, noha az EKB esetében az euroövezet különböző régióira eltérő hatással voltak (*Eser – Schwaab 2016*). Emellett a programok hozzájárultak egyes eszközárak inflációjának emelkedéséhez: a fejlett tőzsdeindexek, az ingatlan- és nyersanyagárak többsége jelentősen emelkedett. Az eszközár-emelkedést jól reprezentálja, hogy az évtized végére az amerikai S&P 500 index több mint háromszorosára, a NASDAQ közel négyszeresére emelkedett, míg a német DAX index és a japán Nikkei index duplázott a 2010 elején regisztrált értékhez képest.

Az eszközvásárlási programok ugyanakkor nem teljesítették teljes mértékben az eredetileg elvárt célokat. A programok reálgazdasági hatásai vitatottak: a szakirodalom által becsült makrogazdasági változók között nagyok a különbségek (többek között: *Engen et al. 2015; Weale – Wieladek 2016; Baumeister – Benati 2010; Hammerman et al. 2019; Andrade et al. 2016*). Az inflációs ráták továbbra is elmaradtak a jegybanksi céloktól a válságot követően. Ezen felül, a becslések alapján az újabb és újabb eszközvásárlási programok addicionális reálgazdasági hatása csökkenő mértékűnek

bizonyult (Chung et al. 2011). A valós reálgazdasági hatás megismerését tovább bonyolítja az is, hogy nehéz mérni a programok pontos hatását.

Az eszközvásárlások mögött meghúzódó elképzelés szerint a jegybank vásárlásai következtében a hosszú pénzpiaci hozamok mérséklődésével relatíve jövedelmezőbbé válik a reálgazdasági hitelezés a bankok számára, aminek hatására emelkedik a fogyasztás és a beruházás is, ami végső soron a reálgazdaság és az infláció növekedését eredményezi. Ugyanakkor a valóságban a transzmissziós láncok hosszúak és sérültek voltak. A jegybanki eszközvásárlási programok hatására kedvező tőke- és árupiaci befektetési lehetőségek nyíltak, ami végső soron magasabb megtakarítási rátát eredményezett. A mérséklődő hozamok így az eszközárak emelkedését támogatták a reálgazdasági növekedés és infláció emelése helyett.

Az elmaradt, vitatott reálgazdasági hatás mögött több ok húzódhat meg. Az egyik ilyen, hogy a válság kitörésekor a magánszektor nagymértékben el volt adósodva, ami hatással volt a fogyasztási és beruházási döntésekre a válság időszaka alatt és az azt követő években is. Emiatt a magánszektor elhúzódó mérlegkiigazítást hajtott végre, ami gátolta a programok hatékony reálgazdasági begyűrzését (Csontos – Szalai 2015). Emellett a monetáris és a fiskális politika között nem volt megfelelő koordináció: a globálisan meghatározó jegybankok ugyan nagy volumenű programokat hajtottak végre, de a kormányzati keresletélénkítő programok elmaradtak (Aizenman – Pasricha 2010). A monetáris és fiskális politikai koordináció különösen az eurozónában ütközött akadályokba, ami hozzájárulhatott a vártnál csekélyebb mértékű makrogazdasági hatásokhoz. Mindezek mellett az elmúlt évtizedekben megváltozott az infláció természete: gyengült a gazdasági ciklus és az infláció közötti kapcsolat erőssége (Balatoni 2018). Olyan megatrendek (például a demográfiai folyamatok, digitalizáció vagy a globalizáció) erősödtek tovább, amelyek az infláció mérséklődésének irányába hathatnak.

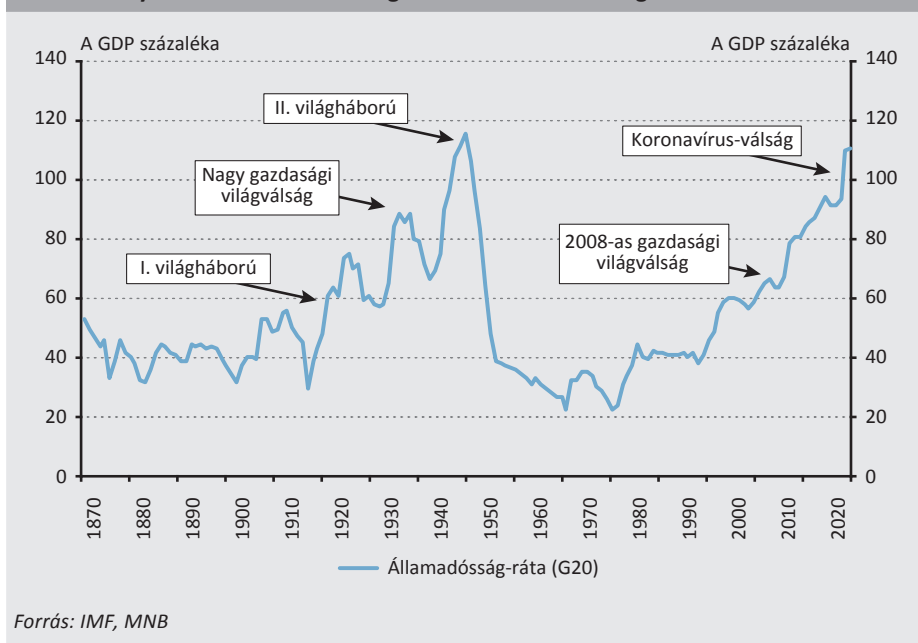
#### 4. Miért hozhat inflációt a koronavírus-járvány?

A jelenlegi válságot a 2008-ashoz képest eltérő karakterisztika jellemzi. Fontos különbség a két válság között, hogy a jelenlegi válság kiváltó oka nem a gazdasági és a pénzügyi rendszer strukturális hiányosságaiból ered, mint 2008-ban. Emellett a koronavírus-járvány okozta válság során nem volt hitelszűke, a hitelpiacok működőképesek maradtak. Ez főként annak köszönhető, hogy a 2008-as válság a pénzügyi rendszerek és a prudenciális politikák megerősödését hozta el, így a koronavírus-járvány negatív gazdasági hatásai stabil pénzügyi rendszerek mellett érvényesültek. Segítette a mostani válság kezelését továbbá, hogy a 2008-as válság során a jegybankoknak el kellett sajátítaniuk a nemkonvencionális eszközök alkalmazását, amelyek azóta az eszköztár szerves részeivé váltak. Mindezen tényezőket figyelembe véve

a kilábalást a koronavírus-járvány terjedésének eredményes megfékezése határozza meg.

A válságra adott gazdaságpolitikai reakció gyors és határozott volt a fejlett gazdaságokban. A globálisan meghatározó jegybankok mérlegei a korábbi válsághoz képest nagyobb mértékben növekedtek: 2008 és 2013 között a fejlett jegybankok GDP-arányos mérlegfőösszege jellemzően átlagosan 2–4 százalékponttal emelkedett évente, míg a 2020. februárt követő egy évben 14–28 százalékpontos növekedést figyelhattunk meg. Ez főként a jegybanki programok nagyobb volumenének köszönhető. A programok célzottabban is valósultak meg, hozzájárulva a piacok likviditási helyzetének megőrzéséhez. A válságkezelést támogatta a monetáris és fiskális politika közötti erősebb koordináció is, aminek köszönhetően több program jegybanki-kormányzati együttműködésből született. Hazánkban ilyen például a hitelmoratórium, amely támogatta a magánszektor keresletének stabilitását a válság alatt. Emellett a kormányzatok számottevő gazdaságélénkítő fiskális programot hajtottak végre. Mindezek hatására mérsékeltebb munkaerőpiaci visszaesés valósult meg. A számottevő állami szerepvállalás eredményeként az államadósság-ráták intenzíven emelkedtek (3. ábra).

**3. ábra**  
A GDP-arányos bruttó államadósság alakulása a G20 országokban



A rövid idő alatt véghez vitt hatalmas mértékű jegybanki programok eredményeként kibocsátott pénzmennyiség, vagyis a monetáris bázis mind az Egyesült Államokban, mind az eurozónában óriási mértékben emelkedett. 2021 augusztusára a 2020. januári értékhez képest a pénzmennyiség az euroövezetben közel 40 százalékkal, míg az USA-ban több mint 80 százalékkal bővült. Bár a bővülés mértéke jelentős volt, meg kell jegyezni, hogy a pénzmennyiség növekedése nem szükségszerűen jár az infláció megugrásával: amennyiben nem a fogyasztásban csapódik le, hanem a háztartások megtakarításában, illetve a vállalatok mérlegtisztításában, a fogyasztói árak terén nem várható érdemi gyorsulás (*Bofinger 2020*).

Miközben a koronavírus-válság kezelése ritkán látott egyetértésben zajlott a jegybankok és a kormányzatok között, egyes vélemények magát a válságkezelést tekintik potenciális inflációs hatásúnak. Az érvelés szerint a koronavírus-válság, amellett, hogy részben keresleti sokkot is jelentett, arányaiban a kínálati oldalon hozott elhúzóó negatív hatásokat. Ezzel szemben a gazdaságpolitikai ágak válságkezelésének hátterében főként a kereslet élénkítése állt, ami tovább mélyítheti a szakadékot a kínálat és a kereslet között, potenciálisan erősítve az inflációs hatásokat (*Larsen 2021*).

Mindenesetre az infláció ismét megjelent: az eurozónában a tavalyi év utolsó hónapjainak negatív inflációs rátája mára 3 százalék fölé emelkedett. 2021 első felében átlagosan minden fontosabb nyersanyag ára elérte vagy akár 70 százalékkal meghaladta a válság előtti, 2019-es szintet. A globális értékláncok kereslethez viszonyított lassabb helyreállása a globális szállítványozásban és az ipari termelésben fokozódó költségnyomáshoz vezetett. A Kínából Európába irányuló szállítványok költsége 2021. szeptember elejére a 2020. júniusi szintről több mint 8,5-szeresére nőtt.

Az újrainytással járó inflációs hatások, a nyersanyagárak és a szállítási költségek globális emelkedése, bár külön-külön átmeneti tényezőkné tekinthetők, azzal a kockázattal járnak, hogy az ebből következő magasabb árdinamika, társulva a válságkezelés keresleti hatásaival, beépül a gazdasági szereplők várakozásaiba, aminek következtében a jelenleg tapasztalt magas inflációs környezet tartósan fennmaradhat. A nyersanyagárak emelkedése további piaci spekulációra nyit teret, ami az árak további emelkedése felé hathat. A feszeseó munkaerőpiac mellett emelkedő bérek szintén a magasabb infláció tartósabb fennállása felé mutatnak, miközben akár egy ár-bér spirál kialakulásához is vezethetnek. A várakozások szerepét jól tükrözi, hogy az amerikai és az európai hosszú távú inflációs várakozások 2020 közepétől folyamatosan emelkednek, miközben az Egyesült Államok esetében 2020 őszétől már folyamatosan a cél felett alakulnak.



A fentiekén túl az uralkodó globális megatrendek egy része strukturális tényezőként hosszabb távon mutathat relatíve magasabb infláció felé. A klímaváltozás a nyersanyagárak szempontjából további inflációs hatást jelenthet, ráadásul a csökkenő munkaképes korú lakosság feszesebb munkaerőpiacokat, és így magasabb bérszintet vonhat maga után. A koronavírus-járvánnyal, valamint az elmúlt évek geopolitikai fejleményeivel a világ a globalizáció irányából elmozdult a deglobalizáció vagy regionális integráció felé. A gazdaságok, nagyhatalmak zártabbá válása a globális ellátási lánc töredezettségét és a regionális gazdaságpolitikák és termelési láncok felértékelődését hozhatja el. Az átmenet az újraszerveződő ellátási láncok miatt szintén árnövelő hatású lehet.

Az 1970-es évek „Nagy Infláció”-jához hasonlóan a költségoldali infláció az emelkedő nyersanyagárak és szállítási költségek képében ismét jelen van. Ezenkívül a gazdaságpolitikai ágak által véghezvitt válságkezelési intézkedések bizonyos keretek között hozzájárulhatnak az infláció tartóssá válásához, tekintve, hogy az élenkülő kereslet egy lassan helyreálló kínálattal párosul. Ebben a keretben fontos szerep jut a várakozásoknak.

## 5. A modern monetáris elmélet (MMT) bemutatása

Az elmúlt évszázadban a válságok mindig az újabb közgazdasági elméletek megerősödését hozták el. Az 1929-ben kezdődő nagy gazdasági világválság nyomán a keynes-i közgazdaságtan tört előre. Az 1970-es évek „Nagy Infláció”-jára válaszul a friedmani gondolatok és a monetarizmus került előtérbe, a gazdaságpolitikai vitákban pedig a 2008-ban kezdődő globális pénzügyi válság idején egyre többször az úgynevezett modern monetáris elmélet (MMT) gondolatai jelentek meg.

A modern monetáris elmélet alapfeltevése szerint az inflációs nyomás attól függ, hogy a gazdaságban a kapacitások mennyire vannak alul- vagy éppen túlhasználva (Powell 2020). Mindez annyit jelent, hogy ameddig a gazdaság a teljes kapacitáskihasználtság felé halad, nem fenyeget a tartósan magas infláció veszélye. Az MMT képviselői ugyanakkor később árnyalták az elméletet: az infláció emelkedésének számos forrása létezik, amit nem a kereslet általános állapota tükröz. Emiatt szektorálisan is fontos vizsgálni a kapacitáskihasználtságot, akkor is, ha a gazdaság egésze még elmarad a teljes kapacitáskihasználtságtól (FT 2019).

A gazdaságpolitika tekintetében az MMT szerint a fiskális politikáé a főszerep, amelynek feladata, hogy a hazai és a külföldi magánszektor pozíciójára reagálva korrigálja az alul- vagy éppen túlhasználás melletti helyzeteket (Szalai 2019). A korrekció megfelelő eszköze az adópolitika, illetve később kiegészült a megfelelő szabályozás kialakításával is, amely egyes esetekben hatékonyabb eszközzé is válhat. A költségvetési politika számos formában valósulhat meg: zöldprogramok és beruházások,

univerzális társadalombiztosítás vagy a legnagyobb figyelmet kapó megoldás: a közfoglalkoztatási garanciaprogramok (Job Guarantee). A közfoglalkoztatási programban bárki részt vehet egy meghatározott piaconál alacsonyabb bér mellett. A program hozzájárul a teljes foglalkoztatottság megteremtéséhez, továbbá automatikus stabilizátorként működik válság idején. Ez azt jelenti, hogy válság idején nő a programban résztvevők száma, miközben a kilábalás után automatikusan visszaáramlik a versenyszférába a munkaerő. Ennek eredményeként kisebb lehet a visszaesés mértéke válság idején, kevésbé erodálódik a humán tőke és a program keretében biztosított alaphér támogatja az árstabilitás elérését is. Az MMT képviselői szerint a költségvetést a valós inflációs dinamikák figyelembe vételével kell megtervezni, így a változó adókulcsokkal és egyéb inflációcsökkentő tételokkal már az adott évi költségvetés tervezésekor is számolni kell (FT 2019).

Az elmélet szerint a monetáris politika feladata ezzel szemben a fiskális politika támogatása, illetve szerepet játszik a pénzügyi stabilitás elősegítésében is (Matthews 2019; Shirai 2019). Az MMT képviselői szerint a monetáris politika nem tudja kontrollálni az inflációt, és nem is független. Ennek oka, hogy a fiskális politika a kiadásai vagy az adóbeszedéseivel hatással van a bankközi piac likviditására, amely elmozdítja a hozamokat. Ha például a kormányzat növeli a kiadásait, akkor megnő a bankközi likviditás és mérséklődnek a hozamok. Ha ezt a hatást semlegesíteni akarja a jegybank, akkor a fölös likviditást sterilizálja jegybanki betétben. Emellett az állampapír-vásárlási programokkal is monetizálódik az adósság. Végeredményben a fiskális programok hatására emelkedhetnek a jegybanki mérlegek. Az MMT képviselői szerint továbbá a kamatpolitika újraelosztást eredményez a heterogén szereplők között, ezért nem célszerű egyedül a monetáris politikára támaszkodni.

Az MMT képviselői elméletükben újszerű és üdvös megközelítést alkalmaznak, miszerint a gazdaságpolitika feladata, hogy a gazdaság a teljes kapacitáskihasználtság felé haladjon. Az elmélet üdvözli a kapacitásokat bővítő beruházásokat, ösztönzi a kereslet élénkítését, és alapelve, hogy ameddig a gazdaság a potenciális kibocsátás felé halad, addig az infláció sem jelenthet komoly problémát.

Az elméletben azonban az infláció feletti kontrollt a kormányzat gyakorolja. Bár más gazdaságtörténeti- és szerkezeti jellemzők – például erős szakszervezetek jelenléte – mellett, de az 1970-es évek „Nagy Infláció”-ját először kormányzati eszközökkel, többek között bérpolitikával igyekeztek kezelni, sikertelenül. Korunk magas államadósság-rátái emellett növelik a fiskális dominancia kockázatát, mely alapján a magasan tartott infláció jó eszköz lehet a hatalmas adósságok elinflálására. A kormányzati működést politikai érdekek vezérlik. Ebben a keretben az adóintézkedéseken keresztül csökkentendő infláció politikai kockázatot jelent: az adóemelés nem

népszerű a lakosság körében, a gyakori adóváltozás pedig kiszámíthatatlanná teszi az adórendszert és az árak alakulását.

A „Nagy Infláció” időszaka akkor ért véget, amikor a jegybankok megszűntek passzívan támogatni a költségvetési politikát, és teljes körű felelősséget kezdtek vállalni az infláció leküzdésében. Gyakorlatilag ez alapozta meg a jegybanki függetlenség intézményét, amelynek többek között egyik pillére, hogy a politikai ciklus és a jegybanki vezetők mandátuma időben eltér. A jegybanki működést ugyanis nem választási ciklusok, hanem az árstabilitás elsődlegessége határozza meg.

A koronavírus-járvány időszakában szükséges volt a fiskális és monetáris politikák együttműködése a gazdaságok mielőbbi talpra állása érdekében. A történelmi tapasztalatok azt mutatják, hogy a jelenlegi válság elmúltával ebben az együttműködésben a jegybankok leginkább az árstabilitás gazdasági szereplők által felhatalmazott, elsődleges felelőseiként tehetik a legtöbbet az új célért: a gazdasági stabilitás fenntartásáért.

## Felhasznált irodalom

- Aizenman, J. – Pasricha, G.K. (2010): *The net fiscal expenditure stimulus in the US 2008–2009: Less than what you might think*. VoxEU, 3 March. <https://voxeu.org/article/us-fiscal-stimulus-less-what-you-might-think>. Letöltés ideje: 2021. október 21.
- Andrade, P. – Breckenfelder, J. – De Fiore, F. – Karadi, P. – Tristani, O. (2016): *The ECB’s asset purchase programme: an early assessment*. ECB Working Paper no. 1956, European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1956.en.pdf>
- Balatoni András (2018): *Felejtünk el mindent, amit az inflációról hittünk?* Portfolio.hu, április 5. <http://portfolio.hu/prof/20180405/felejtunk-el-mindent-amit-a-inflacirol-hittunk-281288>. Letöltés ideje: 2021. október 21.
- Baumeister, C. – Benati L. (2010): *Unconventional Monetary Policy and the Great Recession*. ECB Working Paper no. 1258, European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1258.pdf>
- Bofinger, P. (2020): *The ‘bazooka’: Modern Monetary Theory in action*. Social Europe, 28 September. <https://socialeurope.eu/the-bazooka-modern-monetary-theory-in-action>. Letöltés ideje: 2021. október 21.
- Bryan, M. (2013): *The Great Inflation*. Federal Reserve History, 22 November. <https://www.federalreservehistory.org/essays/great-inflation>. Letöltés ideje: 2021. október 21.

- Chung, H. – Laforte, J.P. – Reifschneider, D. – Williams, J.C. (2011): *Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?* Working Paper 2011-01, Federal Reserve Bank of San Francisco. <https://www.frbsf.org/economic-research/files/wp11-01bk.pdf>
- Csortos Orsolya – Szalai Zoltán (2015): *A globális pénzügyi válság kezelésének nehézségei: elméleti és gazdaságpolitikai tanulságok.* Hitelintézeti Szemle, 14(3): 5–38. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/1-csortos-szalai.pdf>
- DiCecio, R. – Nelson, E. (2009): *The Great Inflation in the United States and the United Kingdom: Reconciling Policy Decisions and Data Outcomes.* NBER, Working Paper 14895, April. <https://doi.org/10.3386/w14895>
- Engen, E. – Laubach, T. – Reifschneider, D. (2015): *The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies.* Finance and Economics Discussion Series 2015-005, Washington: Board of Governors of the Federal System. <https://doi.org/10.17016/FEDS.2015.005>
- Eser, F. – Schwaab, B. (2016): *Evaluating the impact of unconventional monetary policy measures: Empirical evidence from the ECB's Securities Markets Programme.* Journal of Financial Economics, 119(1): 147–167. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.06.003>
- FT (2019): *An MMT response on what causes inflation.* Financial Times, 1 March. <https://www.ft.com/content/539618f8-b88c-3125-8031-cf46ca197c64>. Letöltés ideje: 2021. október 21.
- Hammerman, F. – Leonard, K. – Nardelli, S. – von Landesberger, J. (2019): *Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases.* ECB Economic Bulletin, Issue 2/2019, European Central Bank. [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201902\\_01~3049319b8d.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201902_01~3049319b8d.en.html)
- Larsen, A. S. (2021): *Global: 7 reasons why Covid-19 could lead to an inflationary regime shift.* Nordea, 27 August. <https://corporate.nordea.com/article/67365/global-7-reasons-why-covid-19-could-lead-to-an-inflationary-regime-shift>. Letöltés ideje: 2021. október 21.
- Matthews, D. (2019): *Modern Monetary Theory, explained.* Vox, Apr 16. <https://www.vox.com/future-perfect/2019/4/16/18251646/modern-monetary-theory-new-moment-explained>. Letöltés ideje: 2021. október 21.
- Peters, J. (2008): *Labour market deregulation and the decline of labour power in North America and Western Europe.* Policy and Society, 27(1): 83–98. <https://doi.org/10.1016/j.polsoc.2008.07.007>

Powell, J. (2020): *The great MMT debate, again*. Financial Times, 22 October. <https://www.ft.com/content/4dd5ab36-831c-4970-92c8-e5c02a0ede9e>. Letöltés ideje: 2021. október 21.

Shirai, S. (2019): *Modern money theory and its implementation and challenges: The case of Japan*. VoxEU, 18 July. <https://voxeu.org/article/modern-money-theory-and-its-challenges>. Letöltés ideje: 2021. október 21.

Szalai Zoltán (2019): *A Modern Monetáris Elméletről (2. rész)*. Economania, Az MNB Intézet blogja. <https://economaniablog.hu/2019/03/12/a-modern-monetaris-elmeletrol-2-resz/>. Letöltés ideje: 2021. október 21.

Weale, M. – Wieladek, T. (2016): *What are the macroeconomic effects of asset purchases?* Journal of Monetary Economics, 79(May): 81–93. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2016.03.010>