

A hazai monetáris politika közelmúltja és a jövő jegybanki kihívásai*

Balogh András  – Kuti Zsolt  – Sipos-Madarász Annamária 

A jegybankok fennállása óta kiemelt kérdés, hogy milyen szereppel is bírnak a gazdasági folyamatok alakításában. Ez jellemzően mindig azzal állt összefüggésben, hogy az adott korban, a 2000-es évektől kezdve pedig már inkább az adott évtizedben milyen kihívásokkal szembesültek a monetáris politikai döntéshozók. Esszéinkben elsősorban a hazai monetáris politika kihívásaira fókuszáltunk, röviden bemutatva az elmúlt évtizedek folyamatait, és bővebben taglalva az előttünk álló kihívásokat. Kis, nyitott gazdaságként hazánknak is hosszabb távon az évtized uralkodó és gyakran összekapcsolódó nemzetközi megatrendjeire kell választ adnia, felmérve, hogy a folyamatok közül melyik jelent kihívást, és melyik lehetőséget a kihívások megoldásában a Magyar Nemzeti Bank számára. A geopolitikai átalakulás, a zöld átállás, a demográfiai fordulat, a magas adósság szintek és a digitalizáció korában egy biztos: a jegybankok továbbra sem teveszthetik szem elől elsődleges céljukat, az árstabilitás biztosítását.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E31, E43, E52

Kulcsszavak: monetáris politika, kamatcsökkentési ciklus, árstabilitás, infláció, pénzügyi stabilitás, megatrendek, geopolitika, zöld átállás, demográfia, versenyképesség

1. Bevezetés

Az első jegybankok megjelenése óta (17. század) a közgazdasági gondolkodókat a mai napig foglalkoztatja az a kérdés, hogy a monetáris politikának vajon milyen szerepe van a gazdasági folyamatok alakításában és az ezekkel kapcsolatos célok elérésében (Tatay 2015). Nagyvonalakban összefoglalva az elméleteket elmondható, hogy kezdetben a jegybankok funkciója a bankjegyek kibocsátására és bankügyletek lebonyolítására korlátozódott, majd a gazdasági folyamatok intenzívebbé válásával bővült a feladatok és a célok köre. A 20. század elején Keynes arra a következtetésre jutott, hogy a monetáris politika egyetlen célja az lehet, hogy a kamatok alakításán keresztül a gazdaságot a teljes foglalkoztatottság állapota felé terelje (Dickens 2011).

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

Balogh András: Magyar Nemzeti Bank, vezető közgazdasági elemző. E-mail: baloghan@mnb.hu

Kuti Zsolt: Magyar Nemzeti Bank, ügyvezető igazgató. E-mail: kutizs@mnb.hu

Sipos-Madarász Annamária: Magyar Nemzeti Bank, közgazdasági elemző. E-mail: madaraszan@mnb.hu

A magyar nyelvű kézirat első változata 2024. április 30-án érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.25201/HSZ.23.2.5>

Miközben a monetarizmus előretörésével a 1970-es években már az az elmélet uralkodott, hogy mivel az infláció monetáris jelenség, ezért a jegybank az infláció korában tartására képes a pénzmennyiség szabályozásán keresztül (*Friedman 1968*).

A 1990-es évek elején a pénzügyi piacok előretekintő, várakozásokon alapuló magatartása miatt a jegybankok felismerték, hogy egy szabályalapú stratégiát követve jobb esélyekkel érhetik el céljukat, ezért előtérbe került az inflációs célkövetés (Inflation Targeting, IT) rendszere. Svensson (1997) értékelése szerint az IT-rezsim csökkenti az infláció változékonyságát, és ha kellően rugalmas a rendszer, akkor a kibocsátás stabilizálódását is támogathatja. A 2008-as válság hatására újfent átalakult a jegybankok szerepvállalása: a jegybankok felismerték, hogy az árstabilitás mint elsődleges cél szem előtt tartása és a növekedés támogatása mellett pénzügyi stabilitási szempontokat is figyelembe kell venni a monetáris politikai döntéshozatalok során (Ábel et al. 2014).

A 2010-es és 2020-as évek szintén új kihívások elé állították a jegybankokat és már a jövő kihívásainak előjelei is láthatóak. A Magyar Nemzeti Bank centenáriumi évében érdemes lehet megállni egy pillanatra, és átgondolni, hogy ha nem is a következő 100 évben, de előretekintve milyen kihívások állhatnak a jegybank előtt, amelyek alapvetően változtathatják meg a monetáris politikai szerepvállalást. Ezek vizsgálatát szolgálja magyarországi fókusszal a jelen esszé is, röviden kitérve a közelmúlt kihívásaira, és bemutatva a következő évtized jegybanki kihívásait.

Kis, nyitott országként a hazai monetáris politika mozgásterét alapvetően a nemzetközi folyamatok befolyásolják intenzíven. Ezért az elemzés is a nemzetközi megatrendekre fókuszál, elsősorban az államadósság magas szintjével kapcsolatos kérdésekre, a geopolitikai feszültségekre, a gazdaságok zöld átállására, a digitalizációra és a demográfiai kihívásokra.

2. A 2010-es évtized: az alacsony kamatok és az árstabilitás időszaka

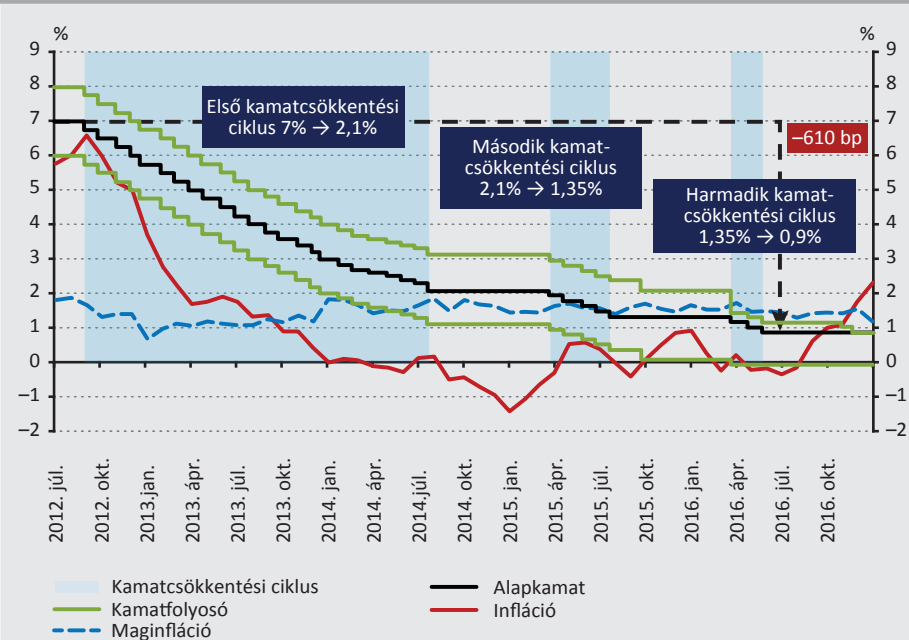
Magyarország a 2010-es évtizedbe úgy lépett, hogy súlyos teherként cipelte a 2008-as globális pénzügyi válság következményeit annak minden országspecifikus elemével együtt. Hazánk a válságban a világ legkockázatosabb gazdaságai közé került, az államadósság piaci finanszírozása erős korlátok közé szorult, és a makrogazdasági mutatók alakulása rávilágított a gazdaság szerkezeti problémáira. Így történt meg, hogy sem az egyensúly, sem a növekedés nem tudott megvalósulni a magyar gazdaságban (Matolcsy 2020). Ilyen körülmények között kellett végrehajtani az évtized elejétől a gazdaságpolitikai fordulatot, és 2013-tól kezdve a monetáris politikai fordulatot is.

2.1. A 2010-es évek kamatcsökkentési ciklusa

2012 nyarára az ország kockázati megítélésének a gazdaságpolitikai fordulatnak köszönhető fokozatos javulása, a tartósan laza nemzetközi kamatkörnyezet és a mérséklődő inflációs alappolyamatok lehetővé tették a jegybanki kamatok csökkentését (1. ábra).

A kamatcsökkentési ciklus elején az MNB a kezdeti 7 százalékról 2013 júliusára 4 százalékra mérsékelte a jegybanki alapkamatot. Az időszak eleji célnál magasabb infláció háttérében többnyire egyedi, átmeneti hatások álltak, melyek kufutásával 2012 végétől azzal a kihívással szembesült a jegybank, hogy egy erős dezinflációs folyamat következtében az infláció 2013 elejétől tartósan a jegybanki cél, 3 százalék alatt alakult. Az első szakasz második felében az erős dezinflációs környezet lehetővé, a gazdasági növekedés élénkítése pedig szükségessé tette a monetáris lazítás folytatását és az alapkamat mérséklése 2,1 százalékig folytatódott 2014 júliusáig. A második kamatcsökkentési ciklust 2015 márciusától az árstabilitási céllal konzisztens szinttől elmaradó inflációs alapfolyamatok, a cél alatt stabilizálódó inflációs várakozások és a tartósan negatív kibocsátási rés indokolta. Az inflációs cél fenntartható elérése 2016 tavaszán további kamatcsökkentést tett szükségessé a harmadik ciklusban, és a jegybank történetének addigi legalacsonyabb szintjére, 0,9 százalékra csökkent az alapkamat. E ciklusban az alapkamat csökkentése mellett a kamatfolyosót több lépésben aszimmetrikussá és szűkebbé alakította a jegybank (MNB 2019a). Az aszimmetrikus kamatfolyosó az irányadó eszköz igénybevételét és így az alapkamat érvényesülését támogatta, vagyis a monetáris transzmisszió javítását szolgálta.

1. ábra
A 2010-es évek kamatcsökkentési ciklusai és az inflációs folyamatok



Forrás: MNB (2019a) 3.2. ábrája (18. o.) alapján szerkesztve, KSH

2.2. A tartós árstabilitás elérése

A kamatcsökkentési ciklus megalapozta a 2017–2020 közötti időszakot, amikor is az MNB a rendszerváltás óta első alkalommal tartósan elérte elsődleges célját és biztosította az árstabilitást. Nemzetközi összehasonlításban is kivételes eredmény volt, hogy 2017 eleje és 2020 vége között az átlagos infláció éppen 3 százalékon alakult, azaz megegyezett a jegybanki céllal, és ezen időszakban 48 hónapból 44 alkalommal az infláció a 3 százalékos szint körüli ± 1 százalékos toleranciasávban alakult (Matolcsy 2022).

A monetáris politikai fordulat az árstabilitás elérése és tartós fenntartása mellett a jegybank többi mandátumának – melyek közé a pénzügyi válságot követően bekerült a pénzügyi stabilitás – teljesülését is szolgálta. Az MNB számos nem-hagyományos intézkedést is hozott, melyek a kamatcsökkentési ciklussal karöltve nemcsak a jegybank elsődleges mandátumát, hanem a pénzügyi stabilitást és a Kormány gazdaságpolitikáját is támogatták. Ide tartozik többek között az elhúzóó hitelszűke felszámolása érdekében elindított, a kvv-k hosszú lejáratú hitelezését ösztönző Növekedési Hitelprogram (NHP), a vállalatikötvény-piac likviditásának növelését szolgáló Növekedési Kötvényprogram (NKP), az önfinanszírozás támogatása és a pénzügyi szuverenitás erősítése érdekében létrehozott Önfinanszírozási program, a jegybank és a pénzügyi felügyelet integrációja, a makroprudenciális politika és a jegybank szanalási tevékenységének erősítése, valamint a devizahitelek forintosítása.

3. Az infláció visszatérése a 2020-as évtizedben

A 2020-as évtizedbe lépve a koronavírus-járvány sújtotta a világot, melynek példátlan egészségügyi, társadalmi és nem utolsósorban gazdasági hatásaival kellett megküzdeni. A negatív gazdasági hatások mérséklése és a növekedés támogatása érdekében a kormányok jelentősen növelték költségvetési hiányukat, míg a jegybankok megfelelő mértékű likviditást juttattak a gazdaságokba. Magyarországon 2020 és 2021 között az MNB és a Kormány közötti gazdaságpolitikai összhang eredményeként valósulhatott meg a megfelelő válságkezelés: a fiskális politika segítette a jegybank által biztosított likviditás hatékony elosztását a gazdaságban. A jegybank 2021 végéig több mint 11 000 milliárd forint (a 2021-es GDP közel 20 százalékával megegyező) forrást biztosított a gazdaság szereplőinek a járvány okozta gazdasági nehézségek leküzdésére.

Hazánk elsők között érte el újra a járvány előtti gazdasági teljesítményét, ugyanakkor a kilábalás után az egész világon új kihívások jelentek meg. A globális infláció az 1970-es évek óta nem látott szintre emelkedett, erősödtek a gazdasági kilábalás elakadásával és a recesszióval kapcsolatos félelmek.

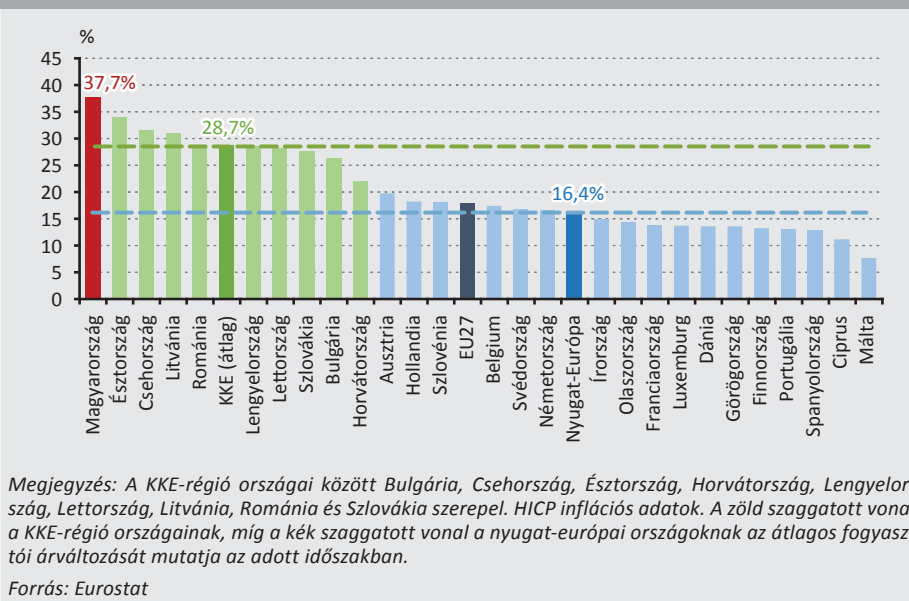
3.1. A 2020-as évek inflációjának természete

Az új évtized kihívásai világszerte azt eredményezték, hogy az infláció hosszú idő után ismét emelkedni kezdett. A koronavírus-válságot követő időszakban kettős gazdasági folyamat vette kezdetét: a gazdaságok újraindulását a kereslet gyors növekedése követte, miközben a széttöredezett kínálati oldal sokkal lassabban állt helyre. Ilyen környezet mellett következett be 2021 során az energia- és nyersanyagárak, illetve a világpiacon élelmiszerárak jelentős emelkedése, majd 2022 elején az orosz-ukrán háború kitörése, amely újabb lökést adott az energiahordozók és a nyersanyagok drágulásának. Mindezek hatására az inflációs ráták erőteljes és tartós növekedésbe kezdtek.

A 2021-es és 2022-es, egymást követő inflációs hullámok a kelet-közép-európai gazdaságokban és különösen Magyarországon jártak a legerősebb hatással. Az orosz-ukrán háború közelsége és az energiafüggőség miatt a kelet-közép-európai régió jobban ki volt téve a romló külső inflációs környezetnek. Emiatt a fogyasztói árak a régióban összességében átlagosan 28,7 százalékkal nőttek 2021 júniusa és 2024 februárja között (2. ábra), ami jóval, 12,3 százalékponttal magasabb, mint a nyugat-európai fejlett országok ugyanezen időszaki áremelkedése. Magyarországon összességében 37,7 százalékkal nőttek az árak, ami több mint kétszerese volt a nyugat-európainak.

2. ábra

A fogyasztói árak változása 2021 júniusa és 2024 februárja között



A régiót jellemző általános inflációs hatások mellett Magyarországon az erősebb energiakitettségen túl egyéb országspecifikus tényezők is hozzájárultak a magasabb inflációhoz. A nyugat-európai átlaghoz képest jelentős és a régióhoz képest is lényegi hazai többletinflációt 80 százalékban az élelmiszer- és az üzemanyagárak emelkedése magyarázta. Hazánk élelmiszeripari termelékenysége a második legalacsonyabb az Európai Unióban, ami miatt ez az ágazat sokkal érzékenyebb a költségsokkokkal szemben, továbbá a kormányzati üzemanyag árstop elengedését követően az üzemanyagok hozzájárulása is megemelkedett az inflációs többletchez. Mindezek mellett a hazai vállalatok a verseny hiánya miatt jóval nagyobb mértékben tudták emelni az árakat, mint ahogy a költségeik emelkedtek, ami a legerősebb profitvezérelt inflációhoz vezetett Európában (MNB 2024).

3.2. Az infláció elleni küzdelem és a sikeres dezinfláció

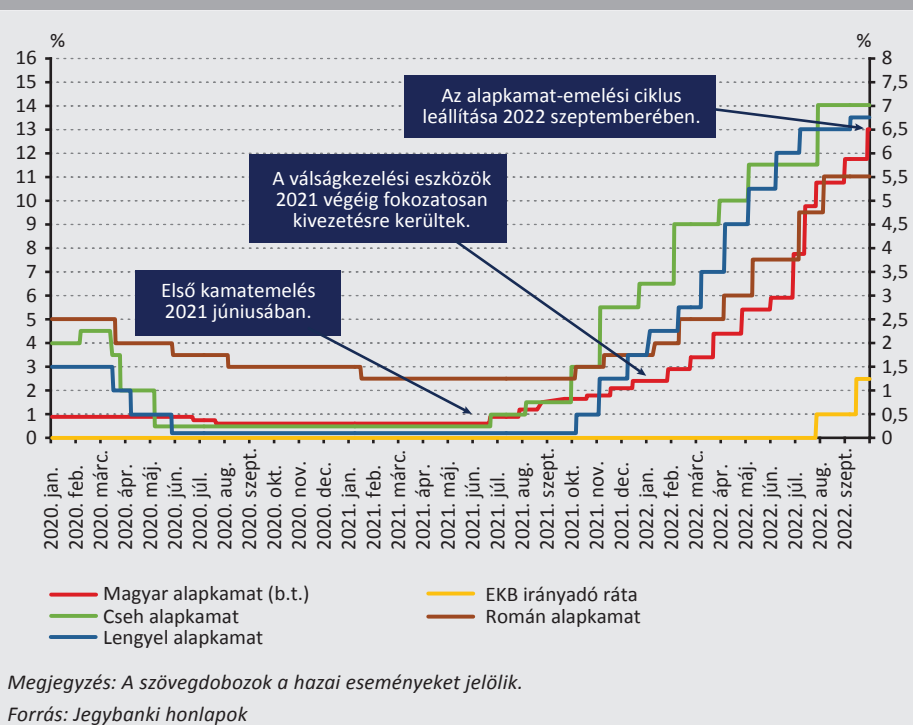
Az MNB az elsők között ismerte fel az inflációs tendenciák megváltozását, és ezt kommunikációjában is aktívan megjelenítette. Ezt támasztják alá Nagy Mohácsi et al. (2024) tanulmányának eredményei is, melyek szerint a magyar jegybank világszinten élen járt az infláció újbóli megjelenéséről szóló üzenetek megfogalmazásában.

Az MNB az infláció megemelkedésére határozott választ adott. Bár egyes vélekedések szerint (Botos 2023) a jegybank túl későn kezdte meg a kamatemelést, a tények mégis azt mutatják, hogy az Európai Unióban elsőként indította el kamatemelési ciklusát 2021 júniusában (3. ábra). A jegybanki szigorítás 2022 szeptemberéig folytatódott, az alapkamat 16 egymást követő hónapon keresztül tartó, 1240 bázispontos emelésével. A 2022. szeptemberi kamatdöntő ülés alkalmával a Monetáris Tanács az alapkamatot olyan szinten állította be (13 százalék), amely megfelelően kezelte a fundamentális inflációs kockázatokat. A kamatkondíciók szigorításával párhuzamosan a koronavírus-válságot kezelő jegybanki eszközök is kivezetésre kerültek 2021 végéig.

2022. október első heteiben a nemzetközi pénzpiacokat rendkívüli hangulatromlás jellemezte, és a pénzügyi piaci stabilitás megvédésének szükségessége miatt az MNB október 14-én határozottan lépett fel. A szeptemberi kamatdöntést követő hetekben a forint folyamatosan, historikus mélypontot elérve gyengült az euróval és a dollárral szemben, a külföldiek forint elleni spekulatív állományának számottevő emelkedését a belföldi szektorok forintvásárlásai egyre kevésbé tudták ellensúlyozni, és az euroizációs kockázatok érdemben felerősödtek (részletesen ld. Kuti 2023). Összességében a forint a nemlineáris leértékelődés határára ért. A pénzügyi kockázatokat mérlegelve a jegybank Monetáris Tanácsa két célzott, napi rendszerességgel meghirdetett eszköz alkalmazásával jelentősen megemelte a rövid hozamokat, és a devizapiaci egyensúly megőrzése érdekében az MNB átmenetileg közvetlenül biztosította a nettó energiaimport fedezése kapcsán felmerülő jelentősebb igény kielégítéséhez szükséges devizalikviditást.

3. ábra

A hazai kamatemelési ciklus és az EKB, illetve a régiós jegybankok kamatemelése



A jegybank e rendkívüli intézkedésekkel stabilizálni tudta a hazai pénzügyi piacokat, amivel időt nyert a gazdaságpolitika számára az egyensúlyok helyreállítására. A célzott intézkedésekkel a jegybank sikeresen biztosította a pénzügyi piacok stabilitását, amely egyszerre szükséges feltétele a gazdaság működésének és az árstabilitás fenntartható elérésének is.

Tanulva a gazdaságtörténet mintázataiból, az MNB körültekintő megközelítést alkalmazva, tartósan fenntartotta a szigorú monetáris kondíciókat, így sikerült le-törni az inflációt. A 2023. januári 25,7 százalékos csúcsháról a hazai infláció 2024 első negyedévére ismét a jegybanki toleranciasávba mérséklődött, ezzel 2023-ban Magyarországon volt a legnagyobb mértékű az infláció csökkenése az EU-ban, ami historikus viszonylatban is jelentős eredménynek tekinthető (MNB 2023a).

4. Az árstabilitás fenntartása mint a közeljövő kihívása

A közeljövő első nagy monetáris politikai kihívása az árstabilitás megőrzése lesz. Az MNB 3 százalékos célját fenntarthatóan 2025 során érheti el. Ugyanakkor a geopolitikai feszültségek, a nyersanyag- és energiapiacok, illetve a globális ellátási láncok újabb zavarai következtében a pénzügyi piac stabilitását, valamint a dezinflációs

folyamatot kockázatok övezik nem csupán hazánkban, de szerte a világon. A kockázatos környezet miatt a következő időszak jegybanki stratégiáit a fegyelmezett, körültekintő és adatvezérelt megközelítés fogja meghatározni.

Kulcsfontosságú marad az inflációs várakozások horgonyozottságának fenntartása. Ennek érdekében szükséges, hogy a jegybankok széleskörű adat- és információs bázissal folyamatosan nyomon kövessék lépéseik reálgazdaságba való begyűrűzését, valamint a gazdasági szereplők inflációs várakozásainak alakulását. Míg a pénzügyi piaci szereplők kamat- és inflációs várakozásainak nyomon követése a piaci árazások és az elemzői vélemények kiértékelésén keresztül kézenfekvő a jegybankok számára, addig a vállalatok mint árazó és a háztartások mint fogyasztó szereplők inflációs várakozásai kérdőívek, illetve esetenként ágazati információk segítségével térképezhetőek fel. A vállalatok, amelyeknek árazási gyakorlata meghatározó az inflációs folyamatok szempontjából, inflációs várakozásaikat sokkal inkább az ellátási láncuk árdinamikái, illetve iparági információk alapján képzik, mintsem az aktuális monetáris politika vagy a fogyasztóiár-index várható alakulása alapján (Coibion et al. 2018; Albagli et al. 2022). Egyes eredmények alapján a háztartási szektor szereplői inflációs várakozásaik kialakítása során nagy súlyt helyeznek a múltban megfigyelt árváltozásokra, felülsúlyozzák az áremelkedéseket, és különösen az élelmiszerár-változásoknak tulajdonítanak nagy jelentőséget (D’Acunto et al. 2021). Ez utóbbi eredmény magyar viszonylatban kiemelten fontos, mivel a hazai fogyasztói kosárban európai uniós összehasonlításban kifejezetten nagy súllyal szerepelnek az élelmiszerek (Bareith – Fertő 2023). A fentiekkel összefüggésben a várakozások horgonyzásához tartozik az is, hogy a jegybankok azonosítsák a vállalati árazásokban megjelenő anomáliákat, különösen, ha azok olyan kulcsfontosságú szektorokban fedezhetőek fel, mint az élelmiszeripar. Az MNB számításai szerint 2019 és 2022 között a nettó működési eredmény és vegyes jövedelem az élelmiszeriparban Magyarországon a negyedik legnagyobb, közel 65 százalékos növekedést mutatta az EU-ban, míg a lista élén álló Franciaországban közel 250, Bulgáriában pedig közel 200 százalékos volt az emelkedés (MNB 2024). Ezek az eredmények a költségemelésnél jóval nagyobb mértékű vállalati áremelésekre utalnak a szektorban. Az ár-profit eredetű infláció a fundamentumok által indokoltnál nagyobb érzékelt árdinamikán keresztül nagyban akadályozhatja az inflációs várakozások inflációs célon való horgonyzását. A jegybankok ezen folyamatok nyilvánosság elé tárásán túl javaslatokat tehetnek az ágazati verseny ösztönzésére, illetve együttműködhetnek a versenyhivatalokkal, így támogatva a reálgazdasági fundamentumokat jobban tükröző árazást, egyben a várakozások inflációs célon való horgonyzását.

Kiemelt figyelmet kell fordítani az olyan, főként belföldi árazási mechanizmusok által alakított inflációs tételekre is mint a piaci szolgáltatások inflációja. A világban zajló dezinfláció egyértelmű, azonban a szolgáltató szektor árdinamikája több okból is lassítja a folyamatot: a szektor magasabb munkaintenzitása miatt a bérdinamika

meghatározóbb a tőkeintenzívebb ágazatokhoz képest az árazásban, így az árdinamika lassulása is mérsékeltebb és időben elhúzódóbb lehet. Fontos kiemelni, hogy az eredendően perzisztensebb szolgáltatás-infláció napjainkban tartósabbnak bizonyul nemzetközileg a korábbi magas inflációs időszakokban tapasztaltnál képest, részben a termékek és szolgáltatások iránti kereslet és relatív áraik koronavírus-válság alatti és azt követő alakulása nyomán, részben az energiapiacnak való alacsonyabb kitettség miatt, hiszen így a mérséklődő energiaárak sem járulnak hozzá a szolgáltatások dezinflációjához (Amatyakul et al. 2024). Ez ugyanakkor azt is jelenti, hogy a szolgáltató szektor áralakulása a korábbiakhoz képest egyre nagyobb mértékben határozza meg a beérkező inflációs adatokat. Ezek a folyamatok a lassuló dezinfláció mellett világszerte a szigorú monetáris irányultság tartósabb fenntartását tehetik indokolttá az árstabilitás fenntartható elérésének érdekében.

A pénzügyi piaci stabilitásnak szintén kiemelt fontosságúnak kell maradnia az MNB monetáris politikájában. Kis, nyitott gazdaság révén ugyanis az erősödő geopolitikai feszültségek, az esetleges újabb energiapiaci sokkok, a meghatározó jegybankok szigorúbb jövőbeli kamatpolitikájával kapcsolatos hírek vagy a kockázati megítélés egyéb tényezők miatti romlása pénzügyi piaci oldalról veszélyeztetheti az árstabilitást. Különösen lényeges szempont ez, hiszen a 2010-es évekhez képest a 2020-as évek elején jegybanki becslések alapján egy 1 százalékos árfolyamgyengülés kétszer nagyobb inflációs hatással járhatott, vagyis az árfolyam inflációs hatása erősödött hazánkban (Balatoni – Soós 2023). Bár az árfolyam alakulását a monetáris politika mellett számos más tényező befolyásolja, amennyiben egy jegybank kiszámítható, hiteles monetáris politikát folytat, úgy hozzájárulhat a pénzügyi piaci környezet stabilitásához, mérsékelve ily módon a bizonytalanságból fakadó árfolyam-volatilitás kockázatát és az ebből következő árhatásokat. A magyar pénzügyi piacok relatíve nagy mérete tovább emeli a pénzügyi piaci stabilitási szempontok fontosságát: 2022-ben a napi devizapiaci forgalom az éves GDP arányában Magyarországon átlagosan közel 15, Csehországban közel 10, Lengyelországban közel 8, Romániában pedig 3 százalék volt.

5. Középtávú kihívások: a jegybanki politikákat befolyásoló megatrendek

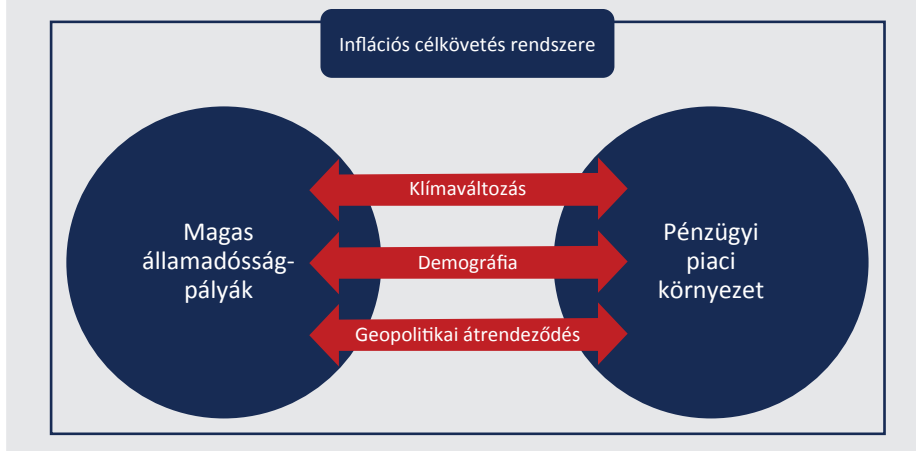
Előretekintve, ahogy mindenkinek, úgy a jegybankoknak is szembe kell nézniük azokkal a közép- és hosszú távon ható folyamatokkal, amelyek a gazdaságszerkezet átalakítását sürgetik, e folyamatok ugyanis az árstabilitás fenntartása szempontjából is kihívást jelenthetnek. Fontos kiemelni, hogy e kihívások fejlődési lehetőséget is kínálnak a gazdaságoknak, amelyek így versenyképesebbé, rugalmasabbá és ellenállóbbá válhatnak. A jegybankok oldaláról elmondható, hogy az árstabilitás elsődlegessége mellett napjaink monetáris politikai keretrendszerei teret adnak a rugalmas alkalmazkodásra (Gillitzer – Simon 2015).

A jegybankok árstabilitási céljára koncentrálva kirajzolódik, melyek azok a monetáris politikai szempontból releváns strukturális hatások, amelyekkel a legtöbb jegybanknak számolnia kell az évtized során: a magas államadósság-ráták és a különböző strukturális tényezőkből fakadó, várhatóan tovább növekvő költségvetési terhek, a geopolitikai feszültségek, a zöld átmenet, az elöregedő társadalmak és ezzel párhuzamosan a csökkenő aktív korú népesség mind kihívások elé állítják a jegybankok monetáris politikáját.

Egy inflációs célkövető, független jegybank számára a működési környezet lényeges jellemzője az aktuális és a várható fiskális politikai irányultság, illetve – különösen kis nyitott gazdaságokban – a pénzügyi piaci környezet alakulása. Ebben a keretben a klímaváltozás, a demográfiai kihívások és a napjainkban megfigyelhető két-pólusúvá váló világrend tartósan befolyásolja e jellemzők alakulását: potenciális költségvetési terheket jelent a jövőben, valamint tartós bizonytalanságot, erősebb volatilitást okoz a pénzügyi piacokon. Ekkor a független jegybanknak egyszerre kell befelé és kifelé figyelni, hiszen míg a monetáris politikáitól eltérő költségvetési irányultság érdekkonfliktushoz vezethet a gazdaságpolitikai ágak között, valamint befolyásolhatja az inflációs várakozásokat is, addig a bizonytalan pénzügyi piaci környezet egy nyitott gazdaság esetén a tőkeáramlásban okozhat zavarokat, ami az árfolyam alakulásán keresztül az inflációra is kihatással lehet (4. ábra).

4. ábra

Az árstabilitásra potenciálisan ható erők a 2020-as években



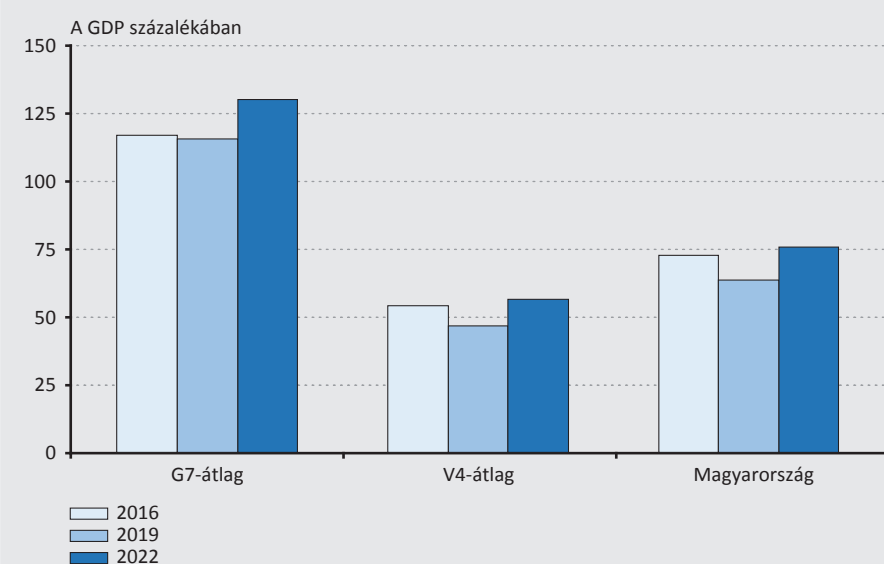
Írásunk következő szakaszában e hatóerők jegybanki vetületeit vizsgáljuk, és mivel ezek a hatások széleskörűen, világszerte érvényesülnek – eltávolodva a hazai fókuszról –, ezeket a folyamatokat általános monetáris politikai szempontból értékeljük. Mindemellett, ahol indokolt a különbségtétel, ott utalunk arra is, hogy adott folyamat milyen kihívást jelent egy kis, nyitott gazdaság jegybankja szempontjából.

5.1. A magas adósságok problémája – monetáris politika szűkülő fiskális mozgáster mellett

A következő évek költségvetési mozgásterét várhatóan a magas és csak lassan mérséklődő államadósság-ráták fogják meghatározni. A magas adósságráták lassú csökkenésének okai közül globálisan a megemelkedett infláció okaihoz hasonlóan a koronavírus-válság hosszan ható következményei emelkednek ki. A rendkívüli válságot határozott fellépés követte világszerte, a jegybankok és a kormányzatok összefogásával hatalmas mértékű likviditás csatornázódott be a reálgazdaságba. A globális gazdaság gyors kilábalása meg is történt, ugyanakkor ezt követően poszt-Covid tünetként az 1970-es éveket idéző, kiugróan magas inflációs folyamatokkal, valamint magas szinten álló és a költségvetési mozgásteret szűkítő államadósság-rátákkal szembesülhettünk. Az inflációs tünet a határozott jegybanki fellépéseknek köszönhetően folyamatosan csillapodik, azonban az adósságprobléma megoldása elhúzódó kihívásnak ígérkezik.

A koronavírus-válság lassította a magas adósság szintek leépítését (5. ábra). 2019 és 2022 között a fejlett gazdaságok adósságrátái 104-ről 113 százalékra, míg a feltörekvőkéi 55-ről 65 százalékra emelkedtek a GDP százalékában (Brandao-Marques et al. 2023).

5. ábra
A G7-országok, a visegrádi régió és Magyarország államadósság-rátái a GDP százalékában



Forrás: IMF

A magasabb adósságszintekhez visszafogott makrogazdasági kilátások is társulnak, miközben korunk megatrendjei egyre növekvő terhet róhatnak a költségvetésre. A gyenge termelékenység, a demográfiai folyamatok, a csekély beruházási aktivitás és a koronavírus-válság utóhatásai egyaránt lassítják az adósságleépítést (Adrian et al. 2024). Ezek közül a demográfiai folyamatok számottevő fenyegetést jelentenek, többek között a nyugdíjrendszerek fenntarthatósága válhat kérdésessé a jövőben. Ezenkívül költségvetési szempontból a jövőben a klímaváltozás hatásainak csillapítása és a tartós kezelésüket biztosító zöld átállás megvalósítása is szűkítheti a költségvetési mozgásteret. A geopolitikai feszültségekből eredő társadalmi, gazdasági, kereskedelmi következmények földrajzi helyzettől függően eltérő mértékben, de bizonyosan tovább növelik a költségvetési kihívásokat. Az OECD számításai szerint a G7-országokra vonatkozó mediánkivetítés alapján a nettó államadósság-ráta hozzávetőlegesen 70 százalékponttal növekedhet 2040-ig. Az intézmény további eredményei szerint egy medián-OECD-ország esetén a költségvetési bevételek 3,5 százalékpontnyi évi növelésére lenne szükség a GDP arányában 2040-ig ahhoz, hogy az államadósság-ráta ne haladja meg a 2025-re várt szintet. Ezen eredmények fényében az OECD cselekvést sürget: a demográfiai folyamatokat kiemelten figyelembe véve a növekvő költségvetési nyomás csillapítása érdekében munkaerőpiaci, egészségügyi és nyugdíjreformok szükségességét hangsúlyozza (OECD 2023).

Az árstabilitás szempontjából is kiemelten fontos az államadósságok hiteles, fenntartható pályára terelése, különösen a feltörekvő országok esetén (Adrian et al. 2024; Afrouzi et al. 2024; Brandao-Marques et al. 2023; Wyplosz 2023). A laza fiskális politika közvetlenül is inflációnövelő lehet, valamint emelheti a hosszú távú inflációs várakozásokat is. A szakirodalom alapján az előző évi, ciklikusan igazított elsődleges egyenleg változása és az adott évi infláció között nem szoros, de létező pozitív kapcsolat áll fenn (Wyplosz 2023). További fontos eredmény, hogy a hosszú távú, 5 évre előretékintő inflációs várakozások az államadósság-ráta meglepetésszerű, 10 százalékpontos emelését követően jelentősen emelkednek, különösen a feltörekvő országokban, emellett a magas induló adósságszinttel rendelkező, valamint a nem inflációs célt követő gazdaságok esetén is (Brandao-Marques et al. 2023).

Míg az infláció letörése érdekében fenntartott magasabb kamatkörnyezet rövid távon ellentétbe vezethet a jegybankok és a kormányzatok között egy visszafogott növekedésű időszakban, hosszabb távon elmondható, hogy árstabilitás nélkül nem valósulhat meg fenntartható növekedés. A fiskális konszolidáció végrehajtása könnyebb támogató pénzügyi kondíciók mellett, ugyanakkor hiteles véghezvitele önmagában hozzájárul az alacsonyabb kamatkörnyezet gyorsabb kialakulásához (Adrian et al. 2024). Emellett az adósságprobléma kezelésére megfelelő recept lehet az adósság „kinövése” is, ezért lényeges kiemelni, hogy a versenyképességi reformok segítik a jövőbeli növekedést (Adrian et al. 2024). A hitelesség azonban

fontos: a kormányzat hiteles elköteleződése biztosíthatja a gazdasági szereplőket, hogy a fiskális konszolidáció során a források nem a jövőbeli termelékenyséjavító intézkedésektől kerülnek elvonásra (OECD 2023).

5.2. Jegybanki kihívások egy kétpólusúvá váló világban

Geopolitikailag feszült időket élünk: míg a 2010-es évek végén az USA és Kína közötti kereskedelmi korlátozások számítottak vezető hírnek, a koronavírus-válságot követően 2022-től az orosz-ukrán háború, majd újabb és újabb konfliktusok kitérőre vagy azok lehetősége növelte világszerte a bizonytalanságot.

Az együttműködésen alapuló globális gazdasági és politikai berendezkedés helyett egy Kelet-Nyugat szembenállás van kialakulóban. A feszültségek nyomán a globalizáció folyamata részben visszafordulhat: az ellátási láncok akadozása és a bizonytalanság a protekcionizmus, illetve a regionális integráció folyamatát erősíti. Az ellátási láncok újraszervezése, adott esetben rövidülése megoldást jelenthet, ugyanakkor időigényes és költséges folyamat (Halmai 2023). Szélsőséges opcióként felmerülhet a bezárkózás, azaz a protekcionizmus politikája, azonban adott, korábban versenyző és részben vagy egészben importáló piacon ez a verseny visszaszorulásához vezethet a különböző vám- és nem vámjellegű korlátozó eszközök eredményeként. Összességében az ellátási láncok szakadozása és ezen töredezettségek felszámolása más-más okból, de egyaránt az infláció emelkedéséhez vezethet, így a jegybankok nem hagyhatják figyelmen kívül e folyamatokat.

A szakadozó ellátási láncok hatásain túl a geopolitikai feszültségek pénzügyi piaci következményei is inflációs kockázattal járhatnak. A feszült környezetben a kis, nyitott gazdaságok sérülékenysége növekedhet a pénzügyi piacokon: a konfliktusokhoz való földrajzi közelség, a feszültséggel érintett országgal azonos országcsoportba tartozás vagy az ellátási láncok töredezettségének való nagyobb kitettség a kockázati megítélés romlásán keresztül könnyen tőke kivonást indíthat meg, ami az árfolyam jelentős leértékelődésén – egyben az infláció növelésén – keresztül hátráltatja az árstabilitás elérését, illetve veszélyezteti annak fenntartását. Ezekben az országokban tehát a jegybankoknak kiemelt figyelmet kell fordítaniuk a pénzügyi piaci stabilitás megőrzésére (Nguyen-Huu – Örsál 2023).

5.3. A klímaváltozás és a zöld átállás hatásai az árstabilitásra

A klímaváltozás káros hatásaival nap mint nap egyre nagyobb mértékben szembesülünk, a zöld átállás ugyanakkor szintén kockázatokkal jár. Az átlaghőmérséklet emelkedését, a hektikus időjárási viszonyokat, az enyhe teleket és forró nyarakat, a sokasodó természeti katasztrófákat mind tapasztaljuk (Bacchiocchi et al. 2024). A már tapasztalt hatások további eskalálódását, a klímaváltozás fizikai kockázatainak erősödését a zöld átállás folyamatával fékezhetjük meg. Ugyanakkor a meglévő

társadalmi, gazdasági és pénzügyi struktúrák fenntarthatósági elvek mentén való átalakítása szintén költségekkel jár, az ehhez kapcsolódó kockázatokat átállási kockázatoknak nevezzük (Kiss – Raciborski 2024; Reboredo – Ugolini 2022).

Jegybanki szemüvegen keresztül fő kérdés az optimális mértékű jegybanki szerepvállalás a zöld átállás elősegítésében. Fontos tisztában lenni azzal, hogy mind a klímaváltozás, mind a zöld átállás növelheti az inflációt (Kolozsi et al. 2022). Az aszályok, a sokasodó természeti katasztrófák a mezőgazdasági árak növekedésén és az ellátási láncok szakadozásán keresztül nehezítik az árstabilitás fenntartását. A zöld fordulat nyomán ugyanakkor az eddigi struktúrák változnak meg, így a keresleti-kínálati viszonyokat, a fenntarthatóságot elősegítő termékek és megoldások piacát gyakran túlkereslet, illetve az átmenet során szűkös kínálat jellemezheti. Bár a hatásmechanizmusok ez esetben nehezebben konkretizálhatók, de világosan látszik, hogy az átállás is potenciálisan inflációnövelő hatású.

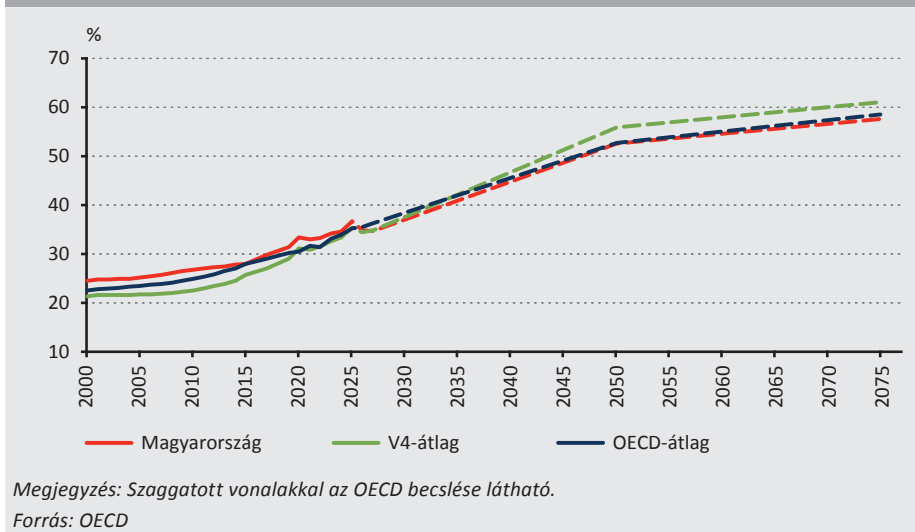
Egy biztos: lépni kell, az intézményi felelősség- és munkamegosztás azonban még kialakulóban van (Kolozsi et al. 2022). Amennyiben egy jegybank kívül maradna a zöld átállás elősegítéséből, el kellene azt is fogadnia, hogy egy szélsőségesen változékony világban kell navigálnia, potenciálisan magas inflációs környezetben az árstabilitás védelméért. Ezzel szemben amennyiben részt vállal a klímaváltozás elleni küzdelemben, például a pénzügyi rendszer zöldítésének támogatásával, esetleg célzott hitelprogramokkal, éppen a gyorsabb és zökkenőmentesebb átmenetet segíti elő. Alternatívát jelenthet zöld szempontok beépítése a jegybanki mandátumrendszerbe, ugyanakkor a mandátumrendszer bővítése eredendően magában hordozza a célok közötti konfliktus lehetőségét is. Ez utóbbi kihívás azonban a célok közötti egyértelmű prioritizálással, valamint hiteles és transzparens jegybanki kommunikációval csillapítható. A zöld átállásban betöltött jegybanki szerepvállalás lehetőségeiről részletesebben az 6. részben lesz szó.

5.4. A demográfiai kihívások bizonytalan inflációs hatásai

Nagyon fontos, egyben viszonylag jól előrejelezhető kihívásként tornyosul a döntéshozók előtt az előregedő társadalom problémája: a termékenységi ráta csökkenő tendenciát mutat, míg a várható élettartam növekszik (Broniatowska 2019). Előretekintve az időskorú populáció aránya a teljes népességben folyamatosan emelkedik az aktív korú népesség arányának csökkenése mellett. Ez jól látható a 65 év feletti lakosság és az aktív korú népesség százalékos arányának, azaz az időskori függőségi rátának az alakulásában is: az OECD-országokban az átlagos időskori függőségi ráta 33,9 százalékról 2050-re 52,7, 2075-re pedig 58,6 százalékra emelkedhet (6. ábra).

6. ábra

Az időskori függőségi ráta alakulása Magyarországon, a visegrádi régióban, valamint az OECD-országokban



A demográfiai folyamatok kihívást jelentenek a nyugdíjrendszerek és az egészségügyi rendszerek jövőbeli fenntarthatóságával kapcsolatban. A munkaképes korú lakosság csökkenése mellett egyre növekvő számú népesség fog egyidőben nyugdíjban részesülni, miközben az életszínvonal globális emelkedése nyomán a várható élettartam növekedése az egészségügyi rendszerek folyamatos kapacitásbővítését is szükségessé teszi. Az előregedő társadalom kihívása terhet ró a fiskális politikákra, tovább szűkítve a költségvetési mozgásteret.

A demográfiai változások monetáris politikai vetületei kevésbé egyértelműek, a korösszetétel átalakulása kétirányú inflációs kockázatokat hordoz. A munkaképes korú népesség csökkenése egyben a munkaerőkínálat mérséklődését is jelenti, ami munkaerőhiányt, egyben a bérek emelkedését vonhatja maga után, ami pedig áttételesen inflatorikus hatású. A munkaképes korú lakosság nyugdíjas éveire készülve viszont növeli a megtakarításait, sőt amennyiben ezek a megtakarítók tudatában vannak a nyugdíjrendszerek jövőbeli fenntarthatóságával kapcsolatos kockázatoknak, ez a megtakarítás-növelés erőteljesebb lehet ahhoz képest, mintha nem rendelkeznenek ezzel az információval (Vlieghe 2022). A magasabb megtakarítási hajlandóság összességében alacsonyabb inflációs hatást jelent. A növekvő számú időskorú lakosság viszont korábbi megtakarításait elkezdi fogyasztásra fordítani a hagyományos életciklusmodellek alapján, ami emeli az inflációt, különösen a csökkenő

munkaerőből fakadó szűkülő kínálat mellett. Ugyanakkor a várható élettartam növekedésével a megtakarítások leépítése fokozatosabb, mint korábban, ez pedig mérsékeltebb inflációs hatást jelenthet (*Juselius – Takáts 2021*).

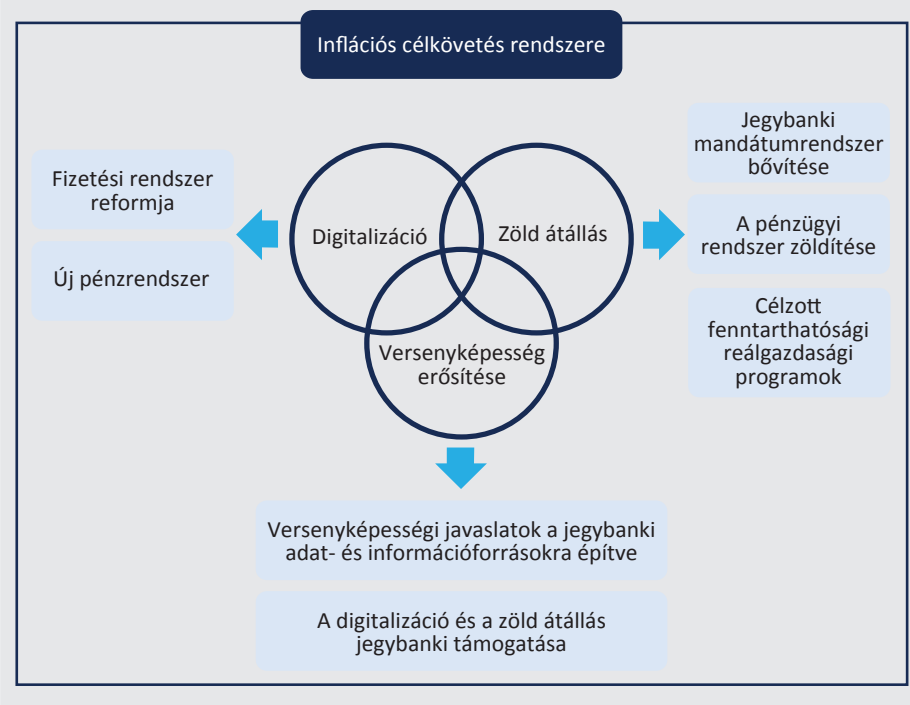
A demográfiai folyamatokat tekintve tehát aktív szerepvállalás a kormányzatoktól várható, mivel ők rendelkeznek ehhez a megfelelő eszköztárral. A jegybankoknak viszont folyamatosan nyomon kell követniük a demográfia árstabilitásra gyakorolt hosszú távú hatásait.

6. A monetáris politika lehetőségei a 2020-as évek kihívásainak hatékony kezelésére

A fenti kihívások nem függetlenek egymástól. Mint láttuk, a demográfiai folyamatok érintik a költségvetések jövőbeli fenntarthatóságát. A klímaváltozás amellett, hogy kormányzati programokat sürget, a nyomában járó nyersanyaghiány vagy ellátási-lánc-zavar növelheti a geopolitikai feszültségeket, ezen keresztül pedig elszigetelődő országcsoporthoz, illetve a világkereskedelem töredezettségéhez vezethet, miközben a kis, nyitott gazdaságok pénzügyi piaci sérülékenységét is nagyban növelheti. Vannak azonban olyan eredmények és lehetőségek, amelyek szintén összekapcsolódva segíthetik az évtized kihívásainak kezelését.

Míg az inflációs célkövetés rendszere rugalmas keretet biztosít a monetáris politikát érintő kihívásokkal szemben, addig a digitalizáció, a zöld átállás, valamint a versenyképesség erősítése jó kezekben akár csak összgazdasági szinten, úgy a jegybankok számára is egymással összekapcsolódó, egymást kiegészítő és erősítő megoldásokat nyújthat. E három tényező együttesen vezet el a hatékonyabb – egyben környezeti szempontból fenntarthatóbb – gazdasági működés irányába, mérsékelve a klímaváltozás kockázataiból és a demográfiai kihívásokból fakadó költségvetési kihívásokat és ellenállóbbá téve a gazdaságot turbulens, geopolitikailag feszült időszakokban is. Írásunk következő szakaszában e megoldások helyes alkalmazását értékeljük jegybanki szempontból, míg az elemzési keretet továbbra is az inflációs célkövetés rendszere biztosítja (7. ábra).

7. ábra
Jegybanki lehetőségek a 2020-as évek kihívásainak kezelésére



6.1. Egy bevált recept: az inflációs célkövetés keretrendszere

Az inflációs célkövetés keretrendszere világszerte jól vizsgázott az elmúlt évtizedekben, mivel teret ad a kor kihívásaihoz való alkalmazkodásnak. Ennek jó példája a 2008–2009-es válságot követően rugalmasabbá váló inflációs célkövetés, aminek keretében az árstabilitás elsődlegessége mellett megjelentek pénzügyi stabilitási szempontok is a monetáris politikai döntéshozatalban. A rugalmasság példája a hazánkban 2015-től a 3 százalékos inflációs cél körül kialakított ± 1 százalékpontos toleranciasáv is, ami hatékony eleme a monetáris politikai keretrendszernek. A rugalmas keretrendszer megfelelő alkalmazása jelentős mértékben hozzájárul a jegybanki hitelesség erősítéséhez.

A jegybanki hitelesség kritikusán fontos a jövő kihívásainak sikeres kezelésében. A monetáris politika hatásai elsősorban az inflációs várakozások befolyásolásán keresztül érvényesülnek. Az árstabilitást korábban hitelesen és elkötelezetten célzó jegybank a nyilvánosság szemében hatékonyabb monetáris politikát fog folytatni a jövőben, hiszen maga a hitelesség jelent garanciát a jövőre nézve.

Az inflációs célkövetés rendszere tehát jól vizsgázott, azonban a jegybankároknak nyitott szemmel kell járniuk. A keretrendszer kellően rugalmas, ezért bölcsen alakítva hatékony lehet korunk monetáris politikai kihívásainak kezelésében. Bár a kibővülő mandátumrendszerek a korábbiaknál nagyobb mozgásteret biztosítanak a jegybankok számára, az új mandátumok elsődleges, árstabilitási célhoz való viszonyát folyamatosan mérlegelni kell. A mandátumok ugyanakkor nem függetlenek egymástól: árstabilitás nélkül nincs fenntartható növekedés, miközben a környezeti fenntarthatósági célok teljesülése is stabilabb árdinamikát eredményezhet hosszú távon.

Az árstabilitás elsődleges szerepe fennmarad. A kibővülő mandátumrendszerek mellett a jegybankok gyakrabban kerülhetnek olyan döntési helyzetekbe, amikor az egyik mandátumnak való megfelelés a másik mandátum szempontrendszerét sérti. Ezen átváltások értékelése kiemelten fontos, azonban általános elvként elmondható, hogy amennyiben a dilemmában az elsődleges mandátum is érintett, abban az esetben mindig az árstabilitás javára kell döntenie. Ezek mentén kijelenthető, hogy a jövőben a jegybanki hitelesség és a jegybanki függetlenség megőrzése egyre nagyobb szerepet fog játszani ezekben a döntési helyzetekben.

6.2. A jegybank lehetőségei a strukturális politikák, a digitalizáció és a zöld átállás támogatása terén

Az évtized kihívásait a versenyképes gazdaságok fogják hatékonyan kezelni. Ehhez kínálatoldali politikákra és hosszú távon ható strukturális intézkedésekre van szükség. A termelékenység globális csökkenésére az extenzív, azaz mennyiségeken alapuló növekedési modellről az intenzív, azaz a minőségi ismérveken alapuló növekedési modellre való átállás jelenthet megoldást (Matolcsy 2022). A minőség alapú növekedés a geopolitikai feszültségektől terhelt, kétpólusúvá váló világunkban egy kis, nyitott gazdaság előtt egy felkészült, erős és válságálló gazdaság kiépítésének lehetőségét nyújtja. A megfelelő versenyképességi reformok végrehajtása elősegítheti a hazánkhoz hasonló karakterisztikájú gazdaságok tartós felzárkózását a fejlett gazdaságokhoz, ami áttételesen, a kockázati megítélés javulásán keresztül a pénzügyi piaci stabilitáshoz is hozzájárul.

A jegybankok a versenyképességet az árstabilitás fenntartásával, mandátumrendszerükkel, illetve széles körű információs és kutatási bázisukra épülő javaslataikkal tudják támogatni. Ezen a téren a hazai példa figyelemreméltó: az MNB mindig is elkötelezett volt hazánk versenyképességének erősítése és a sikeres felzárkózás mellett, és közel 10 éve rendszeresen és átfogóan foglalkozik a versenyképesség elemzésével. A jegybank számos alkalommal élt javaslattételi potenciáljával, ezek egyike a 2019-ben kiadott 330 pontból álló, átfogó versenyképességi programcsoomag (MNB 2019b), hazánk versenyképességi pozíciójának alakulását pedig az MNB az évente kiadott Versenyképességi jelentésben értékeli és követi nyomon (MNB 2023b).

A zöld átállás és a digitalizáció jegybanki támogatása önmagában erősíti a versenyképességet, miközben a versenyképesség erősítése gyorsíthatja, könnyítheti a fenntarthatósági és a digitális átmenetet. Amennyiben egy gazdaság ezeket az átmeneteket sikerrel hajtja végre és ellenállóbbá válik korunk kihívásaival szemben, versenyelőnyhöz juthat a lehetőségeket kevésbé kihasználó gazdaságokkal szemben.

Jegybanki oldalról tisztában kell lenni a zöld átállás árstabilitási kockázataival. Míg azonban ebben az esetben az árhatások az aktívan átalakuló pénzügyi rendszer és reálgazdaság változó súlypontjaiból adódnak, addig a klímaváltozás fizikai kockázataiból fakadó inflációs hatások a kiszámíthatatlan, bizonytalan, összességében kontroll nélküli események következményei. Ezzel szemben a zöld átállást támogató tevékeny fellépés lerövidíti az átállás átmeneti időszakát, így inflációs kockázatai ellenére hosszabb távon az árstabilitás fenntartható biztosítását segíti (Aguila – Wullweber 2024).

Ha egy jegybank a zöld átállás aktív támogatása mellett dönt, a teljesség igénye nélkül a következő lehetőségek állnak rendelkezésre: az inflációs célkövetés rendszere lehetőséget biztosít a jegybanki mandátumrendszer ez irányú bővítésére; különböző szabályozási és felügyeleti eszközökkel zöldítheti a pénzügyi rendszert; valamint célzott hitelprogramokkal támogathatja a környezeti fenntarthatóságot erősítő beruházásokat.

Monetáris politikai szempontból ezen lehetőségek közül a mandátumrendszer bővítésének kérdése kritikus fontosságú. Egy környezeti fenntarthatósági mandátum a jegybanki célrendszerben a pénzügyi stabilitási és a reálgazdasági célokhoz hasonlóan az elsődleges, árstabilitási cél alárendeltje lesz. Ez azt jelenti, hogy konkrét, célzott erőfeszítés ezen másodlagos célok szellemében csak abban az esetben tehető, ha az az árstabilitást nem veszélyezteti. Amennyiben ennek lehetősége fennáll, az inflációs célkövető jegybanknak mindig az árstabilitás mellett kell döntenie. Ettől függetlenül igaz, hogy a rugalmas monetáris politikai keretrendszerekben a mandátumok számának bővülése növekvő számú konfliktushoz vezet a célokat illetően, így egy új mandátum több döntési helyzetet és adott esetben reputációs kockázatot is jelenthet egy jegybanknak.

A mandátumbővítés azonban transzparens kommunikációval és hitelesen végrehajtható, amennyiben a jegybanki hitelesség adott a gazdasági szereplők szemében, valamint a jegybank független intézményként dönthet az árstabilitás elérését célzó eszközök alkalmazásáról. A magyar példa nemzetközileg is iránymutató lehet: az MNB előrelátó módon az évtized elejére határozott álláspontot alakított ki és kibővült mandátumrendszerével megalapozta jövőbeli szerepét a zöld fordulat megvalósításában (Lentner – Zsarnóczai 2022). 2021-ben Európában elsőként ugyanis a magyar jegybank mandátumai közé zöld szempontok is bekerültek. A pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartása mellett az MNB vállalta, hogy árstabilitási

mandátumának veszélyeztetése nélkül támogatja a kormányzat fenntarthatósággal kapcsolatos politikáját is. A proaktivitás, az elsőként való fellépés önmagában hitelességet kölcsönözhet a jegybanknak a jövőben is, mind általános monetáris politikáját, mind fenntarthatósági mandátumát illetően.

Az árstabilitás biztosíthatósága esetén a másodlagos célok teljesítésének lehetősége adott. Ekkor ezek a jegybanki mandátumok segíthetik is az árstabilitás fenntartását. A zöld átállás támogatása összességében a gazdaságot egy környezeti szempontból fenntarthatóbb egyensúly felé tereli, ami hosszabb távon az átmenetet követően stabilabb árdinamikával jár. Ugyanúgy a reálgazdasági és a pénzügyi piaci stabilitás is segíti a kiegyensúlyozottabb áralakulást.

A jegybankok fókuszában viszont jelenleg még az árstabilitás megteremtése áll. Az infláció elleni küzdelem egyelőre nem ért véget. Ezért akárcsak az elmúlt évtizedben a növekedéstámogató célzott jegybanki eszközök idején, úgy most is az árstabilitás fenntartható elérése nyitja majd ki a kaput a zöld átállás célzott programokkal történő támogatására. A jelenlegi környezetben az az optimális stratégia, ha a jegybank mindent megtesz az árstabilitás eléréséért és fenntartásáért, ugyanakkor szüntelenül foglalkozik a zöld átállás aktív támogatásának lehetőségeivel is (Koloszi et al. 2022).

A digitalizációra a hatékonyságnövelés lehetőségeként kell tekinteni. A sikeres digitalizációs fordulat nagyban hozzájárul a versenyképesség erősödéséhez, miközben a papíralapú megoldások visszaszorulásával a zöld átállást is jelentősen támogatja. Emellett a hatékonyságnövelésen keresztül a demográfiai folyamatok nyomán csökkenő munkakínálatból fakadó feszültségeket is enyhíteni tudja. A robotizáció és a mesterséges intelligencia térnyerése egyaránt a költségcsökkenés irányába mutat, ami visszafogottabb árdinamikához vezethet többek között az ipari termelésben (Aldasoro et al. 2024; Acemoglu – Restrepo, 2020). Ahogy az élet minden területén, úgy a jegybanki politikák terén is át kell gondolni, mit nyújthat számunkra a digitalizáció (Mishchenko – Naumenkova 2021).

Jegybanki szempontból a digitalizáció lehetőséget nyújt a fizetési rendszer megújítására, sőt kaput jelenthet a modern pénzrendszer következő fejezetéhez is. Gazdaságtörténeti tapasztalatok alapján ugyanis a pénz történetének korszakváltásai jellemzően három tényező együttállásakor következtek be: geopolitikai változások, technológiai átalakulás és gazdasági fejlődés idején (Balogh et al. 2022). A geopolitikai változások adottak, hiszen egy kétpólusúvá váló világban élünk; a digitalizáció a technológiai átalakulás kritériumát teljesíti, miközben a zöld átállás szükségessége a gazdasági fejlődés feltételével feleltethető meg.

A digitális jegybankpénz új pénztörténeti kort nyithat meg. A számlapénz és a készpénz előnyös tulajdonságait ötvöző megoldás biztonságos fizetési módot jelent a lakosság számára, miközben a monetáris politika hatékonyságát is erősítheti, hiszen a lakosság és a jegybank közötti összekapcsoltság nő, ami egyben a kereskedelmi banki verseny élénkítésének irányába is hat (Kóczyán 2022). Mindez a pénzfarmak közötti választási lehetőségek bővüléséhez vezet, mivel egyéni preferenciák szerint a gazdasági szereplők fizetések során használhatnak majd készpénzt, digitális jegybankpénzt és természetesen kereskedelmi banki pénzt is (Kóczyán et al. 2023). A lehetőség tehát adott, ezzel összhangban pedig egyre több jegybank kutatja a pénzrendszer megújításának jövőbeli útjait.

7. Összegzés

Írásunkban az elmúlt közel másfél évtized hazai monetáris politikai eredményeinek bemutatását követően felvázoltuk azokat a kihívásokat és lehetőségeket, amelyek előretételeként meghatározzák az évtized jegybanki mozgásterét. A jövőbe tekintés szükségszerűen vizsgálatunk fókuszának szélesítését vonta maga után, hiszen a tárgyalt hatások egy része várhatóan általánosan érvényesül a világban. Ennek megfelelően a kihívásokat és lehetőségeket általános jegybanki szemszögből vizsgáltuk, az elemzési keretet pedig minden esetben az inflációs célkövetés rendszere biztosította, vagyis egy olyan jegybankot tekintettünk kiindulópontnak, amelynek elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. Ahol a költségvetés indokolt volt, ott az adott kihívást és lehetőséget egy kis, nyitott gazdaság jegybankjának szemszögéből vizsgáltuk, ugyanis – egyes esetekben – a gazdaság nyitottságától és fejlettségétől függően ugyanazok a hatások eltérő válaszokat igényelhetnek.

Rámutattunk, hogy miközben a dezinflációs folyamat még jelenleg is tart, a közeljövő kihívása az elért árstabilitás fenntartása lesz. Ezen a téren kiemelt fontosságú az inflációs várakozások és az infláció természetének mély, jegybanki ismerete. Felhívtuk a figyelmet, hogy a várakozások inflációs célon való horgonyzásához tartozik az esetleges árazási anomáliák feltárása és nyilvánosságra hozatala is, különösen azokban a szektorokban, amelyek árazási gyakorlata nagyban befolyásolja a lakosság inflációs várakozásait. Az inflációs adatokat növekvő mértékben meghatározó piaci szolgáltatások mint perzisztensebb tételek azonosítása aláhúzza a tartósabban szigorú monetáris kondíciók fenntartásának szükségességét az inflációs cél fenntartható elérése érdekében. Kis, nyitott gazdaságokban a pénzügyi piaci stabilitás fenntartása kulcsfontosságú marad, tekintve a változó nemzetközi pénzügyi piaci hangulatot, ugyanis stabil pénzügyi piaci kondíciók nélkül a volatilis árfolyam inflációs hatása szintén veszélyt jelent az árstabilitás fenntartására. Tekintve a hazai pénzügyi piac relatív nagy méretét, ezen szempontoknak továbbra is nagy szerepet kell kapniuk a magyar monetáris politikában.

Hosszabb távon a jegybanki mozgástér szempontjából gyakran egymás hatását erősítő megatrendek fognak kihívást jelenteni. Egy inflációs-cél-követő jegybank közvetlen működési környezete szempontjából fontos tényező a költségvetési mozgástér és irányultság alakulása, az ugyanis hatást gyakorol az inflációs várakozásokra is, míg egy kis, nyitott gazdaság jegybankja esetén a változékony pénzügyi piaci környezet szerepe is számottevő az inflációs folyamatok szempontjából. Ebben a keretben a kétpólusúvá váló világtrend nyomán fennálló geopolitikai feszültségek, a klímaváltozás és a zöld átállás hatásai, valamint az előregedő társadalom kihívásának következményei egyszerre jelentik a jövőbeli költségvetési mozgástér jelentős szűkülését, a pénzügyi piaci turbulenciák gyakoribbá, netán állandóvá válását, amire a jegybankoknak fel kell készülniük. Ezt leginkább az árstabilitás cél iránti elkötelezettségük megerősítésével és a jegybanki függetlenség védelmével tehetik meg. Miközben a jegybanki működési környezet változik a megatrendek hatására, a hatások közvetlenebb, inflációs következményeit is mérlegelni kell: a geopolitikai feszültségek kis, nyitott gazdaságokban inflatorikusak lehetnek a pénzügyi piaci hatásokon keresztül, a klímaváltozás inflációt növelő hatásait a kiszámíthatatlanság, míg a zöld átállását az átmenet kontrollált folyamatai okozzák. Ugyanakkor fontos kiemelni, hogy a zöld átállás támogatása éppen ezt az átmeneti időszakot gyorsítja fel, közelebb hozva az új, környezeti szempontból fenntarthatóbb egyensúly kialakulását. A demográfiai átalakulás – bár jól előrejelezhető folyamat – inflációs hatásainak eredője bizonytalan, így a jegybankoknak folyamatosan vizsgálniuk kell az árdinamikára ható erők súlyát.

Ahogy a kihívások, úgy a kezelésükre hivatott lehetőségek is összekapcsolódnak és kölcsönösen hatnak egymásra. A jegybankok – amennyiben szükségesnek ítélik –, mandátumrendszerük bővítésével, célzott intézkedésekkel, a pénzügyi rendszer megfelelő szabályozásával, a fizetési és pénzrendszer átfogó reformjával, valamint a nagymértékű információs és kutatói potenciáljuk felhasználásán keresztül javaslatok megfogalmazásával járulhatnak hozzá az évtized kihívásainak kezeléséhez. Az inflációs célkövetés rendszere minderre rugalmas keretet biztosít, azonban a rugalmasság nem mehet az elsődleges cél rovására. A következő években felértékelődik a jegybanki hitelesség és a jegybanki függetlenség, ami garanciát jelent arra, hogy a jegybankok a jövőben is az árstabilitás elkötelezett őrzői maradjanak.

Felhasznált irodalom

- Ábel István – Csontos Orsolya – Lehmann Kristóf – Madarász Annamária – Szalai Zoltán (2014): *Az inflációs célkövetés megújulása a válság után*. Hitelintézeti Szemle, 13(4): 35–56. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/2-abel-et-al-2.pdf>
- Acemoglu, D. – Restrepo, P. (2017): *Robots and Jobs: Evidence from US Labor Markets*. NBER Working Paper 23285, National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w23285>
- Adrian, T. – Gaspar, V. – Gourinchas, P.-O. (2024): *The Fiscal and Financial Risks of a High-Debt, Slow-Growth World*. IMF Blog, March 28. <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2024/03/28/the-fiscal-and-financial-risks-of-a-high-debt-slow-growth-world>. Letöltés ideje: 2024. április 25.
- Afrouzi, H. – Halac, M. – Rogoff, K.S. – Yared, P. (2024): *Changing central bank pressures and inflation*. Brookings Papers on Economic Activity. BPEA Conference Draft, March 28–29. <https://doi.org/10.3386/w32308>
- Aguila, N. – Wullweber, J. (2024): *Greener and cheaper: green monetary policy in the era of inflation and high interest rates*. Eurasian Economic Review, 14: 39–60. <https://doi.org/10.1007/s40822-024-00266-y>
- Albagli, E. – Grigoli, F. – Luttini, E. (2022): *Inflation Expectations and the Supply Chain*. IMF Working Paper No. 2022/161, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798400214752.001>
- Aldasoro, I. – Doerr, S. – Gambacorta, L. – Rees, D. (2024): *The impact of artificial intelligence on output and inflation*. BIS Working Paper No 1179, April. <https://www.bis.org/publ/work1179.htm>
- Amatyakul, P. – Igan, D. – Lombardi, M.J. (2024): *Sectoral price dynamics in the last mile of post-Covid-19 disinflation*. BIS Quarterly Review, 2024(March): 45–57. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2403d.pdf
- Bacchiocchi, A. – Ille, S. – Giombini G. (2024): *The effects of a green monetary policy on firms financing cost*. Journal of Economic Interaction and Coordination, 10 January. <https://doi.org/10.1007/s11403-023-00400-0>
- Balaton András – Soós Gábor Dániel (2023): *Változó világ, változó hatások – Az árfolyam makrogazdasági hatásai*. Szakmai cikk, Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/balaton-andras-soos-gabor-daniel-valtozo-vilag-valtozo-hatasok-az-arfolyam-makrogazdasagi-hatasai.pdf>

- Balogh András – Hamvai Réka Margit – Horváth Gábor – Nyikes Ádám – Török Gergő (2022): *A digitális jegybankpénz átírja a pénzhez való hozzáférést.* In: MNB: Új fenntartható közgazdaságtan – Globális vitairat. Magyar Nemzeti Bank, 9. fejezet, pp. 91–102. <https://www.mnb.hu/web/sw/static/file/uj-fenntarthato-kozgazdasagtan-single.pdf>
- Bareith Tibor – Fertő Imre (2023): *Stabilizálhatja-e a monetáris politika az élelmiszer-inflációt?* Statisztikai Szemle, 101(4): 354–380. <https://doi.org/10.20311/stat2023.04.hu0354>
- Botos Katalin (2023): *Infláció és pénzügyeink.* Pénzügyi Szemle, 69(4): 84–94. https://doi.org/10.35551/PFQ_2023_4_5
- Brandao-Marques, L. – Casiraghi, M. – Gelos, G. – Harrison, O. – Kamber, G. (2023): *Is high debt constraining monetary policy? Evidence from inflation expectations.* BIS Working Paper No. 1141, November. <https://doi.org/10.5089/9798400243059.001>
- Broniatowska, P. (2019): *Population Ageing and inflation.* Journal of Population Ageing, 12: 179–193). <https://doi.org/10.1007/s12062-017-9209-z>
- Coibion, O. – Gorodnichenko, Y. – Kumar, S. (2018): *How Do Firms Form Their Expectations? New Survey Evidence.* The American Economic Review, 108(9): 2671–2713. <https://doi.org/10.1257/aer.20151299>
- D’Acunto, F. – Malmendier, U. – Ospina, J. – Weber, M. (2021): *Exposure to Grocery Prices and Inflation Expectations.* Journal of Political Economy, 129(5): 1615–1639 <https://doi.org/10.1086/713192>
- Dickens, E. (2011): *Keynes’s theory of monetary policy: an essay in historical reconstruction.* Contributions to Political Economy, 30(1): 1–11. <https://doi.org/10.1093/cpe/bzr001>
- Friedman, M. (1968): *The role of monetary policy.* The American Economic Review, 58(1): 1–17. <https://www.aeaweb.org/aer/top20/58.1.1-17.pdf>
- Gillitzer, C. – Simon, J. (2015): *Inflation Targeting: A Victim of Its Own Success.* RDP 2015-09, Reserve Bank of Australia. <https://www.ijcb.org/journal/ijcb15q4a8.pdf>
- Halmi Péter (2023): *Globalizáció versus deglobalizáció.* Hitelintézeti Szemle, 22(2): 5–24. <https://doi.org/10.25201/HSZ.22.2.5>
- Juselius, M. – Takáts, E. (2021): *Inflation and demography through time.* Journal of Economic Dynamics and Control, 128, 104136. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2021.104136>
- Kiss Lóránt László – Raciborski Eszter (2024): *A digitális jegybankpénz lehetséges szerepe a zöld átmenetben.* Szakmai cikk, Magyar Nemzeti Bank, március 26. <https://www.mnb.hu/letoltes/kiss-lorant-laszlo-raciborski-eszter-a-digitalis-jegybankpenz-potencialis-szerepe-a-zold-atmenetben.pdf>

- Kóczyán Balázs (2022): *A lakossági digitális jegybankpénz potenciális előnyei*. Hitelintézeti Szemle, 21(3): 149–158. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/hsz-21-3-szc1-koczian.pdf>
- Kóczyán Balázs – Sajtos Péter – Varga Lóránt (2023): *A pénz evolúciójának következő lépcsőfoka: digitális jegybankpénz. De mi az pontosan, és miért jelenthet előrelépést a felhasználóknak?* Szakmai cikk, Magyar Nemzeti Bank, augusztus 18. <https://www.mnb.hu/letoltes/koczian-balazs-sajtos-peter-varga-lorant-a-penz-evoluciojanak-kovetkezo-lepcsofoka-digitalis-jegybankpenz.pdf>
- Kolozsi Pál Péter – Horváth Balázs István – Csutiné Baranyai Judit – Tengely Veronika (2022): *Monetáris politika és zöld átmenet*. Hitelintézeti Szemle, 21(4): 7–28. <https://doi.org/10.25201/HSZ.21.4.7>
- Kuti Zsolt (2023): *Az elmúlt egy év a monetáris politika tükrében – miért volt szükség egy éve rendkívüli jegybanki beavatkozásra?* Szakmai cikk, Magyar Nemzeti Bank, november 15. <https://www.mnb.hu/letoltes/kuti-zsolt-az-elmult-egy-ev-a-monetaris-politika-tukreben-miert-volt-szuksegegy-eve-rendkivuli-jegybanki-beavatkozásra.pdf>
- Lentner, Cs. – Zsarnóczai, J.S. (2022): *Some Aspects of Fiscal and Monetary Tools of the Environmental Sustainability – Through the Case of Hungary*. Public Governance, Administration and Finances Law Review, 7(1): 63–76. <https://doi.org/10.53116/pgafnr.2022.1.5>
- MNB (2019a): *Jelentés 2013–2019*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-jelente-s-2013-2019-hun-0220.pdf>
- MNB (2019b): *Versenyképességi program 330 pontban*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/versenykepességi-program-330-pontban/versenykepességi-program-330-pontban>
- MNB (2023a): *Van-e völgy a hegy után? – Az elmúlt 50 év magas inflációinak lecsengései*. Inflációs jelentés, március. <https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-digitalis-18.pdf>
- MNB (2023b): *Versenyképességi jelentés*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/versenyke-pesse-gi-jelente-s-2023.pdf>
- MNB (2024): *A hazai élelmiszerinfláció mögött meghúzódó tényezők*. Pareto Műhely, Mélyelemzések. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-melyelemzes-a-hazai-elelmiszerinflacio-mogott-meghuzodo-tenyezok.pdf>
- Matolcsy György (2020): *Egyensúly és növekedés 2010–2019. Sereghajtóból újra éllovas*. Második, átdolgozott kiadás. Magyar Nemzeti Bank.
- Matolcsy György (2022): *Az új évtized mintázatai*. Polgári Szemle, 18(4–6): 13–32. <https://doi.org/10.24307/psz.2022.1203>

- Mishchenko, V. – Naumenkova, S. (2021): *The impact of digital currency on the transformation of monetary policy*. Three Seas Economic Journal, 2(4): 43–48. <https://doi.org/10.30525/2661-5150/2021-4-8>
- Nagy Mohácsi Piroska – Tatiana Evdokimova – Olga Ponomarenko – Elina Ribakova (2024): *Jegybanksi politika és kommunikáció a feltörekvő országokban: A nagy felzárkózás*. Hitelintézeti Szemle, 23(1): 29–49. <https://doi.org/10.25201/HSZ.23.1.29>
- Nguyen-Huu, T. – Örsal, D.K. (2024): *Geopolitical risks and financial stress in emerging economies*. The World Economy, 47(1): 217–237. <https://doi.org/10.1111/twec.13529>
- OECD (2023): *Economic Outlook*. 2023(2). OECD. <https://doi.org/10.1787/7a5f73ce-en>
- Reboredo, J.C. – Ugolini, A. (2022): *Climate transition risk, profitability and stock prices*. International Review of Financial Analysis, 83, 102271. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102271>
- Svensson, L.E.O. (1997): *Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets*. European Economic Review, 41(6): 1111–1146. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(96\)00055-4](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(96)00055-4)
- Tatay Tibor (2015): *A központi bankok változó szerepe*. Polgári Szemle, 11(1–3): 90–101. http://epa.niif.hu/00800/00890/00061/pdf/EPA00890_polgari_szemle_2015_1-3_090-101.pdf
- Vlieghe, G. (2022): *Demographics and other constraints on future monetary policy*. The Journal of the Economics of Ageing, 23(October), 100424. <https://doi.org/10.1016/j.jea.2022.100424>
- Wyplosz, C. (2023): *Big central banks and big public debts – The next challenges*. In-depth analysis, ECON Committee. Monetary Dialogue Papers, September. <https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/274636/Final%20Wyplosz%20Sept%202023.pdf>