

KARÁDI PÉTER
Jegybankfüggetlenség Magyarországon
(1990–1999)

A szerző arra keresi a választ, hogy milyen tényezők biztosították a jegybankfüggetlenség magyarországi megerősödését annak ellenére, hogy minden választási periódusban új pártkoalíció került kormányzati pozícióba. Állítása szerint 1991 és 1995 között az igen magas szintű formális függetlenség ellenére a jegybank még nem jelentett számottevő korlátot a kormány gazdaságpolitikai döntései számára. 1995-ben a Bokros-csomag részeként bevezetett csúszó leértékelő árfolyamrendszer – más kormányzati elkötelezettségekkel együtt – azonban már jelentősen hozzájárult az intézmény megerősödéséhez. A cikk egy egyszerű politikai gazdaságtani modellen keresztül mutatja be, hogy tökéletlen intézményes kötelezettségek (mint a csúszó leértékelő árfolyamrendszer bevezetése vagy egy konzervatív jegybankelnök kinevezése) – a gazdasági szereplők számára nyújtott jelzésfunkciójukon keresztül – hogyan maradhatnak sikeresek egy megosztott és instabil politikai rendszerben is.*

„Az épületek, amelyeknek össze kellene dőlniük, *nem* dőlnek össze.”

Egy statikus mondása

„Hajó-újjáépítés a tengeren” – szemlélteti Jon Elster és Claus Offe a posztoszocialista intézményrendszer átalakítás nehézségeit (*Elster–Offe–Preuss* [1998]). A gazdasági nehézségekkel Magyarországon együtt jelentkeztek a politikaiak: minden politikai ciklusban új pártkoalíció került kormányzati pozícióba. Folytatva a hasonlatot, mintha a hajó-átépítést *különböző kapitányok vezetése alatt* kellene elvégezni.

A cikk egy speciális intézményi megoldás, a jegybankfüggetlenség magyarországi kialakulásával kíván foglalkozni, követve a *történeti institucionalizmus* egyik alapvető kérdésfeltevését, hogy a gazdaságpolitika hogyan határozhatja meg az intézmények kialakulását. Elemzésünk az intézménykialakítás *politikai* tényezőit vizsgálja részletesen.¹ A jegybankfüggetlenség lényege, hogy a kormány az infláció befolyásolására szolgáló eszközök feletti rendelkezési jogot egy tőle független szervezetre bízza. Ennek alapján meg-

* Készült az ACE PHARE-program keretében. Köszönettel tartozom *Ambrus Lakatos Lorádnak* és *Ge-deon Péternek* kitarató bizalmukért és hasznos segítségükért.

¹ Ennek nehézségeiről Claus Offe a következőképpen ír: „éppen akkor, amikor a legégetőbb szükség van az új politikai és gazdasági intézmények gyors bevezetésére, nincs senki – a rendszerből következő okok miatt –, akire rá lehetne bízni megtervezésük felelősségét, és nincs külső szereplő, aki kívülről sikerrel ki tudná kényszeríteni őket.” (*Offe* [1994] 20. o.)

foszta magát attól a lehetőségtől, hogy rövid távú céljai érdekében meglepetésszerű inflációt gerjessen, így a kormányzat egésze képes lesz hiteles antiinflációs politika folytatására.

A cikk első része egy egyszerű politikai gazdaságtani modellen keresztül azt mutatja be, hogy rövid távra tervező kormányok esetén az időinkonzisztencia problémájára adott újratárgyalható intézményi válaszok hogyan segíthetik elő egy intézménykialakítás sikerességét. A modellben a gazdaságpolitikai nehézséget az okozza, hogy lehetséges, a következő periódusban más célfüggvényt felállító kormány kerül hatalomra. A modell az intézményi elkötelezettségek (*commitment*) – mint egy konzervatív jegybankelnök kinevezése, fix árfolyamrendszer kialakítása, vagy a jegybankelnökkel kötött nyilvános szerződés – a gazdasági szereplők számára nyújtott *jelzés* funkcióját emeli ki. A modell alapján kormányváltás esetén az intézményi elkötelezettségek diszkrét megváltoztatása jelzés a gazdasági szereplők számára arról, hogy az új kormány saját célfüggvényének maximalizálása érdekében meglepetésinflációt kíván gerjeszteni. A jelzés viszont az intézmény fennállása miatt egyértelművé teszi a gazdasági szereplők számára a kormány gazdaságpolitikájának jellegét. Az intézmény kialakítása így még koordinálatlan gazdasági szereplők és aszimmetrikus információ esetén is lehetőséget ad a gazdasági szereplők számára a kormányzat elleni büntető stratégia alkalmazására. A létrejövő ellenőrzés pedig képes jelentősen megerősíteni az intézményi elkötelezettség hitelességét.

A cikk második része foglalkozik a jegybankfüggetlenség magyarországi kialakulásának folyamatával. Az 1989–1998 közötti évtizedet periódusokra bonthatjuk a függetlenséget *megalapozó* tényezők szerint, és azt láthatjuk, hogy ezeken belül a jegybankfüggetlenség mértéke viszonylag homogén volt. Míg az első két időszakot jellemző 1990-es informális, majd 1991-ben formálisan is megerősített megállapodások a jegybankfüggetlenségre korlátozottan hatottak, az 1995-ben bevezetett Bokros-csomagként emlegetett gazdaságpolitikai program jelentősen hozzájárult az intézmény megerősödéséhez.

A cikk a modellt a Bokros-csomag jegybankfüggetlenséget erősítő hatásának magyarázatára kívánja használni. Amellett érvel, hogy az 1995-ben bevezetett csúszó leértékelés, Surányi György újbóli kinevezése, illetve az 1996-os törvénymódosítással megerősített pénzügyi függetlenség tökéletlen, azaz újratárgyalható intézményi elkötelezettséget jelentett az antiinflációs politika mellett. A modell részben magyarázatot nyújt arra, hogy az 1998-ban megválasztott új kormány hangoztatott növekedési céljával ellentétben miért nem élt a csúszó leértékelő árfolyam-politika megváltoztatásának lehetőségével, illetve miért nem mondatta le a jegybank elnökét annak ellenére, hogy ő a választások előtt – a jegybanktörvény szellemével is ellentétesen – bírálta a később kormányra került párt választási programját.

Az intézményes elkötelezettség jelzésfunkciója

Időbeli inkonzisztencia

Az időbeli inkonzisztencia a monetáris politika egyik alapvető problémája. A fogalom tartalma, hogy a kormányzat nem képes olyan állításokat megfogalmazni, amelyet azután is érdeke lenne betartania, hogy a gazdasági szereplők már kialakították várakozásaikat.²

² Ahhoz, hogy egy gazdaságpolitika hiteles legyen, az időbeli konzisztenciája szükséges feltétel (*Cukierman* [1992]).

A kérdéskör monetáris politikára vonatkoztatott egyik alapmodelljének feltevése,³ hogy a gazdasági szereplők csak bizonyos *késéssel* értesülnek az infláció mértékéről. A modell szerint a kormányzat képes pontosan meghatározni az infláció mértékét, és az infláció nincs hatással a relatív árakra, együttesen emeli minden egyes termék árát. Így a szereplők az inflációt mint a *saját termékük árának* emelkedését élik meg. Ez utóbbi viszont következhetne a termékük iránti nagyobb keresletből is, amelyre kínálatuk növekedésével válaszolnának. A szereplőknek tehát ahhoz, hogy a termékük iránti valós keresletre becslést készíthessenek, érdekük a termékük áremelkedéséből az *infláció okozta általános áremelkedés* kiszűrése. Ehhez a rendelkezésükre álló információk alapján inflációs várakozásokat alakítanak ki.

A leírtak miatt egy vártnál magasabb inflációs ráta nagyobb kibocsátást és nagyobb foglalkoztatottságot vált ki. Ezáltal azután, hogy a gazdasági szereplők kialakították inflációs várakozásaikat, a kormányzatnak érdeke meglepetésinflációt gerjesztenie, függetlenül attól, hogy mit is állított korábban. A kormányzat állításának itt bemutatott dinamikus inkonzisztenciájával a racionális várakozásokkal rendelkező gazdasági szereplők tisztában vannak, így várakozásaikat ezt a tényt is figyelembe véve határozzák meg. A formális modell végkövetkeztetése, hogy a racionális várakozások miatt a kormányzat nem lesz képes meglepetésinflációt okozni, a várakozások és az inflációs szint egy magas szinten fog stabilizálódni.

A modell állítása, hogy amennyiben a kormányzat képes lenne hitelesen elkötelezni magát az infláció alacsony szintje mellett, úgy reálértelemben azonos végkifejlet mellett nominális szempontból jobb eredményt érhetne el.

Az intézményes elkötelezettségek értékelése

Az intézményeket olyan, a szereplők által *ismert* formális és informális *szabályok*ként definiáljuk, amelyek *korlátozzák* az egyének vagy a szervezetek döntési lehetőségeit a politikai és a gazdasági életben. Az intézmények a korlátok fenntartásával képesek az önérdékkövető egyéneket kooperatív eredmény elérésére ösztönözni.⁴ Elkerülhetetlen azonban az a további kérdés, hogy mi *biztosítja* a korlátok fennmaradását: melyek azok a kényszerítő mechanizmusok, amelyek az egyéneket a korlátok tiszteletben tartására készítik.

Egy intézményes elkötelezettséget *tökéletesnek* tekinthetünk, ha két alapvető feltételt teljesít: *1. nem újratárgyalható*, azaz az intézmény működésében érdekelt feleknek még teljes egyetértésük esetén sincs meg a lehetőségük az intézmény céljainak, működésének megváltoztatására és *2. harmadik személy által tökéletesen kikényszerített*, azaz a szereplők kiadják a kezükből a döntést az intézmény előírásainak betartásáról is.⁵ Amennyiben bármelyik feltétel nem teljesül, az elkötelezettséget tökéletlennek tekintjük.

A harmadik vagy *külső személy* által végzett kikényszerítés azonban nem feltétlenül szükséges egy intézmény működőképességéhez.⁶ Egy intézmény fennmaradását *önérvényesítő* (*self-enforcing* – lásd például North [1990]) mechanizmusok is biztosíthatják. Az intézmények klasszikus és általánosan használt definíciójában – sokszor implicit módon –

³ Formális kifejtését lásd például Cukiermann [1992]. Különbőség, hogy itt az inflációs ráta mértékéről aszimmetrikus informáltságot feltételeztünk. Ez Lucas [1972] eredeti feltevése, amely felhasználását Cukiermann is ajánlja.

⁴ Offe állítása, miszerint „az intézmények nemcsak korlátoznak, hanem bővítik is a lehetőségek körét” jól magyarázható a sikeres intézmények azon jellemzőjével, hogy kooperatív megoldások fennmaradását segítik elő (Offe [1994] 11. o.).

⁵ Lohmann [1998] definíciója alapján az elkötelezettség tökéletes, ha lehetetlen visszavonni (undo) *természet*i törvények megsértése nélkül. A dolgozatban vázolt definíció ezzel lényegében ekvivalens.

⁶ Bár a definíció alapján ennek hiányában az intézményt nem tekinthetjük tökéletesnek.

a harmadik személy által végzett kikényszerítés szerepel.⁷ Ez a feltevés lehetővé teszi azt, hogy az intézményes elkötelezettség lehetőségéről exogén módon beszéljünk: a szereplőknek lehetőségük van megkötni a saját kezüket, hitelesen lemondani meghatározott döntési alternatívákról. Számos esetben azonban ilyen harmadik személy szerepére alkalmas hiteles szervezet nem létezik, vagy létezik, de hatékony működését számos tényező akadályozza.⁸ Egy *kormányzat* lehetőségei arra, hogy valóban elkötelezze magát, általában korlátozottak, mivel a rendelkezésére álló formális és informális eszközök potenciális hatásai miatt más szervezetek aligha korlátozhatják a tevékenységét.⁹ Halmozottan igaz ez fiatal, gyenge demokráciák esetén.

Amennyiben a külső kikényszerítés nem lehetséges, az elkötelezettség működőképes maradhat, ha képes *önérvényesítő* módon működni. Ebben az esetben nincsen külső korlát, a szereplők mindenkor egyéni érdekének kell a kooperatív megoldást biztosító intézményt fenntartania. Ilyen egyensúly fennmaradása akkor biztosított, ha a szereplőknek lehetőségük van kölcsönösen megbüntetni azt, aki megszegi a megállapodást. A büntetés várható értékének elég nagynek kell lennie ahhoz, hogy elrettenje a szereplőket a kooperatív megoldás feladásától. Az elrettenés szempontjából két tényezőnek van alapvető szerepe: 1. milyen mértékben *látszik az*, ha egy szereplő megszegte a megállapodást [azaz mekkora a valószínűsége ($0 \leq k \leq 1$) annak, hogy megbüntetik] és 2. hogy a megszegésből származó nyereségéhez képest milyen *büntetésre* számíthat ($c = C/R \geq 0$, ahol a C a büntetés, R pedig a kooperatív megoldástól való eltérés egyéni nyeresége). A büntetés várható értéke – feltéve, hogy a deviancia felfedése esetén biztosan behajtják az előírt büntetést – $E(c) = k * c \geq 0$. Egy önérvényesítő elköteleződés erősségét e két tényező vizsgálatával értékelhetjük.

Önérvényesítés a kiindulópontja a *reputációs megoldásnak* is (Lohmann [1998]). Az elemzési keret végtelen periódusú ismételt játékokat feltételez, amelyben a szereplőknek lehetőségük van alkukat kötni, és ezt büntetések kilátásba helyezésével betartatni. Az oligopólium-elméletben alkalmazott modellt módosítani kell ahhoz, hogy általánosan alkalmazható legyen a monetáris politika modelljeire is. Míg az eredeti játék néhány, centralizált szereplőt feltételezett, addig a monetáris politika modelljeiben a kormányzat vagy a jegybank áll szemben számos gazdasági szereplővel. Amennyiben ezek a gazdasági szereplők centralizáltak, az eredeti modell feltevései jól alkalmazhatók (Lohmann [1998] 13. o.). Ha azonban a szereplők decentralizáltak, már nem feltételezhetjük, hogy képesek büntetőstratégia alkalmazására. Azonban, mint ahogy Cukierman [1992] (11. fejezet) kifejti, tanulási folyamatuk, amellyel a minél pontosabb inflációs becslés érdekében megpróbálják felfedni a gazdaságpolitikus valódi típusát, képes büntetőstratégiaként működni. Ezeknek a modelleknek általános feltevése, hogy a kormányzat meglepetés-

⁷ Offe intézmény definíciója egyenesen feltételként szabja meg a harmadik személy által végzett kikényszerítést (Offe [1994] 11. o.).

⁸ A harmadik személyt befolyásolhatják a saját érdekei, az intézmény megszegését csak költségesen lehet megfigyelni, valamint a büntetés mértékének meghatározása és beszedése is nehézségekbe ütközhet (lásd például North [1990] 58. o.).

⁹ Mivel a végrehajtó hatalom birtokosa és a törvényhozó hatalom meghatározó részére van befolyása, eszközök olyan széles skálája felett rendelkezik, hogy csak igen korlátozottan képes olyan előírást létrehozni, amelyet később ne tudna megváltoztatni. A külső szervezet által végzett *tökéletes* kikényszerítést megakadályozhatja, mivel számos lehetősége nyílik informális befolyás gyakorlására: akár független és hiteles bíróságok esetén is informális hatással lehet a jegybank céljaira, vagy ilyen módon lemondásra készítheti a jegybankelnököt.

Az új-zélandi modell, amely kormány és a függő jegybank közötti szerződéses viszonyt feltételez, alternatívája a független jegybank intézményének. A szerződés előnye, hogy a törvényeknél jóval részletesebben képes szabályozni a jegybank feladatait és jogkörét – ezzel szűkíti az informális hatások lehetőségét –, és elvben biztosítja a külső szervezet általi kikényszerítést, hiszen bíróságra bízta a szerződés betartásának ellenőrzését.

Az elköteleződés *újratárgyalhatóságának* lehetősége viszont mindkét esetben fennmarad.

inflációval képes hatni a növekedésre: a várakozásoknál nagyobb infláció növekedést, az alacsonyabb visszaesést okoz. Így a várakozások növekedése veszteséget jelent a kormányzatoknak, amennyiben – és ezt szintén általános feltevés – a növekedést is céljuknak tekintik.¹⁰ Ha tehát egy kormányzat rövid távú célok érdekében nem tartja magát bejelentéseihez, és veszít reputációjából, a lakosság várakozásainak növelésével bünteti ezért.

Fontos kérdés a reputációs megoldás vizsgálatakor, hogy a játékosok milyen súlyt tulajdonítanak a későbbi periódusoknak, azaz milyen hosszú távra terveznek. Amennyiben például a monetáris politika kialakításáért felelő kormányzat hosszú távra tervez, és ez a gazdasági szereplők számára ismert, úgy képes lesz hiteles politika bevezetésére és fenntartására. Ennek oka, hogy amennyiben eltér a bejelentett politikájától, úgy a gazdasági szereplők várakozásainak növekedéséből eredő, későbbi periódusokban megjelenő veszteségeknek is nagy jelentőséget tulajdonít. Ha a devianciából származó veszteségnek jelenértéke – reputációjának értéke – nagyobb a rövid távú nyereségénél, és ezzel a gazdasági szereplők tisztában vannak, akkor elhiszik a kormány bejelentését, miszerint alacsonyan fogja tartani az inflációt.

A reputációs megoldás azonban nem működőképes akkor, amikor egy szereplő – például a hatalmon levő kormányzat – közismert módon *rövid távra tervez*. Ekkor ugyanis a későbbi periódusokban megjelenő veszteségek nem rettentik el őt a kooperatív megoldás egyoldalú felrúgásától. Azonban ilyen esetekben is sikeres lehet az önérvényesítő elkötelezettség. Annak megértéséhez, hogy ez hogyan működik, azonban részben módosítani kell az elemzési keretet.

A tanulmány kérdése, hogy egy megosztott és instabil politikai rendszerben, ahol a szereplők közismert módon rövid távra terveznek, hogyan lehetséges a hiteles, hosszabb távon is fennmaradó intézményes elkötelezettség magalkotása. A dolgozat válasza, hogy bizonyos feltételek esetén az újratárgyalható (kikényszerített, vagy önérvényesítő) intézményi elkötelezettségek is megoldást nyújthatnak. Ezt mutatjuk be a következő modellben.

A modell

A fejezetben bemutatott modell módosított változata Alberto Alesina 1987-es játékelméleti modelljének, amely kétpártrendszer lehetséges makrogazdasági következményeiről szól. Bár Alesina [1987] ismételt játékot mutat be hosszú távra tervező szereplőkkel, céljainknak ennek egyperiódusú változata jobban megfelel, ugyanis így tudunk olyan kormányokat modellezni, amelyek rövid távra terveznek, s ezáltal képtelenek magukat hitelesen elkötelezni. Alapvető feltevésünk, hogy tökéletes, azaz nem újratárgyalható intézményi elkötelezettségek vállalására egyik párt sem képes: egy új párt minden esetben felülbíráhatja az előző párt által megalapított intézmény jellemzőit.

Alesina feltevéseit követve, mi is meghatározott célfüggvénnyel rendelkező pártokat fogunk bemutatni, azonban új feltevésünk, hogy a gazdaságban információs aszimmetria áll fenn a pártok célfüggvényét illetően. Ez utóbbinak oka lehet, hogy mint a posztoszocialista átmenet alatt, új pártok jelennek meg, amelyek még nem voltak kormánypozícióban, így róluk csak korlátozott információ áll rendelkezésre. A gazdasági szereplők csak valószínűségértékeket tudnak rendelni ahhoz, hogy a párt milyen célokat követ. A gazdaságban lehetséges két gazdaságpolitikai veszteségfüggvény a következő:

$$Z^s = \frac{1}{2} \pi_i^2; \quad Z^N = \frac{1}{2} \pi_i^2 - b' y_i; \quad b' > 0.$$

¹⁰ A formális kínálati függvényt és a gazdaságpolitikus feltételezett célfüggvényét lásd például a későbbi modellben.

Míg az első függvény csak az inflációs rátát (π_t) tekinti fontosnak, ezáltal stabilizációpártinak lehet nevezni,¹¹ addig a másikat követő gazdaságpolitika a stabilizáció mellett a növekedést (y_t) is céljának tartja. Ez utóbbit nevezzük növekedéspárti politikának. Amennyiben csak az egyik párt létezne, és az hosszú távra tervezne, bármelyiknek érdeke lenne elköteleznie magát egy alacsony inflációs ráta mellett. A stabilizációpárti célfüggvény esetén ez egyértelmű. Nézzük miért van így a növekedéspárti esetben!

A gazdaság kínálati függvénye, amelyben a kisbetűs tagok növekedési rátákat jelölnek a következő:

$$y_t = \gamma(\pi_t - \pi_t^e) + \bar{y}; \quad \gamma > 0.$$

A p_t az adott periódus inflációs rátája, a π_t^e a gazdasági szereplők periódusra vonatkozó várakozása, és az \bar{y} egyensúlyi növekedési ráta, amely értékét az egyszerűség kedvéért 0-ban rögzítjük. Az egyensúlyinál nagyobb növekedést a kormányzat azáltal tud elérni, hogy – az inflációra vonatkozó aszimmetrikus információ miatt – a vártnál nagyobb inflációt a gazdasági szereplők saját termékük iránti kereslet növekedésének tekintik, és növelik kínálatukat. A decentralizált gazdasági szereplők racionálisak és a jövőbe tekintők, ezáltal várakozásaikat a rendelkezésükre álló információ (I_t^I) melletti inflációs ráta feltételes várható értékében fogják meghatározni: $\pi_t^e = E(\pi_t | I_t^I)$.

Feltevésünk szerint az adott periódus inflációs rátáját a kormányzat tökéletesen ellenőrizni tudja. A kormányzat adott periódusbeli információs halmaza ($I_t^S \supset I_t^I$) tehát tartalmazza a valós inflációs rátát is.

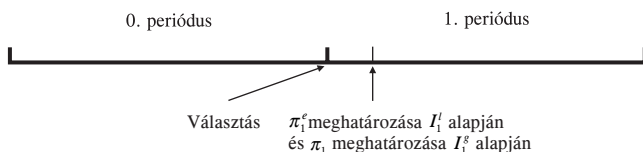
Az egyensúlyi tagot kiejtve, az egyenletet behelyettesíthetjük a növekedéspárti veszteségfüggvénybe:

$$Z^N = \frac{1}{2}\pi_t^2 - b(\pi_t - \pi_t^e); \quad b = \gamma b' > 0.$$

Láthatjuk, hogy a klasszikus dinamikus inkonzisztencia problémája fenn áll ebben az esetben is. A célfüggvény maximalizálása adott várakozásokat feltételezve a $\pi_1 = b > 0$ szinten adott. Ezzel a gazdasági szereplők tisztában lesznek, és ha egy ilyen célfüggvénnyel rendelkező, hosszú távra tervező párt nem kötelezi el magát az alacsony infláció mellett, úgy a szereplők várakozásaikat a $\pi_t^e = b$ szinten határozzák meg. A kormány nem lesz képes meglepni őket, és a magas infláció miatt veszteséget szenved.

A diszkrecionális egyensúly. A modell feltevései szerint azonban a kormányok rövid távra terveznek,¹² amivel a gazdasági szereplők tisztában vannak, azonban új párt hatalomra jutása esetén nem ismerik a típusát. Ekkor a növekedéspárti kormánynak érdeke lehet egy periódusra meglepetés-inflációt gerjeszteni.

A játék időzítése a következő:



A diszkrecionális egyensúly vizsgálatához nézzük a különböző szereplők stratégiáit az első periódus alatt! Feltevéseink szerint a politikai rendszerben két párt működik, és a

¹¹ A célfüggvényt követő párt számára nincsen átváltás az infláció és a növekedés között.

¹² Feltevésünk pontosabban az, hogy a pártok lexikografikusan előnyben részesítik az adott periódust, azaz csak akkor foglalkoznak a későbbi periódusokkal, ha ez nem rontja az adott periódusbeli teljesítményüket.

jelenlegi, 0. periódusban egy *stabilitáspárti* célfüggvénnyel rendelkező párt kormányoz. Az általa meghatározott inflációs ráta a $\pi_0 = 0$ szinten adott, amely érték minimalizálja a veszteségfüggvényét.

A *gazdasági szereplők* a választások előtt p valószínűséget tulajdonítanak annak, hogy az új párt kerül hatalomra, ezáltal $(1 - p)$ valószínűséggel arra számítanak, hogy az 1. periódusban az inflációs ráta értéke 0 marad. Amennyiben viszont az új párt kerül hatalomra, a szereplők nincsenek tisztában annak típusával: q valószínűséget adnak annak, hogy az új párt növekedéspárti, és $(1 - q)$ -t annak, hogy stabilitáspárti ($0 < p < 1$; $0 < q < 1$). Várakozásaik kialakításakor már tisztában lesznek a választási eredménnyel. Azonban mivel ha *új párt* kerül kormányra, a gazdasági szereplők által ismeretlen a típusa, inflációs várakozásuk a két veszteségfüggvény által meghatározott inflációs ráta valószínűségkel súlyozott átlaga lesz: $\pi_1^e = qb$. Az inflációs várakozás tehát b pozitivitása és a $0 < q < 1$ egyenlőtlenség miatt 0 és b közé esik.

Nézzük most a 0. időszakban *ellenzékben* levő pártot! Ez vagy stabilitás-, vagy növekedéspárti. Nézzük először az első esetet! Mivel veszteségfüggvényében csak az inflációs ráta szerepel, és ezt képes tökéletesen befolyásolni, ezért a lakosságot érintő információs probléma nem érinti őt. Saját célfüggvényéről sincs érdekében hazudni. A diszkrecionális rendszer, amelyben nincsen intézményi elkötelezettség, nem okoz költséget számára. Bár ha ő kerül hatalomra, recesszió lesz, amelynek mértéke: $y_1^S = -\gamma qb$, ez nem érinti a célfüggvényét.

Ha viszont *növekedéspárti*, más az eset. Ha a korábban is hatalmon levő stabilitáspárti párt marad kormányon, az ő vesztesége 0 lesz, mivel a gazdasági szereplők a választás után várakozásaikat a párt már ismert célfüggvénye alapján alakítják. Ellenben ha ő kerül hatalomra, a számára optimális $\pi_1 = b > qb$ inflációs ráta meghatározásával képes lesz meglepni a gazdasági szereplőket, akik nincsenek tisztában a célfüggvényének típusával. Az egyensúlyit meghaladó növekedés mértéke: $y_1^N = \gamma(1 - q)b$ lesz. Veszteségfüggvé-

nyének értéke pedig $\hat{z}_1^S = b^2 \left(q - \frac{1}{2} \right)$ lesz, amely értéke $q < 0,5$ esetén negatív lesz, azaz

a meglepetésinfláció pozitív hasznot hoz a pártnak.¹³

Mivel tökéletes intézményes elkötelezettség nem lehetséges, és az új párt a várakozások kialakítása előtt hozott bejelentése bármely típus számára költségmentes, az új kormányzat a gazdasági szereplők döntése előtt nem képes hiteles jelzést küldeni a valódi típusáról.

Újratárgyalható intézményi elkötelezettségek vállalása. Térjünk azonban vissza a 0. időszakhoz, ahol feltevéseink szerint *stabilitáspárti kormány* működik. Erről a pártról is azt tételezzük fel, hogy elsődlegesen rövid távra, így a 0. időszakra tervez, azonban amennyiben ez rövid távon nem okoz számára veszteséget – nem rontja választási esélyeit –, úgy hajlandó intézményesen elkötelezni magát, ami hosszabb távon biztosítja céljai érvényesülését. Számára várható értékben veszteséget jelent, hogy van esély arra, hogy egy növekedéspárti kormány kerül hatalomra, hiszen ekkor az inflációs ráta $\pi_1 = b > 0$

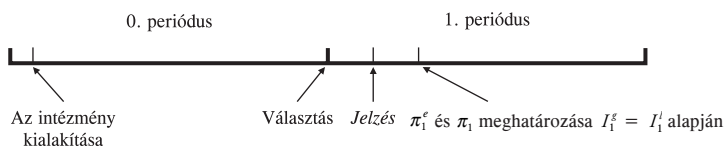
lesz. A párt várható vesztesége $\hat{z}_0^S = pq \frac{1}{2} b^2 > 0$ lesz, amely azt jelenti, hogy a diszkre-

¹³ Amennyiben q értéke 0,5-nél nagyobb, a párt első periódusban hozott optimális választása akkor is a $\pi_1 = b$ lesz, így a dinamikus inkonzisztencia ekkor is fenn fog állni. Amennyiben feltennénk, hogy $q > 0,5$ értéke a választások előtt ismert és nem befolyásolható, a játékon ez annyiban változtatna, hogy a párt a 0. időszakban hozzájárulna olyan intézményes elkötelezettségekhez, amelyek megakadályozzák őt abban, hogy az 1. periódusban magas inflációt okozzon. Fontos feltevéseink azonban, hogy ilyen kötelezettségvállalások még a két párt együttes beleegyezésével sem jöhetnek létre.

cionális rendszer számára pozitív veszteséget okoz, érdekében áll megváltoztatnia. Tökéletesen azonban nem képes magát elkötelezni.

Amellett kívánunk érvelni, hogy egy tökéletlen, azaz a következő periódusban újratárgyalható intézményi elkötelezettség, amennyiben képes hiteles információt nyújtani az infláció valós mértékéről, azaz fennállásáig megszünteti az információs aszimmetriát ($I_t^s = I_t^i$), sikeres lehet. Könnyen belátható, hogy mivel a várakozások az intézmény fennállása esetén meg fognak egyezni az inflációs rátával, az optimális inflációs ráta mindkét célfüggvény esetén 0 lesz.

Az intézményes elkötelezettség azonban nem tökéletes, az új kormány által visszavonható. Ez a lépés azonban jelzést szolgáltat a gazdasági szereplőknek a kormány céljairól.



Amennyiben a második periódusban stabilitáspárti kormány lesz, értelemszerű, hogy az nem akar változtatni az intézményen. Nézzük azonban, hogy mi a helyzet a növekedéspárti kormánnyal! Megválasztották, és a gazdasági szereplők bizonytalanok a típusában. Azonban amennyiben visszavonja a korábbi párt által vállalt intézményi elkötelezettségeket, a szereplők tisztába jönnek a típusával, így várakozásaikat a $\pi_1^e = b$ szinten fogják meghatározni. Ekkor viszont a kormány már nem képes meglepni őket, így vesz-

tesége $\hat{z}_1^N = \frac{1}{2}b^2 > 0$ lesz. Amennyiben nem változtat az intézményen, úgy vesztesége

éppen 0 lesz, így ez esetben valóban ellenősztrőzött az intézmény visszavonásával szemben, és nincs érdekében felfedni valódi típusát.

A modell feltételei teljesülnek, amennyiben van olyan hiteles szervezet, amely az intézmény által meghatározott inflációs ráta esetén a periódus alatt biztosítja a *tökéletes külső kikényszerítést*. Ekkor a bevezetett intézmény tökéletlensége csak újratárgyalhatóságából következik. A kormány és a jegybank közötti *szereződéses viszony* működőképességének ilyen szervezet léte alapvető feltétele. A külső kikényszerítést elláthatja egy megfelelő eszközökkel ellátott *jegybank* is, amelyet egy politikai kompromisszumra nem hajlandó jegybankelnök vezet. A jegybankelnök az infláció meghatározott szintjét tekinti céljának,¹⁴ és ameddig nem váltják le, kikényszeríti az adott inflációs rátát. Ennyiben egy független jegybankot olyan szervezatként definiálhatunk, amely állandóan ellenőrzi a kormány tevékenységét, és amennyiben az eltértené a gazdaságot a hosszú távon optimálisnak tekintett monetáris jellemzőitől, úgy a rendelkezésére álló eszközöket felhasználva beavatkozik.

Ha tökéletes külső kikényszerítés sem lehetséges, az intézmény önérvényesítő módon sikeres maradhat, ha képes a periódus *alatt* is jelzést nyújtani, amikor a megállapodást a kormányzat újratárgyalás nélkül felrúgja. Erre lehet alkalmas egy *rögzített árfolyamrendszer*.¹⁵ Ez könnyen ellenőrizhető módon azonnal megváltozik, amennyiben a kormányzat meglepetés-infláció gerjesztése érdekében növeli a pénzmennyiséget, vagy megváltoztatja a kamatlábat.

¹⁴ Lásd például Rogoff [1985] feltevéseit.

¹⁵ A modell szempontjából a rögzített és a csúszó leértékelő árfolyamrendszer között nincsen különbség.

A tökéletlen, azaz újratárgyalható intézményi elkötelezettség tehát azáltal, hogy visszavonása jelzést szolgáltathat a gazdasági szereplők számára a kormány típusáról, olyan politikai rendszerekben is elősegítheti antiinflációs politika fennmaradását, ahol tökéletes intézményi elkötelezettség nem lehetséges, valamint az eltérő célfüggvényű pártok választási veszteségük esélye miatt képtelenek reputációs elkötelezettség vállalására is. A visszavonásból következő jelzés ugyanis informálná a koordinálatlan gazdasági szereplőket a kormány típusáról, így akkor is lehetőséget ad számukra a kormány elleni büntetőstratégia alkalmazására, ha a kormány rövid távra tervez.

Néhány kiegészítő megjegyzés. Viszonylag kevés olyan intézmény létezik, amely *biztosan* jelzi minden gazdasági szereplőnek azt, hogy a kormány eltért korábban vállalt elkötelezettségeitől. Az önérvényesítő intézményes elkötelezettségek értékelése céljából megfogalmazott $E(c) = k \cdot c$ képlet alapján feltételezzük most, hogy a kormányzat különböző típusú intézmények közül választhat, amelyek abban térnek el egymástól, hogy mekkora a *jelzőerejük*. Azaz mekkora a valószínűsége [k ($0 \leq k \leq 1$)] annak, hogy meglepetésinfláció esetén erről a gazdasági szereplők értesülnek.¹⁶ Ekkor megmutatható,¹⁷ hogy $k > 0,5$ esetén már teljesülnek a fenti megoldás feltételei, azaz a növekedéspárti kormánynak sem érdeke meglepetésinflációt gerjeszteni, mert túl nagy a valószínűsége, hogy ez kiderül. Ha semmi további feltevést nem teszünk az intézmények felállításának költségességére, akkor minden $0,5 < k \leq 1$ jelzőerejű intézmény ugyanarra az eredményre vezet.

Adjuk fel a célfüggvényekre vonatkozó azon feltevésünket is, hogy az egyik célfüggvényben csak az inflációs ráta szerepel, és legyenek az új célfüggvények $Z^i = \frac{1}{2} \pi_i^2 - b_i (\pi_i - \pi_i^e)$

képlet által adottak, ahol $i = N$ (növekedéspárti), S (stabilitáspárti); $b_i > 0$ és $b_s < b_N$. Szintén megmutatható,¹⁸ hogy $0,5 < k \leq 1$ jelzőerejű intézmény választása esetén a elkötelezettség itt is hiteles lesz.

Ezen túl, ha élünk azzal az igen erős feltevéssel, hogy a gazdasági szereplők tisztában vannak azzal, hogy milyen intézményes elkötelezettségeket vállalhat a kormány, meglepő eredményre jutunk. Legyen most a 0. periódusban egy növekedéspárti kormány hatalmon. Ha ez a kormány *nem* hozza létre az intézményes elkötelezettséget, amelyet a stabilitáspárti létrehozott, és a gazdasági szereplők tudják, hogy ezt megtehetné, a *nem cselekvése* lesz a jelzés a típusáról. Ezért viszont neki is érdeke intézményesen elköteleznie magát. Ilyen erős feltevés mellett tehát *a kormány, amint lehetővé válik, el fogja kötelezni magát*, bármilyen is a típusa.

Jegybankfüggetlenség Magyarországon

A független jegybank kialakulásának 1990 és 1999 közötti szakaszát a jegybank státusát *megalapozó* tényezők szerint viszonylag homogén periódusokra bonthatjuk. Az első időszakban, amelyet 1990–1991 közé teszünk, a jegybankfüggetlenség kialakulatlan volt, mértékét kizárólag egy, a miniszterelnök és a jegybankelnök között kötött informális megállapodás határozta meg.

Az 1991-ben elfogadott jegybanktörvény már formális értelemben is garanciákat nyújtott a jegybank függetlenségére. Fontos kérdés, hogy milyen megfontolások ösztönözték

¹⁶ Hasonló eredményre jutnánk, ha azt feltételeznénk, hogy az aggregált kínálati függvény k százalékáért felelő gazdasági szereplők tudják meg azt, hogy a kormány meglepetésinflációt kívánt gerjeszteni.

¹⁷ Lásd a *Függelék B*) részének 1. bizonyítását.

¹⁸ Lásd a *Függelék B*) részének 2. bizonyítását.

az első koalíciós kormányt a jegybanktörvény megalkotására. Amellett érvelünk, hogy a formális garanciák hatása – egyrészt formális visszafogottságuk, másrészt informális megkerülhetőségük miatt – csak korlátozott volt. A jegybank státusa az 1991 és 1995 közötti időszakban nem különbözött lényegesen egy minisztériumétól abban az értelemben, hogy rövid távon nem jelentett számottevő korlátot a kormány számára.

Tanulmányunk lényeges állítása, hogy az 1995-ben bevezetett Bokros-csomagként emlegetett gazdaságpolitikai program egyik alapvető eleme, a csúszó leértékelő árfolyamrendszer bevezetése és párhuzamosan Surányi György kinevezése, valamint az 1996-os törvénymódosítás, amely megtiltotta a jegybank számára a kormánynak nyújtott közvetlen hitelezést, meghatározó hatással volt a jegybankfüggetlenség mértékére.

Az intézmény kialakulására a pontot a Gazdasági és Monetáris Unióhoz való csatlakozás teheti rá. Ekkor a Magyar Nemzeti Bank része lesz a európai központi bankrendszernek, amely nemzeti kormányoktól való függetlenségét központi és általánosan kikényszerített előírások biztosítják.

Ebben a fejezetben az elemzési szempontok bemutatása után a jegybankfüggetlenség magyarországi kialakulásának második és harmadik periódusát vizsgáljuk meg részletesen.

A jegybankfüggetlenség tényezői

A jegybankfüggetlenség intézménye egy kormányzaton belüli intézményi megoldás, amely biztosítja a monetáris politika meghatározott célokra való felhasználását. A fogalom két, egymástól elkülönülő részből áll: magában foglalja, hogy *1.* a jegybank elsődrendű célja az *alacsony infláció* kialakítása és fenntartása, *2.* ezen célja elérése érdekében *politikailag és instrumentálisan független* a kormánytól (lásd Fisher [1994]). Ez a két tényező együttes teljesülése szükséges ahhoz, hogy a jegybank hosszú távra és hitelesen elkötelezhesse magát az alacsony és stabil infláció mellett. A függetlenség valós mértékének vizsgálatához érdemes a politikai és instrumentális függetlenségből alapvető szerepük miatt külön kiemelni a *személyi és a pénzügyi önállóságot*.¹⁹

A *politikai és instrumentális függetlenség* különböző intézményes elkötelezettségek összefüggő rendszere. Ez ahhoz szükséges, hogy a megfelelő eszközök a jegybank rendelkezésére álljanak normatív céljai elérése érdekében. Politikai függetlenségen azt értjük, hogy a jegybank önállóan határozhatja meg monetáris politikai célkitűzéseit. Amennyiben például a kormány bizonyos célok követésére utasíthatja a jegybankot, úgy ez a jegybank politikai függetlenségét szűkíti. Az instrumentális, azaz eszközfüggetlenség szintén alapvető kérdés a monetáris politika szempontjából. Ennek bemutatásához érdemes *alkuként* elemezni a kormány és a jegybank közötti monetáris politika kialakításához vezető interakciót. A megközelítés szerint az alkuban részt vevő feleknek határozott *normatív* céljuk van, valamint rendelkezésükre állnak bizonyos *eszközök*. *Alkupozió*ójukat az határozza meg, hogy az eszközök, amelyek felhasználásáról önállóan döntenek, a többi szereplő eszközeihez képest milyen súlyúak. A szereplők a követendő *stratégiá*jukat, azaz cselekvési programjukat normatív céljuk, eszközeik, valamint alkupozióójuk alapján alakítják ki. A monetáris politika a jegybank stratégiája, amelyet a jegybank normatív céljai (például az alacsony inflációs ráta) és a többi politikai és gazdasági szereplő várható stratégiája, valamint az alkupozióók alapján alakít ki. Instrumentális függetlensége így meghatározó befolyással van a politikai függetlenségére is, hiszen a kormány céljaival szemben nem határozhat meg olyan politikát, amelynek a végrehajtásához

¹⁹ Horváth–Kelemen [1991] a jegybanktörvény előkészítéséhez készített tanulmányukban funkcionális, személyi és pénzügyi függetlenséget különítenek el (1. o.).

szükséges eszközök nem állnak rendelkezésére. A politikai és instrumentális függetlenség alapvető kérdése tehát az, hogy a jegybank milyen mértékben fogalmazhatja meg önállóan a monetáris politika céljait, és a kormány mennyire korlátozhatja a célok megvalósulását a rendelkezésére álló eszközök felhasználásával.

A *személyi függetlenség* kérdése az, hogy a kormánynak mekkora szerepe van a jegybank vezetésének kinevezésében. A kérdés magában foglalja egyrészt, hogy milyen hosszú a jegybankelnök, illetve a jegybanktanács tagjainak mandátuma, másrészt, hogy a kormány milyen mértékben szólhat bele e személyek kinevezésébe, harmadrészt, hogy milyen lehetőségei vannak visszahívásukra. Mivel a jegybankelnöknek nagy szerepe van a jegybank normatív céljainak kialakításában is, ezért a személyi függetlenség mértéke a kormány és a jegybank közötti alku szempontjából kiemelt jelentőségű.

A jegybanktanács összetételének hatását a jegybankfüggetlenség mértékére nem határozhatjuk meg egyértelműen. Az általános megközelítés szerint (Cukiermann [1992] 394–395. o.) minél több a kormány által kinevezett tagok száma, annál kevésbé beszélhetünk független jegybankról, hiszen ezen az úton a kormány közvetlenül befolyásolhatja a monetáris politika kialakítását. Más szerzők (Fry–Goodhart–Almeida [1996]) azonban a fejlődő országok jegybankjait vizsgálva, egy marginálisan szignifikáns eredmény alapján óvatosságot adtak hangot, és érdekes érveket hoztak fel eredményeik magyarázatára. A kormány részvétele a jegybanktanácsban véleményük szerint elősegítheti a kooperatív stratégiák kialakítását és fenntartását, mivel lehetőséget biztosít a felek számára egymás céljainak megismerésére, a rendelkezésre álló információk megosztására és az alkuk *ex ante*, nem nyilvános lefolytatására. A kooperatív stratégiák pedig azáltal, hogy nagyobb hatékonyságot biztosítanak a politikának, növelhetik a jegybank önbecsülését, ezáltal függetlenségérzését (Fry–Goodhart–Almeida [1996] 108–110. o.).

A *pénzügyi függetlenség* az instrumentális függetlenség egyik kiemelt eleme, amely azt határozza meg, hogy a kormány milyen mértékben finanszírozhatja kiadásait jegybanki hitelekkel. E tényező alapvető kérdése a fiskális és monetáris politika szétválasztása szempontjából. Az előírások lehetővé tehetik a jegybank alapvető eszközeinek – így a pénzmennyiség és a kamat meghatározásának – fiskális politikától független használatát.

Ahhoz, hogy a jegybankfüggetlenség intézményének stabil működéséről beszélhessünk, a felsorolt tényezőknek mind formális, mind informális értelemben magas szinten teljesülniük kell. A jegybankfüggetlenség magyarországi alakulásának vizsgálatakor e tényezőket kívánjuk elemezni.

Informális megállapodás (1990–1991)

Az első időszakban – amelyet részletesen nem elemzünk – Antall József miniszterelnök és Surányi György jegybankelnök közötti *informális megállapodás* határozta meg az intézmény erejét. A miniszterelnök megígérte, hogy a jegybanktörvény megalkotásáig tiszteletben tartja a jegybank függetlenségét. Az ígéret lényeges, mert jelzés volt arra, hogy a kormány ezen intézményi forma kialakításának megkezdése mellett döntött. Az informális elkötelezettség azonban több tényező miatt aligha jelenthetett valódi korlátot a kormány gazdaságpolitikája számára. Egyrészt nem fogalmazhatott meg egyértelmű célokat, és nem tisztázhatta a célok eléréséhez szükséges eszközök feletti egyértelmű rendelkezési jogokat, másrészt nem biztosította azt, hogy a gazdasági szereplők számára a elkötelezettség teljesítése mindenkor ellenőrizhető legyen. Viszont az 1990 és 1991 közötti időszakban az ország külső egyensúlytalansága, amely a világon a legmagasabb egy főre jutó külföldi adóssággal párosult, jelentette azt a gazdaságpolitikai korlátot, amely a

kormányal szemben elkerülhetetlen stabilizációs igényeket támasztott. Ezáltal a jegybankfüggetlenség alapvetően e korlátok miatt nem is sérült.²⁰

A következő időszak kezdetét az 1991-es jegybanktörvény létrehozása jelentette, amely törvényes elkötelezettséget jelentett a jegybank függetlensége mellett. Ezen elkötelezettség hatása – mint azt látni fogjuk – igen korlátozott volt.

Korlátozott függetlenség törvényes garanciákkal (1991–1995)

A kormányzat motivációi. A független jegybank formális létrehozását nem tudjuk a kormány olyan *rövid távú* megfontolásaival magyarázni, amelyek megalapozottsága a választási ciklus ideje alatt igazolódott volna. Az IMF nem írta elő explicit módon a független jegybank létrehozását, valamint a különböző *elméleti megközelítések* sem ígérték azt, hogy a formális függetlenség gyors eredményt hozhat az infláció csökkentésében.

Természetes, hogy a *nemzetközi pénzügyi intézményeknek*, köztük az IMF-nek a hatása jelentősen felértékelődött az adósságsapdával küszködő Magyarországon. A külföldi hitelek az átmenet alatt kétszer is (1989 és 1995) nélkülözhetetlenné váltak az ország fizetőképességének fenntartásához.²¹ Fontos tényező azonban, hogy az IMF feltételei között nem szerepeltek intézményi megoldásokra vonatkozó követelmények, így kizárólag a kormányzattól függött, hogy az előírt célokat milyen módon valósítja meg.

Ezen túlmenően az IMF hatása a gazdaságpolitikai célokra is számos tekintetben korlátozott volt. 1991-ben egy hároméves kibővített hitelmegállapodás született az IMF és a magyar állam között.²² A követelmények között szerepelt a konszolidált állami költségvetés egyensúlyának javítása. A hitelmegállapodás meghatározott monetáris plafonokat is tartalmazott a monetáris szféra költségvetés számára nyújtott hiteleinek mennyiségéről. Szabó Iván, az 1993-ban megbízott pénzügyminiszter azonban felhagyva az eddig követett stabilizációt alapvetőnek tartó, exportközpontú gazdaságpolitikával, a belső kereslet élénkítésével és beruházási programok állami támogatásával kívánt gazdasági növekedést elérni. Ennek egyik feltétele volt az 1994-es költségvetés nagymértékű *tervezett* hiánya, amelyet az IMF nem tartott elfogadhatónak, és válaszként felfüggesztette a hitelek folyósítását. Az országgyűlés azonban így is elfogadta a költségvetést. Ebből is látható, hogy az IMF ezzel a lépésével rövid távon nem befolyásolta a gazdaságpolitikai döntéshozatalt, bár egyértelműen kinyilvánította, hogy milyen típusú gazdaságpolitikát részesít előnyben. 1995-ben, amikor a keresletélénkítő politika kudarca egyértelművé vált, és az ország újra a fizetőképességének határára került, a gazdaságpolitika újra a stabilitás és az exportösztönzés felé fordult, és IMF-hitelekhez jutott.

Az IMF hatását tehát úgy lehetne legjobban megfogalmazni, hogy rendelkezésére álló eszközökkel erőteljesen támogatta azokat a gazdaságpolitikákat, amelyek a stabil növekedést elősegítő neoliberális reformokat tekintették alapvető feladatuknak, ám szerepe csak korlátozott lehetett. A feltételes IMF-hitelek annyiban kapcsolódtak a jegybankfüggetlenség kialakításához, hogy fontos kritériumként szabták meg az antiinflációs politikát, valamint korlátozni próbálták a jegybank és a költségvetés közötti hitelek mennyiségét. Ezen túl azonban nem állíthatjuk azt, hogy a jegybankfüggetlenség törvényes kiala-

²⁰ Az MNB 1991-es éves jelentése utal erre: „Meg kell jegyezni, hogy bár a jegybankot 1991. december 1. előtt az addig hatályos jogszabály értelmében a kormány közvetlenül felügyelte, a készülő jegybanktörvény szellemében már korábban is tartózkodott attól, hogy a monetáris politikát illetően utasításokat, instrukciókat adjon a jegybanknak.” (16. o.)

²¹ Az MNB éves jelentése szerint: „az 1989-es év gazdaságpolitikájának fő célja Magyarország hitelképességének megőrzése.” (7. o.)

²² Összértéke 1114 millió SDR lett volna.

kításába a nemzetközi pénzügyi intézmények közvetlenül beleszóltak volna, a döntés – ismerve a külföld által is szorgalmazott célokat – belföldi aktorok döntése volt.

A kormány független jegybank létrehozása melletti döntésében rövid távú szempont lehetne az is, hogy a külföldi befektetőknek, illetve a hazai gazdasági szereplőknek *kinyilvánítsa elkötelezettségét* egyrészt az alacsony infláció, másrészt a piaccgazdaságba való átmenet mellett. A jegybankfüggetlenség törvényes megalkotása mindenképpen jelzésértékű a gazdaság szereplői számára, azonban törvényes jegybankfüggetlenség inflációs várakozásokat csökkentő hatása nemcsak azért korlátozott, mert a szereplők tisztában vannak a törvényes elkötelezettség korlátozottságával, hanem mert a frissen függetlenített jegybank sem képes még hiteles működésre. Ezért a törvényes függetlenség inflációt csökkentő hatását csak hosszabb távon lehetett érezni. Így azt kell állítanunk, hogy a jegybankfüggetlenség intézményének valódi célja – az inflációs várakozások csökkentése és az infláció alacsony tartása – az első jegybanktörvény létrehozásakor alig juthatott érvényre.

A kormányzat döntése viszont magyarázható, amennyiben felismerjük, hogy az intézmény törvényes létrehozása *nem* jelentett számára rövid távú korlátot, viszont hosszabb távon, a későbbi választási periódusban már törvényesen rendelkezésre állt az antiinflációs politika egyik alapvető intézményi feltétele.

Egy stabilan és hitelesen független jegybank sikeres működését számos empirikus vizsgálat (lásd például *Alesina–Summers* [1993] és *Cukiermann* [1992]) és különböző elméleti megközelítések²³ támasztják alá. Látnunk kell azonban, hogy ezen elméletek csak korlátozottan alkalmazhatók az intézmény *létrehozásának* folyamatára. Általánosan egy statikus intézményi rendszer normatív szükségességét hangsúlyozzák, ennyiben a gazdaságpolitika számára hosszú távú célt fogalmaznak meg. A függetlenedő, de informálisan még függő jegybank, amelynek függőségét Magyarországon megerősítette a törvény hatályba lépésével egyidejű jegybankelnökváltás is, nem képes hitelesen működni. Az esetleges antiinflációs politikához a kormányzatnak kell hitelességet kölcsönöznie.

Ha elfogadjuk, hogy a kormány hosszú távban gondolkodott, az *Európai Unió*hoz való csatlakozás vágya szintén befolyásolhatta a törvénykezést. Bár a jegybanktörvény létrehozásakor a maastrichti szerződést még nem írták alá, a szerződés alapjául szolgáló Delors-terv már ismert volt, amely tartalmazta az európai központi bank és az európai központi bankrendszer létrehozásának tervét. A tervből látható volt, hogy a független jegybank formális és informális létrehozása a csatlakozás egyik feltétele lesz.²⁴

A kormány tehát azért hozta létre az intézményt, mert ez rövid távon nem korlátozta mozgásterét, viszont későbbi periódusokban előnyére válhatott volna.²⁵

²³ Az újklasszikus mikroökómia modelljei (összefoglalásért lásd például *Cukierman* [1992]), a hatalom-megosztás klasszikus politikai gazdaságtani elmélete szintén alkalmazható a jegybankfüggetlenség fontosságának alátámasztására. Kornai János a szocialista rendszerbe való „forradalmi átmenet” egyik fontos jellemzőjeként említi a kormányzat centralizációját, valamint a gyárak, bankok és más intézmények közösségi tulajdonba vételét. A posztoszocializmus egyik fontos feladata e megközelítés alapján a decentralizáció: a kormányzati hatalom felosztása és a tulajdon privatizálása (*Kornai* [1993] 59. o.). A már 1987-ben megjelent *Fordulat és reform* című írás is kiemeli a bürokratikus: döntési, szervezeti, igazgatási decentralizáció fontosságát, amely megszünteti a kormányzat szocialista rendszerben jellemző kormányzati monopóliumát (*Fordulat és ...* [1987] 18. o.).

²⁴ *Horváth–Kelemen* [1991] tanulmányában, amely a jegybanktörvény-tervezet előkészítését szolgálta, a következőt írja: „Az elképzelések szerint a monetáris integráció megvalósításának érdekében fel kell állítani egy európai központi bankrendszert, amely felelős lesz az egységes pénz- és valutapolitika kidolgozásáért és végrehajtásáért, s független lesz a nemzeti kormányok és közösségi szervek utasításaitól.” (2. o.)

²⁵ E megközelítést – azaz hogy a kormány a törvény létrehozásával alapvetően hosszú távra tervezett – támasztja alá az is, hogy a jegybanktörvényben előírt plafont, amely a jegybank központi költségvetésnek nyújtható éves hitelét a költségvetés bevételeinek 3 százalékában maximálta, a törvény úgy módosította, hogy míg 1992-ben a hitelezésnek nincs korlátja, addig a következő években csökkenő mértékben sorra 5–4–3 százalék lesz a törvényes korlát.

A jegybanktörvény megalkotása. A törvény parlamenti vitája részben módosította a törvénytervezetet, azonban a vitában a kormányzó koalíció kinyilvánította elkötelezettségét a jegybankfüggetlenség mellett. Az ellenzék, köztük a liberális Szabad Demokraták Szövetsége egy még függetlenebb jegybank létrejöttét támogatta volna. Az okok között éppúgy ott lehet a neoliberais gazdaságpolitika vagy a kormányzat decentralizálása melletti elkötelezettség, mint az a törekvés, hogy ezzel a lépéssel korlátozzák a kormány gazdaságpolitikai lehetőségeit. A koalíció pártjának egyes tagjai, így Szabó Iván, a későbbi pénzügyminiszter is, a függetlenség szűkítése mellett foglalt állást. Szabó Iván parlamenti indítványai között szerepelt a javaslat, hogy töröljék a bekezdést, miszerint a kormány *nem* adhat utasításokat a jegybanknak, valamint az, hogy a bankelnök törvényes mandátuma négyéves legyen.

A Szabó Iván érvelését alátámaszthatja a *politikai reform politikai gazdaságtanának* (Greskovits [1998]) egyik lényeges feltevése, miszerint a reform sikerességének alapvető feltétele az, hogy a vezető gazdaságpolitikuskok koncentrált végrehajtó hatalmat vezethessenek. Ez utóbbi megközelítés alapján egy, a kormányzat számára rövid távon is valós korlátot jelentő független jegybank kifejezetten káros lehet a reform végrehajtása szempontjából. A dolgot az egyik alapvető állítása azonban az, hogy a független jegybank intézménye nélkül a reform, illetve az antiinflációs politika hitelességét a kormánynak kell biztosítania, amire rendszeres kormányváltások esetén kevésbé van lehetőség.

A jegybankfüggetlenség létrehozásához a kormánynak biztosítania kell azt, hogy az új szervezet alapvető célja az alacsony infláció legyen. Törvényesen rögzítheti a jegybank céljait, azonban mivel ilyen módon konkrétumokat – a törvények jellege miatt – nem írhat elő, a jegybank részéről is számos lehetőség nyílik a formális szabályok informális megkerülésére. A kormány további lehetősége olyan jegybankelnök kinevezése, aki az alacsony inflációs rátát egyéni céljának tekinti. Egyrészt ilyen elkötelezett és alkalmas személy azonban nem feltétlenül létezik, másrészt ha a kormány fenntartja magának a jogot a jegybankelnök kinevezésére, úgy a következő kormánynak a mandátum lejártával szintén lehetősége lesz új, akár más célokat kitűző jegybankelnök kinevezésére.

Az átmenet kiszámíthatatlansága, a véletlen sokkok magas valószínűsége magyarázza azt, hogy egy *ex ante* – például az inflációs pályát előíró – szabály a monetáris politikával kapcsolatban a jegybanktörvény létrehozásakor még fel sem merülhetett.²⁶ A törvény azonban nemcsak nem írt elő *ex ante* pályát, de a jegybank céljaival kapcsolatban sem biztosított egyértelmű helyzetet. A kétértelműséget már a jegybank által előkészített törvénytervezet is tartalmazta, így nem állíthatjuk azt, hogy a kormány saját céljai érdekében alakította volna így a törvényt. A jegybank céljainak többértelműsége különböző forrásokból ered. Egyrészt a törvény előírja, hogy a jegybanknak támogatnia kell a kormány gazdaságpolitikáját, és nem tisztázza, hogy ez az előírás fontossága hogyan viszonyul a jegybank – törvényben is megfogalmazott – más céljaihoz. További kétértelműséget okoz az, hogy a jegybank feladata egyszerre a hazai valuta *belső és külső* vásárlóerejének védelme. A két cél között az átmenet alatt feszülő alapvető ellentmondást megérthetjük, ha figyelembe vesszük az ország hatalmas külföldi adósságállományát. Ennek a mértéke többször közelítette meg a fizetéseképtelenség határát. Az országcsőd bejelentése viszont az ország valutájának *külső* értékét jelentősen csökkenti, így emiatt a jegybank egyértelmű célja a fizetéseképtelenség elkerülése. A külföldi adósság finanszírozásához azonban a kormánynak jegybanki hitelre lehet szüksége, amelyet a bank a pénzmennyiség növeléséből finanszírozhat. A pénzmennyiség növelése viszont a hazai valuta *belső*

²⁶ Ez az egyik érv arra, hogy miért nem jöhetett létre egy, az új-zélandi rendszerhez hasonló szerződés a kormány és a jegybankelnök között. Más érv lehet a későbbi EU-csatlakozás előkészítése.

értékét rontja. A jegybanktörvény tehát két, egymással ellentétes célt tartalmazott, s ez nem lehetett a formális szabályozás segítségével feloldani.

A törvény – szintén a törvényjavaslatnak megfelelően – szabályozta a jegybank *politikai és instrumentális függetlenségének* formális részét. Ennek alapján a monetáris politika közvetlen kialakításában a jegybank nagy szabadságot élvez. A politikát a törvény által meghatározott célok elérése érdekében „önállóan alakítja ki, és a feladatkörében a kormány nem utasíthatja”. A politika végrehajtásához autonóman rendelkezik a jegybankpénz mennyiségéről, a jegybanki kamat mértékéről, illetve a jegybanki tartalék nagyságáról, azonban – és ez fontos tényező – az *árfolyamok* megállapításának és befolyásolásának rendjéről a kormány és a jegybank együttesen dönt.

A *penzügyi függetlenség* szempontjából a törvénytervezet határozott előírásokat tartalmazott. Ezek értelmében a központi költségvetésnek adott évi hitelek nem haladhatják meg a költségvetés tervezett bevételeinek három százalékát. A törvénybe is bekerült az előírás, azonban a törvény egy zárórendelkezése kimondja, hogy ezt először csak az 1995. évi költségvetésnél kell figyelembe venni. A jegybank költségvetésnek nyújtható hitelét 1992-ben nem korlátozta a törvény, 1993-ban a bevételek 5 százaléka, 1994-ben pedig a bevételek 4 százaléka volt a korlát. A törvény tehát a tervezetben előírt mértéket csak hosszabb távon kívánta betartatni.

A törvényjavaslatot a *személyi függetlenség* kérdésében alapvetően módosította az országgyűlés: míg az ajánlat – követve a német jegybanktörvény pontjait – a köztársasági elnököt bízta volna meg a jegybankelnök, valamint az alelnökök kinevezésével, addig a törvényben a köztársasági elnök csak a *miniszterelnök* javaslata alapján dönthet mindkét kérdésben (Gedeon [1997] 137–138. o.). Ez a változtatás jelentősen szűkítette a személyes függetlenség formális mértékét, és lehetőséget nyújtott a kormány számára az elnök kinevezésén keresztül a jegybank céljainak közvetett befolyásolására. Valóban megalapozott lehet az érv, hogy még kialakulatlan célfüggvénnyel rendelkező jegybank esetén a személyi függetlenség nagymértékű biztosítása esetleg a jegybank célfüggvényét eltéríthetné a társadalmilag kívánatos céloktól, így a kormánynak bizonyos felügyeletet kell efölött gyakorolnia. A kormánynak azonban az a lehetősége, hogy a mandátum lejártával kinevezze a jegybankelnököt, jelentősen csökkenti az intézményes elkötelezettség törvényes súlyát, és egyúttal korlátozhatja azt, hogy a jegybank az antiinflációs célok mellett hitelesen, hosszú távon elkötelezze magát.

Cukierman empirikus vizsgálatának módszere átfogó normatív értéket adhat a törvényes függetlenség mértékére.²⁷ Az általa alkalmazott mutató szerint még a legfüggetlenebb jegybank, a német Bundesbank törvényes függetlenségének mértéke is csak 67,83 százalékos. Azon túl, hogy a mutatóval képet kapunk a törvényes függetlenség normatív mértékéről, segítségével konzisztensen hasonlíthatjuk össze a magyarországi jegybanktörvényeket, és vethetjük össze más országok jegybanktörvényeivel. A *Függelék A*) részében bemutatott *Fl. táblázat* tartalmazza a német jegybanktörvény vizsgálatának eredményeit is, amely törvény mind közvetlen módon – mint intézményi példa –, mind közvetett módon – mint a maastrichti szerződés számára mintaként szolgáló jegybanktörvény – hatott a magyarországi törvénykezésre (Gedeon [1997]).

A mutató értékei alapján jól látható, hogy az 1991-es jegybanktörvény jelentős lépéseket tett a jegybankfüggetlenség irányában, a jegybank a törvényes függetlenség szempontjából a Cukierman által vizsgált 70 országos mintában a 12–14. helyre került.²⁸

Ezek alapján a függetlenség törvényes mértéke valóban elfogadható szintű volt, azon-

²⁷ A változók értékeinek pontos meghatározására lásd Cukierman [1992] 373–376. o.

²⁸ Az 1996-os törvénymódosításról a cikk későbbi részeiben lesz szó. Összehasonlításképpen az általunk számoltathoz nagyon hasonló mutató alapján az 1980-as években a törvényes függetlenség értéke: Ausztriában 0,58, az Egyesült Államokban 0,51, Angliában 0,31, Franciaországban 0,28, Olaszországban 0,22.

ban egyrészt a jegybank céljának meghatározásában kétértelműségeket hagyott, másrészt az árfolyam-politika, illetve a jegybankelnök kinevezését a kormány kezében hagyta, harmadrészt a pénzügyi függetlenséget is csak korlátozottan, inkább hosszú távra tekintve határozta meg. Ezek a tényezők érthetők és megalapozottak lehetnek az átmenet bizonytalanságaival szembesülő kormány számára, azonban az intézményi elkötelezettség törvényes szintjét igen korlátozottá tették.

A törvényes függetlenség jelentősége Magyarországon. *Cukierman* [1992] átfogó empirikus vizsgálatában a *formális és informális tényezők* hatását különíti el a fejlett és a fejlődő ország összehasonlításán keresztül (20. fejezet). Alapvető állítása, hogy míg a függetlenség formális mértékei a fejlett országokban jól magyarázzák az inflációs rátát, addig a fejlődő országokban az informális tényezők mérésére használt mutatók képesek csak az inflációs ráta magyarázatára.

A cikk állítása szerint a formális és informális tényezők elkülönítése Magyarországon is indokolt, nem állítható azonban az, hogy a jegybankfüggetlenség formális mértékének semmi magyarázó erője ne lenne. A törvényes előírások részlegesen bár, de *korlátozták* a kormány mozgásterét. Ezt alátámasztja az is, hogy a kormány és a jegybank viszonyában a vizsgált periódus alatt nem történt alapvető előírást sértő törvénytelenység.

Ezzel együtt a törvényes szabályozás csak korlátozott érvényű volt, nem tudta megakadályozni azt, hogy a kormány több esetben is saját érdekében törvény által nem tiltott úton erőteljesen befolyásolja a jegybank tevékenységét. Ilyen eset volt az, amikor a kormányzó koalíció a parlamenti hatalmát felhasználva 1994-re a törvényes korláton túl 40 milliárd forintot fix összegű jegybanki hitelt szavazott meg. További tény, hogy az 1994-ben nyertes új kormány informális nyomással lemondásra készítette az 1991-ben kinevezett jegybankelnököket. Ezek a példák jelzik a törvényes szabályozás korlátozottságát, és megmutatják azt, hogy a törvényes függetlenség magyarországi mértékét miért nem lehet a fejlett országokéhoz hasonló súllyal figyelembe venni, ahol a törvényes szabályozás az informális hatásokkal párhuzamosan fejlődött. Az azonban nem kérdőjelezhető meg, hogy Magyarországon számos fejlődő országnál jóval nagyobb mértékben számítanak a törvényi szabályozás előírásai.

A függetlenség informális mértéke. Az állítást, miszerint a jegybank ebben a periódusban nem korlátozta a kormány mozgásterét, alapvetően a jegybankfüggetlenség informális tényezői támasztják alá. A függetlenség mértékéért részben a jegybankelnök személye, részben viszont az instrumentális függetlenség hiánya felelős.

Bod Péter Ákos 1991-es kinevezése nem nélkülözött politikai szempontokat, bár a döntés kevésbé ellenkezett a törvény előírásaival, mint az 1994-es leváltása. A „hivatalos indoklás” szerint azért kellett az új törvény 1991-es hatályba lépésével új jegybankelnököket kinevezni, mert a korábbi jegybankelnök aláírta egy ellenzéki politikai mozgalom nyilatkozatát, és ezzel megsértette a jegybanktörvény pártpolitikai függetlenségére vonatkozó előírásait. Természetesnek tűnik, hogy Antall József miniszterelnökök nem a jegybankelnök általános politikai szerepvállalása, hanem ellenzéki nyilatkozata készítette döntésre. Ezt támasztja alá, hogy az új jelölt Bod Péter Ákos korábban ipari miniszter és párttag is volt, valamint a miniszterelnök szűkebb köréhez tartozott, és bár kinevezése után lemondott párttagságáról, a miniszterelnökhöz számos tekintetben lojális maradt.

Egy, az MNB-ben készült, az adott időszak inflációját elemző tanulmány alapján az infláció mértékét leginkább az *árfolyam-alakulással*, kisebb mértékben a beralakulással lehet magyarázni, és a pénzmennyiség ebben az időben egyáltalán nem korrelál az inflációval (*Surányi–Vincze* [1998]). Az árfolyam-politikáról a kormány és a jegybank együtt döntött, a beralakulásra a jegybanknak közvetlen befolyása nem volt. Még a pénzmennyiség mértékéről sem tudott a jegybank önállóan dönteni, mivel a jegybanktörvény ezekben az években alig korlátozta a költségvetésnek nyújtható hitelek mértékét, és a törvény előír-

sát 1994-ben módosította is az országgyűlés. Ezen túl a jegybank kamatbefolyásolását az időszak elején jelentősen korlátozta a még fejletlen tőkepiacon megjelenő hatalmas mennyiségű állampapír. Ezek a tényezők együttesen azt jelzik, hogy a jegybanknak a kormánytól független célok követésére nagyon korlátozottan volt csak lehetősége.

A rendszerváltás utáni első kormány intézményes elkötelezettségének, a jegybank függetlenségének e periódus alatt tapasztalt alacsony szintjét legtisztábban a kormány 1993–1994 között követett gazdaságpolitikája jellemzi. Az ekkor megindított keresletnövelő és állami beruházásokat *tervezett* költségvetési deficittel és külföldi adósság felvételével finanszírozó gazdaságpolitika korabeli elemzők számára is elhibázottnak számított (lásd *Petschnig* [1994]). A Szabó Iván pénzügyminiszter által követett – úgynevezett Gazdaságstratégiai Munkacsoport készítette – program a növekedés beindítása érdekében a hazai valuta mind belső, mind külső értékét veszélyeztette. Egyrészt a deficit finanszírozásához külföldi adósság felvételére volt szükség, amely a folyó fizetési mérleg keresletnövekedésből származó hiányával együtt rontotta az ország külső fizetőképességét. A felvett jegybanki hitelek nem tették lehetővé a pénzmennyiség szűkítését, valamint a keresletnövelés az ekkor még igen rugalmatlan belső kínálat mellett jelentős inflációs húzást okozott. Az állami beruházási programok alapvetően infrastrukturális jellegűek voltak, amelyek megtérülésére rövid távon nem lehetett számítani (uo. 74.o.).

A politika hosszú távú veszélyei már akkor is ismertek voltak: az IMF a gazdaságpolitika általa hibásnak minősített iránya miatt meg is szüntette a hároméves készenléti hitel folyósítását. A követett politika egyértelműen ellenkezett a jegybank céljaival is. A tény, hogy a jegybank mégsem állt ellen a feltehetően politikai célú gazdaságélénkítő politikának, jól mutatja a rendelkezésére álló eszközök korlátozottságát.

Összefoglalásként megállapíthatjuk, hogy a jegybankfüggetlenség valós mértéke az 1991–1995 közötti időszakban alacsony volt. A törvényes szabályozás egyrészt bizonyos kérdésekben kétértelmű volt, így nagy teret hagyott az informális hatásoknak, másrészt fontos kérdésekben – a személyi függetlenség, illetve a pénzügyi függetlenség – csak korlátozott garanciákat állított föl. A függetlenség alacsony szintjének további előidézője, hogy a jegybank instrumentális függetlensége a piacgazdaság kialakulatlansága miatt korlátozott volt, így nem volt lehetősége saját céljai érdekében a kormány döntéseit befolyásolni.

A stabilizációs program és a jegybankfüggetlenség megerősödése (1995–1999)

A kormányra került új párt 1995 elején – a jegybanktvörvény szellemével ellenkezve, bár törvényes módon – lemondásra készítette Bod Péter Ákost, aki éppen a mandátuma felénél járt, és újra kinevezte Surányi Györgyöt. Nem sokkal a kinevezés után 1995 márciusában az új pénzügyminiszter, Bokros Lajos radikális stabilizációs programcsomagot vezetett be. A program alapvető lépéseket tett a költségvetési és a fizetésimérleg-egyensúly hosszú távú fenntarthatósága érdekében. Ezen túl 1996-ban törvénymódosításra is sor került, amely többek között a pénzügyi függetlenség tekintetében jelentősen növelte a jegybank függetlenségét: a törvény megtiltotta a kormánynak nyújtott közvetlen hitelezést.

Amellett kívánunk érvelni, hogy a jegybankfüggetlenség megerősödésében az új jegybankelnök kinevezése, a programcsomag egy alapvető elemének, a csúszó leértékelésnek a bevezetése, illetve a törvénymódosítás alapvető szerepet játszott. Mindhárom tényező jegybankfüggetlenséghez való hozzájárulása jelentős, azonban hatásuk eltérő. A jegybankelnök kinevezése – aki az időszak alatt képes volt antiinflációs, egyensúlypárti elkötelezettségét a gazdasági szereplők számára hitelesíteni –, illetve a pénzügyi függetlenség növelése egyértelműen erősíti a jegybank kormánnyal szembeni alkupozícióját. A csúszó leértékelés bevezetésének hatása azonban jóval összetettebb. Ez az árfolyam-politika

ugyanis nemcsak a költségvetési politikától követelt egyensúlyt, de jelentősen csökkentette a monetáris politika mozgásterét is. Ezáltal ez az intézményes elkötelezettség mind a kormány, mind a jegybank számára korlátokat jelentett, így részben az Új-Zélandon is bevezetett szerződéses célokkal rendelkező, a kormánytól függő jegybank elméleti rendszeréhez tette hasonlatossá a magyar rendszert. A nyilvánosan kötött szerződés ugyanis – a modellben bemutatotthoz hasonlóan – meghatározott, a gazdasági szereplők számára jól ellenőrizhető célt tűz a jegybank elé, amely cél mind a jegybank, mind a kormány számára kötelezettségeket teremt. Az alapvető különbség, hogy míg az Új-Zélandon bevezetett rendszerben a szerződés kikényszerítését a bíróságnak kellene biztosítania, addig az árfolyam könnyű ellenőrizhetősége miatt a magyar rendszer önérvényesítő módon is működőképes lehetett.

A csúszó leértékelés bevezetése. A Bokros-csomag bevezetésének időpontjára a jegybank instrumentális függetlensége a korábbiakhoz képest növekedett. Bár kétségtelen, hogy a jegybanktörvényben megállapított költségvetésnek nyújtható hitel korlátját az országgyűlés akár újra módosíthatta volna, így a pénzügyi függetlenség mértéke korlátozott volt, azonban az erősödő tőkepiac, valamint a kialakult és stabilizálódó pénzügyi szektor szélesebb teret engedett például a jegybank kamatpolitikájának. A privatizáció kiterjedésével pedig csökkentek, bár meghatározóak maradtak, a kormány bérkiáramlást befolyásoló eszközei. Ezek a tényezők növelték a jegybank alkupozióját, azonban az árfolyam-politika közös meghatározásának ténye – figyelembe véve, hogy Magyarország kis és nyitott gazdaság, amelynek monetáris tényezőire az árfolyamnak alapvető hatása van – a jegybankfüggetlenség mértékét igen korlátozotta tette.²⁹

A csúszó leértékelés³⁰ bevezetése a liberalizált tőkeáramlással együtt alapvetően változtatott ezen a tényen. A Bokros-csomag egy egyszeri, nagymértékű leértékelést, és egy ezt követő előre bejelentett mértékű csökkenő árfolyamrendszert határozott meg, viszonylag szűk, $\pm 2,25$ százalékos sávval. Az elkötelezettség alapján az árfolyam a sávon belül szabadon mozoghat, viszont a sávból való kilépését a jegybanknak intervencióval meg kell akadályoznia. Az árfolyamrendszer így viszonylag kis rugalmasságot engedett a gazdaságpolitika számára.

Az árfolyamrendszer nominális horgony funkcióját több oldalról közelíthetjük meg. Az infláció és árfolyam-alakulás közötti szoros korrelációt számos empirikus eredmény alátámasztja, azonban az oksági viszony kétirányú lehet. Egyrészt az ország nagyarányú importja miatt az árfolyam-alakulás alapvető hatással van a belföldi árszínvonalra. Ebből a szempontból viszont a csúszó leértékelés és a kiigazíthatóan rögzített árfolyamrendszer között a különbség inkább az infláció varianciájában, mint az átlagos mértékében lesz (*Darvas* [1998] 32. o.). Kétségtelen, hogy egy csúszó árfolyamrendszer bevezetése kiszámíthatóbbá teszi az áralakulást, ennyiben segítheti a külkereskedelem fejlődését. Most azonban inkább az okság másik irányával kívánunk foglalkozni, miszerint az ország nominális jellemzői közvetlen hatással vannak a nominális árfolyamra. A nominális árfolyam *jelzi* a gazdaságpolitikai lépéseket. Az árfolyamrendszer megalkotása így tökéletlen, azaz újratárgyalható módon intézményes elkötelezettséget jelentett.

A pénzmennyiség növelése, a kamatláb megváltoztatása, sőt egyes esetekben a külföldi hitelfelvétel is – az ország hitelképességének megváltozása miatt – közvetlen hatással lehetnek az árfolyamra. Így a meglepetésinfláció érdekében a jegybankra kényszerített pénzmennyiség-növelés vagy a költségvetési deficit finanszírozása érdekében hozott lépések (pénzmennyiség-növelés, belső vagy külső hitelfelvétel) veszélyeztetik az árfolyamrendszer fenntarthatóságát. Bár igaz az, hogy a jegybank az árfolyamrendszer fenn-

²⁹ Emellett érvel *Ábel-Siklos-Székely* [1998] is.

³⁰ A csúszó leértékelés irodalmának átfogó áttekintését lásd *Darvas* [1998].

tartása érdekében mozgósíthatja valutatartalékait, egyrészt erre csak korlátozott lehetőségei vannak, másrészt egyéni döntése, hogy megteszi-e, vagy sem, így alkupozíciója ezzel a lehetőséggel tovább erősödik.

Az előre bejelentett árfolyamcél követése a monetáris politika mozgásterét is *szűkíti*, azonban látni kell, hogy ez a szűkült mozgáster jelentősen segítheti a jegybanki célok érvényre jutását. Amennyiben az árfolyam egy hiteles monetáris politikát folytató ország – mint Németország vagy az Egyesült Államok – valutájához van kötve, úgy a jegybank az árfolyamrendszer veszélyeztetése nélkül nem alakíthatja monetáris politikáját e jegybankok politikájától független módon, rövid távú célok érdekében. Ez viszont azt is jelenti, hogy a kormány *sem* kötelezheti erre a jegybankot az árfolyamrendszer veszélyeztetése nélkül. A kiigazíthatóan rögzített árfolyamrendszer viszont korábban lehetőséget adott a kormánynak és a jegybanknak arra, hogy a rendszer feladása nélkül változtassák – akár rövid távú céljaik érdekében – az árfolyamot. Ezáltal a jelzés a gazdasági szereplők számára nem volt egyértelmű. Az előre bejelentett mértékű csúszó árfolyamrendszer működtetése tehát korlátozta a jegybank mozgásterét, de egyben a kormány kezét is megkötötte a monetáris politikával kapcsolatban. Ezáltal csökkentette az inflációs várakozások azon tényezőit, amelyek a politikai beavatkozás lehetőségéből származtak.

Az előző fejezetben bemutatott modell figyelmen kívül hagyott számos tényezőt, így például a véletlen sokkok hatásait is. A véletlen sokkok a rugalmatlan *ex ante* elkötelezettségek szempontjából igen veszélyesek lehetnek. Az ilyen hatások ugyanis fenntarthatatlanná tehetik a rendszert anélkül, hogy ez a kormány érdekében állna. Ezáltal az elkötelezettség feladása már nem egyértelmű jelzés a kormány típusáról, így a decentralizált, a sokkokat sem ismerő gazdasági szereplők félrevezethetők, és a rossz típusú kormány megbüntetése már csak igen korlátozottan lehetséges.

Mind a modell, mind a fenti elemzés is *ex post* elemzésnek számít annyiban, hogy már sikeresen fenntartott intézmények politikai váltás utáni sorsát kívánja magyarázni. Nem állítja azt, hogy a fenti elkötelezettségek bármilyen esetben eredményhez vezetnek, azt viszont igen, hogy amennyiben a 0. periódusban sikeresek, úgy az 1. periódusban a megváltoztatásukat gazdaságpolitikai szempontok nem indokolják. A modellben az intézmények felállításának és fenntartásának sikeressége egyedül abból következik, hogy feltevéseink alapján az intézmény fennállását veszélyeztető tényezők mind a kormány döntései.

Egy konzervatív jegybankelnök kinevezése. Az előre bejelentett mértékű csúszó leértékelésnél jóval rugalmasabb intézményes elkötelezettséget hozhat az a jegybankelnök, aki hitelesen elkötelezi magát az alacsony infláció mellett. Amennyiben a gazdasági szereplők valóban bíznak benne, úgy képes lehet a véletlen gazdasági sokkokra is optimálisan reagálni, még ha ez meg is sérti előzetes bejelentését.

Lohmann tanulmánya a német intézményrendszert úgy mutatja be, amely *ex ante* szabály nélkül képes hiteles antiinflációs politika fenntartására (Lohmann [1998] 13.o.). Ennek magyarzata a munkaadó- és szakszervezetek, illetve bankszektor centralizáltsága, amelyek jól képzett jegybankfigyelőket (*watchers*) foglalkoztatva, képesek a jegybankot állandóan ellenőrizni és centralizáltságuk miatt képesek büntetést saját döntésüktől függővé tenni. Ilyen feltételek mellett a kormányzat vagy a jegybank akár *ex post* is adhat magyarázatot arra, miért nem tartotta magát előzetes bejelentéseihez (a Bundesbank 1975 és 1987 között 13-ból nyolcszor), a figyelőknek lehetőségük van mérlegelésre a büntetés megállapításakor.

Egy hiteles jegybankelnök hasonlóan, bár természetesen korlátozottabb módon (például leváltásának lehetősége miatt is) képes az antiinflációs politika hitelességéhez hozzájárulni, az inflációs várakozásokat csökkenteni. Itt sem tartjuk feladatunknak azt vizsgálni, hogy miképpen és milyen mértékben volt képes Surányi György az MSZP–SZDSZ kormány alatt személyes hitelességét kialakítani. A csúszó leértékelő árfolyamrendszer sike-

res működése jelentősen hozzájárulhatott ehhez. A csúszó leértékelés antiinflációs politikát segítő hatása önmagában korlátozott, sikeres és elkötelezett monetáris vezetésnek kell – korlátozott eszközeivel – az antiinflációs politikát sikerre vinni. A politika sikere (még a választási periódus alatt az 1995. évi 28,2 százalékról 1997-re 18,3 százalékra sikerült csökkenteni az inflációs rátát) viszont jelentősen hozzájárult a jegybankelnök személyes hitelességéhez.

Az 1996-os törvénymódosítás. A jegybank *pénzügyi függetlenségét* az 1996. évi törvénymódosítás alapozta meg. A törvény megtiltotta a jegybank számára, hogy a kormány részére közvetlenül hitelt nyújtson. A jegybank nyíltpiaci műveletei keretében természetesen vásárolhat állampapírt, így ezen a módon – erős informális ráhatással – a kormány még ráveheti a jegybankot már kibocsátott állampapír megvásárlására. Erre a lehetőségre azonban csak igen indokolt esetben számíthat a kormány, mert jegybankkal szembeni alkupozíciója, informális fenyegetéseinek hitelessége – többek között az eddig említett tényezők miatt is – csökkent.

Az 1996-os törvénymódosítás a *személyi függetlenség* mértékét is megerősítette, amennyiben az MNB maximálisan öt alelnökének mandátumát hat évre módosította, és kinevezésükről való döntésben jelentős szerepet adott a jegybankelnöknek.³¹ Ezzel a törvénnyel – mint Cukierman törvényes indexe mutatja (lásd a *Függelék F1. táblázatát*) – az MNB törvényes státusa a jegybankfüggetlenséget legmagasabb szinten előíró országok közé került. Az 1996-os törvénymódosítás nem csak azért fontos, mert számos kérdésben a maastrichti szerződéssel konform szabályozást léptetett életbe, és így további lépéseket tett az MNB központi bankok európai rendszeréhez történő csatlakozásához, hanem mert további jelzés volt a gazdasági szereplők számára a kormány független jegybank melletti elkötelezettségéről.

Az új kormány. 1998-ban új koalíciós kormány került hatalomra, amely azonban nem változtatott a megkezdett antiinflációs politikán, fenntartotta a csúszó leértékelő árfolyamrendszert, és nem váltotta le Surányi Györgyöt, a jegybank elnökét. Ez utóbbi annak ellenére nem történt meg, hogy a jegybank kritizálta a később győztes Fidesz–Magyar Polgári Párt választási programját. Ezzel a *politikai* lépéssel a korábban kormányon levő MSZP-t támogatta. A jegybanktörvény összeférhetetlenségről szóló kitételei alapján a jegybankelnök párt nevében vagy érdekében nyilvános közszerepléssel járó tevékenységet nem folytathat.³² Ezt nem szegte meg a jegybankelnök, azonban tevékenységével pártpolitikai csatában vállalt részt a később nyertes párt ellenében. Ezzel politikai indokot szolgáltatott lemondatásához.

A gazdaságpolitika folytonossága, így a csúszó leértékelő rendszer és az antiinflációs politika, annak ellenére maradt fenn, hogy a kormány választási programjában a gazdasági növekedés kiemelt szerepet kapott. A modell alapján a kormány választási programja nem jelent elkötelezettséget, mivel mindkét típusú párt bármit állíthat. Ez részben igazolódott is, amikor a kormány az ígért 7 százalékos növekedést a költségvetés kialakításakor 4-5 százalékosra csökkentette. A modell alapvető állítása azonban úgy szól, hogy még ha a kormány valóban növekedéspárti lenne is, és meglepetésinflációval növekedést kívánna elérni, a korábbi párt intézményes elkötelezettségei miatt ezt nem tudja megtenni. Az intézményes kötelezettségek visszavonása ugyanis jelzés lenne a gazdasági szereplők számára a kormány típusáról, és inflációs várakozásaikat e szerint változtatnák. Azt állítjuk, hogy ez a tényező jelentősen hozzájárult ahhoz, hogy a jegybankelnök, aki hitelességét a korábbi időszak alatt sikeresen alakította ki, a helyén maradhatott.

³¹ A törvény alapján a köztársasági elnök nevezi ki az alelnököket. A javaslatot az MNB elnöke teszi meg, amelyet – egyetértése esetén – a miniszterelnök terjeszt elő a köztársasági elnöknek. 1996. évi CXXIX. tv. 17. paragrafus.

³² 1991. évi LX. tv. 69. paragrafus.

A jegybankfüggetlenség újabb szintjét az MNB esetleges csatlakozása jelentheti az európai központi bankrendszerhez, amely Magyarország Gazdasági és Monetáris Unióhoz való csatlakozásának egyik eleme. A csatlakozás a jelenleginél jóval nagyobb mértékben tenné függővé a magyar monetáris politikát az európaiktól, azonban a kormánytól való függetlenséget a jelenleginél magasabb szinten írná elő és felügyelné. Ekkor a jegybankfüggetlenség megsértése a kormány számára a jelenleginél jóval jelentősebb hitelességvesztéssel járna.

*

A dolgozat alapvetően elméleti magyarázatokat kívánt adni az 1990–1999 közötti kormányok jegybankfüggetlenség intézményével kapcsolatos tevékenységére. Amellett érvelt, hogy az 1990–1991-es első periódus után, amelyben csak informális megállapodás garantálta a jegybank függetlenségét, az 1991–1995 közötti második periódusban sem állíthatjuk, hogy a jegybank korlátot jelentett volna a kormány gazdaságpolitikai döntései számára. Ennek egyik oka, hogy az első rendszerváltó kormány nem is kívánta számottevő módon elkötelezni magát az antiinflációs célok mellett, amely részben magyarázható az átmenet bizonytanságaival, de következhet abból is, hogy a kormány a növekedést fontosabbnak tartotta a stabilizációnál. Az általa 1991-ben elfogadott jegybanktörvény számos kérdésben kétértelmű volt, szabadságot adott a kormánynak a jegybankelnök kinevezésére, és csak korlátozott szabályokat fogadott el a jegybank pénzügyi függetlenségével kapcsolatban. A jegybankfüggetlenség korlátozottságát jelentősen növelte ebben az időszakban az is, hogy a piacgazdaság kialakulatlansága miatt a jegybank számára alig volt olyan eszköz, amelyet önállóan befolyásolhatott volna, így kormánnyal szembeni alkupozíciója igen gyenge volt. Ezt megerősíti az a tény is, hogy a jegybank nem állt ellen a kormány 1993–1994-ben követett keresletnövelő gazdaságpolitikájának, pedig ez szemben állt céljaival.

Az 1994-ben megválasztott kormány viszont stabilizációs intézkedéseivel, Surányi György kinevezésével és a jegybanktörvény módosításával jelentősen hozzájárult a jegybankfüggetlenség intézményének megerősödéséhez. A dolgozat egy modellt állított fel azon érv egzakt megfogalmazásához, miszerint egy tökéletlen, azaz újratárgyalható intézményes elkötelezettség (mint az 1995-ben bevezetett csúszó leértékelés, a kormánynak nyújtott hitelezés megtiltása vagy Surányi György kinevezése) jelzésfunkcióján keresztül fennmaradhat annak ellenére, hogy más célfüggvényt követő kormány kerül hatalomra. A dolgozat ezt az érvet hozza fel annak a ténynek a részleges magyarázatára, hogy az 1998-ban megválasztott új kormány nem változtatott antiinflációs politikán, nem váltotta le a jegybank elnökét, és fenntartotta a csúszó leértékelő árfolyamrendszert is.

Hivatkozások

- ÁBEL ISTVÁN–SIKLOS, P. L.–SZÉKELY P. ISTVÁN [1998]: Central Bank Independence in the Early Stages of the Transition. Megjelent: Money and Finance in the Transition to a Market Economy. Edward Elgar, Northampton, MA, Egyesült Államok.
- ALESINA, A. [1987]: Macroeconomic Policy in a Two-party System as a Repeated Game. The Quarterly Journal of Economics, augusztus.
- ALESINA, A.–SUMMERS, L. [1993]: Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. Journal of Money, Credit and Banking; május.
- ANTALL JÓZSEF [1991]: A magyar gazdaság átállásának és fejlődésének programja. A magyar köz-társaság kormánya, Budapest.

- CUKIERMAN, A. [1992]: Central Bank Strategy, Credibility and Independence. MIT Press, Cambridge MA.
- DARVAS ZSOLT [1998]: Csúszó árfolyamrendszerek Elmélet és nemzetközi tapasztalatok, MNB Műhelytanulmányok, 16.
- ELSTER, J.–OFFE, C.–PREUSS, U. K. [1998]: Institutional Design in Post-communist Societies. Cambridge University Press, Cambridge.
- FISCHER, S. [1993]: The Role of Macroeconomic Factors in Growth. Journal of Monetary Economics, december.
- FISCHER, S. [1994]: Modern Central Banking. Prepared for the tercentenary of the Bank of England Central Banking Symposium, június 9.
- FORDULAT ÉS... [1987]: Fordulat és Reform. Medvetánc, Melléklet, ELTE–MKKE, Budapest.
- FRY, CH.–GOODHART, A. E.–ALMEIDA A. [1996]: Central Banking in Developing Countries. Routledge, London–New York.
- GEDEON PÉTER [1997]: Hungary; German and European Influences on the Post-Socialist Transition. Megjelent: *Katzenstein, P.* (szerk.): Mittel-Europa. Cornell University Press.
- GRESKOVITS BÉLA [1996]: Lehetséges-e más, mint neoliberális stratégia? Beszélő, április.
- GRESKOVITS BÉLA [1998]: Brothers in arms. Kézirat.
- HORN GYULA [1995]: A magyar kormány középtávú gazdasági stratégiája. Pénzügyminisztérium, Budapest.
- HORVÁTH ÁGNES–SZALAI ZOLTÁN [1997]: Gazdasági és Monetáris Unió. MNB Műhelytanulmányok, 12.
- HORVÁTH ÉVA–KELEMEN ANNA [1991]: A jegybankok függetlensége. Bankszemle.
- KORNAI JÁNOS [1993]: A szocialista rendszer. HVG Kiadói Rt., Budapest.
- LOHMANN, S. [1998]: Reputational versus institutional solutions to the time-consistency problem in monetary policy. Megjelent: *Eijffinger, S. – Huizinga, M.* (szerk.): Positive Political Economy: Theory and Evidence, Cambridge University Press, Cambridge.
- LUCAS, R. E., JR [1972]: Expectations and the neutrality of money. Journal of Economic Theory, 4. 103–124. o.
- NORTH, D. C. [1990]: Institutions, Institutional Change and Economic Performance, Cambridge University Press.
- OFFE, C. [1994]: A kelet-európai átmenetek intézményeinek tervezése. Politikatudományi Szemle, 3. sz.
- PETSCHNIG MÁRIA ZITA [1994]: Örökségtől örökségig, Századvég, Budapest.
- ROGOFF, K. [1985]: The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. Quarterly Journal of Economics, november.
- SURÁNYI GYÖRGY–VINCZE JÁNOS [1998]: Infláció Magyarországon (1990–1997). Megjelent: *Cottarelli, C.–Szapáry György* [1998]: Mérsékelt infláció. Az átalakuló gazdaságok tapasztalatai. IMF és MNB, Budapest.
- Magyar Nemzeti Bank éves jelentések, 1989–1997.
1991. évi LX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról.
1996. évi CXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról szóló 1991. évi LX. törvény módosításáról.

Függelék

A) Cukierman törvényes index kiszámítása

F1. táblázat

| Csoport | A változó definíciója (a változó neve) | Súly | Bundes- bank | A magyar | | |
|--------------------------------|---|-------|-----------------|-----------------|-------------|-------------|
| | | | | 1979- es | 1991- es | 1996- os |
| | | | | jegybanktörvény | | |
| Jegybankelnök | A jegybankelnök mandátuma (<i>too</i>) | 0,05 | 1,00 | 0,5 | 0,75 | 0,75 |
| | Ki nevezi ki? (<i>app</i>) | 0,05 | 0,75 | 0,25 | 0,00 | 0,00 |
| | Kikötés a jegybankelnök felmentéséről (<i>diss</i>) | 0,05 | 1,00 | 1,00 | 0,83 | 0,83 |
| | Összeférhetlenségi kikötés (<i>off</i>) | 0,05 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,5 |
| A gazdaságpolitika kialakítása | Ki készíti a monetáris politikát? (<i>monpol</i>) | 0,05 | 0,67 | 0,33 | 0,67 | 0,67 |
| | A konfliktusfeloldás módja (<i>conf</i>) | 0,05 | 1,00 | 0,00 | 0,60 | 0,60 |
| | A jegybank szerepe a költségvetés kialakításában (<i>adv</i>) | 0,05 | 0,00 | 0,00 | 1,00 | 1,00 |
| A JB céljai | (<i>obj</i>) | 0,15 | 1,00 | 0,40 | 0,40 | 0,40 |
| A hitelezés korlátozásai | Hitelezés korlátozásai (<i>lla</i>) | 0,15 | 0,67 | 0,00 | 0,66 | 1,00 |
| | Az értékpapír-hitelezés korlátozásai (<i>lls</i>) | 0,1 | 0,67 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| | Ki dönt a hitelek futamidejéről? (<i>ldec</i>) | 0,1 | 0,67 | 0,00 | 0,33 | 0,67 |
| | Ki vehet fel hitelt a jegybanktól? (<i>lwidth</i>) | 0,05 | 0,33 | 0,33 | 1,00 | 1,00 |
| | A korlátozás típusa (<i>ltype</i>) | 0,025 | 1,00 | 1,00 | 0,33 | 1,00 |
| | A hitelek futamideje (<i>lmat</i>) | 0,025 | 1,00 | 0,67 | 0,00 | 1,00 |
| | Kamatláb-korlátozások (<i>lint</i>) | 0,025 | 0,25 | 1,00 | 0,5 | 0,5 |
| | Az elsődleges piaci hitelezés tiltása (<i>lprm</i>) | 0,025 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 1,00 |
| | Összesen | – | | 0,6783 | 0,2473 | 0,4548 |

Megjegyzés: A változók értékeléséért lásd Cukierman [1992] 20. fejezet.

Forrás: Cukierman [1992] és az 1991. évi LX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról, valamint az 1996. évi CXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról szóló 1991. évi LX. törvény módosításáról.

B) Az optimális jelzőerő értékének kiszámítása

1. állítás. A modell által feltételezett veszteségfüggvények esetén, amennyiben a kormány választhat intézmények között, amelyek abban különböznek, hogy milyen k ($0 \leq k \leq 1$) valószínűséggel jelzik a gazdasági szereplőknek a meglepetésinflációt, minden $0,5 \leq k \leq 1$ esetén elvegyítő egyensúlyt kapunk a stabilitás és a növekedéspárti koalíciók stratégiai

között, azaz a növekedéspárti veszteségfüggvénnyel rendelkező, kockázatsemleges új koalíciónak sem érdeke meglepetésinfláció gerjesztése.

Bizonyítás. Azt a k értéket keressük, amelyre a *növekedéspárti* veszteségfüggvényt felállító párt is a $\pi = 0$ inflációs ráta mellett dönt, azaz amikor $E(L | \pi = 0) < E(L | \pi = b)$.

A *gazdasági szereplők* nincsenek tisztában az új párt típusával. Viszont egy szignál számukra biztos jelzés arról, hogy a párt növekedéspárti, várakozásuk ekkor: $\pi_s^e = b$. Olyan k értéket feltételezve, amely esetén az egyensúly elvegyítő, ha nincs szignál $\pi_{ns}^e = 0$.

A párt döntése a következő:

1. nem lep meg, ekkor: $E(L | \pi = 0) = 0$.
2. meglep:

k valószínűséggel észreveszik, ekkor: $L = \frac{b}{2}$,

$(1 - k)$ valószínűséggel nem, ekkor: $L = -\frac{b}{2}$.

$$E(L | \pi = b) = \frac{b_2}{2}(2k - 1).$$

Ha $k > 0,5$, akkor $E(L | \pi = b) = \frac{b_2}{2}(2k - 1) < 0 = E(L | \pi = 0)$. Ekkor a stabilitás

és a növekedéspárti koalíciók stratégiái között az egyensúly elvegyítő, és a lakosság stratégiája is az optimális.

Amennyiben $k \leq 0,5$, akkor a növekedéspárti kormányzatnak érdeke a meglepetés. A lakosság várakozása ekkor annyiban változik, hogy szignál hiányában nem lehetnek biztosak abban, hogy nem történt meglepetésinfláció, várakozásuk ekkor:

$$\pi_{ns}^e = \frac{Pr(NS | \pi = b) * Pr(\pi = b)}{Pr(NS)} * b = \frac{qp}{qp + 1 - p} * b > 0, \text{ ahol } NS\text{-sel a szignál hiá-}$$

nyát jelöltük. A $k > 0,5$ jelzőerejű intézmény választása tehát meglepetésinfláció, és szignál hiányában is alacsonyabb várakozásokhoz vezet.

2. *állítás.* A veszteségfüggvények $Z^i = \frac{1}{2}\pi_i^2 - b_i(\pi_i - \pi_i^e)$ alakú általánosítása, ahol $i = N$ (növekedéspárti), S (stabilitáspárti); $b_i > 0$ és mellett $0 < k \leq 1$ jelzőerejű intézmény az 1. *állításban* megfogalmazott elvegyítő egyensúlyhoz vezet.

Bizonyítás. Ha a gazdasági szereplők várakozása a következő: $\pi_{ns}^e = 0$, $\pi_s^e = b_N$, azaz szignál esetén a növekedéspárti veszteségfüggvény optimális értékét várják, akkor a növekedéspárti koalíció feladata megegyezik a korábbival, azaz $k > 0,5$ esetén nem érdekük a meglepetés.

Nézzük, miért alakul így a lakosság várakozása! Indirekt tegyük fel, hogy $k > 0,5$, és a lakosság várakozása szignál esetén $\pi_s^e = q b_N + (1 - q) b_s \geq b_s$. Ez annyit tesz, hogy szignál esetén újra a diszkrecionális helyzetbe kerül: a két párt optimális inflációs rátájának valószínűségekkel súlyozott átlagát fogja várni. Ha a lakosság szignál esetén b_s -t várna, akkor az 1. *állítás* alapján $k > 0,5$ esetén a stabilitáspárti koalíciónak nem lenne érdeke a meglepetés. Ha a lakosság szignál esetén ennél magasabb várakozást alakít ki, a pártnak $k > 0,5$ esetén biztosan nem érdeke a meglepetésinfláció. Így ellentmondásra jutottunk.

Így $k > 0,5$ mellett ebben az általánosabb esetben is elvegyítő egyensúlyt kapunk a stabilitás és a növekedéspárti koalíciók stratégiái között.