

CSERMELY ÁGNES

Az inflációs cél követésének rendszere Magyarországon

E cikkben az inflációs cél követésének rendszere mögötti közgazdasági elgondolást, illetve a magyarországi gyakorlat főbb gazdaságpolitikai tapasztalatait összegezzük. Először röviden bemutatjuk azt a modellkeretet, ami megítélésünk szerint leginkább tükröz a mai jegybankok gondolkodását a gazdaság működéséről. Összefoglaljuk, hogy e modellkeretben milyen normatív következtetések vonhatók le az optimális monetáris politikáról, és hogy ezek az elméleti megfontolások hogyan tükröződnek az inflációs célt követő monetáris rendszerekben. Ezután a rezsim hatékonyságával, eredményességével kapcsolatos nemzetközi tapasztalatokat foglaljuk össze. Végül, visszatekintve az elmúlt öt évre, vázoljuk azokat a körülményeket, amelyek az inflációs cél követésének hazai bevezetését kísérték, az akkori gazdaságpolitikai megfontolásokat és a rendszer működtetésének eddigi tapasztalatait.*
Journal of Economic Literature (JEL) kód: E50, E58.

Optimális monetáris politika az elméletben – az inflációs célkitűzés közgazdasági háttere

Az inflációs és deflációs tapasztalatok feldolgozása és a közgazdasági gondolkodás fejlődésével jelentősen változott a monetáris politikai lépések hatásmechanizmusáról, a monetáris lépések inflációra és növekedésre gyakorolt hatásáról kialakított kép. Bár ma sincs – és valószínűleg soha nem is lesz – teljes egyetértés arról, hogy mi tekinthető legjobb monetáris gyakorlatnak, abban megegyezés látszik kialakulni, hogy a hatékony monetáris rendszerek két alapelve épülnek. Az első az, hogy a jegybank nem képes a gazdaság növekedési ütemének tartós növelésére, ezért elsődleges célja az árstabilitás biztosítása kell hogy legyen. A második alapelv pedig az, hogy a monetáris politika e feladatát a várakozások befolyásolásán keresztül képes leghatékonyabban elérni.

E két követelménynek többféle rendszer is megfelelhet. Vannak olyan országok, ahol az árfolyam rögzítése alkalmas nominális horgonyt biztosít ahhoz, hogy az inflációs várakozások alacsony szinten stabilizálódjanak, az importált monetáris politika pedig képes arra, hogy a keresleti sokkokat hatékonyan simítsa. Az országok többsége azonban független monetáris politikát folytat, méghozzá olyan módon, ami a jegybanknak viszonylag széles teret biztosít diszkrecionális döntések meghozatalára.

* A szerző köszönettel tartozik *Benczúr Péternek, Kónya Istvánnak, Orbán Gábornak, Vonnák Balázsnak* és *Tóth Máté Barnabásnak* a tanulmány korábbi verziójához fűzött értékes megjegyzéseikért. Az esetleges fennmaradó hibák a szerzőt terhelik.

Az, hogy a jegybankok szabályok alapján működjenek (*rules*), vagy adott helyzetekre *egyedi döntéseket* hozzanak (*discretion*), az 1980-as évektől az optimális monetáris politikáról folytatott közgazdasági gondolkodás egyik alapkérdésévé vált. *Kydland–Prescott* [1977] megmutatták, hogy ha a gazdaság szereplői várakozásaikat előrettekintően alakítják ki, akkor a diszkrecionális monetáris politika jóléti veszteséghez vezethet. Ez abból ered, hogy ha az inflációs várakozások már kialakultak, és ezután a gazdaságot negatív sokk éri, akkor a jegybanknak az az érdeke, hogy monetáris lazítással, azaz meglepetés-inflációval igyekezzen mérsékelni a kibocsátás visszaesését. A szabálykövető, azaz adott inflációs szint mellett kötelezettséget vállaló monetáris politika tehát nem időkonzisztens. Ha a gazdaság szereplői felismerik, hogy a jegybank érdekelt e diszkrecionális lépés meghozatalában, akkor számítanak is bekövetkezésére, és magasabb inflációs várakozások alakulnak ki. Így a diszkrecionális politika sokkok bekövetkezése nélkül is magasabb inflációhoz vezet.

Ma minden jegybank kulcsfeladatnak tekinti az időinkonzisztencia problémájától való megszabadulást, és a várakozások lehorgonyzását. Ezt azonban a korai elméleti javaslatoktól eltérően nem egy operatív szabály szigorú követésével teszik meg,¹ hanem a *célfüggvényüket* hozzák nyilvánosságra, és intézményi garanciákkal és reputációépítéssel próbálják megerősíteni és hitelessé tenni a célfüggvény melletti elkötelezettségüket. Természetesen a gyakorlatban ezt csak szóban teszik, nem paraméterek definiálásával. A jegybanki modellekben persze explicit módon is megjelenik a célfüggvény, legtöbbször az egyensúlyi vagy megcélzott inflációtól, illetve a potenciális kibocsátástól vett eltérés (inflációs és a kibocsátási rés) négyzetösszegének diszkontált jelenértékeként írják fel.²

$$L = -\sum_1^{\infty} \beta^t [\alpha(\pi_t - \bar{\pi})^2 + (1 - \alpha)(y_t - \bar{y})^2]. \quad (1)$$

A célfüggvény transzparenssé teszi, hogy a jegybank megpróbálja simítani a kibocsátás ingadozásait, de nem törekszik a növekedési ütemet a potenciálisnál magasabbra emelni, és ezért nem áll érdekében inflációs meglepetést okozni. A potenciális növekedést olyan lehető legmagasabb növekedésként értelmezik, amely az adott gazdasági struktúra mellett még nem generál inflációt.³ Egy monopolisztikus versennyel vagy egyéb torzításokkal jellemezhető gazdaságban a potenciális kibocsátás alacsonyabb, mint tökéletes verseny esetén. Az ebből adódó hatékonytalanság mérséklését a jegybankok nem tekintik feladatuknak, azt strukturálpolitikai eszközökkel kell kezelni.

Ahogy a célfüggvény két komponense is mutatja, a modern jegybankkal szemben nemcsak az a követelmény, hogy nominális horgonyt adjon a gazdaságnak, hanem az is, hogy aktívan törekedjen a gazdaság ciklikus ingadozásainak simítására. A különböző elméleti modellek azonban eltérően vélekednek a jegybank növekedésre gyakorolt hatásosságáról. A monetáris politika reálgazdasági hatása alapvetően attól függ, hogy jellemző-e a nominális ragadósság⁴ a gazdaságban, és a gazdaság szereplői hogyan alakítják ki

¹ Az irodalomban a célfüggvényét nyilvánosságra hozó jegybank működését szokták úgynevezett *targeting rule* követéseként is definiálni, de látni kell, hogy ez sokkal kevésbé köti meg a jegybank kezét, mint egy operatív szabály [például Friedman *k* százalékos szabálya, vagy egy egyszerű reakciófüggvény (például Taylor-szabály) melletti elkötelezettség].

² Számos modellben ez a függvény megfeleltethető a reprezentatív háztartás jóléti függvényének, tehát a jegybank a *társadalmi jólét maximalizálására* törekszik.

³ A potenciális kibocsátás meghatározása nem triviális, erről később lesz szó.

⁴ A nominális ragadósság a leggyakrabban az árak és/vagy a bérek lassú alkalmazkodását jelenti. Ugyanakkor léteznek olyan modellek, amelyek más típusú nominális ragadósság feltételezésével érik el, hogy a monetáris politikának átmeneti reálgazdasági hatása legyen, például úgy, hogy a tartott készpénz vagy a bankban elhelyezett betétek mennyiségéről azelőtt kell döntenie, hogy a gazdaság szereplői megismernek az adott periódusban bekövetkező sokkokat.

a jövőre vonatkozó várakozásaikat. A rögzített árakat feltételező úgynevezett keynesi modellekben a monetáris politika szerepe jelentős, és időben tartós hatású. A másik véletet az úgynevezett reál üzleti ciklus (*real business cycle, RBC*) modellek jelentik, ahol azonnali áralkalmazkodást feltételezve, a monetáris politika semleges, csak a nominális változók alakulását képes befolyásolni. A jövőre vonatkozó várakozásokra vonatkozó feltételezések szintén jelentős mértékben befolyásolják a monetáris politika mozgásterét. Ha a várakozásainkat a múltbeli tapasztalatok alapján formáljuk, az növeli a gazdaság „ragadósságát”, így a gazdaság szereplői a monetáris politika változására lassabban reagálnak, és a monetáris lépések reálhatása jelentős lehet. A másik szélső eset az, ha előretekintő módon, legfrissebb ismereteink jövőben várható következményeivel kalkulálva alakítjuk a várakozásokat. Ilyenkor kevésbé lehet „meglepni” a gazdaság szereplőit, az előretekintés, a hosszabb távon jelentkező hatások felismerése az árak rugalmasságához hasonlóan felgyorsítja a gazdaság nominális alkalmazkodását.

Az árazási viselkedést és a várakozások formálását vizsgáló számtalan empirikus tanulmány ellenére a mai napig sincs megegyezés arról, hogy miképpen lehet a legpontosabban megragadni a gazdasági szereplők viselkedését. Ma a jegybankok többsége a gazdaság működését az neoklasszikus modellkeretben⁵ képzei el, amelyben a gazdaság szereplői csak időszakonként vizsgálják felül áraikat – a gazdaság nominális alkalmazkodása tehát csak hosszabb idő alatt zajlik le –, de (legalább részben) előretekintően határozzák meg jövőre vonatkozó várakozásaikat. Ebben a keretben a monetáris politikának hosszabb távon nincs reálgazdasági hatása, de rövid távon a nominális merevségek miatt az aggregált kereslet alakításán keresztül képes befolyásolni a kibocsátást. Így a jegybanknak lehetősége van arra, hogy stabilizációs politikát folytasson, ugyanakkor a deflációs politika még teljes hitelesség esetén is költséges. A monetáris politikában fontos szempont, hogy döntéseit a gazdaság többi szereplője értékeli, jövőbeli viselkedésére vonatkozó várakozásokat von le belőle, és e várakozások befolyásolják a jelenbeli döntéseket.

Ha e modellkeretben próbáljuk meghatározni, hogy miként viselkedjen az (1) függvényvel definiált társadalmi jólét maximalizálására törekvő jegybank, azt az eredményt kapjuk, hogy a monetáris politikának az infláció stabilizálására kell törekednie. Jóléti veszteség ugyanis abból ered, hogy ha a gazdaságot sokk éri, akkor egyes gazdasági szereplők az új helyzetben nem képesek azonnal alkalmazkodni a kívánatos árszinthez. Az optimális politika pontos meghatározása a ragadósság forrásától függően módosulhat. *Erceg–Henderson–Levin* [2000] vizsgálatai szerint, ha a ragadósság elsősorban az árazásban jelentkezik, akkor a fogyasztói árindex változását, ha a bérezésben, akkor a bérinflációt kell stabilizálni, míg abban az esetben, ha mindkét területen jellemző a nominális merevség, akkor a jegybanknak a fogyasztói árindex változásából és a bérinflációból súlyozott mutatóra érdemes összpontosítania a figyelmét.

Ezt az eredményt – a jegybank az infláció stabilizálásával képes a jólét maximalizálására – tekinthetjük az inflációs célt követő monetáris rendszer alaptételének. Ugyanakkor ha az optimális monetáris politikára a modellből adódó következtéseket összevetjük a jegybanki gyakorlattal, több jelentős eltérést találunk.

Az első különbség az optimális inflációs rátára vonatkozik. Míg minden jegybank kis, pozitív infláció fenntartására törekszik, a modell szerint nulla vagy negatív az optimális inflációs ráta. A modell eredménye intuitív módon is könnyen belátható: a ragadósság miatt az árváltoztatás szükségessége torzításhoz vezet, ezért az árváltoztatás szükségessé-

⁵ A jegybankok a monetáris politikával összefüggő kérdések megválaszolására általában a gazdasági szereplők viselkedését leíró strukturális modelleket (*stochastic dynamic general equilibrium, SDGE*) használnak, míg az előrejelzési gyakorlatban ma még a redukált formában felírt modellek az elterjedtebbek. A klasszikus dinamikus sztochasztikus általános egyensúlyi modell leírását lásd *Clarida–Gali–Gertler* [1999].

gét minimalizáló, azaz nulla inflációt megcélzó monetáris politikára kell törekedni. Ha más ragadósságot is bevezetünk a modellbe – mint például *Schmitt-Grohe-Urbe* [2005] –, az optimális infláció negatívvá válhat. Ha a gazdaságban a pénztartás költséges, és a vásárlásokat csak az előző időszakban meghatározott mennyiségű készpénzzel lehet finanszírozni, az optimális infláció megközelítheti a Friedman-féle eredményt, amely szerint olyan mértékű negatív inflációt kell fenntartani, amely mellett a nominális kamat nulla.

A kis, pozitív infláció fenntartását célzó jegybanki gyakorlat indoklásában általában két szempontra szoktak hivatkozni. Az első az infláció mérésében jelentkező felfelé mutató torzítás, amely miatt egyedi szinten akkor valósul meg az árak stabilitása, ha a mért infláció pozitív. Az infláció méréséből adódó torzítás mértékét a különböző országokban 0,5–1,5 százalék közé teszik.⁶ A pozitív infláció melletti másik fő érv a likviditási csapda elkerülése. Mivel a nominális kamat nem lehet negatív, defláció esetén fennáll a veszélye, hogy a jegybank nem képes csökkenteni a reálkamatokat, így a monetáris politika hatástalanná válik a gazdaság stabilizációjában. E helyzet bekövetkezésének valószínűsége mérsékelhető, ha az infláció átlagos értéke pozitív tartományban van.

A másik meglepő eredmény, hogy az outputstabilizálás nem jelenik meg önállóan a jegybank optimális reakciófüggvényében. *Blanchard-Gali* [2005] ezt a jelenséget hívja véletlen egybeesésnek (*divine coincidence*). A véletlen egybeesés abból ered, hogy ezekben a modellekben a gazdaság pályáját keresleti és technológiai sokkok mozgatják. Ha keresleti sokk következik be, akkor az output és az infláció stabilizálása ugyanolyan monetáris lépést igényel. Pozitív technológiai sokk esetén az infláció csökken, miközben a potenciális kibocsátás emelkedik. Ekkor, ha a jegybank az infláció stabilizálása érdekében növeli a keresletet, a kibocsátási rést is mérsékli, hiszen a technológiai sokk hatására a potenciális növekedési ütem is magasabb lett. Így e két sokk esetén valóban igaz, hogy a növekedésre való jegybanki többletreakció fölösleges.

Ugyanakkor a jegybankok számtalan alkalommal szembesülnek az úgynevezett költségcsokkokkal, ahol az infláció és az output stabilizálása csak egymás rovására valósítható meg. Az ilyen helyzetek kezelésére a standard modellek nem adnak választ, mivel a kínálati sokkot általában csak technológiai sokként értelmezik, de a kifinomultabb modellekben is csak olyan reálsokkok szerepelnek, amelyek nem vezetnek „reáltorzításokhoz” (például *Clarida-Gali-Gertler* [1999], *Ball-Mankiw-Reis* [2005]). A dinamikus sztochasztikus általános egyensúlyi (SDGE) modellek egyik legfontosabb fejlesztési iránya a reáltorzítást okozó költségcsokkok beépítése a modellekbe, annak érdekében, hogy segítse a jegybankokat az ilyen típusú sokkokra adott optimális reakció megtalálásában. Az egyik első ilyen kísérletben *Blanchard-Gali* [2005] reálbér-ragadósság feltételezésével egészíti ki a standard neoklasszikus modellt. Bemutatja, hogy abban az esetben, ha a jegybank célfüggvényében szerepel a kibocsátás stabilizálása, akkor az optimális reakció a sokk részleges elviselése magasabb infláción keresztül, ami csak fokozatosan mérséklődik.

Az elmélet és a gyakorlat között eltérés van a potenciális kibocsátás és a kibocsátási rés definiálásában is. Az SDGE-modellekben a kibocsátási rés az aktuális és a rugalmas áras egyensúlyi kibocsátás különbsége. A rugalmas áras egyensúlyi kibocsátás – ami a technológiai sokkok hatására nagy volatilitást mutathat – azonban nem megfigyelhető változó. Ezzel szemben a jegybanki gyakorlatban általában az output historikus trendjével szokták közelíteni a potenciális GDP-t. Így fennáll a veszélye, hogy az így kapott kibocsátási rés simítása akár a valódi kibocsátási rés növekedését is előidézheti.⁷ A potenciá-

⁶ Az optimális inflációval kapcsolatos irodalomról összefoglalót ad *Kiss-Krekó* [2004].

⁷ A kibocsátási rés rossz becslhetősége is egy gyakori érv amellett, hogy a jegybankok fektessenek nagyobb súlyt az infláció stabilizálására, és az output simítására csupán implicit módon, az infláció célhoz történő visszatértésének időhorizontján keresztül törekedjenek (lásd például *Hall* [2005]).

lis GDP rossz becslésével is összefüggésbe hozható inflációs eseményekből⁸ tanulva, a jegybanki gyakorlat lassan változik, és az előrejelző modellekben is egyre inkább háttérbe szorul a kibocsátási résen alapuló inflációs előrejelző modellek használata.⁹

A nyitott országok esetében az egyik leggyakrabban feltett kérdés, hogy az optimálisan eljáró jegybanknak vajon az árfolyamot is kell-e simítania. A kis, nyitott országok jegybankjainak jelentős része törekszik az árfolyam simítására, amit az SDGE-modellekből származó első eredmények nem támasztottak alá. Ezek a modellek általában azt feltételezték, hogy az importált termékek közvetlenül a fogyasztásba kerülnek, és arra az eredményre jutottak, hogy a jegybanknak csak a hazai eredetű infláció stabilizálására kell törekednie. Az újabb, kifinomultabb modellek azonban valamennyire segítik a jegybanki gyakorlat elméleti megalapozását. Ezekben a modellekben ugyanis az importárváltozás ugyanúgy relatív ártorzításhoz vezet, mintha a belföldi árakat kell(ene) megváltoztatni. Ilyen eredményt ad például az, ha azt feltételezzük, hogy az import nem fogyasztási cikk, hanem input a termelésben, hiszen ekkor az importárak megváltozása a termelési költségeken keresztül a hazai termelésű jószágok árának változását is szükségessé teszi. Ebben az esetben növeli a jólétet az, ha a jegybank az árfolyam ingadozásaira, de legalábbis a teljes fogyasztói árindexre reagál.¹⁰

Az inflációs célt követő monetáris rendszer

Az inflációs célt követő monetáris rendszer filozófiájában visszatükröződnek a gazdaság működésének neoklasszikus értelmezéséből adódó tanulságok. Az inflációs cél követésének bevezetéséhez három kulcselem megléte szükséges: a jegybank intézményi függetlenségének megteremtése, egy számszerű inflációs cél kijelölése és az átláthatóság növelése.

A számszerű inflációs cél kijelölése, illetve a többi gazdaságpolitikai cél alárendelt szerepének hangsúlyozása a jegybanki célfüggvény nyilvánítása. Mint a célfüggvényre alapozott monetáris rendszerek általában, ez a rendszer is széles teret enged a jegybank diszkrecionális döntéseinek. A jegybank az adott gazdasági helyzet elemzése, a gazdaságot érő sokkok és a várakozások értékelése alapján hozza meg kamatlépését.

E célfüggvény melletti kötelezettségvállalás hitelességét támogatják a függetlenséget biztosító intézményi garanciák: a monetáris politikát a kormányzat hatókörén kívül álló intézményre bízják, amelynek döntéseit hosszú – előre meghatározott – időszakra kinevezett vezetők hozzák. A nagyobb transzparenciára¹¹ való törekvés következik abból, hogy a függetlenné vált jegybankokat elszámoltathatóvá kell tenni, de összefügg a várakozások irányításának szándékával is. Ha a gazdaság szereplői arra számítanak, hogy a jegybank a jövőben következetes stabilizációs politikát folytat, és az infláció mindig visszatér a kijelölt cél közelébe, az beépül a várakozásokba, és elősegíti, hogy a szereplők úgy alkalmazkodjanak a sokkokhoz, hogy abból ne keletkezzen tartós inflációs nyomás. A transzparens működés tehát felgyorsíthatja a jegybanki reputáció felépítését. Más oldalról viszont a transzparens működés a jegybank önkorlátozó eszközének is tekinthető, mivel megnöveli a célfüggvénytől való eltérés költségeit. Ha a gazdaság

⁸ E probléma jelentőségét vizsgálja a Fed gyakorlatában *Orphanides–Williams* [2005].

⁹ Számos jegybank az inflációs cél követését elsők között bevezető kanadai jegybankban kifejlesztett dezaggregált kibocsátási résen alapuló előrejelző modellt adaptálta. Ma ezek helyét fokozatosan átveszik a strukturális modellek.

¹⁰ *Sutherland* [2000], *Devereux–Engel* [2002], *Schmitt–Grohé–Uribe* [2001] versus *Corsetti–Pesenti* [2001], *Gali–Monacelli* [2005].

¹¹ A transzparencia kérdéséről lásd *Tóth Máté Barnabás* tanulmányát a *Közgazdasági Szemle* jelen számában.

szereplői felismerik, hogy a jegybank nem a kinyilvánított célfüggvénynek megfelelő politikát folytatja, elveszti reputációját, és nem sikerül lehorgonyoznia az inflációs várakozásokat.

A függetlenség és az átláthatóság követelménye a közgazdászok által egyértelműen elfogadott, hozzátartozik a legjobb monetáris gyakorlathoz, így egyre jellemzőbb a nem inflációs célt követő jegybankok körében is. Ma már az is konszenzusnak tekinthető, hogy a jegybank az árstabilitás megteremtésével képes hozzájárulni a társadalmi jólét növeléséhez, abban azonban nincs egységes álláspont, hogy az árstabilitás megteremtésének leghatékonyabb formája egy számszerű inflációs cél meghirdetése. Az inflációs célt követő rendszer hívei szerint az inflációs cél adja a leginkább közérthető iránymutatást a piaci szereplők részére a jegybank célfüggvényéről, és ez a legfontosabb információ, amivel a jegybank képes hozzájárulni az ár- és bérdöntések meghozatalához, így felgyorsítja a tanulást, és elősegíti a várakozások lehorgonyzását. Az ellenérvek között leggyakrabban az hangzik el, hogy az optimális inflációs szint változhat. Egyes kritikások félnek attól, hogy a túl határozott elköteleződés az infláció alacsonyan tartása mellett csökkentheti a jegybank rugalmasságát, ha más, például stabilitási problémákkal szembesül.¹²

A célfüggvény másik elemét, a növekedést, jótékony homály fedi, amire többféle magyarázatot is adhatunk. Egyrészt, ahogy erről már esett szó, a potenciális növekedési ütem gyakran változik, és valós időben nem megfigyelhető, így nehéz lenne előre meghatározni. Másrészt, bár hasonló módon szerepelnek a célfüggvényben, az inflációs cél és a potenciális növekedés két nagyon különböző gazdasági változó. Míg az infláció nominális változó, amelynek nagyságát a monetáris folyamatok determinálják, a potenciális növekedés reálgazdasági változó, amit a jegybank nem képes befolyásolni, így nem tud kötelezettséget vállalni semmilyen számszerű érték elérésére. Végül, *Mishkin* [2004] politikai szempontból tartja aggályosnak egy növekedési cél elfogadtatását.

A legtöbb országban magas inflációs periódust követően, rossz reputációs helyzetben került sor az inflációs célt követő monetáris rendszer bevezetésére. E hátrány leküzdése érdekében az inflációs célt követő jegybankok elől járnak a transzparens működést és az elszámoltathatóságot segítő intézményi megoldások kialakításában. A más bankokra is jellemző állásfoglalások, beszédek, esetleg a döntéshozó testület üléseiről készített jegyzőkönyvek mellett az inflációs célt követő országok jellegzetes kiadványa az inflációs jelentés. Ebben a kiadványban a jegybank rendszeresen nyilvánosságra hozza az inflációs helyzetről szóló értékelését, és ha az infláció nem a kitűzött céloknak megfelelően alakul, feltárja, hogy milyen lépéseket szándékozik tenni a korrekció érdekében.

Az inflációs célt követő jegybankok szintén „piacvezetőnek” tekinthetők az előretekinthető monetáris politika következetes megvalósításában és az ehhez kapcsolódó tájékoztatás kialakításában. A gazdaság lassú alkalmazkodása, illetve a monetáris politika hosszú, többlépcsős hatásmechanizmusa miatt minden inflációs célt követő jegybankra jellemző, hogy nem a mai vagy múltbeli eseményekre reagálnak, hanem arra törekszenek, hogy feltárják és semlegesítsék a jövőbeli inflációs kockázatokat, s így a lehető legkedvezőbb inflációs és növekedési átváltást érik el. Bár az, hogy a jegybanknak milyen hosszú távra célszerű előretekintenie, függ attól, hogy a gazdaságot éppen milyen sok érte,¹³ az egyszerűbb tájékoztatás érdekében bevezetik az úgynevezett döntési horizont (*policy horizon*) fogalmát, a jegybankok az általában 5–8 negyedéves horizonton törekszenek az infláció stabilizálására.

¹² E vita összefoglalása és a kapcsolódó cikkekről referencia megtalálható *Batini-Laxton* [2005] tanulmányában.

¹³ Az optimális döntési horizont a sokkok típusának függvénye, a magyar eset meghatározására tesz kísérletet a Közgazdasági Szemle jelen számában *Várpalotai Viktor*. Ugyanakkor a jegybankok egy általánosan érvényes döntési horizontról szoktak szólni.

Az inflációs cél követésének rendszerében a jegybank egyszerre szeretne transzparens lenni, ugyanakkor feladatának a jövőbeli infláció stabilizálását tekinti, ami sokkal nehezebben ellenőrizhető feladat, mint más monetáris rendszerekben az árfolyam-stabilitás megőrzése vagy egy monetáris aggregátum növekedési ütemének korlátok között tartása. Ezért e rendszerekben kulcsszerepet játszik az inflációs előrejelzés, úgy is szoktak fogalmazni, hogy ebben a rendszerben az inflációs előrejelzés tölti be a közbülső cél szerepét.¹⁴ Az inflációs előrejelzés az előjelző (*leading*) gazdasági mutatók széles körének figyelembevételével készül, összesűrítve jeleníti meg mindazokat az információkat, amelyek lényeges hatással lehetnek az inflációs folyamatok jövőbeli alakulására. Ugyanakkor a döntési horizontra vonatkozó inflációs előrejelzés egy egyszerű döntési szabályt kínál a monetáris döntéshozók számára: ha az előrejelzés az inflációs cél fölött van, akkor monetáris megszigorítások kellenek, míg ha alatta van, akkor lazítások. Természetesen a gyakorlatban ennél bonyolultabb a monetáris politika, hiszen az inflációs előrejelzés nem egy pontérték, hanem a várható sokkok lehetséges hatásaiból adódó valószínűségi eloszlás, amit az úgynevezett *legyezőábrán* mutatnak be (lásd *Kovács és szerzőtársai* [2006] 5. ábráját). A jegybanki döntéshozóknak mérlegelniük kell a sokkok eredetét, a különböző piacok feszességét, a várakozások várható alakulását, és mindezek figyelembevételével hozzák meg kamatdöntésüket.

Tovább bonyolítja a feladatot, hogy a jegybanknak törekednie kell arra is, hogy az infláció stabilizációja minél alacsonyabb növekedési áldozat mellett valósuljon meg, ami különösen költségsokkok bekövetkezése esetén jelent kihívást. Az, hogy egy jegybank milyen mértékben engedheti meg magának, hogy a gazdaságot érő egyes sokkokon át nézzen, esetleg a költségsokkok reálgazdasági költségeit az infláció átmeneti emelkedésével mérsékelje, az a várakozások lehorgonyozottságától függ. Amíg a jegybankok hitelességszerző időszakban vannak, addig mindent meg kell tenniük annak érdekében, hogy a tényleges inflációt a kitűzött cél közvetlen közelében tartsák. A nagy hitelességet szerzett és a várakozásokat valóban hatékonyan lehorgonyozni képes jegybankok viszont sokkal nagyobb mértékben képesek eszköztárukkal a kibocsátás ingadozásait is simítani, akár annak árán is, hogy az infláció tartósan eltér a kitűzött céltől. Ebbe az irányba mozdult el több jegybank az úgynevezett *rugalmas inflációs célt követő rendszerre* (*flexible inflation targeting*) való áttéréssel (Új-Zéland, Svédország).

Nemzetközi tapasztalatok

2006 elején 21 ország tartozott az inflációs célt követők táborába, és számuk folyamatosan növekszik. Az első ország, amely formális inflációs célt követő rendszert vezetett be, Új-Zéland volt 1990-ben, majd rövid időn belül követte őt Kanada és Nagy-Britannia. Az 1990-es évek második felétől a feltörekvő országok körében is egyre népszerűbbé vált – a posztzocialista országok közül Magyarországon kívül ilyen monetáris rendszere van Lengyelországnak, Csehországnak, Szlovákiának és Romániának.

Amint az *1. táblázat* is mutatja, az inflációs célt követő 21 ország átlagos teljesítménye egyértelműen javult. Az inflációs cél bevezetése előtt ezekben az országokban az átlagos infláció 12,6 százalék volt, ami 2004-re 4,4 százalékra csökkent, és mérséklődött az infláció volatilitása is.

Az inflációs cél követésének más rezsimekhez viszonyított hatékonyságát több tanulmány vizsgálta különböző szempontok alapján. A legátfogóbb jóléti értékelést az infláció

¹⁴ Svensson [1997] a rendszer pontos megnevezésére az *inflation forecast targeting* kifejezést használja.

1. táblázat

Az inflációs teljesítmény az inflációs célt követő országokban, 1989-2004

Megnevezés	Összes		Fejlett országok		Feltörekvő országok	
	inflációs célt követés					
	előtt	alatt	előtt	alatt	előtt	alatt
Átlag	12,63	4,37	4,73	2,24	18,56	5,97
Szórás	3,91	2,63	2,16	1,40	5,23	3,55

Forrás: *Mishkin-Schmidt-Hebbel* [2006].

és a növekedés szintjének és ingadozásának vizsgálata adja. Az idetartozó tanulmányok egyetértettek abban, hogy saját korábbi teljesítményükhöz viszonyítva az inflációs célt követő országok jobb teljesítményt értek el. Arra a kérdésre azonban, hogy ezek az országok a többi országhoz viszonyítva is jól teljesítettek-e, megosztottak az eredmények. A legtöbb tanulmány csak a fejlett országokat vizsgálta. E körben pozitív eredményt kapott *Hyvonen* [2004]. Ezzel szemben *Ball-Sheridan* [2003] és *Mishkin-Schmidt-Hebbel* [2006] arra a megállapításra jutott, hogy az inflációs cél követésével sikerült közelebb jutni a többi ország teljesítményéhez, de azt meghaladni nem. *Ball-Sheridan* [2003] azzal érvelt, hogy az infláció gyors esése a célt követő országokban csak annak köszönhető, hogy korábban magasabb volt az inflációjuk, így az 1990-es években, amikor az egész világon defláció volt, az inflációs célt követő országokban nagyobb volt a változás.

Az inflációs célt követő feltörekvő országok eredményességét csak *Batini-Laxton* [2005] átfogó tanulmánya elemezte. Olyan módszert alkalmazott, amely kiszűri a *Ball* és *Sheridan* által kimutatott átlaghoz tartás jelenségét, és arra a következtetésre jutott, hogy az inflációs célt követő országokban a referenciacsoportnál alacsonyabb és stabilabb volt az infláció, illetve valamivel magasabb a kibocsátás.

Az eredmények értékelése során nem feledkezhetünk meg az endogenitás problémájáról. Feltehető, hogy nem önmagában az inflációs cél követése az, ami által javul a makrogazdasági teljesítmény, hanem azok az országok döntenek az inflációs cél követése mellett, amelyek a deflációs politika megvalósítása mellett elkötelezettek. Erre mutat példát *Celasun-Gelos-Prati* [2004] tanulmánya, amely alátámasztja, hogy több feltörekvő országban a fiskális konszolidáció (is) hozzájárult az inflációs várakozások lehoronyzásához.

A rezsimek teljesítményét összehasonlító tanulmányok másik köre azt a kérdést teszi fel, hogy hitelesebbek-e az inflációs célt követő jegybankok. Ezt azzal próbálják mérni, hogy jobban le vannak-e horgonyozva az inflációs várakozások. Az inflációs várakozások mérésére három megközelítést találunk, amelyek mindegyike általában pozitív következtetésre jut az inflációs cél követésének nagyobb hitelességével kapcsolatban. Az első módszer az inflációs várakozásokról készített felméréseket használja. *Johnson* [2003], *Levin-Natalucci-Piger* [2004] különböző országokra és mintaidőszakokra mutatják ki, hogy az inflációs cél követése mérsékelte a hosszú távú inflációs várakozásokat. *Johnson* [2003] azt is bemutatja, hogy az inflációs várakozásokra gyakorolt hatás az első öt évben fokozatosan növekedett, onnan azonban nem mutatható ki további hitelességi nyereség. Az inflációs várakozások horgonyozottságát kötvénypiaci információk alapján próbálja összehasonlítani *Gurkaynak-Levin-Swanson* [2005]. A szerzők az indexált és nem indexált hosszú kötvények áralakulását összehasonlítva, azt állapították meg, hogy az inflációs célt követő országokban a hosszú távú inflációs várakozások kevésbé reagálnak a

jelenben bekövetkező inflációs sokkokra. Végül az inflációs várakozások lehorgonyozottságára az inflációs folyamat ragadósága alapján is lehet következtetni. *Mishkin–Schmidt–Hebbel* [2002] eredményei szerint az inflációs célt követő országokban alacsonyabb az infláció ragadósága, ami a sokkok gyorsabb lecsengését mutatja.

Sokan megkérdőjelezték az inflációs cél követésének eredményes alkalmazhatóságát a feltörekvő országokban. *Schaeter és szerzőtársai* [2002] szerint a rezsim sikeres működtetésének előfeltétele a fiskális fegyelem, a fiskális dominancia ugyanis sérülékennyé teszi a rendszert azért, hogy az árstabilitás melletti gazdaságpolitikai elkötelezettséget gyengíti. A rezsimhez szükséges továbbá, hogy a pénzügyi piacok elég fejlettek legyenek ahhoz, hogy az irányadó monetáris politikai eszköz transzmissziója hatékony legyen. Ellenkező esetben a monetáris politika nem képes hatni a célváltozóra, és a rendszer hitelessége egy idő után leépül. Végül, de nem utolsósorban a rendszer sikeréhez szükség van a megfelelő jegybanki előrejelzésre és modellezésre, valamint a felhalmozott ismeretekre az adott gazdaság működéséről. A kritikusok szerint ezeknek a feltételeknek igen kevés ország képes megfelelni a feltörekvő gazdaságok közül, ezért az inflációs cél követése nem lehet számukra az optimális monetáris politikai stratégia.

Batini–Laxton [2005] tanulmánya igyekszik cáfolni azt a vélekedést, hogy az inflációs cél követése csak fejlett pénzügyi rendszer és a gazdaságpolitika elemeinek összehangoltsága esetén lehet eredményes. Tanulmányukban arra a következtetésre jutottak, hogy a múltban ezek az előfeltételek nem voltak elengedhetetlenek az inflációs célt követő rendszerek sikeréhez, mivel számos fejlett és feltörekvő országban ezek egy részének hiányában is eredményesen működtették ezt a rezsimet. Természetesen e feltételek megléte jobb makrogazdasági eredményeket tesz lehetővé, de ha e feltételek nincsenek meg, az inflációs cél követése akkor is előnyösebb mind inflációs, mind stabilitási szempontból. A szerzők ezen állításukat azzal támasztják alá, hogy eredményeik szerint a feltörekvő országok közül az inflációs célt követők esetében alacsonyabb a nominális árfolyam, a reálkamat és a nemzetközi tartalékok volatilitása is, és kisebb az árfolyamválság bekövetkezésének valószínűsége. Ezzel szemben a fiskális politika alakulása nem befolyásolta szignifikánsan az infláció szintjének alakulását.

A kis, nyitott országokban, és ezen belül is a feltörekvő országokban gyakran vizsgált kérdés, hogy vajon az inflációs cél követése segít-e mérsékelni az infláció árfolyamnak való kitettséget, azaz csökkent-e az árfolyam-begyűrűzés. Ezekben az országokban hosszú időn keresztül működtek árfolyamra alapozott monetáris rendszerek, amelyek hatására az árfolyam változása és az infláció alakulása között szoros együttmozgás alakult ki. Mivel ezekben az országokban az árfolyam alakulásában nagy szerepe van a fundamentumoktól független kockázatiprémiu-sokkoknak, a magas árfolyam-begyűrűzés fennmaradása megnehezíti a monetáris politika eredményességét. A kérdést vizsgáló empirikus tanulmányoknak azonban mind a fejlett, mind a latin-amerikai országokban sikerült kimutatniuk az árfolyam-begyűrűzés csökkenését.¹⁵

Az eredményeket úgy összegezzük, hogy az inflációs célt követő országok teljesítménye nem rosszabb, mint a referenciaországoké, és a korábban inflációs problémával küzdő országokban pedig egyértelműen segített a várakozások lehorgonyzásában és a jegybank reputációjának megteremtésében. A fejlődő országokra vonatkozó vizsgálatok alapján az inflációs cél követése egy robusztus rendszer, ami kedvezőtlen makrogazdasági környezetben is viszonylag jól teljesít.

¹⁵ *Bouakez–Rebei* [2004], *Baquiero és szerzőtársai* [2003], *Goldfajn és szerzőtársai* [2000], *Schmidt–Hebbel–Werner* [2002]

Az inflációs cél követése Magyarországon

Magyarországon az inflációs célkitűzés rendszere az előre meghirdetett nominális árfolyamsávról alapozott monetáris rezsimet váltotta fel. A „csúszó leértékelés” rendszer az inflációs-cél-követés előfutára, amelynek keretében a jegybank a következő évre meghirdetett inflációs cél értékét igyekezett elérni a forint fokozatosan mérséklődő ütemű leértékelésével. Ez a rendszer hatékonyan csökkentette az infláció ütemét az 1995. évi 30 százalékról az 1999. évi 10 százalék körüli szintre. A rezsim működésének utolsó éveiben (1999-től 2001-ig) a leértékelési ütem és az infláció mértéke közötti korábbi kapcsolat fellazult, külső tényezők és a várakozásokba és a bérekbe beépült inflációs tehetetlenség következtében az infláció 10 százalék körüli szinten állandósult. Mivel az adott árfolyamrendszerben nem volt lehetőség a monetáris feltételek számottevő szigorítására, napirendre került a monetáris rendszer átfogó átalakítása.¹⁶

2001 májusában a kormány és az MNB a korábbi $\pm 2,25$ százalékról ± 15 százalékra szélesítette ki a forint ingadozási sávját, ami a korábbinál nagyobb, de korlátozott mozgásteret adott a jegybank számára az inflációs célok elérésére – nem került sor „klasszikus” inflációs célt követő rendszer bevezetésére. Az árfolyamsáv megőrzése háttérben az állt, hogy a kormány abban az időben az euró lehető leggyorsabb bevezetésére törekedett, amelynek megvalósulása esetén Magyarországnak 2004-ben be kellett volna lépnie az ERM-2 európai árfolyam-mechanizmusba. Így az átmeneti időszakokra nem tűnt racionálisnak az árfolyam várakozásokat orientáló funkciójának teljes megszüntetése. Ugyanakkor a nagyobb rugalmasság lehetővé tette, hogy a monetáris politika elmozduljon a hosszabb távra előrettekintő, hatékonyabb működés irányába, és az árfolyam közvetlen szabályozásától az inflációs várakozások összehangolására helyezze a hangsúlyt.

Az első inflációs cél kijelölésére 2001 júniusában került sor. A mihamarabbi euróbevezetés az infláció gyors mérséklését tette szükségessé, így az MNB a kormánnyal egyetértésben 2001 decemberére a fogyasztói árindex 7 százalékos növekedését célozta meg ± 1 százalékpontos toleranciasáv mellett, 2002 végére pedig a $4,5 \pm 1$ százalékos inflációt tűzte ki célul, amelyeket sikerült elérni. Az euróbevezetés várható időpontjának kitolódásával azonban a deflációs folyamat lelassult, 2003 és 2006 között nem csökkent a kitűzött inflációs célok értéke. Az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos inflációs cél csak 2007. januártól lép hatályba. Az árstabilitásnak megfelelő inflációs szint meghatározásánál a Monetáris Tanács figyelembe vette a magyar gazdaság felzárkózó jellegéből fakadó strukturális adottságokat, és jelezte, hogy a felzárkózás előrehaladtával rendszeresen, de legalább háromévente felülvizsgálja az optimális célértéket.¹⁷ Ebben az időszakban az ERM-2-be való belépés távolabbra kerülése arra is lehetőséget adott a jegybanknak, hogy a monetáris politikában csökkentse az árfolyam súlyát, ugyanakkor az árfolyamrendszer kereteinek megváltoztatásához nem volt meg a szükséges politikai támogatás.¹⁸

Az inflációs célt követő rendszer hatékonyságát biztosító gazdasági és technikai előfeltételek egy része már induláskor adott volt, az intézményi feltételek megteremtéséhez viszont több változtatásra is szükség volt.

¹⁶ A változtatásokat a hatékonyabb deflációt elősegítő stratégia és eszköztár szükségessége mellett az európai uniói jogharmonizáció is indokolta. Emellett a teljes devizaliberalizáció közelgő bevezetése is szükségessé tette az árfolyamrendszer rugalmasabbá tételét.

¹⁷ A 3 százalékos érték megegyezik a már stacionális inflációt elért feltételekkel, inflációs célt követő országok átlagos célértékével. A régióban Csehország szintén 3 százalékos, míg Lengyelország 2,5 százalékos hosszú távú inflációs célt tűzött ki. A fejlett országok esetében magasabb inflációs cél kiválasztását alátámasztó közgazdasági megfontolásokról lásd Kiss-Krekó [2004] tanulmányát.

¹⁸ Az árfolyamrendszer megváltoztatásához a kormány és a Monetáris Tanács tagjainak egyetértése szükséges.

A pénzügyi piacok és a pénzügyi szektor alkalmasak voltak a rendszer bevezetésére. A pénzügyi szektor jövedelmezősége és a portfólió minősége nem utalt olyan pénzügyi stabilitási kockázatokra, amelyek eltéríthetnék a monetáris politikát az elsődleges céljától. Az állampapírpiac fejlettsége megfelelő volt, így elegendő információ állt rendelkezésre a forint hozamgörbéjének becsléséhez. 2001 tavaszán a rezsिम zavartalan működéséhez szükséges fiskális fegyelem is adottnak tűnt, a 2000. évben az államháztartási hiány nem lépte túl a 3 százalékos maastrichti referenciaértéket, és az évek óta többletet mutató elsődleges egyenlegnek köszönhetően a GDP-arányos államadósság is csökkenő tendenciát mutatott. Bár a 2000-ben bevezetett majd 2001-től kibővített lakáshitel-támogatási rendszer már az elkövetkező évek fiskális lazulása irányába mutatott, de remélhető volt, hogy az ország küszöbön álló európai uniós csatlakozása és az azt megelőzően már elkezdődő fiskális politikai koordináció gondoskodik arról, hogy a költségvetési fegyelem megerősödjön, és fenn is maradjon.

Az intézményi feltételek megteremtésében az új jegybanktörvény jelentette a fordulatot, amely az európai integrációra való felkészülés részeként már előkészítés alatt állt. A korábbi jegybanktörvény a valuta belső és külső értékállóságának biztosítását írta elő a jegybank kettős feladataként, ami nem felelt meg az Európai Unió követelményeinek. A jogharmonizációt követően az új jegybanktörvény az árstabilitás elérését és fenntartását jelölte meg az MNB elsődleges céljaként, és biztosította a jegybank intézményi függetlenségét. A jegybanktörvény elejét veszi annak, hogy a jegybanki működést pénzügyileg ellehetetlenítsék vagy a döntéshozó testület, a Monetáris Tanács tagjait politikai okokból elmozdítsák. A jegybank nem kérhet, és nem is kaphat utasításokat a kormányzattól.

A kialakított jogi környezet a személyi és pénzügy függetlenség tekintetében megfelelt a legjobb gyakorlatnak, a cél- és eszközfüggetlenség tekintetében azonban maradtak eltérések. A fejlett országok többségében a jegybankok nem célfüggetlenek: van, ahol a kormány (Nagy-Britannia), van ahol a kormány és a jegybank (Kanada, Svédország) közös hatásköre az árstabilitással összhangban álló inflációs cél kijelölése. Nálunk a törvény nem ír elő egyeztetési kötelezettséget, ami ugyan nem egyedülálló az inflációs célt követő országok között (például Svédország, Ausztrália), de az adott gazdaságpolitikai környezetben kulcsfontosságú volt a kormány euróbevezetésre, illetve konvergenciapályára vonatkozó elképzeléseinek figyelembevétele a dezinflációs pálya kijelölése során. Ezért a jegybank az inflációs célokat mindig a kormány egyetértésével határozta meg.

Az új rezsिम meghirdetése intenzív építkezési munkát indított el a jegybankban. Meg kellett teremteni az átláthatóság és az elszámoltathatóság feltételeit. Több lépésben került sor az intézmények és eljárások mai formájának kialakítására.¹⁹ A monetáris politika megértésének kulcsa, hogy az inflációs előrejelzést 2001 augusztusa óta a Jelentés az infláció alakulásáról című kiadványban közléteszik. Annak érdekében, hogy a közvélemény a Monetáris Tanács tagjainak értékelését és a kamatdöntés során figyelembe vett egyéb szempontokat is megismerhesse, a kamatdöntés napján a Monetáris Tanács közleményben tájékoztatja a nyilvánosságot, illetve 2005-től az ülések rövidített jegyzőkönyveit is közreadja, amely tartalmazza a döntési alternatívák mellett elhangzott érveket és a tanácstagok szavazatait is.

Az előzőekben már említettük, hogy a szakértői és modellezési tevékenység szintén fontos előfeltétele annak, hogy sikert lehessen elérni az inflációs cél követésében, és ez feltörekvő gazdaságokban igen gyakran jelent problémát. Ebben a tekintetben az MNB munkatársait részben felkészülten érte az új rezsिम, mivel már a csúszó leértékeléses rendszerben is szükség volt a várható inflációs különbözet előrejelzésére ahhoz, hogy a jövőbeli leértékelés ütemét meg lehessen határozni. Ezzel együtt az inflációs cél követé-

¹⁹ E lépéseket foglalja össze Tóth Máté *Barnabás* tanulmánya a *Közgazdasági Szemle* jelen számában.

sének bevezetésekor jelentős erőforrásokat kellett mozgósítani a makrogazdasági folyamatok részletesebb, alaposabb értékelése, illetve a szabályalapú előrejelzések készítése érdekében. A legnagyobb nehézséget az jelentette, hogy a korábbi rezsimben megfigyelt összefüggések köré az inflációs célkitűzés bevezetésével végrehajtott rezsimváltás komoly kétségeket vont.

A feltörekvő országokhoz hasonlóan az árfolyam Magyarországon is meghatározó tényezője maradt a monetáris folyamatoknak. A legnagyobb konfliktust az okozta, hogy a forint árfolyama többször megközelítette az erős sávszélt, ahol a jegybank köteles volt döntéseit az árfolyamsáv védelmének alárendelni. Mivel az árfolyamsáv nem standard eleme az inflációs célkitűzés rendszerének, és megléte jelentősen torzíthatja a jegybank viselkedését az optimálishoz képest az inflációs cél követésében, 2003 januárjában a piaci szereplők megtámadták a sáv erős szélét a rögzített árfolyamrendszer eltörlésére spekulálva.

A sávon belüli árfolyam-ingadozások kezelése is jelentős kihívást jelentett. Bár arra számítani lehetett, hogy az árfolyam ingadozásának növekedésével az árfolyam-begyűrés jelentősen mérséklődik, de ez nem jelentette automatikusan azt, hogy a transzmisszió egyéb csatornáit megerősödnek,²⁰ így ma is igaz, hogy a jegybank az árfolyam pályájának befolyásolásával képes a legnagyobb hatást gyakorolni a gazdasági folyamatokra. Ennek eredménye, hogy – *ex post* vizsgálva a jegybank lépéseit – kimutatható az árfolyam ingadozásának simítására irányuló törekvés.²¹ Ugyanakkor a felhalmozódott tapasztalatok azt is megmutatták, hogy az árfolyam csak egy az inflációs folyamatot befolyásoló számtalan tényező közül, így nincs mechanikus összefüggés az árfolyam alakulása és a jegybank lépései között.

A gazdaságpolitikai támogatás hiányában is osztoznunk kellett a feltörekvő országok tapasztalataiban. Míg az inflációs célkitűzés bevezetésekor a kormány a lehető leggyorsabb euróbevezetésben gondolkodott, 2001-től a fiskális fegyelem fellazult, és a költségvetés nyugdíjkorrekció nélkül számított ESA-hiánya 2002 és 2006 között a GDP 8-10 százaléka között ingadozott. A tartós fiskális lazítás²² különféle csatornákon keresztül érintette a gazdaságot, illetve az inflációra ható keresleti és kínálati tényezőket. A keresleti tényezők között a fiskális politika közvetlen keresleti hatásán túl a legfontosabb a háztartások fogyasztási kiadásainak növelése volt a bérek emelésével és az adók csökkentésével, valamint az állam által támogatott lakáshitelrendszerrel. A kínálati tényezők között a legfontosabb a munkaerő-piaci feszültség növelése volt, amelyet a nagyarányú közalkalmazotti béremelés és az állami alkalmazottak létszámának növelése okozott.

A fiskális fegyelem fellazulásának következtében az euróbevezetés céldátuma előbb 2008-ra, majd 2010-re módosult; 2006 közepére az elemzők a 2013 előtti belépést sem tartották már valószínűnek. További problémát jelentett, hogy az optimista fiskális konszolidációs tervek publikálása eredményeként és a globális kockázati étvágy növekedésétől támogatva, a céldátumok tarthatatlanná válása a pénzügyi piacok számára nem vált azonnal nyilvánvalóvá. Amikor azonban bekövetkezett a kiábrándulás, az a forint jelentős leértékelődését és a kockázati prémium sokszerű növekedését okozta (2003 második felében és 2006 nyarán), ami a monetáris politika eszköztárával csak részlegesen volt ellensúlyozható.

²⁰ Az árfolyam transzmisszióban betöltött szerepét erősíti a háztartások viszonylag alacsony eladósodottsága, illetve a devizahitelek nagy aránya (lásd *Vonnák Balázs* tanulmányát a Közgazdasági Szemle jelen számában).

²¹ Az MNB-nek az inflációs célkitűzés bevezetése óta eltelt időszakban megfigyelhető reakciófüggvényét elemzi *Hídi János* tanulmánya a Közgazdasági Szemle jelen számában.

²² A deficit gyors növekedését diszkrecionális fiskális intézkedések okozták, bevételi oldalon a tb-járadék-kulcsok többszöri csökkentése, az szja- és áfacskökkentés; kiadási oldalon a lakáshitel-támogatás, a gázár-kompenzációs rendszer, az 50 százalékos közalkalmazotti béremelés és a 13. havi nyugdíj.

Az inflációs célt követő rendszer eredményessége

Az inflációs cél követésére épülő monetáris rendszer dezinflációs időszakában, 2006 végéig az inflációs célokat formálisan a decemberi éves árindexként jelölték ki, 2007-től pedig folyamatos 3 százalékos cél lesz érvényes, ± 1 százalékos toleranciasávval. A toleranciasávra az előre nem látható, a monetáris politika döntési horizontján belül jelentkező sokkok miatt van szükség, *ex post* 1-1 százalékos eltérés az inflációs cél sikeres teljesítésének tekinthető. 2001 és 2005 között három olyan év volt, amikor az inflációs célt sikerült formálisan teljesíteni, míg 2003-ban és 2004-ben az infláció több mint 1 százalékkal haladta meg a célt. Míg 2003-ban az inflációs cél elvétéséről beszélhetünk, a 2004. decemberi infláció csak az áfaemelés miatt lett magasabb, és a jegybank előre bejelentette, hogy nem reagál az ebből adódó egyszeri árszintnövekedésre. Az adóhatásoktól megtisztított mutatóval valamint a cél alatt, a toleranciasávon belül volt.

A nemzetközi összehasonlító elemzéseket követve, a monetáris rendszer hatékonyságát nemcsak az inflációs célok elérése, hanem az infláció és a növekedés együttes alakulása alapján is érdemes értékelni. Összehasonlítási alapként a csúszó leértékeléses rendszer időszakát, valamint az elmúlt öt évben elért cseh és lengyel eredményeket választottuk (2. táblázat). Bár a rendelkezésre álló idősorok rövidek ahhoz, hogy a rendszer hatékonyságáról ítéletet mondhassunk, a referenciák kiválasztása segít abban, hogy kiszűrjük a monetáris politika szempontjából exogén tényezőket, mint például a nemzetközi konjunktúra- és a globális inflációs folyamatok hatását.

2. táblázat

Az infláció és a növekedés jellemzői

Megnevezés	Magyarország	Magyarország: csúszó leértékelés	Csehország	Lengyelország
<i>Infláció</i>	2001. III. né.– 2006. II. né.	1995. II. né.– 2001. II. né.	2001. III. né.– 2006. II. né.	2001. III. né.– 2006. II. né.
Átlag	4,4	13,2	1,8	1,8
Szórás	2,2	5,0	1,9	2,0
HP-trendtől való eltérés volatilitása	1,0	2,0	0,7	0,8
<i>Növekedés</i>	2001. III. né.– 2005. IV. né.	1995. I. né.– 2001. I. né.	2001. II. né.– 2005. IV. né.	2001. II. né.– 2005. IV. né.
Átlag	3,9	3,8	3,7	3,3
Szórás	0,5	2,6	1,8	2,2
HP-trendről való eltérés volatilitása	0,3	0,9	0,8	1,1

Megjegyzés: a volatilitás első mérőszáma a logaritmizált idősorokból képzett differenciák szórása. A trend miatt torzítás kiszűrése érdekében kiszámoltuk a Hodrick–Prescott- (HP-) trendtől való eltérés szórását is.

Forrás: Eurostat és EMED (Emerging Market Economic Database).

Az inflációs célkitűzés bevezetése után az infláció átlagos nagysága jelentős mértékben csökkent, de nem érte el a régió másik két országában tapasztalható értéket. Az infláció ingadozása is jelentősen mérséklődött, de a másik két országban kevésbé volt változékony az inflációs ráta. Magyarországon az adóhatásoktól megtisztított maginfláció volatilitása volt hasonló nagyságrendű, mint a régió másik két országában a teljes árindexé.

Átlagos növekedési ütem tekintetében nem volt jelentős különbség sem a különböző rezsimek, sem az országok között. A régió országainak növekedési adatait időben összevet-

ve azt láthatjuk, hogy az időszak elején Magyarországon volt gyorsabb a bővülés, mivel a fiskális expanzió tompította a kedvezőtlen nemzetközi konjunktúra hatását, a periódus végén azonban a másik két gazdaság növekedése jelentősen meghaladta a magyart. Meglepő fejlemény, hogy az inflációs célkitűzés bevezetése óta eltelt időszakban a gazdaságot érő számos sokk ellenére rendkívül kicsi volt a növekedés volatilitása, a kibocsátási rés sem negatív, sem pozitív irányban nem haladta meg a GDP egy százalékát.

Az inflációs célkitűzés bevezetése óta eltelt időszak makrogazdasági teljesítményének két feltűnő jellemzője az infláció nagy, illetve a kibocsátás alacsony volatilitása. Az infláció volatilitása arra vezethető vissza, hogy az inflációs folyamatban jelentős szerepet játszottak olyan tényezők, amelyek nehezen előre jelezhetők (például feldolgozatlan élelmiszerársookk, regulált árak, egyes energiahordozók árának alakulása) (3. táblázat). A rossz előre jelezhetőség miatt az ezekből adódó inflációs meglepetést monetáris eszközökkel nem lehet hatékonyan simítani, a jegybank legfeljebb a másodlagos, tova- gyűrűző hatásokra tud reagálni.

3. táblázat

A különböző inflációs mutatók statisztikai jellemzői
(2001. március–2006. február)

Megnevezés	Fogyasztói árindex	Maginfláció	Adómentes maginfláció
Átlag	4,4	3,9	3,6
Szórás	2,2	2,4	1,7
Perzisztencia	0,27	0,61	0,68

A volatilitás mérőszáma a logaritmizált idősorokból képzett differenciák szórása. Perzisztencia: az inflációra becsült AR(1) folyamat paramétere.

A nagy volatilitás másik forrása a közvetett adók többszöri megváltoztatása. E kormányzati intézkedések, ha tartósan nem emelik az inflációs várakozásokat, egyszeri változást okoznak az árak szintjében, de nem vezetnek tartós inflációs folyamathoz. Ezért az MNB úgy döntött, hogy a közvetlen áfahatásokat nem ellensúlyozza a monetáris feltételek szigorításával. Amint a különböző inflációs indexek eltérő ragadósága is jelzi, e sokkok egy része valóban átmenetinek bizonyult, így nem volt tartós hatása az inflációs folyamatra. Ugyanakkor az elmúlt öt évben e hatások összességében az infláció emelkedése irányába mutattak, a volatilis tételeket kiszűrő maginflációs mutató értéke 0,5 százalékponttal, az adóhatásoktól is megtisztított mutató értéke pedig 0,8 százalékponttal volt alacsonyabb a mintaidőszak átlagában, mint a teljes fogyasztói árindexé.

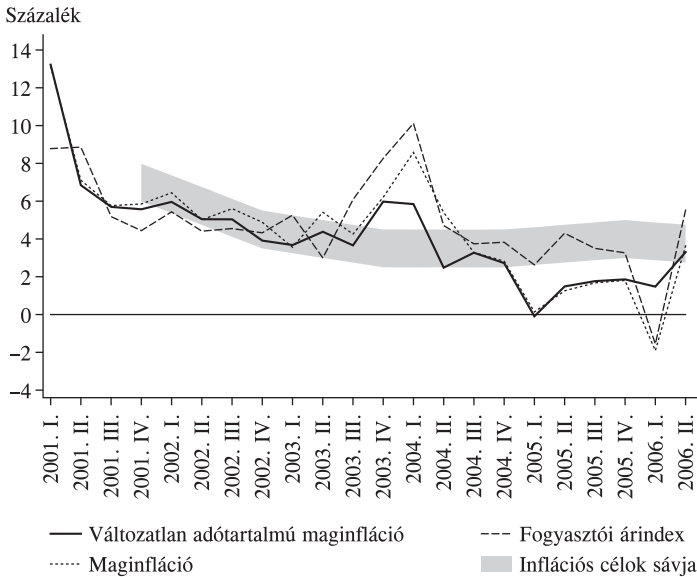
E sokkok nagy szerepe miatt a monetáris politika értékelése során érdemes az adómentes maginflációs mutatót elemezni, amely a legjobban képes megragadni az inflációs folyamat hosszabb távú trendkomponensét. Az 1. ábra alapján látható, hogy az elmúlt öt évben két olyan periódus volt, amikor az inflációs trend tartósan eltért a céltól: 2003 végén cél feletti, 2005-ben pedig tartósan cél alatti volt az adóhatásoktól megtisztított maginfláció értéke.

A túllövés okait keresve, érdemes összehasonlítani az inflációs rés²³ és a kibocsátási rés alakulását. Amint a 2. ábra is mutatja, az elmúlt öt évben a két változó között negatív

²³ Inflációs rés az adómentes maginflációnak az inflációs célok interpolálásával adódó pályától való eltérése. A kibocsátási rés az MNB negyedéves előrejelző modelljéből származik, amelyben termelési függvény alapján határozódik meg a potenciális GDP. Természetesen e becslésünk nem mentes a korábban említett rugalmas áras kibocsátás szintjével kapcsolatos problémáktól.

1. ábra

A kitűzött inflációs pálya és az inflációs mutatók alakulása
(szezonálisan igazított, negyedéves rövid bázisú évesített indexek)

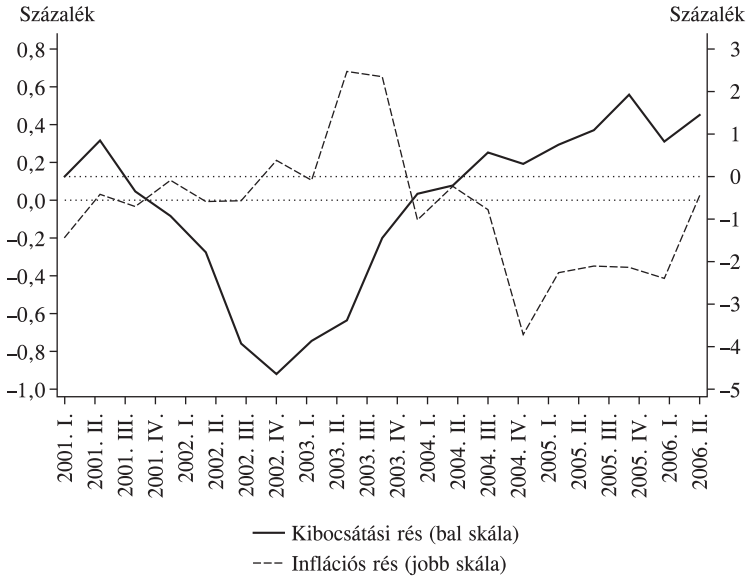


volt a kapcsolat ($R^2 = -0,58$), ami azt mutatja, hogy a monetáris politika a klasszikus értelemben vett növekedésre vonatkozó stabilizációs feladatát jól teljesítette. Nem maradt olyan – *Blanchard-Gali* [2005] kifejezésével – „véletlen egybeesés”, azaz egyirányú kibocsátási és inflációs rés, amelyre a reagálva a jegybank Pareto-javulást tudott volna elérni. Látnunk kell azonban azt is, hogy a kibocsátási rés kicsi ingadozása háttérben jelentős szerkezeti átalakulás ment végbe, mivel a gazdaság szektorait különböző sokkok érték, és a monetáris feltételek – és különösen a reálárfolyam változása – eltérően érintették a külkereskedelemben versengő és a nem versengő szolgáltatószektorokat.²⁴

A 2003. évi inflációs túllövés okait – bár az aggregált kibocsátási rés negatív volt – keresleti oldalon kell keresnünk (4. táblázat). 2001–2003 között a fiskális expanzió, valamint a javuló jövedelmi kilátások és az oldódó likviditási korlátok által is ösztönzött lakossági fogyasztás eredőjeként a belföldi kereslet növekedése felgyorsult. Ez kedvezően érintette a szolgáltatószektor, ahol a kibocsátás gyors növekedése mellett alig mérséklődött az árak növekedési üteme (2002-ben átlagosan 9 százalékkal emelkedtek a szolgáltatások árai, míg a teljes árindex 5,2 százalékra csökkent). A szolgáltatószektor növekvő munkaerőigénye, az állami foglalkoztatás és az állami szektorban fizetett bérek ugrásszerű emelkedése miatt a nominális bérnövekedés üteme emelkedett. Mindezek a folyamatok veszélyeztették a kitűzött inflációs célok teljesülését, és a monetáris megszorításokat tették szükségessé. A szigorú monetáris politika eredményeként az árfolyam közel 9 százalékkal értékelődött fel 2002 végéig.

²⁴ A külkereskedelemben nem versengő (*non-tradable*) szektor a tevékenységek szélesebb körét öleli fel, mint a szigorúan vett szolgáltatások. A következőkben ezt a szélesebb értelmezést használom.

2. ábra
Inflációs és kibocsátási rés, 2001–2006



4. táblázat
Makrogazdasági mutatók alakulása, 2000–2006

Megnevezés	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
GDP	5,2	4,3	3,8	3,4	5,2	4,1	3,9
Fiskális keresleti hatás**	-0,7	1,8	4,3	-0,5	-0,5	0,8	1,8
Lakossági fogyasztás	4,9	5,8	9,8	7,7	3,6	1,4	2,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	7,7	6,0	10,2	2,9	8,0	6,6	6,3
Export	22,0	8,0	3,9	6,1	15,8	10,8	13,7
Import	20,3	5,2	6,6	9,3	13,5	6,5	10,8
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset	13,4	18,4	18,4	12,2	5,9	8,9	6,8
Versenyszféra bruttó átlagkeresete	13,9	16,5	13,2	9,0	9,3	6,9	7,9
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,3	0,5	-0,1	1,3	-0,4	0,0	0,4
Versenyszféra foglalkoztatottsága	1,9	0,8	-0,6	0,7	-0,2	0,3	1,0
Versenyszféra fajlagos munkaköltsége	10,5	10,2	7,2	6,1	2,3	2,2	4,3

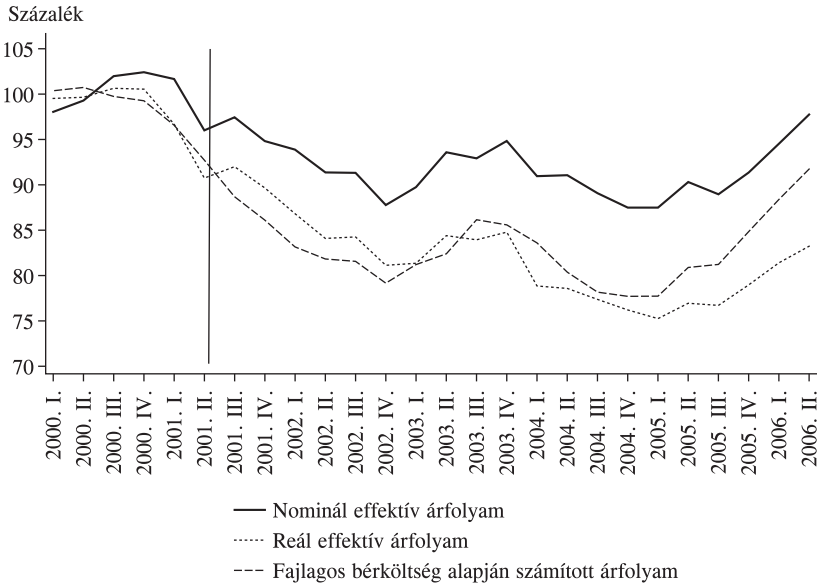
* Becslés.

** Az úgynevezett kiegészített (SNA) típusú mutatóból számítva; negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti

Forrás: MNB Jelentés az infláció alakulásáról, 2006. augusztus.

A szolgáltatószektorral ellentétesen alakult a külkereskedelemmel versengő szektor helyzete, az ide tartozó vállalkozásokat egyszerre sújtotta a nemzetközi környezet kedvezőtlen alakulása és a felértékelődő árfolyam. A visszaeső külső kereslet és a felértékelődés miatt növekvő árverseny ellenére a bérköltségeiket nem tudták mérsékelni. Így a fajlagos bérköltség alapján számított reálárfolyam közel 15 százalékkal értékelődött fel ebben az időszakban (3. ábra).

3. ábra
A nominál effektív és a reál effektív árfolyamindexek alakulása, 2000–2006
(2000 = 100)



A belföldi kereslet gyors növekedése miatt kialakuló inflációs nyomás ellensúlyozása érdekében a jegybank kihasználta teljes rendelkezésre álló mozgásterét, 2002 végére a forint az erős sávszélig erősödött. Az inflációs cél túllövéséhez végül az is hozzájárult, hogy 2003 elejétől a forint árfolyama több lépcsőben gyengült, amit a jegybank kamatemelése sem tudott ellensúlyozni.²⁵ A forintbefektetések kockázati megítélése csak 2004 tavaszától, a globális kockázati étvágy felerősödése nyomán kezdett javulni, ami – a fogyasztás lassulása és az EU-csatlakozást követő dezinflációs hatások mellett – elősegítette

²⁵ A forint leértékelődését több egymást követő sokk okozta. A 2003. januári spekulatív támadás után az árfolyam 4 százalékos gyengülést követően stabilizálódott. 2003 júniusában a kormány kezdeményezte a forint középárfolyamának kismértékű, 2,26 százalékos leértékelését. A kicsi, de váratlan lépés a piaci bizalom jelentős megingását okozta; a forint piaci árfolyama jelentős mértékben leértékelődött. A turbulens időszakot követő konszolidáció után az év vége közeledtével a piac figyelme egyre inkább a kedvezőtlen egyensúlyi helyzetre terelődött. A nominális konvergencia hosszú távú kilátásai romlottak, és ennek megfelelően az euró magyarországi bevezetésének várt időpontja is évekkel kitolódott. Ennek hatására november végén az árfolyam számottevő mértékben gyengült, a hozamok pedig emelkedtek, annak jeleként, hogy a forintbefektetések kockázati megítélése jelentősen romlott. Ebben az időszakban az MNB összesen 600 bázisponttal emelte az irányadó kamatok szintjét.

tette, hogy az inflációs folyamatok visszatérjenek az inflációs célok által meghatározott pályára.

A 2003. évvel szemben az inflációs céltól való második, negatív irányba történő 2005. évi eltérés nem a keresleti folyamatokkal áll összefüggésben. Az aggregált kibocsátási rés pozitív volt, ami elsősorban a külkereskedelemben versengő szektor pozíciójának javulását tükrözte, mivel e vállalatokat kedvezően érintette a javuló nemzetközi konjunktúra. Ezzel szemben a lassabb fogyasztásbővülés és a mérséklődő lakásberuházások hatására a szolgáltatászektorok piaci pozíciója kedvezőtlenebbé vált, és a statisztikák alapján az is feltételezhető, hogy a két szektor relatív árainak változására reagálva a fogyasztási kereslet lassulása nagyobb mértékben érintette a szolgáltatásokat. Ennek következtében mérséklődött a szolgáltatászektorokban mérhető árnövekedési ütem (a korábbi évekre jellemző 9 százalékról 6 százalék közelébe), és lassan megindult a bérinfláció mérséklődése is, ami 2004 második felétől monetáris lazítást is lehetővé tett. Mindezen változások támogatták a dezinflációs folyamatot, de ez nem elegendő az egyszázalékos szintre mérséklődő inflációs trend magyarázatához. Az infláció mérséklődéséhez ugyan nagyobb mértékben járult hozzá a külkereskedelemben versengő szektor árainak alakulása.

2005-ben az infláció trendjének alacsony növekedési ütemét az energiaárak és a globális dezinfláció rejtélye okozta. Az olaj- és nyersanyagárak emelkedése több csatornán keresztül érinti az inflációs folyamatot. Mivel az energia szinte minden termék és szolgáltatás előállításához használt input, árának megemelkedése általános költségsokkot okoz, ami általában az infláció növekedésével jár. Ugyanakkor a magasabb olajárak általában lassítják a világgazdaság növekedési ütemét, ami – *ceteris paribus* – az infláció mérséklése irányába hat. Míg a korábban megfigyelt időszakokban egyértelműen az első, közvetlen inflációs hatás dominált, az elmúlt néhány évben az olajárak emelkedése nem vezetett a globális infláció emelkedéséhez, ellenkezőleg, a globális infláció jelentős mérséklődése következett be viszonylag gyors világgazdasági növekedéssel jellemezhető környezetben. A szokatlan jelenség mögött a jelentős munkaerő-tartalékokkal rendelkező ázsiai országok dinamikus növekedése és a világkereskedelemben történő szorosabb integrációja áll. Ezen országok energiahordozók iránti gyorsuló kereslete vezetett az olajárak emelkedéséhez, dinamikus növekedésük pedig az áruk és szolgáltatások kínálatát növelte meg, amely nagymértékben hozzájárult a maginfláció világszerte tapasztalt csökkenéséhez. Ez olyan váratlan, előre nem látható fejlemény volt, ami nemcsak a Magyar Nemzeti Bankot lepte meg, 2004–2005-ben az inflációs célt követő országok inflációja általában a cél alá került, és számos más országban is mérséklődött az áremelkedés üteme. Ugyanakkor a globális dezinfláció hatását Magyarországon felerősítette az Európai Unióba történő belépés, ami több termékpiacon a verseny erősödését eredményezte. Ez szintén olyan tényező, amelynek mértékét és tartósságát nehéz előre megítélni, így *ex ante* a magyar monetáris politika ezekkel a hatásokkal nem tudott számolni.²⁶

Meg kell jegyeznünk, hogy ebben az időszakban a teljes fogyasztói árindex értéke nem csökkent a kitűzött cél alá. A primer energiaárak ugyanis a fogyasztói kosár többi eleménél sokkal gyorsabban emelkedtek, csak a tovagyrúzó hatások voltak mérsékeltek. Mivel az inflációs folyamatot két, részben közös eredetű sokk érte: a megnövekedő verseny és a növekvő olajárak, ezért ebben az esetben nem teljesen korrekt a maginflációra alapo-

²⁶ Az elmúlt néhány év tapasztalata nem jelenti azt, hogy a jegybank a jövőben alkalmazkodóbb politikát folytathat az olajárak emelkedése esetén. Mindaddig, amíg nem értjük meg, hogy pontosan milyen tényezők okozták az energiaárak begyűrűzési paraméterének mérséklődését és a globális dezinflációt, egy óvatos jegybank nem számíthat arra, hogy ezek a tényezők változatlan intenzitással fognak hatni a jövőben is. Egyes közgazdászok úgy vélekednek, hogy előre tekintve a globalizáció inflációra gyakorolt hatásai közül az emelkedő nyersanyag- és energiaárak hatása válhat meghatározóvá (lásd Rogoff [2006]).

zott inflációs értékelés, ami csak az egyik hatást veszi figyelembe. Így nemcsak a formális kritériumot, hanem az inflációs folyamat közgazdasági értékelését tekintve sem beszélhetünk az inflációs cél alullövéséről.

Az elmúlt időszak tapasztalatai alapján elmondhatjuk, hogy a jegybank általában helyesen mérte fel az inflációs célok teljesülését fenyegető kockázatokat, és kamatpolitikájával megpróbálta azokat mérsékelni. Ugyanakkor a monetáris politikát megnehezítették a jegybank számára exogénnek tekinthető inflációs sokkok, valamint a kockázati primum jelentős változásai, amelyek az árfolyam kilengéseihez vezettek. A jegybank kamatlépései ellensúlyozni próbálták az árfolyam inflációs várakozásokra gyakorolt hatását, és a következetes monetáris szigorítás hosszabb távon az árfolyam-várakozások korrekciójához is elvezetett. Így összességében azt mondhatjuk, hogy hosszabb időszakokat tekintve, a monetáris feltételek alakulása nagy vonalakban összhangban volt a konjunkturális helyzettel, és elősegítette az inflációs trend mérséklődését.

A lassú dezinfláció nem járt jelentős negatív kibocsátási rés kialakulásával, annak ellenére, hogy a magyar gazdaságot jelentős sokkok érték, amelyek ellensúlyozása a monetáris kondíciók jelentős változtatását tette szükségessé. Az hogy mindezek eredőjeként a kibocsátás alakulása ilyen „sima” lehetett, inkább a szerencsén, mint a monetáris kondíciók finomhangolásán múlott.

Az inflációs célt követő rendszer bevezetése óta eltelt időszakban bár az infláció többször megközelítette, és átmenetileg el is érte a 3 százalékos hosszú távú inflációs cél értékét, mégsem mondhatjuk, hogy sikerült volna megvalósítani az árstabilitást. Magyarország hosszú inflációs történetje, a dezinflációs folyamatot megakasztó inflációs sokkok, valamint a monetáris feltételeket érő sokkok következtében a magyar gazdaság csak lassan, az inflációs célt követő országokra jellemzőnél sokkal lassabban képes alkalmazkodni az alacsony inflációs környezethez. A felmérések szerint az inflációs várakozások továbbra sincsenek lehorgonyozva, a lakossági felmérések adatai rendre 10 százalékkal meghaladják az infláció valós értékét. Ahhoz, hogy az inflációs várakozások valóban lehorgonyozottá váljanak, arra lenne szükség, hogy ne csak az inflációs trend mutatói, hanem a mindenki által érzékelhető fogyasztói árindex is tartósan e szint közelében ingadozzon. Előre tekintve erre egyelőre nem számíthatunk, mivel a 2006-ban meghirdetett fiskális konszolidációs csomag erősen támaszkodik az infláció emelkedését okozó intézkedésekre.

Az inflációs célt követő rendszer jövője

Magyarország az Európai Unióba való belépéskor kötelezettséget vállalt az euróvezetbe való belépésre. Az euró bevezetését megelőzően legalább két évet kell eltölteni az ERM-2 európai árfolyam-mechanizmusban. Bár az ERM-2 a maihoz hasonló árfolyamrendszer, lényeges különbség, hogy míg a mai magyar rendszerben az árfolyamsáv közepének nincs kiemelt szerepe, és így a jegybank teljes mértékben kihasználhatja a teljes sáv szélességet, az ERM-2-ben a jegybanknak arra kell törekednie, hogy az árfolyamot a középparitás közelében stabilizálja. Ez azt jelenti, hogy az euróhoz vezető úton fokozatosan le kell mondanunk a monetáris politika önállóságáról. Így természetesen vetődik fel a lehetősége annak, hogy az MNB visszatér az árfolyamra alapozott monetáris politikához.

A jegybank árstabilitást előíró mandátuma – de az Európai Unió is – azt a követelményt támasztja a jegybankkal szemben, hogy abban az esetben, ha az infláció és az árfolyam stabilitása között konfliktus keletkezik, az infláció stabilitásának adjon prioritást. Az árstabilitás hiánya ugyanis veszélyezteti az árfolyam-stabilitás fenntarthatóságát. Csak azok az országok lehetnek sikeresek, és csak azok képesek kihasználni a közös

valutában rejlő előnyöket, amelyekben a gazdasági szereplők ár- és béröntései összhangban vannak az infláció és a termelékenység növekedésének várható alakulásával. A fundamentálisan nem megalapozott ár- és béremelések ugyanis a gazdaság versenyképességének romlását okozzák, amit a rögzített árfolyam esetén már nem lehet monetáris eszközökkel korrigálni.²⁷

Az euróvezetre való felkészülés időszakában a monetáris politika legfontosabb feladata, hogy elősegítse a fegyelmezett árazási viselkedés kialakulását, és meg kell erősítenie az inflációs várakozások lehorgonyozottságát. Az Európai Unióhoz csatlakozó új tagországok közül többen választották az árfolyamra alapozott monetáris stratégiát. Ezen országok tapasztalatai azonban felhívják a figyelmet arra a kockázatra, hogy az árfolyam rögzítése nem mindig elegendő a nominális stabilitás megteremtéséhez. Az árak stabilitása viszont – a ciklikus ingadozások szempontjából kellően szinkronizált gazdaságban – lehetővé teszi az árfolyam rögzítését. Így véleményem szerint a nominális stabilitás megteremtéséhez a legalkalmasabb monetáris keret az inflációs célt követő rendszer.

Hivatkozások

- BALL, L.–MANKIW, N. G.–REIS, R. [2005]: Monetary Policy for Inattentive Economies. *Journal Monetary Economics*, Vol. 52. május, 703–725. o.
- BALL, L.–SHERIDAN, N. [2005]: Does Inflation Targeting Matter? Megjelent: *Bernanke, B.–Woodford, M.* (szerk.): *The Inflation Targeting Debate*. University of Chicago Press for The National Bureau of Economic Research, Chicago, 249–276. o.
- BATINI, N.–LAXTON, D. [2005]: Under What Conditions can Inflation Targeting be Adopted? The Experience of Emerging Markets. Ninth annual conference of the Central Bank of Chile, Santiago, Chile.
- BAQUIERO, A.–DÍAZ DE LEÓN, A.–TORRES, A. [2003]: Fear of Floating or Fear of Inflation? The Role of the Exchange Rate Pass-Through. Banco de Mexico, Documentos de Investigación, No. 2003-02. január.
- BERNANKE, B.–MISHKIN, F. S. [1992]: Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries. *NBER Macroeconomics Annual*, 183–228. o.
- BERNANKE, B.–LAUBACH, TH.–MISHKIN, F. S.–POSEN, A. S. [1999]: *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton University Press: Princeton, N.J.
- BLANCHARD, O.–GALÍ, J. [2005]: Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model. *NBER WP*, 11806. november.
- BOUAKEZ, H.–REBEI, N. [2005]: Has Exchange Rate Pass-Through Really Declined in Canada? Bank of Canada, Working Paper, 2005-29.
- CALDERÓN, C.–SCHMIDT-HEBBEL, K. [2003]: Macroeconomic Policies and Performance in Latin America. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 22. No. 7. 895–923. o.
- CALVO, G. A. [1983]: Staggered Contracts in a Utility Maximizing Framework. *Journal of Monetary Economics*, 12. 983–998. o.
- CASTELNUOVO, E.–NICOLETTI-ALTIMARI, S.–RODRIGUEZ, P. D. [2003]: Definition of Price Stability, Range and Point Targets: The Anchoring of Long-Term Inflation Expectations. Megjelent: *Issing, O.* (szerk.): *Background Studies for the ECB's Evaluation of Its Monetary Policy Strategy*. European Central Bank: Frankfurt am Main, Germany, 43–90. o.
- CELASUN, O. R.–GELOS, G.–PRATI, A. [2004]: Obstacles to Disinflation. What is the Role of Fiscal Expectations? *Economic Policy: A European Forum*, No. 40. október 441–481. o.
- CLARIDA, R.–GALÍ, J.–GERTLE, M. [1999]: The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*, Vol. 37. 1661–1707.o.

²⁷ Ezt felismerve, számos európai országban a szakszervezetek is jelentősen változtattak viselkedésükön, és a korábbi időszakok nominális bérnövekedést maximalizáló törekvéseik után ma a régiós versenytársak bérnövekedését tekintik a bértárgyalások kiindulópontjának.

- CLARIDA, R.–GALÍ, J.–GERTLE, R. M. [2001]: Optimal Monetary Policy in Open vs. Closed Economies: An Integral Approach”, *American Economic Review*, Vol. 90. No.2. 248–252. o.
- CORBO, V.–LANDERRETICHE, O.–SCHMIDT-HEBBEL, K. [2002]: Does Inflation Targeting Make Difference? Megjelent: *Loayza, N.–Soto, R.* (szerk.): *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, Central Bank of Chile: Santiago, 221–269. o.
- CORSETTI, G.–PESENTI, P. [2005]: International dimensions of optimal monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 52. 281–305. o.
- DEVEREUX, M. B.–ENGEL, C. [2002]: Exchange rate pass-through, exchange rate volatility, and exchange rate disconnect. NBER Working Paper, 8858.
- ERCEG, C.–HENDERSON, D.–LEVIN, A. [2000]: Optimal Monetary Policy with Staggered Wage and Price Contracts. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 46. No. 2.
- GALÍ, J.–MONACELLI, T. [2005]: Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy. *Review of Economic Studies*, Vol. 72. No. 3. 707–734. o.
- GOLDFAJN, I.–DA COSTA, R.–WERLANG, S. [2000]: The Pass-Through from Depreciation to Inflation: A Panel Study. Banco Central Do Brasil, Working Paper, Series N. 5.
- GURKAYNAK, R. S.–LEVIN, A. T.–SWANSON, E. T. [2005]: Inflation Targeting and the Anchoring of Long-run Inflation Expectations: International Evidence from Bond Yields. Ninth Annual Conference of the Central Bank of Chile, Santiago, Chile,
- HALL, R. E. [2005]: Separating the Business Cycle from other Economic Fluctuations. Federal Reserve Bank of Kansas City konferencia.
- HIDI JÁNOS [2006]: A magyar monetáris politikai reakciófüggvény becslése. *Közgazdasági Szemle*, 12. sz.
- HYVONEN, M [2004]: Inflation Convergence Across Countries. Reserve Bank of Australia Discussion Paper, 4.
- IMF [2005]: World Economic Outlook, International Monetary Fund, Washington D.C. szeptember.
- JAKAB M. ZOLTÁN–KISS GERGELY–KOVÁCS MIHÁLY ANDRÁS [2006]: Eltálatuk? A jegybanki előrejelzések szerepe az inflációs cél követésének első öt évében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 12. sz.
- JOHNSON D. R. [2003]: The Effect of Inflation Targeting on the Behavior of Expected Inflation. Evidence from an 11 Country Panel. *Journal of Monetary Economics*, 49. 1521–1538. o.
- KISS GERGELY–KREKÓ JUDIT [2004]: Optimális infláció Magyarországon. MNB Háttér tanulmányok, 1. sz.
- KYDLAND, F.–PRESCOTT E. C. [1977]: Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 85: 473–491. o.
- LEVIN, A. T.–NATALUCCI, F. M.–PIGER, J. M. [2004]: The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 86. No. 4. 51–80. o.
- MISHKIN, F. S. [2004]: Can Central Bank Transparency Go Too Far? Megjelent: *Kent, C.–Guttmann, S.* (szerk.): *The Future of Inflation Targeting*. Reserve Bank of Australia, 48–65. o.
- MISHKIN, F. S.–SCHMIDT-HEBBEL, K. [2002]: One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know? Megjelent: *Loayza, N.–Soto, R.* (szerk.): *Inflation Targeting: Design Performance, Challenges*. Central Bank of Chile, Santiago, 171–219. o.
- MISHKIN, F. S.–SCHMIDT-HEBBEL, K. [2006]: Does Inflation Targeting Make a Difference? Ninth Annual Conference of the Central Bank of Chile, Santiago, Chile.
- ORPHANIDES, A.–WILLIAMS, J. C. [2005]: Imperfect Knowledge, Inflation Expectations and Monetary Policy. Megjelent: *Bernanke, B.–Woodford, M.* (szerk.): *The Inflation Targeting Debate*. University of Chicago Press, Chicago, 201–234. o.
- ROGER, S.–STONE, M. R. [2005]: On Target? Inflation Performance in Inflation Targeting Countries. IMF. Working Paper 05/163.
- ROGOFF, K. [2003]: Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy. Paper prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City konferencia.
- ROGOFF, K. [2006]: Impact of Globalization on Monetary Policy. Paper prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City konferencia.

- SCHAETER, A.–STONE, M. R.–ZELMER, M. [2000]: Adopting inflation targeting: Practical issues for Emerging market countries. IMF Occasional Paper, 202.
- SCHMITT-GROHÉ, S.–URIBE, M. [2001]: The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy Rules. Centre for Economic Policy Research, No.3096.
- SCHMITT-GROHE, S.–URIBE, M. [2005]: Optimal Inflation Stabilization in a Medium-Scale Macroeconomic Model. Ninth Annual Conference of the Central Bank of Chile, Santiago, Chile, július. NBER Working Paper, No. 11854.
- SCHMIDT-HEBBEL, K.–WERNER, A. [2002]: Inflation Targeting in Brazil, Chile, and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate. Working Papers Central Bank of Chile, 171.
- SUTHERLAND, A. [2000]: Inflation Targeting in a Small Open Economy. CERP WP, No. 2726.
- SVENSSON, L. [1997]: Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets. European Economic Review, 41. 1111–1146. o.
- TÓTH MÁTÉ BARNABÁS [2006]: Az átláthatóság szerepe a jegybanki stratégiában. Közgazdasági Szemle, 12. sz.
- TRUMAN, E. M. [2003]: Inflation Targeting in the World Economy. Institute for International Economics, Washington D.C.
- VÁRPALOTAI VIKTOR [2006]: Az inflációs cél követésének optimális horizontja Magyarországon. Közgazdasági Szemle, 12. sz.
- VONNÁK BALÁZS [2006]: Monetáris transzmisszió Magyarországon. Közgazdasági Szemle, 12. sz.

Közgazdasági Szemle

MEGRENDELŐLAP

Megrendelem a Közgazdasági Szemlét ___ példányban, az alábbi címre:

Megrendelő neve: _____

Címe: _____

A kézbesítés helye: _____

Az előfizetési díjat csekken fizetem.

Az előfizetési díjat pénzüintézeti átutalással egyenlitem ki.

Előfizetési díj egy évre 18 000 Ft fél évre: 9000 Ft

_____ dátum

_____ aláírás

Megrendelhető levélben: Magyar Posta Rt. 1900 Budapest; faxon: 303-3440;
e-mailben: hirlapelofizetes@posta.hu