

Infláció elleni küzdelem a monetáris unión belül és kívül: a Visegrádi négyek esete*

Reiner Martin  – Nagy Mohácsi Piroska 

A világjárvány utáni inflációs hullám világszerte próbára tette a monetáris politikai keretrendszereket, így a négy visegrádi országot is Kelet-Közép-Európában. Tanulmányunk ezt a közelmúltbeli időszakot vizsgálja ezen az egyfajta „természetes kísérleten” átesett, négy – kelet-közép-európai régió szerkezetileg hasonló, de két eltérő monetáris rendszerben működő – ország példáján: Szlovákia a gazdasági és monetáris unió tagjaként, Csehország, Magyarország és Lengyelország pedig önálló monetáris politikát folytató államként ad lehetőséget az összevetésre. Megvizsgáljuk, hogyan alakult e négy ország inflációja a két különböző monetáris rendszerben, és hogyan érinti ez az euro bevezetésével kapcsolatos költség-haszon elemzést azon országok esetében, amelyek még nem tartoznak az euroövezetbe. Megállapításunk szerint az euroövezeti tagság nemcsak rendes gazdasági körülmények között volt előnyös (ahogy a kis méretű, nyitott, integrált gazdaságok monetáris szuverenitásának előnyei fokozatosan eltűntek), de különösen hasznosnak bizonyult válság idején.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E02, E31, E42, E52, E58, F02, F31

Kulcsszavak: Infláció, monetáris politika, GMU, EKB, euroövezet, Kelet-Közép-Európa

1. Bevezetés

A 2008–2009-es globális pénzügyi világválságot követően az euroövezeti infláció nagyon alacsony volt, esetenként még negatívba is fordult. Szlovákia a globális pénzügyi világválság idején csatlakozott a gazdasági és monetáris unióhoz (GMU), és előbb a világválság, majd az euroövezeti válság megpróbáltatásain kellett felülkerekednie. A GMU többi tagjához hasonlóan Szlovákia a kontinens – és kétségtelül Kelet-Közép-Európa – egyik legalacsonyabb inflációjával nézett szembe a világjárvánnyal.

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

Reiner Martin: Národná banka Slovenska (Szlovák Nemzeti Bank), ügyvezető igazgató.

E-mail: Reiner.Martin@nbs.sk

Nagy Mohácsi Piroska: London School of Economics and Political Science (LSE), vendégprofesszor.

E-mail: P.Nagy-Mohacsi@LSE.ac.uk

A szerzők hálásan köszönik a Szlovák Nemzeti Bank Közgazdasági főosztálya munkatársai, különösen Miroslav Gavura, Milan Vaňko és Martin Nevický értékes véleményét és észrevételeit.

Az angol nyelvű kézirat első változata 2024. szeptember 27-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.25201/HSZ.23.4.102>

A világválság utáni inflációs időszak világszerte próbára tette a monetáris politikai kereteket, összességében véve kielégítő eredménnyel. Az infláció 2022–2023-ban látványosan megugrott, azóta viszont a legtöbb fejlett és feltörekvő piacgazdaság sikeresen leszorította a jegybankja által meghatározott célérték közelébe. Az országok tapasztalatai azonban eltérőek voltak. A rohamosan növekvő inflációra válaszul végrehajtott korai monetáris politikai szigorítás lehetővé tette a fokozatos kamatemelést. Ezzel sikerült hamarabb letörni az inflációt, sikerült időben visszavonni a politikai szigorítást és elkerülni a bankokat és tágabb értelemben véve a pénzügyi stabilitást fenyegető kockázatokat, továbbá sikerült egyértelműbb tájékoztatást adni a nyilvánosságnak a monetáris politikai döntésekről. A legtöbb feltörekvő piacgazdaság ezt a megközelítést követte (*Nagy Mohácsi et al. 2024*). Ezzel szemben a megkésett monetáris politikai szigorítás hosszabb ideig magasabban tarthatta az inflációt, és rövid időn belül meredek kamatemelések váltak szükségessé. A fejlett gazdaságokban, köztük az Egyesült Államokban, az Egyesült Királyságban, Ausztráliában és az euroövezetben ez a monetáris politikai megközelítés érvényesült. Emiatt a világ bizonyos részein feszültség alakult ki a pénzügyi szektorban, ahogy az USA-ban is megfigyelhető volt 2023 márciusában és áprilisában.

A világválság utáni inflációs hullám kezelése az újdonság erejével hatott a régi GMU-tagokra, amelyek egy generáció óta nem tapasztaltak magas inflációt. Ezzel szemben az euroövezet kelet-közép-európai tagjai – Szlovénia, Szlovákia, a balti államok és a mára szintén taggá vált Horvátország – frissebb tapasztalatokkal rendelkeztek a magas inflációval kapcsolatosan, tekintettel az 1990-es években a központi tervgazdaságról a piacgazdaságra való áttérés kezdeti, viharos időszakára.

E tanulmány azzal a céllal vizsgálja alaposabban ezt a magas inflációval jellemzett, közelmúltbeli időszakot a kelet-közép-európai régióban, hogy egyfajta „természetes kísérleten” átesett és szerkezetileg hasonló, de két eltérő monetáris rendszerben működő országokként (Szlovákia a GMU tagjaként, Csehország, Magyarország és Lengyelország pedig önálló monetáris politikát folytató államként) mérlegeljük azokat a tanulságokat, amelyek az euro bevezetése mellett és ellen szóló érvek összevetéséből fakadnak a kelet-közép-európai régió azon kis/közepes méretű, nyitott gazdaságaira nézve, amelyek még nem tartoznak az euroövezetbe.

2. Szakirodalmi áttekintés

Kiindulási alapunk magának az euro bevezetésének az infláció hosszú távú alakulására és az inflációs várakozásokra gyakorolt hatását elemző szakirodalom. Több tanulmány foglalkozik az eurobevezetés kezdeti árhatásainak utólagos vizsgálatával. Ezek a hatások adódhatnak például az árak felfelé kerekítéséből, de jellemzően

viszonylag korlátozottak, legfeljebb fél százalékpontos áremelkedést eredményeznek (Pufnik 2017). A fogyasztók azonban jóval magasabbnak érezhetik az árakat az áttérés után, emiatt pedig jelentősebb növekedés következhet be az érzékelt inflációban és az inflációs várakozásokban.

Közép- és hosszú távon viszont e hatásoknak nincs különösebb jelentősége. Az euro bevezetésének az infláció hosszú távú alakulására gyakorolt hatásával foglalkozó empirikus vizsgálatok csak korlátozottan állnak rendelkezésre. Dreyer és Schmid (2020) közelmúltbeli, modellalapú tanulmánya nem talált egyértelmű bizonyítékot arra, hogy az euroövezeti tagság felhajtó vagy leszorító hatást gyakorolna. Az ilyen vizsgálatok viszonylag csekély száma valószínűleg annak tudható be, hogy a globális pénzügyi világválságot követően huzamosabb ideig nagyon alacsony volt az infláció.

Rátérve az euro 2009-es bevezetésének a szlovák gazdaság alakulására gyakorolt hosszú távú hatására, több elemzés vizsgálja az euroövezeti tagság makrogazdasági hatását, de egyik sem az inflációra összpontosít – talán azért, mert a pénzügyi világválság után az infláció nagyon alacsony volt. Žúdel és Melioris (2016) rendszerszerű kontrollcsoportos megközelítésen alapuló becslése szerint az euro bevezetésének köszönhetően 2011-re 10 százalékponttal nőtt a reál-GDP szintje, noha e növekedés nagyrészt már az eurobevezetés előtt megvalósult, ami legalább részben Szlovákia azon hosszú távú célját tükrözte, hogy mielőbb bevezesse az eurót. Gunnella és szerzőtársai (2021) gravitációs modell használatával vizsgálták az euro bevezetésének kereskedelemre gyakorolt hatását. Megállapították, hogy az összkereskedelem 4,3–6,3 százalékkal nőtt azokban az országokban, ahol bevezették az eurót, és ez a kereskedelemteremtő hatás azokban az országokban bizonyult a legerősebbnek, amelyek jóval az 1999-es indulása után vezették be az eurót, köztük Szlovákiában is. Bruha és Tonner (2018) dinamikus sztochasztikus általános egyensúlyi (DSGE) modellt alkalmazva tárta fel az eurobevezetés lehetséges hatásait Csehországban. Modelljük kalibrálásához más országok tapasztalataira támaszkodtak, és arra jutottak, hogy az euro bevezetése kedvezően hat a makrogazdasági változókra, a nominális volatilitás viszont növekszik. Eközben más országok – például Portugália és Olaszország – adatai a gazdasági növekedés tekintetében vegyes eredményeket mutatnak (Kiss – Marincák 2020). Mindegyik tanulmány kiemeli, hogy az euro bevezetésével nem helyettesíthetők a tartós strukturális reformok, amelyek elengedhetetlenek a versenyképesség megőrzéséhez és fokozásához, ezáltal pedig a hosszú távú növekedéshez.

3. A Covid19-világjárvány utáni infláció a GMU-ban és a V4-országokban

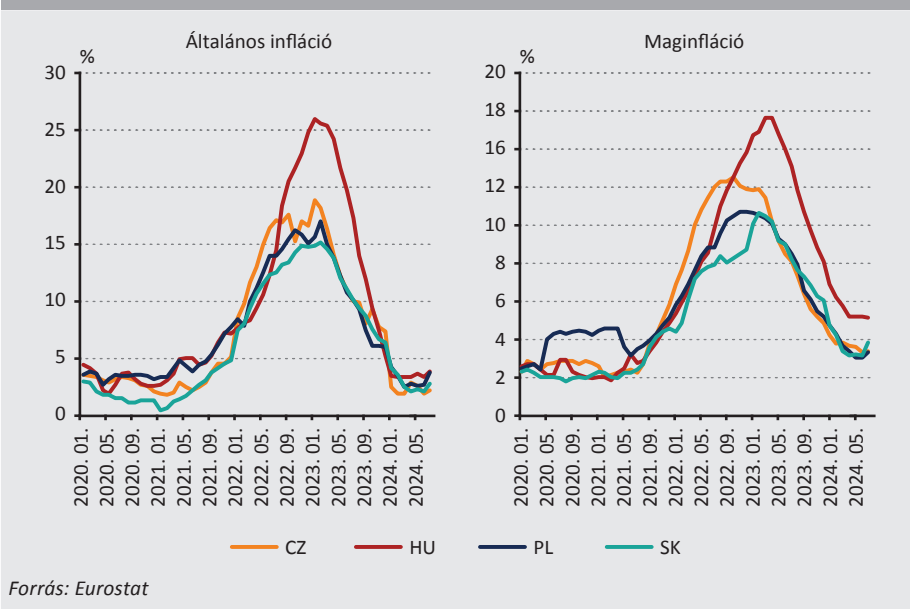
Fontos már az elején leszögezni, hogy az euroövezeten *belül* a kelet-közép-európai országokban – Észtországban, Lettországban, Litvániában, Szlovákiában, Szlovéniában és Horvátországban – jóval magasabb volt a világjárvány utáni inflációs ráta az euroövezeti átlagnál. *Falagiarda (2024)* ezt két fő tényezővel magyarázza. Először is a gazdaságszerkezet tekintetében jelentős különbségek vannak a kelet-közép-európai országok és az euroövezet többi tagja között. Ezek a szerkezeti különbségek a globális sokkhatásoknak, például a globális értékláncok megszakadásának és az ukrajnai orosz invázió gazdasági következményeinek való nagyobb mértékű kitettségéből fakadnak. Emellett a kelet-közép-európai országok fogyasztási kosara az euroövezeti átlagnál nagyobb arányban tartalmaz energiát és élelmiszereket, így más tényezők megegyezése esetén nagyobb a mért és az érzékelt infláció. Ezenkívül a kelet-közép-európai gazdaságok mélyebben integrálódtak a globális ellátási láncokba, ennek következtében pedig érzékenyebbek a kínálati szűk keresztmetszetekre, amint az a világjárvány utáni inflációs időszakban is bebizonyosodott. Másodszor, a belső keresleti nyomásoknak is volt némi – noha korlátozottabb – szerepe ebben. E tekintetben Falagiarda rámutat arra, hogy a fajlagos nyereség nagyobb mértékben nőtt az euroövezetbe tartozó kelet-közép-európai országokban, mint máshol, ami többek között a kevésbé intenzív versenynek tudható be. Ami még fontosabb: a munkaerőpiaci feltételek feszesebbek Kelet-Közép-Európában, mint az euroövezet más országaiban. Az alacsony munkanélküliségi ráták, valamint a kelet-közép-európai országokból a többi uniós tagállamba irányuló tömeges kivándorlás – különösen a fiatalok és a szakképzettebbek távozása miatt – a termelékenységnövekedést meghaladó, nagymértékű béremelkedéshez vezetett, ami árfelhajtó hatást fejtett ki.

Mit kezdhetnek a monetáris politikai döntéshozók az ilyen különbségekkel egy monetáris unión belül? Mivel az EKB monetáris politikája nem kezelheti az ország-specifikus különbségeket, nagyrészt a fiskális és strukturális politikák útján kell gondoskodni a szükséges kiigazításokról.

3.1. Tendenciák a Visegrádi országokban

A harmonizált fogyasztói árindexszel (HICP) mért általános infláció 2021 őszén szinte egyidejűleg kezdett emelkedni a négy visegrádi országban (V4-ek), noha az euroövezeten kívüli három országban eleve magasabb szintről indult, mint Szlovákiában. A magyar infláció már az időszak elején a jegybank (± 1 százalékos tűréshatárral meghatározott) 3 százalékos inflációs céljának felső határán volt (*Cohn-Bech et al. 2023*). 2021 őszén a maginfláció is elkezdett emelkedni, Lengyelország kivételével, ahol a maginfláció már 2020 tavaszán megemelkedett (1. ábra).

1. ábra
Infláció a V4-országokban

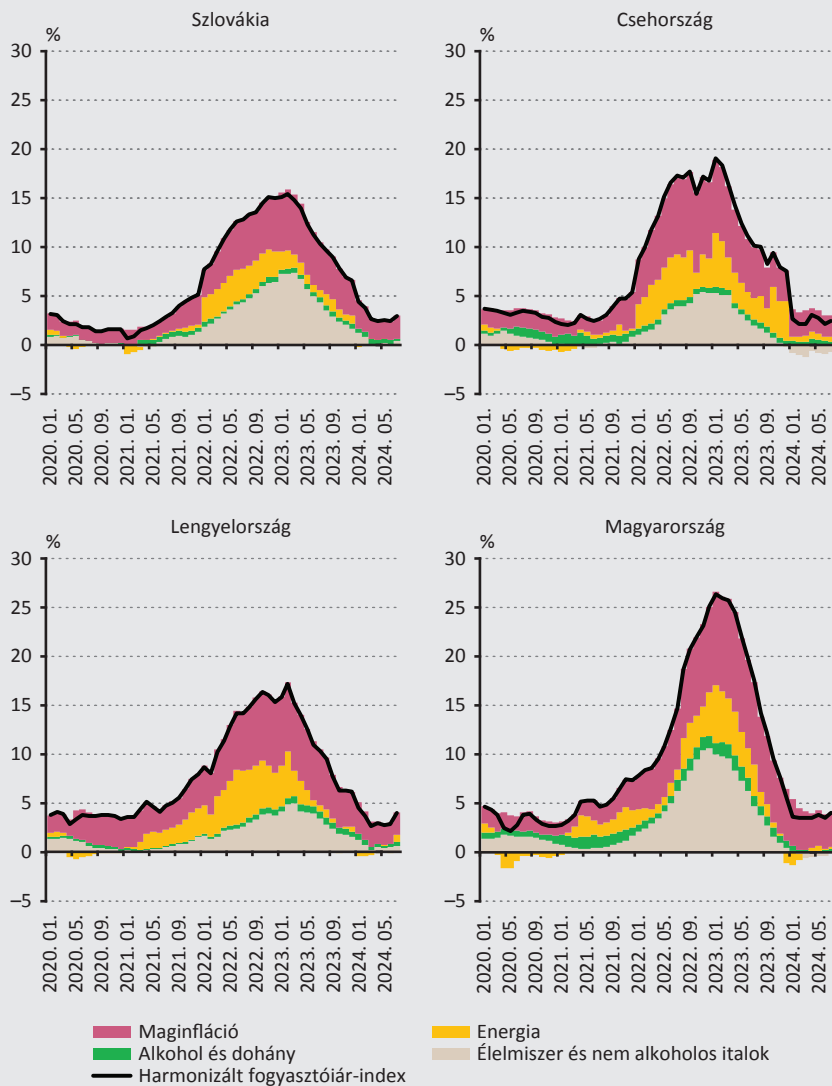


A V4-országok közül Magyarországon volt a legmagasabb az infláció, amely 2022 végén meghaladta a 25 százalékot. Az infláció a többi visegrádi országban is 15–17 százalék körül alakult, köztük Szlovákiában is, ahol az éves áremelkedések csak kisebb mértékben voltak alacsonyabbak, mint Csehországban vagy Lengyelországban. Mindegyik ország inflációs rátája jóval magasabb volt, mint az euroövezeti csúcsérték, amely alig haladta meg a 10 százalékot 2022 őszén.

3.2. Az infláció összetevői

Melyek voltak az infláció fő összetevői az egyes országokban? A 2022 eleji energiaársookk tűnik az infláció egyik fő mozgatórugójának mindegyik országban, különösen Szlovákiában és Magyarországon (2. ábra). Az élelmiszer-inflációnak különösen nagy szerepe volt Magyarországon és Szlovákiában, ami nemcsak a magas energiaárak mezőgazdasági és élelmiszer-feldolgozó ágazatokra gyakorolt hatását, de az aszály következményeit és a kedvezőtlen időjárási viszonyokat is tükrözte. Az energiahordozókon kívül összes nem élelmiszer jellegű cikket magában foglaló maginfláció különösen Magyarországon volt magas, összhangban a legmagasabb általános inflációval, de Csehországban és Lengyelországban, valamint – korlátozottabb mértékben – Szlovákiában is megemelkedett.

2. ábra
Az infláció összetevői a V4-országokban



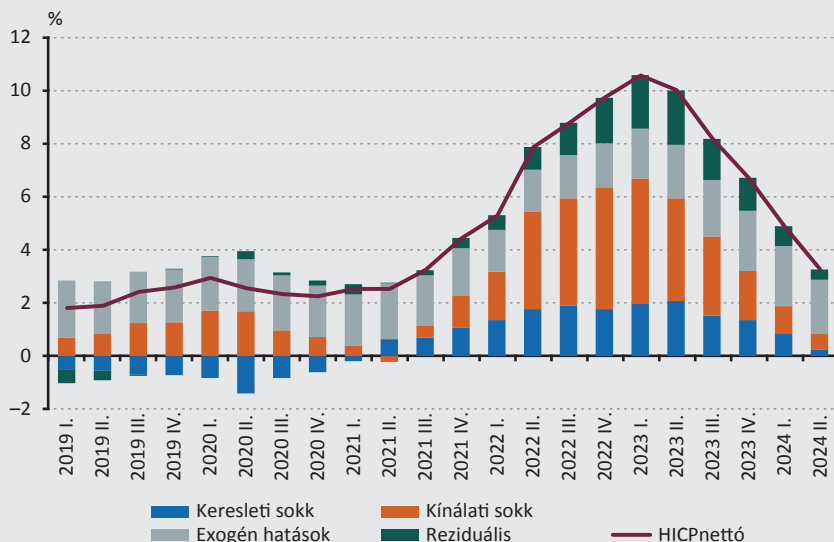
Forrás: Szlovák Nemzeti Bank és a szerzők számításai

3.3. A kínálati és keresleti sokkhatások bontása – a „tökéletes vihar”

Szlovákiára összpontosítva kiszámítottuk a keresleti és kínálati oldali sokkhatásokat, amelyek növelték az általános fogyasztóiár-inflációt (3. ábra). A 2020–2023 közötti időszakban egy „tökéletes vihart” (perfect storm) figyeltünk meg. A Covid19-világjárvány kezdetben sokféleképpen – például lezárások, karanténok, közösségi távolságtartási intézkedések útján – korlátozta a keresletet és visszafogta a kínálatot. Ennek eredményeképpen a globális ellátási láncokban zavarok léptek fel, amelyekre a globálisan integrált kelet- és közép európai piacok különösen érzékenyek. Hiányok alakultak ki, ami a piacgazdaságokban az áremelkedés előjelének tekinthető. 2020 tavaszától kezdődően a háztartások és a vállalkozások támogatása érdekében végrehajtott költségvetési intézkedések tovább fokozták a keresleti nyomásokat, és még inkább kibillentették a kínálat és a kereslet közötti egyensúlyt. Az oltások széles körben elérhetővé válásával visszaszorult a közösségi távolságtartás, és enyhültek a kínálati korlátok. Azonban nem sokkal azután, hogy Oroszország megszállta Ukrajnát, újabb negatív (energia)kínálati sokkhatás érte a gazdaságot, ami felerősítette a még meglévő pandémiás intézkedésekből és a jelentős energiaár-emelkedések enyhítését célzó új kiadásokból megmaradt pozitív keresleti sokkhatást.

3. ábra

Szlovákia: a HICP-inflációt növelő tényezők (éves)



Forrás: Szlovák Nemzeti Bank és a szerzők számításai

4. Szakpolitikai válaszintézkedések

4.1. Monetáris politika

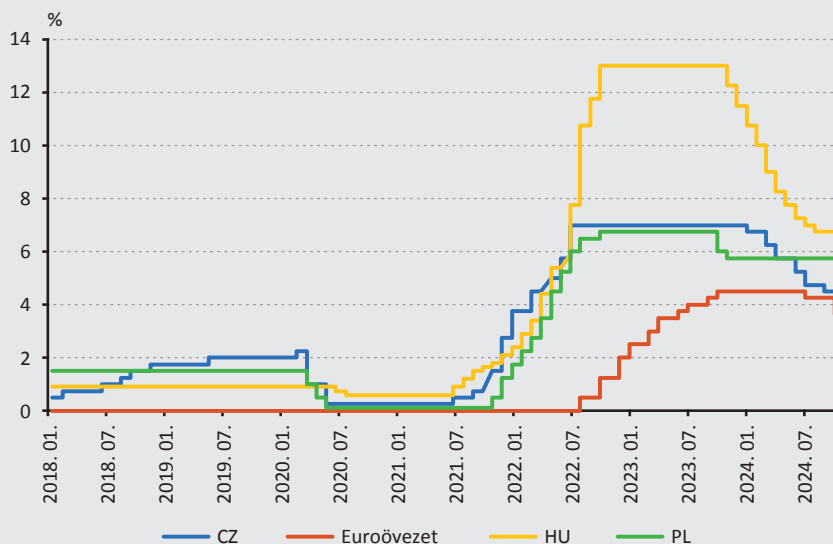
Az euroövezeten kívüli három kelet-közép-európai ország előbb (akár egy év különbséggel) hozott monetáris politikai válaszintézkedéseket az inflációs nyomásra, mint a GMU-tag Szlovákia (4. ábra). Amint már említettük, ez összhangban volt azzal a globális tendenciával, hogy a jegybankok a feltörekvő piacokon gyorsabban reagáltak az infláció emelkedésére, mint a fejlett országokban, annak köszönhetően, hogy a kelet-közép-európai régióban is fejlett monetáris politikai keretekre támaszkodhattak (Nagy Mohácsi et al. 2024; Balogh et al. 2024).

A kamatokat is jóval nagyobb szintre emelték az euroövezeten kívüli három országban, mint a GMU-ban, illetve Szlovákiában. A rekordszintű inflációra tekintettel Magyarországon nőttek a kamatok a legnagyobb mértékben. A reálkamatok azonban kis ideig mindegyik V4-országban negatívak maradtak, ahogy az euroövezetben, az Egyesült Államokban és az Egyesült Királyságban is.

Csehországban és Lengyelországban Szlovákiához hasonlóan alakult az inflációs ráta, azonban Szlovákiában alacsonyabbak voltak a nominális kamatok, emiatt pedig rövid időre jóval nagyobb negatív reálkamat alakult ki. Ez elvben az adósság reálértékének csökkenését, ezáltal pedig kedvezőbb belföldi feltételeket eredményezhetett volna.

4. ábra

Jegybanki alapkamatok 3 visegrádi országban és a GMU-ban/Szlovákiában



Forrás: a jegybankok honlapja

Hátrányos volt-e Szlovákiának az infláció leküzdésében, hogy az EKB később és visszafogottabb módon szigorított a monetáris politikán? A keresleti nyomások fokozódásához vezetett-e az EKB monetáris politikája Szlovákiában a többi V4-országhoz képest? Az infláció alakulása nem erre utal. Az infláció nagyjából egyidejűleg kezdett mérséklődni Szlovákiában, mint a többi V4-országban (Magyarország kivételével), ami megerősítette azt a megállapítást, hogy az infláció nagyobbbrészt kínálati sokknak tudható be. Ez arra is utalhat, hogy az inflációs várakozások a GMU-ban, illetve Szlovákiában jobban horgonyozottak voltak, mint a többi országban.¹ A megkésett és visszafogottabb GMU-beli monetáris politikai reakció elegendő volt ahhoz, hogy az infláció nagyjából a többi V4-ország inflációjával egyidejűleg csökkenjen. A közös monetáris politika a jelek szerint nem sújtotta Szlovákiát további árnyomások előidézésével vagy a magas inflációval jellemzett időszak elnyújtásával.

Hogyan működtek a *monetáris transzmissziós mechanizmusok* a V4-országokban? Milyen gyorsan és mekkora mértékben épültek be a kamatemelések a termékek és a szolgáltatások, valamint az eszközök áraiba, és befolyásolták-e a pénzügyi és a keresleti feltételeket?

Az IMF (2024) a regionális kilátásokról szóló, 2024. áprilisi jelentésében megállapította, hogy a pénzügyi kondíciós index – amely különféle pénzügyi változókat, például a vállalati kötvények és az állampapírok hozamfelárát, a kamatokat, a hitelállomány bővülését, a saját tőkét és a lakásár-hozamokat foglalja magában – 2021 előtt szigorúbb pénzügyi feltételeket mutatott Kelet-Közép-Európában és Délkelet-Európában, mint Európa többi részén, de a feltételek azóta gyorsabban és nagyobb mértékben lazultak 2023 közepéig, *annak ellenére*, hogy korán megindult a monetáris politikai szigorítás ebben a régióban. Ez az elgondolkodtató magatartás arra utalhat, hogy gyengébbek a transzmissziós mechanizmusok a régióban, illetve jelentős belföldi likviditás áll rendelkezésre.

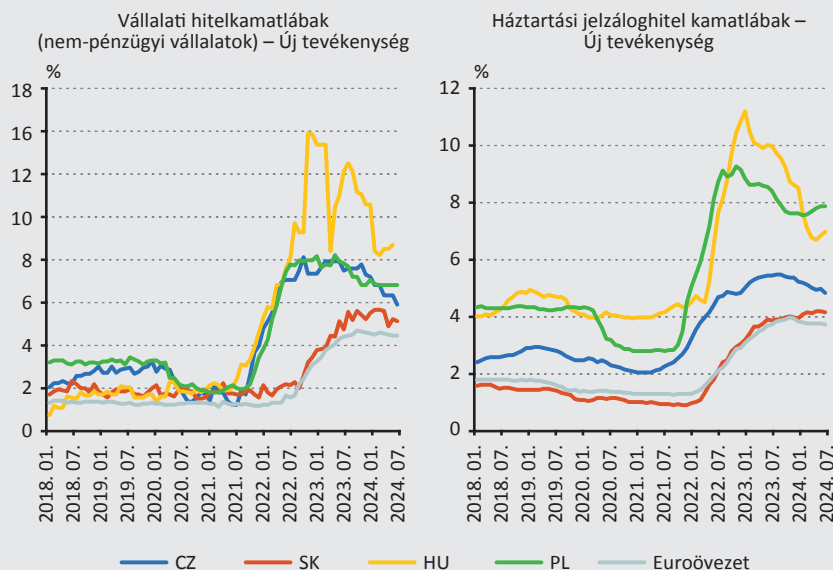
Több tényező állhat emögött. A világ más részeihez hasonlóan a bankok szinte azonnal beépítették a jegybanki alapkamatok emelkedését a hitelkamatlábakba (5. ábra), a betéti kamatok esetében viszont csak némi késéssel. Ez visszafogta a banki hitelezést, különösen a jelzáloghiteleknél, ugyanakkor növelte a bankok nyereségét. A háztartások a megkésett betétikamat-emelésre válaszul lekötött betétekre váltottak, és a költségvetési finanszírozási igények növekedésével átálltak kincstárjegyekre, kivéve Csehországot. Mivel a megtakarítási ráták a világjárvánnyal kapcsolatos politikák miatt már viszonylag magasak voltak, a költségvetési finanszírozási igényei pedig fokozódtak, a betéti kamatokba való korlátozott mértékű beépülés nem fogta vissza a keresletet. Szintén megjegyzendő, hogy Magyarországon például hosszabb ideig maradtak magas szinten a megtakarítások, hasonlóan más olyan országokhoz, ahol a súlyos megélhetési válság és más egyensúlytalanságok következtében nagyobb

¹ További ökonometriai munkára van szükség e pont ellenőrzéséhez.

volt a bizonytalanság, például az Egyesült Királyságban (Greene 2024). A fogyasztók védelme érdekében az áremelkedés korlátozására irányuló költségvetési politikai intézkedések úgyszintén ronthatták a monetáris transzmissziós mechanizmus eredményességét.

5. ábra

A vállalati hitelek és háztartási jelzáloghitelek kamatlábai a V4-ekben



Forrás: Szlovák Nemzeti Bank és a szerzők számításai

4.2. Az árfolyam hatása, valamint az EKB devizacsere- (swap line) és repoügyletei²

Az árfolyamok alakulása is befolyásolta az inflációs pályákat. Az euroövezeten kívüli három visegrádi ország fizetőeszközeinek euróval (és USA-dollárral) szembeni árfolyama jelentős ingadozásokat mutatott, noha Csehországra ez kevésbé volt jellemző. A forint és – kisebb mértékben – a zloty gyengült az euróval szemben a világjárvány 2020. márciusi kitörésekor, majd ismét, Ukrajna orosz inváziója után, ami áremelkedéshez vezetett (6. ábra).

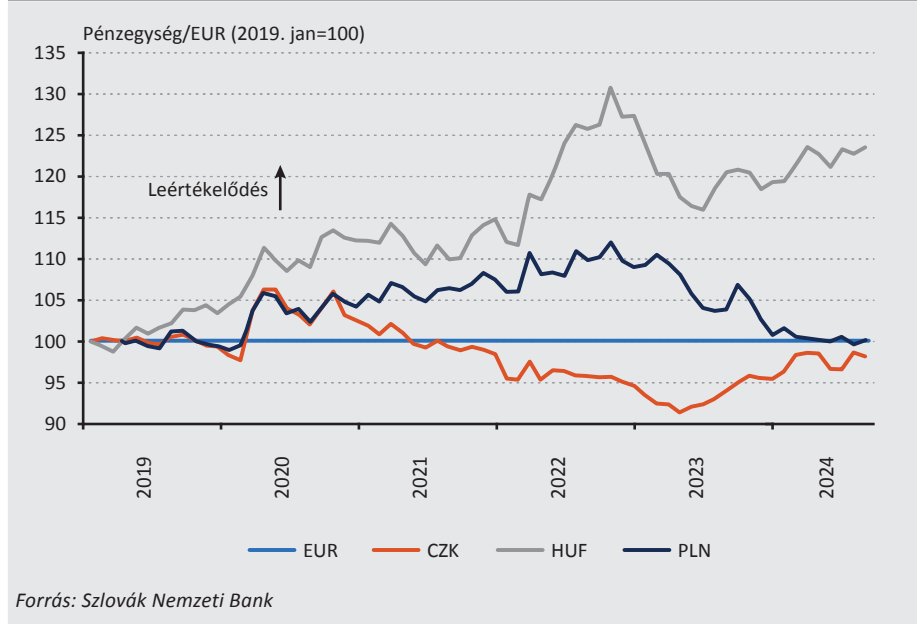
Ugyanakkor feltétlenül kiemelendő, hogy a leértékelődés jóval nagyobb mértékű lett volna Lengyelországban és Magyarországon (és több más kelet-közép-európai és délkelet-európai országban) az EKB devizacsere- és repoügyletei nélkül a piaci stressz csúcspontján, például 2020 március–áprilisában. Ebben a stresszhelyzetben az EKB devizacsere-ügyleteket biztosított – elfogadva az országok helyi pénznemben

² Az EKB devizacsere- és repoügyletek mögötti motivációjáról lásd: Panetta – Schnabel (2020).

denominált eszközeit – Horvátország (amely akkor még a GMU-n kívül volt, de már közel állt a tagsághoz) és Bulgária (amely 1997 óta az árfolyamát de facto először a német márkához, majd az euróhoz kötötte), valamint Lengyelország és Románia számára. Magyarország deviza-repoügyletben részesült, amelynek keretében euróban denominált, hosszú lejáratú eszközöket adott át rövid lejáratú, euróban denominált likvid eszközök fejében. Több Unión kívüli ország, például Albánia és Észak-Macedónia kapott támogatást Magyarországhoz hasonlóan. Mindez javított a helyzeten, noha a kedvezményezett országok egyértelműen sokkal jobban járnak a csereügyletekkel, mint a repoügyletekkel. A csere- vagy repoügyletek felajánlásához alkalmazott kritériumok meglehetősen heterogénnek tűnnek az országok körében.³

GMU-tagként Szlovákiának nem kellett aggódnia az euróval szembeni árfolyam-ingadozások, a devizacsere-ügyletek stb. miatt. Az euro bevezetése és az EKB tekintélyes mérlege által biztosított háttér összehasonlíthatatlanul könnyebbé teszi a válságkezelést a kis méretű, nyitott gazdaságok, például a V4-ek számára.

6. ábra
Az euróval szembeni árfolyammozgások

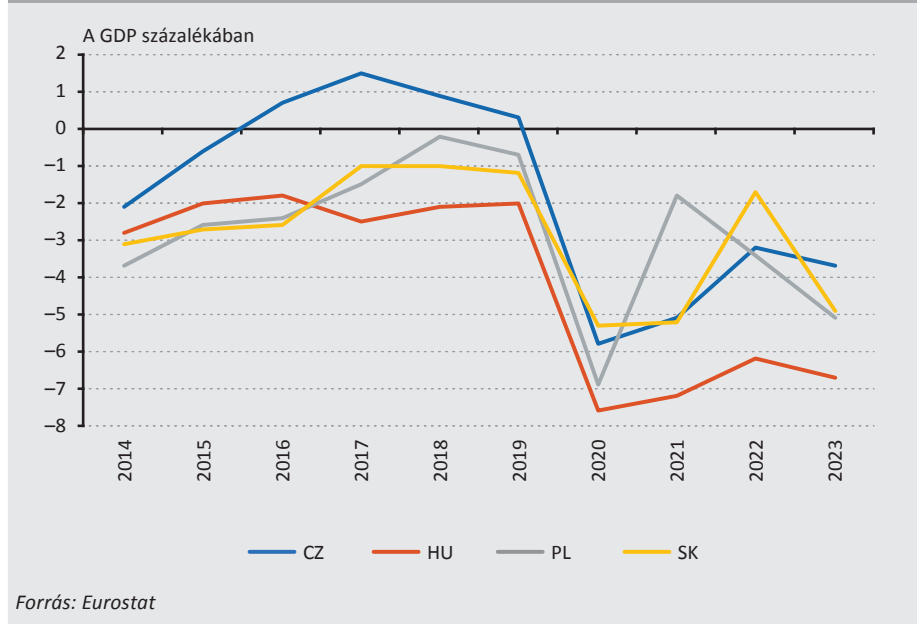


³ Az EKB által végrehajtott deviza-csereügyletek kimagasló hasznosságának értékeléséért lásd: a Horvát Nemzeti Bank elnöke, Vujčić (2020).

4.3. A költségvetési politika szerepe

A költségvetési politika két fontos módon befolyásolta a világjárvány utáni inflációs hullámot: 1) expanzív költségvetési politikák révén, először a háztartásoknak és vállalkozásoknak nyújtott pandémiás támogatáshoz kapcsolódóan, majd az energiaárak ukrajnai orosz invázió utáni megugrása nyomán nyújtott energiatámogatásokkal (7. ábra); 2) a háztartásoknak és a cégeknek a monetáris politikai intézkedések hatásától való megóvásával, például bizonyos tevékenységekre vagy hitelfelvevőkre vonatkozó kamatplafonok formájában.

7. ábra
Költségvetési egyenleg a V4-ekben



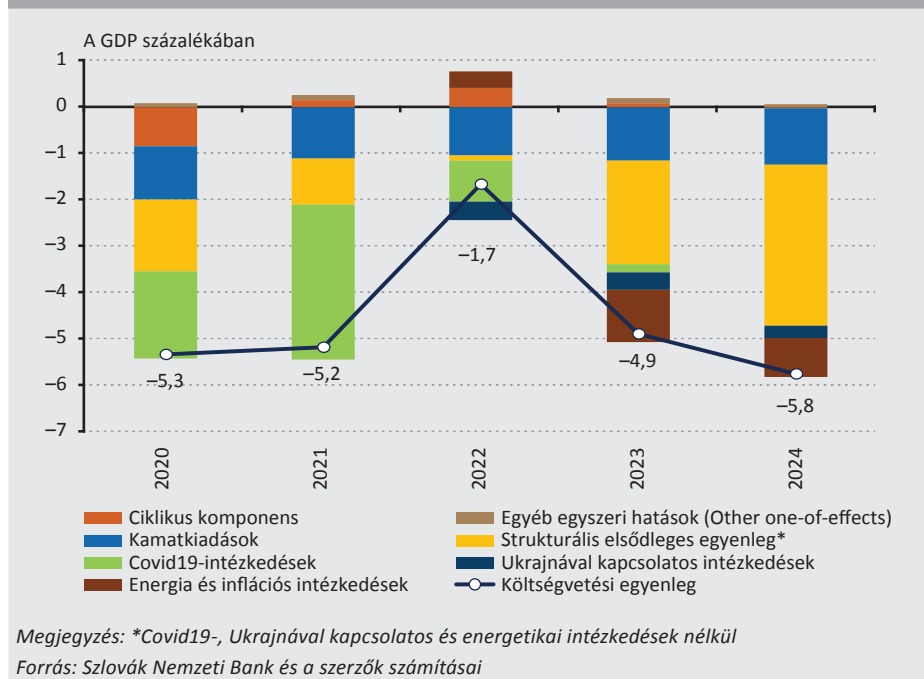
A V4-ek a világjárvány kezdetén nagyrészt kiegyensúlyozott költségvetési helyzetben voltak, vagy csak csekély hiányuk volt. A pandémiás válságkezelési intézkedések hatására régiószerte megnőtt a költségvetési hiány 2020–2021-ben, és – Csehország kivételével – egészen 2024-ig meg is maradt a háztartásoknak és bizonyos iparágaknak a megugró energiaárak és infláció hatásával szembeni védelmére hozott későbbi intézkedések miatt.

Vizsgáljuk meg részletesebben Szlovákia költségvetési adatait. Az országban 2020 óta magas szinten van a költségvetési hiány (2022 kivételével). A 8. ábrán látható, hogy a Covid19-világjárvánnyal kapcsolatos 2020–2021. évi intézkedések meghozatalakor az infláció (még) viszonylag alacsony volt. A hiány 2023–2024-ben jelentősen megnőtt az emelkedő infláció következtében, ami megnövelte a szociális ellátási

kiadást, a közvetlen energiátámogatási intézkedéseket, az új szociális intézkedéseket és az emelkedő kamatköltségeket.

8. ábra

Szlovákia: a költségvetési egyenleg bontása



Lengyelországban az „inflációellenes pajzs” 2022 elején bevezetett intézkedései – a különféle élelmiszereket és szolgáltatásokat terhelő áfa és jövedéki adók csökkentése – becslések szerint átmenetileg, egy évre mintegy 4 százalékkal szorította le az inflációt (IMF 2023). Magyarországon a közüzemi és energiaárak emelkedésére vonatkozó korlátozásoknak és ehhez kapcsolódóan a nyitott és de facto támogatásoknak is jelentős szerepük volt. Például a kormány kifejezetten a kamatemelésre vonatkozó plafont („kamatsapka”) vezetett be, amellyel visszafogta a jegybanksi alapkamat emelésének árakba való beépülését, emellett a piacinál kedvezőbb kamatozású hiteleket is nyújtott különféle kormányzati programok keretében (Coen-Bech et al. 2023). Az egyedüli kivétel Csehország volt, amely jelentős költségvetési kiigazítást hajtott végre 2022–2024 között, ami ugyan elősegítette az infláció letörését, egyúttal azonban visszafogta a belföldi keresletet és a növekedést. Mindazonáltal az államadósság-állomány a V4-ekben kezelhető maradt, különösen Csehországban és Lengyelországban (a GDP 44 százaléka, illetve valamivel több, mint 50 százaléka).

4.4. Gazdaságpolitikai mix (policy mix)

A teljes makropolitikai értékelés a monetáris, költségvetési és makroprudenciális (pénzügyi stabilitási) politika egyidejű elemzését igényli,⁴ kiemelt figyelmet fordítva a szakpolitikák közötti kölcsönhatásra és dinamikára. A pénzügyi világválság óta az alábbi három fő időszakot különböztethetjük meg:

- A pénzügyi világválságot követően a költségvetési és monetáris politikák – a menynyiségi lazítás újragondolásával – anticiklikusak voltak, míg a makroprudenciális politikákat szigorítani kellett a hitelállomány azon korábbi, túlzott bővülése (és más tényezők) miatt, amelynek következtében korábban kialakult a globális pénzügyi válság.
- A világjárvány idején ezzel szemben a gazdaságpolitikai mix mindhárom eleme az addig ismeretlen egészségügyi és makrogazdasági kockázatok ellenére jelentős és erősen anticiklikus volt. A szakpolitikák ezen összehangolt lazítása működött, bár valószínűleg a szükségesnél hosszabb ideig alkalmazták, növelve a globális inflációs nyomást. Ezt követően az Oroszország Ukrajna elleni háborúja okozta sokkhatások és a kialakuló geopolitikai kockázatok ismét szükségessé tették némi fiskális lazítást.
- Amikor a világjárvány utáni infláció lesújtott, és a jegybankoknak szigorítaniuk kellett monetáris politikájukat, a lazább költségvetési politikák jóval nehezebb feladattá tették a jegybankok számára az infláció leküzdését. Tehát a monetáris politikai szigorításnak hosszabb ideig kellett tartania, illetve a kamatoknak magasabbnak kellett lenniük, mint amire az expanzív költségvetési politikák nélküli alapforgatókönyv szerint szükség lett volna. Ráadásul a költségvetési intézkedések egy része – például a kamatplafon – kifejezetten a monetáris politika ellen hatott, csökkentve ez utóbbi hatékonyságát, szükségessé téve a kamatok hosszabb időn át magasabb szinten tartását, és megnehezítve a monetáris politika kommunikációját.

4.5. Mi a helyzet a növekedéssel?

A V4-országok csoportként a 2004-es EU-csatlakozásuk óta figyelemre méltó haladást értek el a konvergencia területén.⁵ Az EU-tagságuk 20. évfordulója kapcsán készült közelmúltbeli tanulmányok számottevő „uniós csatlakozási bónuszt”

⁴ A makroprudenciális politikákat a 2008–2009-es pénzügyi világválságot követően kibővítették, és jobban integrálták a jelenkori gazdaságpolitikai mixbe. *Eller et al. (2020)* elemezte a kelet-közép-európai és a délkelet-európai régió 1997–2018 közötti makroprudenciális politikáit. Megállapították, hogy makroprudenciális politikát széles körben kevés ország alkalmazott már a pénzügyi világválság előtt, azt követően viszont mindannyian széles körben alkalmazták őket, tőke- és likviditási puffereket, valamint hatékonyabb eljárásokat kialakítva, amelyek együttes hatására szigorodott a tőkekihelyezés. Tanulmányuk pandémiás időszakra is kiterjedő aktualizált változatában (*Eller et al. 2021*), megerősítették, hogy az országok nagymértékben támaszkodnak a makroprudenciális eszközök lazítására a világjárvány utóhatásainak leküzdésében. Ezeket a szakpolitikákat a világjárvány lecsengésével fokozatosan kivezették.

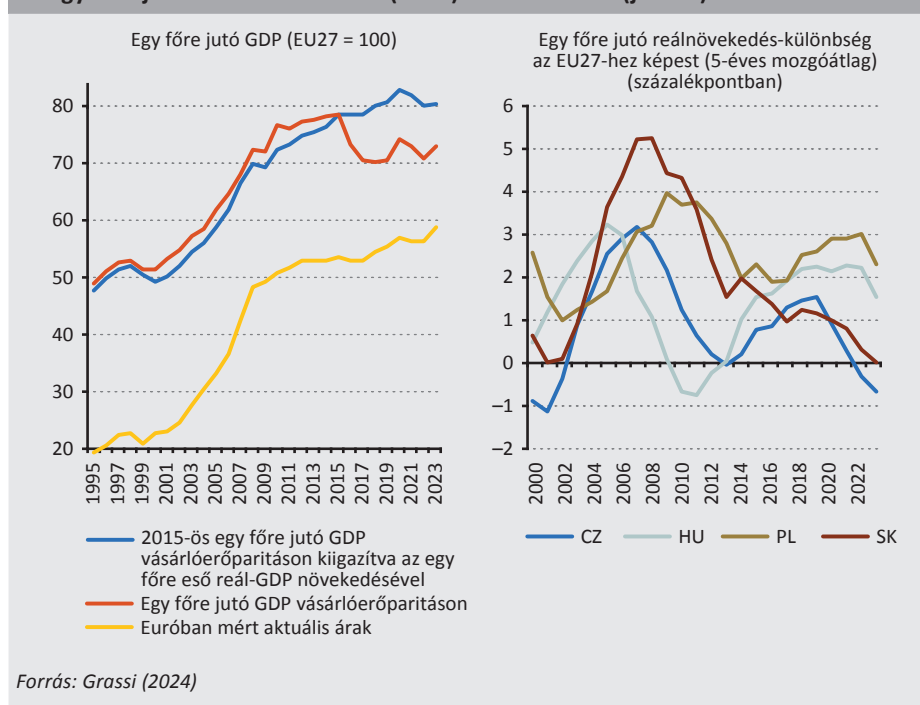
⁵ Románia és Bulgária kicsit később, 2007-ben, Horvátország pedig 2013-ban csatlakozott.

mutattak ki a 2004-ben csatlakozott első nyolc tagállam növekedési teljesítményében. Az EBRD (2024) megállapította, hogy ez az országcsoport Németországhoz viszonyítva 24 százalékos konvergenciát tapasztalt az egy főre jutó jövedelemben, ebből 14 százalék az „uniós csatlakozási bónusz”, amelynek eredményeképpen gyorsabban nőtt a GDP és a reáljövedelem. Grassi (2024) szintén jelentős „uniós bónuszt” talált ennél az országcsoportnál.

A V4-ek körében azonban némi különbséget figyelhetünk meg az országok között növekedési teljesítmény és konvergencia tekintetében. Úgy tűnik, hogy a konvergencia Szlovákiában megtorpant, ahogy talán Csehországban is, és a többi V4-országban is lassult (9. ábra).

9. ábra

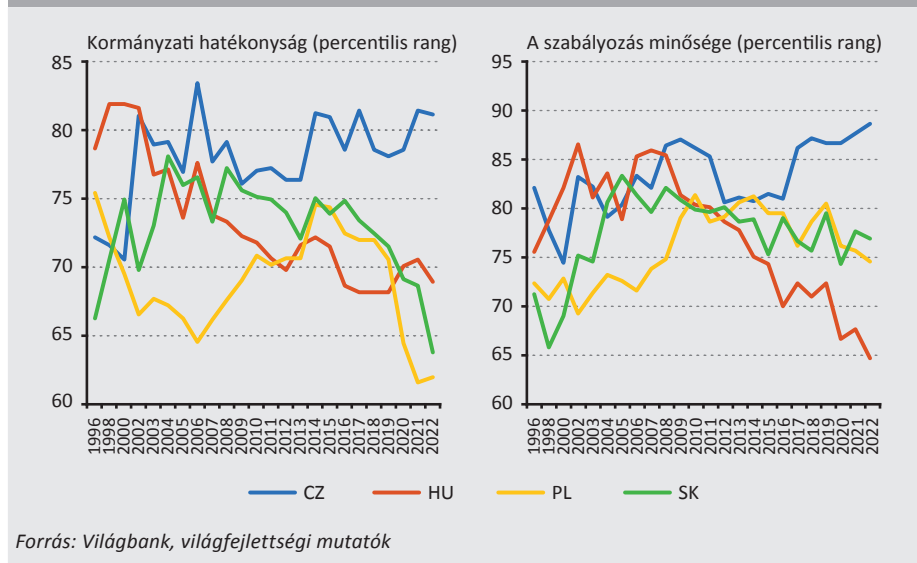
Az egy főre jutó GDP Szlovákiában (balra) és a V4-ekben (jobbra)



Az e tendencia mögött meghúzódó okok elemzése nem képezi e tanulmány tárgyát. Elegendő annyit megállapítani, hogy a termelékenységnövekedés az elmúlt nagyjából egy évtized során lelassult a V4-ekben (noha ez általánosabb jelenség). Ugyanakkor a közberuházások például stagnálnak Szlovákiában, mivel az uniós források jellemzően helyettesítették, nem pedig kiegészítették az állami beruházásokat. Lengyelországban és Magyarországon a közberuházások szintén csökkentek, és kormányzati megfelelőségi kérdések miatt időnként problémák merültek fel az

uniós forrásokhoz való hozzáféréssel kapcsolatban. A kormányzás eredményessége és – bizonyos mértékben – a szabályozás minősége tekintetében az üzleti környezet is szerepet játszhatott mindegyik V4-országban, Csehország kivételével (10. ábra).

10. ábra
Vállalkozási környezet a V4-országokban, 1996–2022



A szuverén monetáris politika megszűnésével a GMU-tagság jóval nagyobb terhet ró a nemzeti költségvetési politikákra és a szerkezeti-szabályozási reformokra. Ez még inkább igaz a kisebb méretű gazdaságokra, amelyek gyakran alacsonyabb kamatokat és bőségesebb likviditást élveznek, mint a GMU-n kívül. Nagyrészt magukon a GMU-tagországokon áll, mit kezdenek ezzel. Egyesek – például Finnország és Írország – proaktív szerepet vállalnak a szerkezeti reformok felgyorsításában és a humán tőkébe való beruházásban. Mások önelégültebben álltak a reformokhoz, ami igaz lehet például Portugáliára, ahol a konvergencia megtorpant és visszafordult az uniós csatlakozás óta (*De Souza 2024*). A lehető legfontosabb tanulság, hogy el kell kerülni az önelégültséget, és jól kell kihasználni a rendelkezésre álló forrásokat a humán és fizikai tőkével kapcsolatos termelékenység-növelő beruházásokra, valamint az innovációra a vállalkozásoknak jobban kedvező környezetben.

5. Összefoglalás és zárógondolatok

Tanulmányunk a közelmúltbeli világjárvány utáni inflációs időszakot elemezte a négy visegrádi országban. Mivel ezen országok gazdasági szerkezete és a külső sokkhatásra való érzékenysége hasonló, az inflációs hullám elemzése a két eltérő monetáris

rendszerben – Szlovákiánál az euroövezeti közös monetáris politikai keretben, a másik három országnál pedig a GMU-n kívül – „természetes kísérletnek” tekinthető annak vizsgálatára, hogy milyen hatást gyakorolt a közös monetáris politika egy kis méretű, nyitott gazdaságra, olyan országokkal összehasonlítva, amelyek önálló monetáris és árfolyam-politikát folytattak.

Megállapításaink:

- Szlovákia, amely 2009-ben vezette be az eurót, nem tapasztalt inflációnövekedést az euro bevezetésekor (más országokhoz hasonlóan), és a V4-ek körében a leg-alacsonyabb inflációval nézett szembe a világválságot követő inflációs hullámmal.
- Az önállóság nem növelte a monetáris politika eredményességét az inflációs nyomások kezelését illetően a GMU-n kívüli V4-országokban. Ez a megállapítás összhangban van azokkal a kutatási eredményekkel, miszerint a kis méretű, nyitott gazdaságok nem rendelkeznek nagy – de facto – monetáris szuverenitással, amikor rendszerszintű, globális jegybankok – mint az Egyesült Államok Federal Reserve bankja a vagy az EKB – döntéseinek hatásával szembesülnek (*Rey 2015*).
- Az euroövezeten kívüli visegrádi országok jegybankjai az EKB-hoz képest körülbelül egy évvel korábban kezdtek reagálni a gyorsan emelkedő inflációra. Emellett a jóval magasabb inflációs rátájukra válaszul magasabbra emelték alapkamatukat, mint az EKB, különösen az ukrainai orosz inváziót követően. Lengyelország és Magyarország fizetőeszköze a világválság tetőzése idején és az orosz invázió után gyengült. Nem tűnik úgy azonban, hogy ez érdemben előmozdította volna a növekedést, ellenben valószínűleg kedvezőtlenül befolyásolta az inflációt. Ezzel szemben az inflációs várakozások a GMU-n belül a jelek szerint jobban horgonyozottak voltak, tekintettel az EKB intézményi hitelességére és a jóval nagyobb mérlegére.
- A kisebb méretű nyitott gazdaságok sokkal jobban és könnyebben megbirkóznak a válságkezeléssel a GMU-n belül, mint önállóan. Ez már a pénzügyi világválság, és még inkább a világválság idején bebizonyosodott.

Milyen következtetés vonható le a világválság utáni inflációs hullám V4-ek általi kezeléséből az euroövezeti tagságra nézve? Azon a tényen túl, hogy a konvergencia-kritériumok tekintetében az országoknak fel kell készülniük az euro bevezetésére, véleményünk szerint a következtetések meglehetősen egyértelműek: kis, nyitott és erősen integrált gazdaságok esetében a de facto monetáris szuverenitás meglehetősen korlátozott. Ezzel szemben a tagság egy nagyon nagy monetáris unióban, amely magában foglalja a főbb kereskedelmi partnereket és amelyben az EKB hitelessége és – ha szükséges – válságkezelő kapacitása jelentős, egyértelmű előnyökkel jár, még nagyon nagy, többszörös kínálati sokk által kiváltott infláció esetén is.

Felhasznált irodalom

- Balogh András – Kuti Zsolt – Sipos-Madarász Annamária (2024): *A hazai monetáris politika közelmúltja és a jövő jegybanki kihívásai*. Hitelintézeti Szemle, 23(2): 5–30. <https://doi.org/10.25201/HSZ.23.2.5>
- Bruha, J. – Tonner, J. (2018): *Independent Monetary Policy Versus a Common Currency: A Macroeconomic Analysis for the Czech Republic Through the Lens of an Applied DSGE Model*. CNB Working Paper 19/2018, Czech National Bank. www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/galleries/research_publications/cnb_wp/cnbwp_2018_19.pdf
- Cohn-Bech, E. – Foda, K. – Roitman, A. (2023): *Drivers of Inflation: Hungary*. Selected Issues Paper No. 2023/004, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798400234163.018>
- De Souza, L.V. (2024): *Unhappy Anniversary: Missed opportunities for growth and convergence in Portugal*. CEPR VoxEU, 11 March. <https://cepr.org/voxeu/columns/unhappy-anniversary-missed-opportunities-growth-and-convergence-portugal>
- Dreyer, J.K. – Schmid, P.A. (2020): *Inflation and Euro Membership*. Journal of Economic Integration, 35(2): 264–281. <https://doi.org/10.11130/jei.2020.35.2.264>
- EBRD (2024): *Regional Economic Prospects (May 2024)*. European Bank for Reconstruction and Development (EBRD). <https://www.ebrd.com/rep-may-2024.pdf>
- Eller, M. – Martin, R. – Schubert, H. – Vashold, L. (2020): *Macprudential Policies in CESEE – an intensity-adjusted approach*. Focus on European Economic Integration, Q2/20: 65–81. https://www.oenb.at/dam/jcr:35584f83-a9a2-4608-818e-21953e8ff583/04_PB_feei_Q220_screen_Macprudential%20policies%20in%20CESEE_korr.pdf
- Eller, M. – Martin, R. – Vashold, L. (2021): *CESEE's macroprudential policy response in the wake of the COVID-19 crisis*. Focus on European Economic Integration, Q1/21: 55–69. https://www.oenb.at/dam/jcr:a39f859c-7c91-4590-b94c-57cafddae8ef/04_feei_q1-21_cesees-macroprudential-policy-response-in-the-wake-of-the-covid-19-crisis.pdf
- Falagiarda, M. (2024): *Inflation in the eastern euro area: reasons and risks*. ECB Blog, 10 January. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2024/html/ecb.blog240110~4901f29da7.en.html>
- Grassi, B. (2024): *The EU Miracle: When 75 Million Reach High Income*. CEPR Discussion Paper No. 19114. CEPR Press, Paris & London. <https://cepr.org/publications/dp19114>

- Greene, M. (2024): *Who is buying? Outlook for consumption in a rate cutting cycle*. Speech, The North East Chambers of Commerce, Newcastle, 25 September. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2024/september/whos-buying-speech-by-megan-greene.pdf>
- Gunnella, V. – Lebastard, L. – Lopez-Garcia, P. – Serafini, R. – Mattioli, A. (2021): *The Impact of the Euro on Trade: Two Decades into Monetary Union*. ECB Occasional Paper No. 2021/283, European Central Bank. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3941630>
- IMF (2023): *Republic of Poland: 2023 Article IV Consultation-Press Release; and Staff Report*. European Department, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798400244216.002>
- IMF (2024): *Regional Economic Outlook for Europe: Soft Landing in Crosswinds for a Lasting Recovery*. International Monetary Fund, 19 April. <https://doi.org/10.5089/9798400272363.086>
- Kiss, K. – Marincsák, K.Á. (2020): *The experiences of the new accession countries: the pros and cons*. In: Virág, B. (ed.): *Long-term sustainability and the euro*. Magyar Nemzeti Bank, pp. 193–233. <https://www.mnb.hu/letoltes/longtermsustainabilityandtheeuro-1.pdf>
- Nagy Mohácsi Piroska – Tatiana Evdokimova – Olga Ponomarenko – Elina Ribakova (2024): *Jegybanksi politika és kommunikáció a feltörekvő országokban: A nagy felzárkózás*. Hítelintézeti Szemle, 23(1): 29–49. <https://doi.org/10.25201/HSZ.23.1.29>
- Panetta, F. – Schnabel, I. (2020): *The provision of euro liquidity through the ECB's swap and repo operations*. ECB Blog, 19 August. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200819~0d1d04504a.en.html>
- Pufnik, A. (2017): *Effects of the Adoption of the Euro on Consumer Prices and Inflation Perceptions: An Overview of Experiences and Assessment of the Possible Impact in Croatia*. Surveys S-27, Croatian National Bank, November. www.hnb.hr/repec/hnb/survey/pdf/s-027.pdf
- Rey, H. (2015): *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*. NBER Working Paper No. 21162. <https://doi.org/10.3386/w21162>
- Vujčić, B. (2020): *COVID-19: Impact on the Economy and Central Bank Policies - Governors' Panel* (October 2020). https://www.bankofalbania.org/plugins/pdfjs/1.5.188/web/viewer.html?file=https%3A%2F%2Fwww.bankofalbania.org%2Frc%2Fdoc%2FLIBRI_KONF_2020_ENG_20686.pdf
- Žúdel, B. – Melioris, L. (2016): *Five years in a balloon: Estimating the effects of euro adoption in Slovakia using the synthetic control method*. OECD Economics Department Working Paper No. 1317, OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/10.1787/5jlv236zqj7b-en>