

TÓTH MÁTÉ BARNABÁS

Az átláthatóság szerepe a jegybanki stratégiában

A Magyar Nemzeti Bank az elmúlt öt év során az inflációs cél követésével összhangban, a nemzetközi gyakorlatot követve, a nagyobb fokú átláthatóságra törekedett. A nemzetközi „legjobb gyakorlat” ilyen irányú változása magyarázható azzal, hogy a jegybanki transzparencia megítélésének és szükségességének kérdése az elmúlt évtizedben jelentősen megváltozott. Míg korábban egyes jegybankok kifejezetten törekedtek arra, hogy tevékenységüket titokban tartsák, addig a kilencvenes évek elejétől általános tendencia az átláthatóság jelentős fokozása. E változásnak két oka is van. Egyrészt a demokratikus politikai berendezkedés megköveteli, hogy a függetlenné váló jegybankok döntéshozói nyilvánosan elszámoltathatók legyenek. Másrészt az elmúlt évtized közgazdasági gondolkodásában robusztus következtetéssé vált, hogy a jegybanki transzparencia megakadályozhatja az inflációs hajlam kialakulását, növeli a monetáris politika hatásosságát, és bizonyos feltételek teljesülése esetén emeli a társadalmi jólétet. Az utóbbi következtetések érvényességét két, a transzparenciaindokolásban gyakran használt egyszerű modellen keresztül szemlél-tjük, és rámutatunk arra, hogy mindezek ellenére a jegybanki transzparencia kívánatos mértékének kérdése továbbra sem ellentmondásmentes, sem elméleti, sem gyakorlati szempontok alapján. Végül nemzetközi összevetésben bemutatjuk, hogy jelenleg hol áll, illetve az inflációs cél bevezetése óta hogyan változott az MNB átláthatósága.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E52, E58.

A fejlett piacgazdaságok jegybankjainak működése az elmúlt másfél évtized során több szempontból is jelentősen átalakult. A kilencvenes években a legtöbb jegybank az árstabilitást kinyilvánítottan elsődleges célnak tekintő monetáris politikára tért át, a közvetlen kormányzati befolyástól független intézménnyé vált. Ezzel párhuzamosan működésük és döntéshozataluk átláthatósága (transzparenciája) is jelentősen megnövekedett.

A kilencvenes éveket megelőzően egyes jegybankok¹ még aktuális monetáris politikai döntéseiket (azaz eszközváltozójuk megváltoztatását) sem hozták nyilvánosságra, a döntések részletes indoklása, illetve a jegybank középtávú céljainak publikálása pedig sok esetben fel sem merült lehetőségként. Ilyen környezetben a gazdasági szereplők csak közvetett módon (például a megfigyelt kimenetekből) tudtak következtetni a monetáris politika irányára, célváltozóira és azok elérni kívánt értékeire. Ezzel szemben jelenleg

* Köszönettel tartozom *Csermely Ágnesnek, Gábiel Péternek és Kovács Mihály Andrásnak* a tanulmány készítése során adott hasznos észrevételeikért és tanácsaikért. A fennmaradó hibák a szerzőt terhelik.

¹ Például az Egyesült Államokban a jegybank szerepét betöltő Fed.

általánosan elfogadott gyakorlat, hogy a jegybankok monetáris politikai döntéseiket azonnal bejelentik, a döntéshez magyarázatot csatolnak, a gazdaság aktuális és jövőben várt állapotáról szóló értékeléseiket, előrejelzéseiket rendszeresen publikálják, monetáris politikájuk stratégiai kereteit és céljait pedig nyilvánosságra hozzák.

A jegybanki átláthatóság növekedésének általános tendenciája több okra vezethető vissza. A kilencvenes évek során egyre több jegybank vált függetlenné a közvetlen kormányzati befolyástól, a monetáris politika intézményi függetlensége a modern jegybanki működés alapvető normájává vált. Egy demokratikus elvek alapján működő politikai rendszerben ugyanakkor jogos igényként merül fel a nem választott, de a társadalmi jólétet akár jelentősen is befolyásolni képes döntéshozók elszámoltathatósága. Az elszámoltathatóság igénye így önmagában is elegendő indok arra, hogy a központi bankok a szélesebb közvélemény előtt átlátható, transzparens módon működjenek.

A jegybanki transzparencia kérdéskörében azonban fontos közgazdasági érvek is felmerülnek, ebben a tanulmányban elsősorban ezekre kívánunk összpontosítani. Közgazdasági szempontból az átláthatóság kérdése szorosan kapcsolódik az inflációs hajlam kiküszöbölésének, illetve a sokkokra adható optimális monetáris politikai reakció témájához. A korábban főáramnak számító neoklasszikus irányzat szerint a monetáris politika rövid távú reálgazdasági hatása abból fakad, hogy információs aszimmetria következtében a jegybank az előzetesen kialakult (racionális) várakozásoktól eltérő mértékű infláció gerjesztésével (azaz inflációs meglepetéssel) képes rövid távon befolyásolni a gazdasági aktivitást. Ilyen adottságok mellett az átláthatóság növelése – ami segít a jegybank által valójában szándékolt inflációs szint eltalálásában – csökkenti a jegybank azon képességét, hogy meglepje a gazdasági szereplőket, így a monetáris politika hatásossága csökken. Ez utóbbi egyértelműen előnyös lehet egy dezinflációs folyamat során (alacsonyabb reálgazdasági áldozat),² illetve olyan helyzetekben, amikor a jegybank valamilyen külső nyomás hatására a potenciális szintet meghaladó kibocsátást kívánna elérni, ami hosszú távon csupán az infláció átlagos szintjének emelkedéséhez vezetne (inflációs hajlam kikerülése). A monetáris politika hatásosságának fenti módon történő visszaesése ugyanakkor kevésbé előnyös, ha a gazdaságot kínálati típusú sokkok érik,³ azok varianciája magas, és a jegybank antiinflációs hitelessége erős, mivel ebben az esetben megakadályozhatja a sokkokra adandó optimális választ.

A monetáris politikával kapcsolatos gondolkodásban egyre nagyobb teret nyerő neoklasszikus modellek (például *Clarida és szerzőtársai* [1999]) alapján az előbbiekkal részben ellentétes következtetések fogalmazhatók meg. Ezekben a modellekben a monetáris politika reálgazdasági hatása nem az információs aszimmetrián alapul, hanem az árak és a bérek ragadóságán, így az átláthatóság növelésével nem csökken a monetáris politika hatásossága, sőt bizonyos feltételezések teljesülése esetén inkább erősödik. A neoklasszikus modellekben a nominális merevségekkel szembesülő, előretekintő gazdasági szereplők döntései határozzák meg a kibocsátási rés és az infláció nagyságát, így ez utóbbi változók szintén „előre tekintővé” válnak, tehát aktuális értékük függni fog várható pályájuktól, amelyekre a jegybank közvetlen befolyást gyakorol. Ebből következően a monetáris politika rövid távon hatásosabbá tehető, ha a gazdasági szereplőknek a monetáris politika jövőbeli alakulására vonatkozó várakozásait befolyásolják. Ha a piaci szereplők nem rendelkeznek teljes információval (vagy a jegybankéval megegyező információshalmazzal), a várakozások hatásos befolyásolásának szükséges feltétele a jegybank jövőbeli lé-

² A neoklasszikus modellben ha a racionális, előre tekintő gazdasági szereplők tökéletesen anticipálják az infláció csökkenését, a dezinfláció nem jár reáláldozattal.

³ A kínálati sokkok olyan, előre nem látott kínálatoldali események, amelyek az inflációt és a kibocsátási rést ellenkező irányba mozdítják el.

péseinek előrejelezhetőségét segítő információk nyilvánosságra hozatala. Míg tehát a neoklasszikus esetben az átláthatóság hiánya (azaz az információs aszimmetriája) a monetáris politika hatásosságának kulcsa, addig a neokeynesi keretben az átláthatóság egy új transzmissziós csatorna (a gazdasági szereplők várakozásainak közvetlen befolyásolása) működtetésének fontos eszköze.

Először definiáljuk a jegybanki átláthatóság fogalmát, majd két egyszerűbb modell segítségével kibontjuk a közgazdasági elmélet már vázolt átláthatósággal kapcsolatos érveit és ellenérveit, végül rövid kitekintést nyújtunk a kapcsolódó empirikus irodalomra. Ezután rámutatunk az átláthatóság egyes, a jegybanki gyakorlatban jelentkező korlátaira, s áttekintjük a Magyar Nemzeti Bank transzparenciával kapcsolatos tapasztalatait az inflációs célt követő rendszer első öt évében. Végül következtetéseket fogalmazunk meg.

A jegybanki átláthatóság elméleti megközelítésben

A következő rövid elméleti részben a jegybanki átláthatóság széles körben megfigyelhető növekedésére a közgazdasági elmélet alapján keresünk magyarázatot. Az áttekintés nem teljes körű, elsősorban a jelen tanulmány fogalmi kereteit fektetjük le. A bemutatott két modell alkalmas lehet arra, hogy rávilágítson a jegybanki transzparenciával kapcsolatos közgazdasági gondolkodás változásának néhány fontos állomására.

A jegybanki átláthatóság elemzéséhez azonban először szükséges a fogalom pontos definiálása. Az átláthatóság szükségességének kérdése abban az esetben merül fel, ha a jegybank és a többi gazdasági szereplő között információs aszimmetria áll fenn, azaz a jegybank a gazdasági szereplők számára releváns – döntéseiket potenciálisan befolyásoló – ügyekben nem nyilvános (magán) információval rendelkezik. Egy jegybank közgazdasági szempontból akkor tekinthető tökéletesen átláthatónak, ha a számára elérhető, a döntései alapjául szolgáló információs halmaz az összes gazdasági szereplő számára ismert. Ez az információs halmaz tartalmazhatja az alkalmazott cél- és eszközrendszert, a monetáris politikai döntéseket, a döntések indoklásait, előrejelzéseket, a jegybank stratégiai viselkedésének szabályosságait és a monetáris politika alakításának szempontjából releváns sokkok, változók alakulását.

Előbbieket egy közgazdasági modell keretébe helyezve, akkor beszélhetünk az átláthatóság növekedéséről, ha csökken vagy megszűnik a bizonytalanság olyan paraméterek, változók vagy sokkok értékei körül, amelyekkel kapcsolatban a jegybank magáninformációval rendelkezik. Ez az információs aszimmetria eredhet az alkalmazott közgazdasági modell alapfeltevéseiből vagy időzítési struktúrájából, illetve mértéke egyes esetekben lehet a jegybank számára endogén. A gazdasági szereplők a jegybank preferenciáiról közvetlenül (például explicit jegybanki bejelentések) és közvetetten (például az eszközváltozó vagy a gazdasági kimenetek alakulásából) is szerezhetnek információt.

A gyakorlatban a gazdaságot tökéletesen leíró pontos modell hiányában, valamint mérési problémák következtében egyetlen jegybank sem rendelkezik teljes információval a gazdaság állapotáról és várható pályájáról. A gazdasági szereplőknek pedig – különböző okokból megjelenő információs aszimmetriák miatt – nincsenek tökéletes információik a jegybank számára rendelkezésre álló információs halmazról. A valóságban tehát mind a jegybank, mind a többi szereplő tökéletlen információval rendelkezik a gazdasági környezetről, azonban ezek pontossága eltérő lehet. Ugyanakkor megalapozottan lehet feltételezni, hogy a gazdasági szereplők közül a jegybank fekteti a legtöbb erőforrást a szükséges makrogazdasági információk megszerzésébe és feldolgozásába. Ahogy azonban például *Woodford* [2005] is rámutat, a jelenlegi információs és kommunikációs eljárások mellett kevésbé reális az a feltételezés, amely szerint egy jegybank fundamentális gazda-

sági változókkal vagy számára exogén sokkokkal kapcsolatban hosszabb távon magáninformációval rendelkezzen. A magáninformáció feltételezése elsősorban a jegybank számára endogén változók (döntések, célok, előrejelzések, előrejelzések megszabása stb.) esetében lehet reális.

Az átláthatóság definíciójának kérdésében a jegybanki transzparenciát gyakorlati szempontból vizsgáló szakirodalom sem egységes. *Geraats* [2001] például a jegybanki transzparencia öt típusát különbözteti meg: politikai, gazdasági, eljárási, stratégiai és működési. *Carpenter* [2004] ugyanakkor három, általánosabb, kevésbé átfedő kategóriát állít fel: eszköz-, cél- és megvalósítási transzparencia. Ez utóbbi kategorizálás jobban illeszkedik az elmülethez, míg az előbbi könnyebben operacionalizálható, ami megkönnyíti az empirikus vizsgálatok folytatását. A tanulmányban – ahol szükséges – az áttekinthetőség fenntartásának céljából a *Carpenter*-féle transzparenciakategorizálást követjük.

Eszköztranszparenciáról abban az esetben beszélhetünk, ha a jegybanki instrumentum alakulása nyilvános, annak megváltozásáról a gazdasági szereplők valós (vagy közel valós) időben értesülnek. A *céltranszparencia* egy modellkeretben a jegybanki preferenciák (például célfüggvény) teljes nyilvánosságra hozatalát jelenti. Az eszköz- és céltranszparencia nem teljesen független egymástól, mivel ha a szereplők képesek megfigyelni a jegybanki eszköz alakulását, abból következtetéseket vonhatnak le a jegybank preferenciáival kapcsolatban. A gyakorlatban a céltranszparencia a kvantitatív és/vagy kvalitatív jellegű jegybanki cél(ok) nyilvánosságra hozatala mellett – több cél együttes fennállása esetén – a célok relatív fontosságának (hierarchiájának) publikálását jelenti. A *megvalósítási transzparencia* akkor érvényesül, ha a jegybank publikussá teszi a gazdaság struktúrájáról és működéséről vallott elképzeléseit, modelljét, s ezek alapján a gazdasági szereplők egy adott sokk bekövetkezése esetén következtetni tudnak a jegybank reakciójára. Mivel döntéseit egyetlen jegybank sem hozza mechanikusan, kizárólagosan egy modellre támaszkodva, ez nem csupán az előrejelzéshez használt modell publikálását jelenti, hanem felöleli a monetáris politika stratégiai kereteinek, az érvényesülő feltételezések, az előrejelzéseket övező bizonytalanság átfogó bemutatását is. Szintén a megvalósítási transzparenciához sorolható a jegybanki instrumentum jövőbeli pályájára vonatkozó előrejelzések, információk nyilvánosságra hozása.

Geraats [2002] elméleti áttekintő írásában a jegybanki átláthatóság közgazdasági hatásának két általános csatornáját különbözteti meg. Az átláthatóság foka – a jegybank reputációs hatásán keresztül – egyrészt a gazdasági szereplők várakozásait övező bizonytalanságot befolyásolja (*uncertainty effect*), másrészt pedig ösztönző hatást fejthet ki (*incentive effect*) a jegybank és a gazdasági szereplők közti stratégiai interakcióban.⁴ A gazdasági szereplők például joggal feltételezhetik, hogy egy inflációra hajló jegybank nem lesz transzparens preferenciáiban, mivel valódi céljainak felfedése a racionális várakozások esetén megnehezítené vagy lehetetlenné tenné azok elérését. Egy kezdetben alacsony hitelességű, antiinflációs reputációval nem rendelkező jegybank esetében ugyanakkor az átláthatóság növelése hiteles jelzésként működhet a jegybank valós preferenciáiról, ami hozzájárulhat a jegybank antiinflációs hitelességének megerősödéséhez.

A következőkben két, a jegybanki transzparencia irodalmában gyakran használt, zárt gazdaságra felírt modellt mutatunk be, amelyben az átláthatóság fogalma értelmezhető. A két eltérő típusú modell – egy neoklasszikus, illetve egy neokeynesi – jól tükrözi az átláthatósággal kapcsolatos közgazdasági gondolkodás változását, azonban nem kívánjuk azt sugallni, hogy ez közvetlen, ok-okozati kapcsolatban áll a jegybanki transzparencia széles körben megfigyelhető növekedésével.

⁴ Azaz a jegybank múltbeli és jelenbeli viselkedése befolyásolja az inflációs várakozások alakulását.

A jegybanki transzparencia neoklasszikus modellekben

A közgazdasági elméletben a jegybanki transzparencia kívánatoságának megítélése jelentősen függhet attól, hogy milyen modellel írjuk le az infláció, a reálgazdaság és a monetáris politika kapcsolatát, illetve milyen típusú jegybanki és/vagy társadalmi veszteségfüggvényt alkalmazunk. A neoklasszikus, lucasi típusú aggregált kínálati egyenletet tartalmazó modellek esetében a monetáris politika (rövid távú) reálgazdasági hatást a kialakult várakozásoktól eltérő, „meglepetésinfláció” gerjesztésével tud elérni. Ahhoz, hogy a jegybank (racionális) várakozásokkal rendelkező gazdasági szereplők esetében inflációs meglepetést tudjon okozni, szükséges az információs aszimmetria feltételezése. A jegybank nem nyilvános információval rendelkezhet többek között egyes fundamentális változókkal, a gazdaságot ért sokkokkal vagy saját célfüggvényének változóival és paramétereivel kapcsolatban. Ez a típusú információs aszimmetria racionális várakozások és tőkéletesen rugalmas árak mellett is lehetővé teszi, hogy a monetáris politika reálgazdasági hatást érjen el (Cukierman [1992]).⁵

E korlátokat szem előtt tartva, a következőkben egy egyszerű, lucasi kínálati görbével rendelkező modellben *Faust–Svensson* [2002] alapján definiáljuk a jegybanki átláthatóságot, és szemléltetjük annak szerepét. A modell egy kínálati és egy keresleti egyenletből, valamint egy jegybanki veszteségfüggvényből áll. A kínálati oldalt egy lucasi típusú Phillips-görbe összefüggés határozza meg. Az adott időszakbeli kibocsátás (y_t) az előző periódusban rendelkezésre álló információk alapján várt ($E_{t-1}\pi_t$), illetve az aktuális infláció (π_t) különbségének és egy kínálati sokknak (e_t) a függvénye.

$$y_t = \alpha(\pi_t - E_{t-1}\pi_t) + e_t. \quad (1)$$

A keresleti oldalt a (2) egyenlet írja le, ahol a jegybank az inflációt η_t mértékű kontrollhiba⁶ mellett közvetlenül az általa szándékolt szintre ($\bar{\pi}_t$) képes beállítani. A szándékolt szint a gazdasági szereplők elől rejtve marad, arra csak a realizálódott inflációs kimenetből tudnak következtetni.

$$\pi_t = \bar{\pi}_t + \eta_t. \quad (2)$$

A jegybank a (3) – *ad hoc* – veszteségfüggvényt minimalizálja, amely a kibocsátás megcélzott szintjétől, illetve az infláció nullától vett négyzetes eltérését bünteti:

$$L_t \equiv \phi_y [y_t - (y^n + z_t)]^2 + \phi_\pi \pi_t^2, \quad (3)$$

ahol y^n a potenciális kibocsátás, ϕ_y és ϕ_π a kibocsátási rés és az infláció stabilizálásának súlyai, z_t sokk pedig azt tükrözi, hogy a jegybank valamilyen (exogén) okból⁷ kíván a potenciálisnál magasabb kibocsátást elérni. A z_t sokk időben változó, és a gazdasági szereplők számára közvetlenül nem megfigyelhető.

A modell időzítési struktúrája a következő: a $t-1$ -edik periódus végén az inflációs várakozások kialakulnak, ezután a kínálati sokk bekövetkezik, a jegybank mindkettőt megfigyeli. Ezt követően a jegybank a kínálati sokk e_t és z_t alapján meghatározza az általa szándékolt inflációt ($\bar{\pi}_t$), majd realizálódik a kontrollhiba, η_t . Ezek alapján kiala-

⁵ Meg kell azonban említeni, hogy ezekben a modellekben az inflációs meglepetés reálhatásának indoklása és a jegybank veszteségfüggvénye *ad hoc* jellegű, a gazdaság keresleti és kínálati oldalát leíró egyenletek pedig redukált formájúak, nincs mikroökonómiai megalapozottságuk.

⁶ A kontrollhiba megnevezés arra utal, hogy a jegybank nem képes teljes mértékben az általa kívánt szintre beállítani az inflációt. A kontrollhiba tehát felfogható olyan exogén sokkhatásként, ami időben azután jelentkezik, miután a jegybank már meghatározta az általa kívánatosnak tarott inflációs szintet.

⁷ Például y^n valamilyen piaci tőkéletlenség következtében nem egyezik meg a hatékony kibocsátással, a jegybank pedig külső, politikai kényszerrel szembesül.

kul a t -edik periódus inflációja, π_t . A gazdasági szereplők a t -edik periódus végén π_t -t a kínálati sokkal együtt megfigyelik, és meghatározzák a kibocsátás szintjét, y_t -t. Ebben a modellben lényeges leegyszerűsítés, hogy a jegybanki instrumentum nincs explicit módon modellezve, így annak változásából sem tudnak a gazdasági szereplők következtetni a jegybank szándékára.

Mivel az információs aszimmetria a modell típus működési mechanizmusának kulcs-eleme, a jegybanki transzparenciának (illetve hiányának) a szerepe is közvetlenül megjelenik. A jegybank a periódus végén, a következő periódusra vonatkozó várakozások kialakulása előtt, egy nyilvános bejelentést tesz a kontrollhiba mértékéről: $\xi_t = \eta_t + v_t$, ami a realizálódott és csak a jegybank által megfigyelt inflációs kontrollhiba és egy zajtényező összegeként áll elő. Ez utóbbi lehet endogén, illetve exogén is. A gazdasági szereplők így egy információszerzési problémával (*signal extraction problem*) szembesülnek. *Faust–Svensson* [2002] e keretben definiálja a jegybanki transzparencia fogalmát, ami az inflációs kontrollhiba varianciájának és a nyilvánosságra hozott információ varianciájának hányadosa:⁸

$$\tau \equiv \frac{\sigma_\eta^2}{\sigma_\eta^2 + \sigma_v^2}.$$

Ha $\sigma_v^2 = 0$, azaz $t = 1$, akkor a bejelentés tökéletesen korrelál a kontrollhibával, így a gazdasági szereplők a rendelkezésre álló információból ki tudják találni a jegybank által szándékolt infláció mértékét, amiből pedig következtetni tudnak a jegybank kibocsátási célját ért sokk, z_t nagyságára. Ha $\sigma_v^2 \neq 0$, akkor a gazdasági szereplők nem tudják pontosan megállapítani, hogy az általuk várt és a megfigyelt infláció különbsége a jegybank szándékát vagy csupán a kontrollhibát tükrözi. σ_v^2 növekedésével a piaci szereplők egyre kisebb pontossággal tudnak következtetni az inflációs kontrollhiba nagyságára (és így z_t nagyságára), ami növeli a jegybank mozgásterét az infláció–kibocsátás átváltás kihasználásában.

A fent vázolt neoklasszikus keretben $z_t > 0$ esetén az átláthatóság (azaz jelen esetben τ) növelése csökkenti az inflációs hajlam mértékét, mivel felfedi, ha a jegybank szisztematikusan a potenciálist meghaladó kibocsátás elérésére törekszik. A gazdasági szereplők ezt beépítik inflációs várakozásaikba, így a jegybank nem lesz képes meglepetésinfláció útján reálgazdasági hatást elérni, csupán az infláció szintje lesz tartósan magasabb. Ha tehát a jegybank valamilyen módon kötelezett arra, hogy magas fokú transzparencia mellett működjön, akkor az inflációs hajlam kiküszöbölhető. Az átláthatóság megkövetelése ebben az esetben egy, a hosszú távú alacsony infláció melletti elköteleződést biztosító vagy azzal ekvivalens eszközként (*commitment technology*) is felfogható (lásd még *Sibert* [2006]).

Ha azonban a jegybank célfüggvényében $z_t = 0$ minden t -re (tehát nincs inflációs hajlam), és a gazdaságot jelentős kínálati sokkok érik, az átláthatóság növelése a fenti modellkeretben kevésbé kívánatos, mivel a jegybank és a piaci szereplők közti információs aszimmetria mérséklésével csökken a stabilizációs célú (azaz például egy kínálati sokkra optimálisan reagáló) monetáris politika hatásossága. *Faust–Svensson* [2002] eredményeikkel összhangban hangsúlyozza – utalva az amerikai a Fed, illetve a német Bundesbank korábbi gyakorlatára is –, hogy a már kiépült antiinflációs reputációjú jegybankok esetében az alacsonyabb fokú transzparencia valószínűbb. A változatlanul erős antiinflációs reputációjú Fed azonban az elmúlt évek során egyértelműen transzparenssebbé vált, ami kétségessé teszi előbbieket érvényességét.

⁸ Ez a megközelítés a fejezet elején felvázolt csoportosítás alapján leginkább a megvalósítási transzparenciához áll közel.

Egy neoklasszikus modellben tehát az átláthatóság növelésének az egyértelműen előnyös ösztönző hatások mellett triviális költségei is lehetnek. Kínálati sokk bekövetkezése esetén – standard, a kibocsátási résben és az inflációban négyzetes veszteségfüggvényt feltételezve – a monetáris politika akkor jár el optimálisan, ha annak hatását a veszteségfüggvényben betöltött súlyokkal arányosan megosztja az infláció és a kibocsátás között. Ahhoz azonban, hogy ez megvalósítható legyen, szükséges, hogy a monetáris politika képes legyen „meglepni” a gazdasági szereplőket, mivel ennek hiányában nem képes a kibocsátás szintjét befolyásolni. Ha a monetáris politika transzparens a kínálati sokk bekövetkezésében, és célfüggvénye is ismert, a racionális gazdasági szereplők inflációs várakozásaiba beépül a várható reakció, így az nem jár reálgazdasági hatással.

Meg kell említenünk, hogy a neoklasszikus modellek jegybanki alkalmazásban nem terjedtek el széles körben, mivel kiinduló feltételezéseik (tökéletesen rugalmas árak, csak a meglepetésinflációnak van reálhatása stb.) empirikus érvényessége megkérdőjelezhető. Részben ebből is következik, hogy bár a neoklasszikus modellek következtetései az inflációs hajlam problémájával kapcsolatban jelenleg is széles körben elfogadottak, más tekintetben kevésbé bizonyultak időtállóknak.

Transzparencia neokeynesi modellekben

A monetáris politika elemzésében egyre inkább főárammá váló neokeynesi modellekben a jegybanki transzparencia az előzőekben bemutatott modelltípushoz képest részben eltérő következtetésekhez vezet. A neokeynesi típusú modellek legfőbb különbsége a neoklasszikus megközelítéssel szemben, hogy a monetáris politika reálgazdasági hatása nem egy, a jegybank és a gazdasági szereplők között fennálló információs aszimmetriából, hanem az árazási és/vagy bérezési döntésekben érvényesülő nominális merevségekből ered. Ezek a modellek feladják a tökéletesen rugalmas árak és/vagy bérek feltételezését, monopolisztikusan versenyző, szakaszosan és átfedően árazó vállalatokat vezetnek be, az aggregált keresletet és kínálatot leíró egyenleteik pedig nem *ad hoc* jellegűek, hanem az optimalizáló és előretekintő gazdasági szereplők döntéseiből vezethetők le. Fontos különbség továbbá, hogy ezekben a modellekben az infláció reálgazdasági költségei expliciten megragadhatók, így konstruálható bennük egy olyan, az inflációt és a kibocsátási rést is tartalmazó veszteségfüggvény, amely a reprezentatív háztartás hasznosságfüggvényéből származtatható.⁹

A következőkben egy tipikus neokeynesi modell redukált formáját írjuk fel egy kínálati és egy keresleti egyenlet, illetve egy monetáris politikai szabály alkalmazásával. A „kanonizált” neokeynesi modell részletes kifejtése megtalálható többek között *Clarida és szerzőtársai* [1999]-ban. A kínálati oldalt egy Phillips-görbe típusú összefüggés adja, ami Calvo-típusú, szakaszos és átfedő árazást folytató, előretekintő vállalatok optimalizáló viselkedéséből adódik. A neokeynesi Phillips-görbe a (4) egyszerű felírásában az aktuális infláció az egy periódussal későbbi inflációs várakozások ($E_t \pi_{t+1}$) a kibocsátási rés (x_t) alakulásától, illetve egy költségsokkától (u_t) függ.¹⁰ A sokkról feltételezzük, hogy a potenciális kibocsátás szintjét nem befolyásolja, így következtében a monetáris politika

⁹ Woodford [2001] megmutatta, hogy a reprezentatív háztartás várható hasznosságából másodfokú Taylor-közelítéssel a kibocsátási résben és az inflációban négyzetes veszteségfüggvény származtatható.

¹⁰ Az aggregált egyenlet a vállalatok optimális döntési feltételeinek stabil egyensúly körüli loglinearizációjából adódik. A kibocsátási rés az aktuális és a rugalmas áras egyensúlyi kibocsátás függvénye. Ez utóbbi az egyszerűbb neokeynesi modellekben egybeesik a hatékony kibocsátással, mivel azok feltételezik, hogy a monopolisztikus versenyből fakadó piaci tökéletlenséget a gazdaságpolitika más – nem monetáris politikai – eszközökkel korrigálja.

átváltással szembeül, mivel nem tudja egyszerre az inflációt és a kibocsátási rést is stabilizálni (illetve nullára zárni).

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \kappa x_t + u_t, \quad (4)$$

ahol β diszkonttényező, σ egy fogyasztási hasznossági függvény relatív kockázatkerülési paramétere, κ pedig a modell egyéb strukturális paramétereinek függvénye. A modell aggregált keresleti oldala a reprezentatív háztartások egyensúlyi fogyasztási pályája körüli loglinearizációból vezethető le.¹¹ A kibocsátási rés itt az egy periódussal későbbi kibocsátási réstre vonatkozó várakozások, a reálkamat természetes szintjétől vett eltéréseinek és egy keresleti sokknak függvénye:

$$x_t = E_t x_{t+1} - \sigma(i_t - E_t \pi_{t+1} - r_t^n) + e_t, \quad (5)$$

ahol $i_t - E_t \pi_{t+1}$ az előrettekintő reálkamat, r_t^n a „természetes”, azaz a rugalmas áras egyensúlyban érvényesülő reálkamat

A modellt egy monetáris politikai szabály zárja, ami összeköti a jegybanki eszközváltozó alakulását a reálkamat természetes rátájának alakulásával, a kibocsátási réssel és az infláció céltól (ami jelen esetben 0) vett eltéréseivel. Ahogy fentebb már utaltunk rá, a neokeynesi modellekben felírható egy olyan optimális, a társadalmi hasznosságból származtatható veszteségfüggvényt minimalizáló monetáris politikai szabály, amelyben a kibocsátási réshez és az inflációhoz rendelt súlyok (ϕ_x és ϕ_π) a modell strukturális paramétereinek függvényei.

$$i_t = r_t^n + \phi_x x_t + \phi_\pi \pi_t. \quad (6)$$

A neokeynesi modellek redukált formájú felírásában tehát az infláció és a kibocsátási rés is előrettekintő változó, azaz aktuális értékük függ a jövőben várható pályájuktól. A monetáris politika hatása az inflációra és a reálgazdasági folyamatokra így közvetlenül függ a jegybanki eszközváltozó gazdasági szereplők által várt pályájától. Többen rámutattak, hogy e keretben a monetáris politika akkor optimális, ha egy teljes, állapotfüggő terv mellett köteleződik el (lásd például Woodford [2003] 7. fejezet, Clarida és szerzőtársai [1999]). Az elköteleződés – amennyiben a gazdasági szereplők hitelesnek ítélik, és döntéseikbe foglalják azt – még inflációs hajlam hiányában, a jóléti szempontból releváns kibocsátási rés célzása mellett is erőteljesebb az időperiódusonként újraoptimalizáló, diszkrecionális politikánál, illetve költségsokkok bekövetkezése esetén javítja az infláció és a kibocsátási rés közti átváltást. A valóságban természetesen egy minden világalapra és végtelen időhorizontra érvényes optimális állapotfüggő terv nyilvánvaló megvalósíthatósági korlátokba ütközik. Ennek számos oka lehet: ilyenek például a modellbizonytalanság, a mérési és előrejelzési hibák, a nem megfigyelhető változók és a számítási és adatfeldolgozási kapacitás nyilvánvaló korlátai.

Ebből következően a hiteles elköteleződésből származó potenciális előnyöket kihasználni kívánó modern jegybankok egy teljes állapotfüggő terv helyett tipikusan egy szisztematikus vonásokat tartalmazó, de kivételes esetekben akár nagyobb fokú diszkrecionalitást is megengedő stratégiai keret mellett köteleződnek el. Ilyen lehet például az inflációs cél követése, amely az árstabilitás középtávú fenntartására törekszik, azonban rövid távon mozgásteret hagy a kínálati/költségsokkokhoz való részleges alkalmazkodásra.

Az egyszerűbb neokeynesi modellek tökéletes informáltságot, racionális várakozáso-

¹¹ A várakozásoknak a modellben betöltött központi szerepe még jobban látható (4) és (5) előre iterálásával: $\pi_t = \kappa \sum_{k=0}^{\infty} \beta^k E_t x_{t+k}$ illetve $x_t = -\sigma \sum_{k=0}^{\infty} E_t (i_{t+k} - \pi_{t+k+1} - r_t^n)$.

kat¹² és teljesen hiteles monetáris politikát feltételeznek. Egy ilyen leegyszerűsített keretben a transzparenciának nincs szerepe, hiszen a jegybank és a gazdasági szereplők információs halmaza közös. Ha azonban a fenti feltételezések valamelyikét feloldjuk, az átláthatóság fontos szerephez jut, ugyanis ahhoz, hogy a gazdasági szereplők várakozásainak alakítása céljából a jegybank képes legyen elköteleződni egy szisztematikus stratégiai keret mellett, szükséges, hogy a stratégia elemei nyilvánosak legyenek. Ahhoz azonban, hogy a gazdasági szereplők döntéseik meghozatalakor ténylegesen figyelembe vegyék a jegybank által bejelentett stratégiából következő várható lépéseket, a bejelentésnek, illetve a stratégia melletti elköteleződésnek hitelesnek kell lennie. Az átláthatóság a hitelesség kérdésében is fontos szerephez jut. A monetáris politika hitelessége annál erősebb, minél inkább összhangban állnak a jegybank lépései a korábban bejelentett stratégiai kerettel. Ha a gazdasági szereplők nem tökéletesen informáltak, az előbbi szükségessé teszi, hogy a jegybank bemutassa és megmagyarázza, hogy az aktuális monetáris politikai lépések miként illeszkednek az előre bejelentett stratégiai keretbe.

A következőkben az elköteleződésben betöltött fontos szerepétől elvonatkoztatva, az átláthatóság bizonytalanságcsökkenő hatásának következményeit vizsgáljuk egy egyszerűbb neokeynesi modell segítségével. Walsh [2005] információs tökéletlenségeket bevezetve, a céltranszparencia kérdését egy leegyszerűsített transzmissziós mechanizmust tartalmazó, nem előretékintő keresleti oldallal rendelkező, neokeynesi keretben vizsgálta, diszkrecionális monetáris politika mellett. A modell keresleti oldala emlékeztet Faust-Svensson [2002] már bemutatott specifikációjára, azonban lényeges különbség, hogy jelen esetben – a neokeynesi modellek logikáját követve – a jegybank az inflációt nem közvetlenül, hanem csupán a kibocsátási résen keresztül képes befolyásolni:

$$x_t = x_t^I + v_t, \quad (7)$$

ahol x_t a kibocsátási rés x_t^I a jegybank instrumentuma, v_t pedig egy keresleti sokk.

A Walsh által felállított modellben a jegybanki instrumentum változása nyilvános információ, azonban a monetáris politika preferenciái nem feltétlenül nyilvánosak. Egy adott periódusban árazó vállalatok árazási döntésük meghozatalakor ismerik a jegybanki instrumentum állását, azonban nem tudják megfigyelni a többi vállalat árait és a gazdaságot ugyanabban a periódusban érő sokkokat, ezekre vonatkozóan csak várakozásokkal rendelkeznek. A jegybanki instrumentum változása ebben a keretben nyilvános információt hordoz, hiszen a piaci szereplők ebből következtetnek a jegybank által érzékelt sokkokra. A jegybank és a piaci szereplők egyéni, de tökéletlen információval rendelkeznek a gazdaságot érő kínálati és keresleti sokkokról, ezekről zajos jelzéseket kapnak. A jegybank továbbá endogén módon dönt, hogy rövid távú kibocsátási rés célját (ami az alkalmazott keretben ekvivalens az inflációra vonatkozó céllal, mivel a monetáris politika diszkrecionális, így csupán a kibocsátási rés csatornáján keresztül hat az inflációra) bejelenti, vagy sem. A kibocsátási résre vonatkozó rövid távú cél információt hordoz a jegybank által előre jelzett kínálati és keresleti sokkokról.

Walsh ebben az elemzési keretben rámutat, hogy ha a jegybank a többi gazdasági szereplőnél számottevően jobban tudja előre jelezni az aggregált sokkokat, akkor a jegybanki cél tekintetében a teljes transzparencia optimális lehet. A jegybanki előrejelzés precizitásának növekedése csökkenti az infláció volatilitását, ugyanakkor a kibocsátási rését növeli, mivel a sokkok pontosabb előrejelzése egyúttal erőteljesebb monetáris poli-

¹² Orphanides és Williams (2003) a racionális várakozások feltételezésének feladását vizsgálta egy lucas-i típusú kínálati oldallal rendelkező modellben. Eredményeik alapján már a racionális várakozásoktól történő kismértékű eltérés is jelentősen befolyásolhatja a monetáris transzmissziót. Továbbá, ha a piaci szereplők adaptívan tanulnak a jegybanki transzparencia növelése pozitív jóléti hatással jár.

tikai reakcióhoz vezet. Az átláthatóság növelése tehát az olyan jegybankok esetében előnyös, amelyek az infláció stabilitására nagyobb (de nem kizárólagos) súlyt fektetnek, mint a kibocsátási részére; tipikusan ilyenek az inflációs célt követő jegybankok. A jegybanki cél(ok) nyilvánosságra hozása szükségtelenné teszi, hogy a gazdasági szereplők potenciálisan nagyobb hiba mellett az eszközváltozó alakulásából következtessenek ezekre. A célok bejelentése növeli továbbá a jegybank mozgásterét a keresleti sokkokra történő reagálásban, ugyanakkor a modell információs struktúrájából következően a többi gazdasági szereplő döntéseit érzékenyebbé teszi a jegybanki előrejelzési hibára.

Jensen [2002] egy kétperiódusos neoklasszikus modellben – az inflációs hajlamhoz vezető kibocsátási cél lehetőségét bevezetve, a (7) modell eltérő interpretációja mellett (nála x_t^i a jegybank kibocsátási célja, v_t pedig a kontrollhiba), illetve a *Faust–Svensson* [2002] transzparenciadefinícióját használva – arra az eredményre jutott, hogy a jegybanki transzparencia társadalmi jólétnövelő hatása akkor a legnagyobb, ha a jegybank kezdeti hitelessége és/vagy politikai függetlensége alacsony. Egy tökéletesen hiteles és teljes mértékben független jegybank esetében ugyanakkor a nagyfokú átláthatóság szuboptimális lehet, amennyiben a gazdaságot érő költségsokkok varianciája magas. Ez utóbbi eredmény annak a következménye, hogy az átláthatóság növelésével (azaz a kontrollhibavariancia nagyobb részének nyilvánosságra hozatalával) a gazdasági szereplők inflációs várakozásai érzékenyebbek lesznek a monetáris politika alakulására, így az túlzott hangsúlyt helyezhet az infláció stabilizálására, és nem a társadalmi optimumnak megfelelően osztja meg a költségsokk hatását a kibocsátás és az infláció között. Ez utóbbi eredmény érvényességét ugyanakkor korlátozza, hogy a keresleti oldal *Jensen* [2002] modelljében nem előretekintő, a periódusok száma véges, illetve az inflációs hajlam elkerülésére és a hiteles elköteleződésre nincs lehetőség. *Jensen* nem foglalkozik továbbá azzal az eshetőséggel, ha a jegybank a várakozások kialakulását megelőzően nyilvánosságra hozza a gazdaságot érő kínálati sokkal kapcsolatos magáninformációját, amely esetben a racionális szereplők az infláció megugrását nem egy túlzottan magas kibocsátási cél hatásának tulajdonítják, így nem sérül a jegybank reputációja.

Geraats [2004] egy a szokásostól eltérő időzítési struktúrájú,¹³ lucasi típusú, illetve egy neoklasszikus modellben amellet érvel, hogy az inflációs hajlam megszüntetéséhez nem feltétlenül elegendő az alacsony infláció melletti hiteles elköteleződés. Eredményei szerint az inflációs hajlam akkor tűnik el teljesen, ha a gazdasági szereplők számára nyilvánossá válik, hogy a jegybank milyen sokkokra reagál. Ez szintén a jegybanki előrejelzések nyilvánossága melletti erős érvnek tekinthető.

Az átláthatóság korlátai – egy információelméleti eredmény

Morris–Shin [2002], illetve *Amato–Morris–Shin* [2003] szerint a jegybanki transzparencia növelése káros jóléti hatással járhat abban az esetben, ha nyilvános információ zajossága jelentősen meghaladja a gazdasági szereplők magáninformációjának zajosságát. A nyilvános információ koordinációs eszközzé válhat tökéletlen (aszimmetrikus) információ és magasabb rendű várakozások kialakulása esetén.¹⁴ Ebben a keretben a bank által publikált nyilvános információba kerülő zaj torzító hatású és önbeteljesítő túlreagáláshoz vezethet, mivel a publikus információ pontosságának növelésével a gazdasági szereplők

¹³ A gazdasági szereplők már az adott periódusra vonatkozó inflációs várakozásaik kialakítása előtt megfigyelik a jegybanki instrumentum megváltozását.

¹⁴ A magasabb rendű várakozások azt jelentik, hogy a piaci szereplők várakozásaik kialakításakor figyelembe veszik a többi piaci szereplő várható döntéseit is.

kisebb súlyt helyeznek saját – esetlegesen kevésbé zajos – magáninformációjukra. Ha ez utóbbi jelentősen kevesebb zajt tartalmaz, mint a jegybanki információ, akkor a publikus információ súlyának növelése negatív jóléti hatással járhat. Svensson [2006] szerint ugyanakkor Morris és Shin eredménye egy speciális esetnek tekinthető: specifikus az általuk alkalmazott paraméterfeltevésekre és a célfüggvény formájára. Svensson bemutatja, hogy a jegybanki információ zajosságára vonatkozó valószínűbb paraméterfeltevések mellett Morris és Shin eredménye a jegybanki átláthatóság mellett szól.

Következmények

A vázolt megközelítések közt talán a legfontosabb különbség, hogy míg a neoklasszikus/lucasi típusú modellekben az alacsony infláció melletti hiteles elköteleződés egy, az inflációs hajlam elkerülését biztosító és egyben a monetáris politika hatásosságát csökkentő eszköz, addig a neokeynesi modellekben a várakozási csatorna kihasználásának egyik szükséges feltétele, ami növeli a monetáris politika hatásosságát. Általánosságban elmondható, hogy míg a neoklasszikus modellkeretben gondolkodva az átláthatósággal kapcsolatban némileg ellentmondásos eredményekre juthatunk, addig a neokeynesi megközelítés inkább az átláthatóság melletti érveket szolgáltat.

A neokeynesi megközelítésben a monetáris politika alapvetően két eszközzel képes reálgazdasági hatást elérni: az aktuális rövid kamatláb megváltoztatásával, illetve az előretekintő változók jövőbeli alakulására vonatkozó várakozások befolyásolásával. A neoklasszikus modelltypussal ellentétben tehát a monetáris politika hatásos (és hatékony) működéséhez nem az inflációs meglepetés kihasználása, hanem éppen ellenkezőleg, a gazdasági szereplők általi, minél nagyobb fokú előrejelezhetőség és kiszámíthatóság szükséges. Nem tökéletes információ esetén a gazdasági szereplők előretekintő viselkedése ugyanakkor döntéseiket érzékenyebbé teszi a jegybank által nyújtott információ esetleges zajosságára. Az átláthatóság növelése így kevésbé kívánatos az olyan területeken, ahol jelentős az információ zajosságának esélye és/vagy az információ precizitásának növelése nem racionális piaci reakciók valószínűségének emelkedésével jár együtt.

A bemutatott modellek alapján az átláthatóság jegybanki stratégiában betöltött szerepe a következő három területen tekinthető kulcsfontosságúnak.

1. Az inflációs hajlam elkerülése. Ha racionális várakozások esetén egy inflációs hajlamhoz vezető kibocsátási célt követő jegybank minél nagyobb fokú átláthatóságra kötelezett, annál inkább hatástalanná válik az infláció–kibocsátás átváltás tartós kihasználására irányuló politikája, és az csupán az infláció emelkedéséhez vezet. Az átláthatóság melletti elköteleződés, mivel a jegybank számára növeli a természetesnél magasabb kibocsátás elérésének inflációs költségeit, jó eszköz lehet az inflációs hajlam elkerülésére. Ha a jegybanknak nincs inflációs hajlamot erősítő, túlzottan ambiciózus kibocsátási célja, akkor az átláthatóság a neoklasszikus megközelítés szerint nem feltétlenül előnyös, mivel csökkenti, illetve elveszi a monetáris politika hatásosságát (azaz csökkenti azt a képességet, hogy meglepetésinflációt generáljon), így az nem lesz képes a kínálati típusú sokkokra optimálisan reagálni. Ahogy azonban már utaltunk rá, a neoklasszikus modellek kevésbé valószínű alapfeltevései folytán ez utóbbi eredmény relevanciája megkérdőjelezhető.

2. Hitelesség- és reputációépítés. Egy inflációra nem hajlamos, de nem tökéletesen hiteles jegybank esetében az átláthatóság segítheti a hitelességépítés folyamatát. A piaci szereplők ugyanis számolhatnak azzal, hogy egy nem transzparens jegybank inflációs

politikát kíván folytatni. A jegybanki preferenciák, célok átláthatóvá tétele és a kítűzött célok elérése ugyanakkor egyértelművé teszi, hogy a jegybank nem rendelkezik túlzottan ambiciózus kibocsátási céllal, ami stabilizálja az inflációs várakozásokat.

3. A monetáris politika hatásosságának növelése, a várakozások befolyásolása. A gazdasági szereplők aggregált viselkedésében kulcsfontosságúak a monetáris politika alakulására vonatkozó várakozások. Az alacsony inflációs politika melletti hiteles elköteleződés – mivel a diszkrecionális politikával ellentétben nem veszi adottnak, hanem orientálja az előretekintő gazdasági szereplők várakozásait – javítja a rövid távú infláció kibocsátási rés közötti átváltást. A hiteles elköteleződés tehát jóléti szempontból akkor is felülírja a diszkrecionális politikát, ha a jegybank nem akarja a kibocsátást szisztematikusan a természetes/potenciális szint fölé emelni. A hiteles elköteleződés megvalósításának, azaz a várakozási csatorna hatékony kihasználásának ugyanakkor nem tökéletes hitelesség és/vagy információs aszimmetria esetén szükséges feltétele a jegybanki transzparencia, mivel annak hiányában a gazdasági szereplők nem képesek teljes bizonyossággal megítélni, hogy a jegybank milyen stratégiát követ, sokkokra reagál csupán, vagy eltér a korábban vállalt elköteleződéstől.

Néhány empirikus eredmény

Az elmúlt másfél-két évtizedben a jegybanki transzparencia növekedése az infláció átlagos szintjének csökkenésével, valamint a megelőző időszaknál alacsonyabb reálgazdasági volatilitással járt együtt, azonban a közvetlen ok-okozati kapcsolat létezése, illetve erőssége empirikus úton nehezen igazolható (például *IMF* [2006]). Ahogy már bemutattuk, a jegybanki transzparencia definiálása és értékelése elméleti keretben sem egyértelmű: az átláthatóság több dimenzió mentén értelmezhető, nehezen kvantifikálható fogalom, így mérhetővé tétele szintén nehézségekbe ütközik.

Az empirikus irodalom két irányból közelíti meg az átláthatóság kérdését. Az egyik irányzat megpróbálja számszerűsíteni a jegybanki transzparencia mértékét, és az így kapott mutatókat különböző keresztmetszeti és panelregressziókban magyarázó változóként szerepelteti. A másik arra keresi a választ, hogy piaci szereplők mennyire képesek előre jelezni a jegybanki instrumentum rövid távú változását. Ez utóbbi megközelítés kevésbé explicit módon kezeli a jegybanki transzparenciát, illetve feltételezi, hogy a jegybanki döntések egy rövidebb időhorizonton történő előrejelezhetősége kapcsolatban áll az átláthatóság fokával (lásd például *Pintér-Wenhardt* [2004]).

A jegybanki transzparenciával foglalkozó empirikus tanulmányok két jelentős problémája az átláthatóság fokának mérhetővé tétele és az így kapott idősorok rövidege. Mivel a jegybanki transzparencia mértéke alapvetően kvalitatív módon határozható meg, a számszerűsített átláthatósági indexek kialakításában szükségszerűen nagy szerep jut a szubjektív megítélésnek.

Eijffinger-Geraats [2006] az 1998 és 2002 közti időszakra egy kvalitatív besoroláson alapuló átláthatósági indexet hozott létre. A jegybanki transzparenciát kérdőíves módszerrel öt kategóriában numerikusan értékelték, majd ezek alapján idő- és keresztmetszeti dimenzióban összehasonlítható átláthatósági indexeket konstruáltak. A szerzők azt találták, hogy a mintaidőszakban (1998–2002) a jegybankok transzparenciája nagymértékben növekedett. Fontos eredményük, hogy az átláthatóság nemcsak az inflációs célt követő jegybankok esetében emelkedett, illetve hogy – keresztmetszeti megközelítésben – az inflációs célt követő monetáris politika önmagában nem feltétlenül jár együtt nagyobb fokú transzparenciával. *Geraats és szerzőtársai* [2006] szintén a fenti index alapján ki-

lenc nagyobb jegybank esetében kimutatták, hogy az átláthatóság növekedése átlagosan alacsonyabb jegybanki kamatszinttel jár együtt.

Demertzis–Hughes Hallett [2002] a fenti – Eijffinger és Geraats által alkotott – átláthatósági indexet felhasználva, OECD-országokon azt vizsgálta, hogy a jegybanki transzparencia növekedése milyen hatással van az infláció és a kibocsátási rés (hosszú távú trendtől való eltérés) átlagos szintjére, illetve varianciájára. Eredményeik szerint az átláthatósági index változása az átlagos szintekre nincs szignifikáns hatással, azonban negatívan korrelál az infláció és a kibocsátási rés változékonyságával.

Chortareas és szerzőtársai [2001] egy 87 jegybankot felölelő keresztmetszeti vizsgálat során arra jutottak, hogy a jegybanki előrejelzés részletességének növelése – egyéb, potenciálisan endogenitáshoz vezető intézményi és makrogazdasági tényezőket kontrollváltozóként bevonva – csökkentheti az infláció szintjét. Az átláthatóság így módon történő növelésének inflációra gyakorolt hatása ugyanakkor csekélyebb mértékű az explicit árfolyamcélal rendelkező – illetve a már alacsony inflációs környezetben, feltételezhetően nagyobb fokú hitelesség mellett működő – jegybankok esetében.

A cseh, a lengyel és a magyar jegybankokat vizsgálva *Jarmuzek és szerzőtársai* [2004] az Eijffinger–Geraats-féle átláthatósági index kiszámítása után arra a következtetésre jutottak, hogy intézményi szempontból mindhárom ország monetáris politikai transzparenciája magas fokú, és összevethető az Európai Központi Bank gyakorlatával. A cikk a Magyar Nemzeti Bank esetében javaslatot tett a rövidített jegyzőkönyvek és a döntéshozói szavazatok publikálására, mivel a szerzők az index számításának időpontjában – 2003. május – ezek tekintetében érzékeltek eltérést a legjobb nemzetközi gyakorlattól. *Jarmuzek és szerzőtársai* [2004] ökonometriai elemzést is végeztek: azt vizsgálták, hogy a jegybanki instrumentum változtatása mekkora elmozdulást indukált a rövid lejáratú (egy és három hónapos) pénzpiaci kamatokban. Minél kisebb mértékű az elmozdulás, annál inkább transzparensnek feltételezik az adott jegybankot. Eredményeik szerint míg a cseh és a lengyel jegybank transzparenciája növekedett, addig az MNB-é csökkent az inflációs célkövetés bevezetése óta. Fontos megemlíteni hogy ez utóbbi, az intézményi résznek is ellentmondó eredményt jelentősen torzíthatja az idősorok rövidsége, illetve a 2003. januári spekulatív támadás következtében megjelent kiugró (*outlier*) értékek hatása.

Összességében elmondható, hogy az empirikus irodalom többnyire a jegybanki transzparencia társadalmi jólét növelő hatását alátámasztó eredményekre jutott, ugyanakkor ezek egyelőre nem kellően robusztusak a relatíve rövid idősorok és egyéb módszertani, illetve mérési problémák következtében.

A jegybanki átláthatóság gyakorlati korlátai

Az előző fejezetben tárgyalt modellekben a gazdaság struktúrája jól definiált volt, a valóságban azonban a monetáris politikai döntések bizonytalan környezetben, nem tökéletesen racionális várakozások mellett, a gazdaság valós állapotáról és jövőbeli pályájáról csak részleges és tökéletlen információk birtokában születnek. Sem a döntéshozók, sem a többi gazdasági szereplő nem rendelkezik egy, a gazdaságot tökéletesen leíró modellel, gyakoriak a mérési pontatlanságok és adatproblémák.

Az elmondottak azonban nem az átláthatóság ellen szólnak, hanem arra mutatnak rá, hogy:

- egy jegybank közel sem tévedhetetlen, az általa nyújtott információk is zajosak lehetnek,
- még ha az információ megfelelő színvonalú is, a gazdasági szereplők nem feltétlenül képesek optimálisan feldolgozni azt, így számít az információ célba juttatási módja és értelmezése, azaz a kommunikációs folyamat.

A hitelességépítéshez vagy a várakozások hatékony befolyásolásához a jegybanki transzparencia tehát ideális esetben is csupán szükséges, azonban önmagában nem elégséges feltétel. A jegybank által nyilvánosságra hozott információ – ha azt a piaci szereplők nem tudják azonnal és tökéletesen feldolgozni – önmagában nem feltétlenül éri el a várakozásoknak a kívánt irányú elmozdulását. Az átláthatóság mellett így a nyilvánosságra hozott információ magyarázata, strukturálása is szükségessé válik. Ebből következően kiemelkedően fontos a jegybanki kommunikációs stratégia, ami strukturálja és értelmezi, azaz a piaci szereplők számára könnyebben értelmezhető formába önti a központi bank által közölt információkat. A kommunikációs stratégia ugyanakkor a nyilvánosságra hozott információ belső – azaz például az előrejelzéshez alkalmazott modell hiányából fakadó – zajosságán túl további zaj forrása lehet. A következőkben három olyan, az átláthatósággal foglalkozó szakirodalomban gyakran vizsgált területet mutatunk be, ahol a nagyobb transzparencia irányába történő elmozdulás kérdéses, nem kívánatos vagy esetleg nem is kivitelezhető.

Explicit célfüggvény publikálása

Svensson [2002] szerint amennyiben egy jegybank az inflációs célja mellett a kibocsátás ingadozásaira is reagálni kíván valamilyen módon, akkor az átláthatóság igénye megköveteli a teljes célfüggvény publikálását. A célfüggvény nyilvánosságra hozatala azt jelentené, hogy a jegybank a vizsgált időhorizontra vonatkozó inflációs és az általa lényegesnek ítélt kibocsátásirés-előrejelzései mellett az infláció és outputstabilizáció súlyait is publikálná. A gyakorlatban megfigyelhető azonban, hogy a jegybankok nem publikálnak explicit célfüggvényt, az általuk követett monetáris politikai stratégia céljait és sajátosságait kevésbé explicit, sok esetben csak kvalitatív módon határozzák meg. Még inflációs célt követő jegybankok esetében is jellemző, hogy a numerikus inflációs cél mellett nincs jól (numerikusan) definiált kibocsátási vagy egyéb cél.

Ennek okát többek közt a kibocsátási réssel kapcsolatos koncepcionális, illetve mérési problémákban kell keresni. A kibocsátás természetes szintjének becslésére alkalmazott ateoretikus trendszűrési módszerek kevésbé alkalmasak a természetes szintet érő reál-sokkok (például termelékenységi sokk) identifikálására. Amennyiben a monetáris politika egy trendszűrésen alapuló kibocsátási rést tartalmazó célfüggvényt alkalmaz, akkor a természetes szintben bekövetkező jelentősebb változást a kibocsátási rés ellenkező irányú szétnyílásaként értelmezheti, ami hibás döntésekhez vezethet (lásd *Mishkin* [2004]). A neoklasszikus modellekben ugyanakkor a kibocsátási rés fogalma jól definiált (az aktuális és a rugalmas áras egyensúlyi kibocsátás különbsége), és modellkereten belül képes kezelni a természetes szintet érő sokkok hatását. A megközelítés hátránya azonban, hogy a valóságban az elméletileg megalapozott természetes szint nem megfigyelhető és nem jelezhető előre, így ebben a tekintetben az átláthatóság nyilvánvaló módon nem megvalósítható.

Mivel egy empirikusan megfigyelhető kibocsátási rés közvetlen megjelenése a célfüggvényben az elmondottak alapján optimálisnál rosszabb kimenetelhez vezethet, a jegybankok a gyakorlatban nem használnak – és ebből következően nem is publikálnak – a kibocsátási réssre vonatkozó explicit célt. A jegybanki célfüggvény esetében tehát a teljes transzparencia nem megvalósítható, illetve nem kívánatos. Fontos azonban megemlítenünk, hogy az explicit kibocsátási cél hiánya nem jelenti azt, hogy a jegybankok figyelmen kívül hagynák monetáris politikájuk reálgazdasági következményeit: a reálgazdasági aktivitás stabilizálására vonatkozó jegybanki cél – egy explicit, numerikus inflációs cél mellett – implicit módon tükröződhet a döntéshozók által kívánatosnak tartott időhorizont hosszában, amely alatt a sokkok hatására a céltól eltérő inflációt visszatérítik ahhoz.

Transzparencia az előrejelzésekhez használt feltételezésekben

Ha egy inflációs célt követő rendszerben a jegybank eszközváltójával csak bizonyos késleltetéssel képes hatni az inflációra és a kibocsátási részre, az előrejelzések kulcsfontosságú szerepet kapnak a monetáris politikai döntéshozatalban. Az előrejelzések nyilvánosságra hozatala ugyanakkor befolyásolhatja az előretételező, de a gazdaság szerkezetéről és a gazdaságot érő sokkokról nem tökéletes információval rendelkező szereplők várakozásainak alakulását is. Ebből következően az inflációs célt követő jegybankok esetében a releváns változókra vonatkozó számszerű előrejelzések rendszerint előretételező elemzéssel is párosulnak, ami elősegíti a gazdasági szereplők számára a monetáris politika szisztematikus vonásainak felismerését és azok várakozásaikba történő beépítését. A monetáris politikai döntéshozatalhoz szükséges előrejelzés így egyben fontos kommunikációs eszköz is.

Ha a jegybank nyilvánosságra hozza az inflációra (és egyéb relevánsnak tartott változókra) vonatkozó előrejelzését, célszerű, hogy az előrejelzéshez használt főbb feltételezések is transzparensnek legyenek, amennyiben azok befolyásolhatják annak értelmezését. Az előrejelzések készítésénél az egyik legfontosabb feltételezés a jegybanki eszközváltó pályájának alakulása az előrejelzési horizonton. Mivel – ahogy már rámutattunk – a monetáris politika hatásosságának szempontjából fontos szerepe lehet a jegybanki kamatpályára vonatkozó várakozásoknak, az orientáló hatás elérését segítheti a feltételezett kamatpálya nyilvánosságra hozatala.¹⁵ A jegybankok előrejelzéseik készítéséhez jellemzően három, eltérő típusú kamatfeltételezést alkalmaznak: a kamatpálya konstans, piaci várakozásokból származtatott (forward), illetve endogén.

Konstans kamat feltételezése mellett a jegybanki eszközváltó értéke a teljes előrejelzési horizonton rögzített. Az így készült előrejelzés nem tekinthető teljes értékűnek, abban az értelemben, hogy – kivételes esetektől eltekintve – nem a jegybank által legvalószínűbbnek tartott gazdasági pályát mutatja. A fix kamat feltevése esetén az inflációs cél és előrejelzés különbsége utal a szükséges kamatlépés irányára. A jegybanki kamatlépések – az adott időpontban rendelkezésre álló információk alapján várható időzítése és mértéke – ugyanakkor a döntéshozók magáninformációja marad, így a várakozásokat orientáló hatás is csekélyebbnek feltételezhető. A fix kamat feltevésével készült publikus előrejelzés tehát nem tekinthető teljesen transzparensnek. A fix kamatra vonatkozó feltevés továbbá, mivel nagy valószínűséggel az előrejelzés eltér az inflációs céltől, felveti, hogy hatásos módon tájékoztatni kell a feltételelességről. Ha ugyanis a gazdasági szereplők számára nem nyilvánvaló az előrejelzés feltételes volta, akkor cél és az előrejelzés gyakori eltérése hitelességvesztéshez vezethet.

A piaci várakozásokból származtatott (forward) kamatpálya a várakozási hipotézis teljesülése esetén a piaci szereplők jegybanki kamat alakulására vonatkozó várakozásait és egy lejáratú prémium összegét tükrözi. A forward pályával készült előrejelzés ugyan realisabb, mint a konstans kamat feltételezésével készült, de az inflációs előrejelzés és a cél egyezése ebben az esetben sem garantált, ami a konstans kamatpályához hasonló transzparencia- és tájékoztatási problémákat vethet fel.

Az endogén kamat feltételezése a jegybanki döntéshozók által legvalószínűbbnek tartott kamatpályát építi az előrejelzésbe. Modellkeretben gondolkozva, az endogén kamatpálya úgy határozható meg, ha a monetáris politika cselekvési szabályába behelyettesítjük a célzott változókra kapott előrejelzéseket. A valóságban azonban az endogén kamat-

¹⁵ Mivel a jegybankok jellemzően nem használnak, illetve nem publikálnak explicit cél-, illetve reakciófüggvényt, a gazdasági szereplők számára az eszközváltó jövőbeli pályája nem következtethető vissza pusztán az előrejelzések nyilvánosságra hozatalából.

pálya meghatározása nem mechanikus: mivel nincs jól definiált célfüggvény vagy cselekvési szabály, jelentős lehet a döntéshozói ítélet szerepe. Az endogén kamat feltételezése konzisztens teszi az előrejelzést, és az adott időpontban rendelkezésre álló információk alapján megadja azt a kamatpályát az előrejelzési horizonton, amelyen az inflációs cél teljesül. Ha azonban az endogén kamatpálya nyilvános, a piaci szereplők ezt esetlegesen a monetáris politika elköteleződésésként értékelhetik, ennek esélye azonban megfelelő tájékoztatással csökkenthető. További hátrány lehet, hogy testületi döntéshozatal esetén megvalósítási problémát jelenthet a döntéshozók közti megegyezés az endogén pályáról.

Döntéshozók közti nézetkülönbségek nyilvánosságra hozatala

A modern jegybankok legtöbbszörében a monetáris politikai döntéseket többtagú bizottságok hozzák. A testületek alapvetően két típusba sorolhatók: kollegiális és individualisztikus döntéshozó testületek. A *kollegiális döntéshozatal* során a tagok a nyilvánosság előtt konszenzusos álláspontot alakítanak ki. A döntéshozatal nyilvánossá tétele jellemzően delegált (tipikusan a testület elnöke végzi), a tagok a konszenzusostól esetlegesen eltérő álláspontjaikat a nyilvánosság előtt nem jelenítik meg. Ezzel szemben egy *individualisztikus* típusú testület esetén a döntések többségi szavazással születnek, a tagok esetlegesen eltérő álláspontjai jellemzően a nyilvánosság előtt is megjelennek (lásd erről bővebben *Blinder-Wyplosz* [2004]).

A döntéshozók közötti nézetkülönbségek nyilvánosságra hozatalával kapcsolatban közgazdasági szempontból az a fő kérdés, hogy a szavazatok vagy azok megoszlásának nyilvánossága segíti-e a gazdasági szereplőket az egyes döntéshozók jövőbeli viselkedésének, így a monetáris politika jövőbeli alakulásának előrejelzésében.

A kollegiális döntéshozatal és a konszenzusos álláspont kialakítása erősítheti a közvetíteni kívánt gazdaságpolitikai üzenet súlyát. Ha azonban az egyes döntéshozók álláspontja, illetve motivációja nem nyilvános, csökken az átláthatóság, a piaci szereplők számára esetlegesen fontos információk szorulhatnak háttérbe. Mindazonáltal a stratégiához jól illeszkedő tájékoztatás esetén a kollegiális döntéshozatal, illetve a konszenzusra törekvés nem feltétlenül vezet az előrejelezhetőség és a kiszámíthatóság romlásához.

A tisztán individualisztikus típusú döntéshozatal jellemzően az eltérő véleményeket követhetően megjelenítő tájékoztatási stratégiával párosul. Az eltérő vélemények megjelenítésének jellemző fóruma a testület döntéseit magyarázó, a lényeges háttér-információkat tartalmazó, szerkesztett (és rövidített) jegyzőkönyv, ami tartalmazza az egyes tagok név szerinti szavazatait, illetve a kisebbségi álláspontok rövid indoklását (különvéleményeket). A piaci szereplőknek ebben az esetben a historikus tapasztalatok alapján lehetőségük nyílik az egyes döntéshozók várható szavazatainak előrejelzésére. *Gerlach-Kristen* [2004] a Bank of England esetében kimutatta, hogy a szavazateloszlás informatív lehet a közeljövő kamatlépéseinek az irányáról. Mindazonáltal meg kell jegyeznünk, hogy a túlzott mértékben divergáló, illetve időben esetlegesen ellentmondásos álláspontok megjelenése nemkívánatos zajt vihet a piaci szereplők várakozásaiba, így akár gyengítheti is a jegybanki döntése előrejelezhetőségét.

Átláthatóság az MNB gyakorlatában

Ahogy arra *Poole* [2003] is rámutatott, a modern jegybankok esetében jellemzően nem az a kérdés merül fel, hogy kívánatos-e az átláthatóság, vagy sem, hanem hogy az hogyan és milyen formában valósuljon meg.

1. táblázat
A jegybanki transzparencia egyes dimenziói nemzetközi összehasonlításban

Jegybank	Numerikus inflációs cél	Publikus előjelezések	Kamatfeltevés	Árfolyam- feltevés	Kamatdöntés bejelentése	Döntést követő részletes közlemény	Rövidített jegyzőkönyv	Szavazatok megoszlása
EKB	+	+	forward	konstans	+	+	-	-
Egyesült Államok/Fed	-	-	n. a.	n. a.	+	+	+	+
Japán	-	-	n. a.	n. a.	+	-	+	+
Egyesült Királyság	+	+	forward	fedezetlen kamatparitás + konstans átlag	+	-	+	+
Kanada	+	+	n. a.	n. a.	+	+	-	-
Svédország	+	+	forward	endogén	+	+	+	+
Norvégia	+	+	endogén	endogén	+	+	-	-
Ausztrália	+	+	n. a.	n. a.	+	+	-	-
Új-Zéland	+	+	endogén	endogén	+	+	-	-
Csehország	+	+	konstans	endogén	+	-	+	+
Lengyelország	+	+	konstans	n. a.	+	+	-	+
Magyarország	+	+	konstans	konstans	+	+	+	+
Szlovákia	+	+	endogén	endogén	+	+	-	-
Brazília	+	+	konstans	konstans	+	-	+	+
Chile	+	+	endogén	endogén	+	+	+	+

Megjegyzés: dőlt betűvel kiemelve, ahol az implikált pálya nyilvános.

A jövőbeli várható irányultság gyakori közlése a Fed-állásfoglalások esetében feifogható egy részleges endogén kamatpálya közléseként.
Az új-zélandi jegybank esetében az elnök egyedül hoz döntést.

Az MNB a jegybanki transzparencia tekintetében intézményi szempontból nem tér el jelentősen a nemzetközi „legjobb gyakorlattól” (lásd *I. táblázat*), és összhangban áll az elmélet következtetéseivel. Az MNB által alkalmazott inflációs célt követő monetáris politikai stratégia az átláthatósággal kapcsolatos legtöbb kérdésben egyértelmű receptet nyújt. Az MNB esetében az átláthatóság növelésének szükségességét kezdetben az új monetáris politikai rendszer hitelességének felépítése és a várakozások hatékonyabb befolyásolásának igénye indokolta, azaz elsősorban az átláthatóság reputációs csatornán keresztül érvényesülő ösztönző hatását kívánta kihasználni. A későbbiekben intézményi jellegű változások tették indokolttá az átláthatóság fokozását.

Meg kell említenünk, hogy az inflációs célt követő rendszer Magyarországon egy elemében eltér a nemzetközi gyakorlattól: az inflációs cél követése rögzített árfolyamsávban valósul meg. Ahogy a következőkben bemutatjuk, a célrendszer e kettőssége a monetáris politikában és a transzparencia egyes dimenzióiban is ellentmondásokhoz vezethet.

Céltranszparencia

Az MNB törvényben meghatározott elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. Az MNB 2001-től rendelkezik explicit numerikus inflációs céllal, amelynek elérésére 5–8 negyedéves időhorizonton törekszik. A cél értékét kezdetben a jegybank határozta meg, 2004-től azonban a célérték meghatározása a kormány és jegybank közös feladata. Az MNB további – az árstabilitás elérésének és fenntartásának egyértelműen alárendelt – feladata a kormány gazdaságpolitikájának támogatása. Az MNB gyakorlatában a reálgazdasági cél implicit módon a célkitűzési horizont hosszában jelenik meg. Azzal, hogy az MNB a feltételes inflációs előrejelzésnek a célértéktől vett eltérésére 5–8 negyedéves időhorizonton reagál, figyelembe veszi, hogy ennél rövidebb távon az infláció visszate-
relése a célértékhez szükségtelenül magas reálgazdasági áldozatokkal járhat, sokszor nem is megvalósítható a monetáris transzmisszió időigénye miatt. Ez utóbbiakra szolgál például a 2004. évi áfaemelés, aminek hatására a 2004 végére vonatkozó inflációs előrejelzés jelentős mértékben a célérték fölé emelkedett. Az MNB az elmélet érvelését szem előtt tartva 2004 során nem kísérelte meg az inflációs célhoz való visszatérítést, hanem előre bejelentett módon a 2005-ben – azaz a releváns horizonton belül – esetlegesen megjelenő második körös hatások ellensúlyozására törekedett.

Fontos megemlítenünk, hogy az MNB monetáris politikája szempontjából exogén adottságként jelentkezik az árfolyamsáv, ami egy további, „feltételes célt” jelent abban az esetben, ha a forint–euró árfolyam megközelíti az ingadozási sáv szélét. Bár az árfolyamsáv léte és a monetáris politika szempontjából exogén volta nyilvános információ, a 2003 januárjában történt erős sávszél ellen irányuló spekulatív támadás – az előző következtetéseivel összhangban – arra utal, hogy az átláthatóság önmagában nem biztosítja, hogy a piaci szereplők a nyilvánossá tett információkat be is fogadják, illetve megfelelően fel is dolgozzák.

Eszköztranszparencia

Az MNB irányadó instrumentuma a kéthetes betétre fizetett kamat. Az instrumentum megváltoztatása nyilvános, a döntések azonnal nyilvánosságra kerülnek. A jövőben várható kamatalakulásra vonatkozóan az MNB döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács már a 2004 közepén kezdődött kamatcsökkentési ciklus során is tett utalásokat, explicit

jelzést azonban először a 2006. július 3-ai nem kamatmeghatározó Monetáris Tanács ülésen adott. Az explicit előretekintő jelzésre a jövőbeli monetáris politikával kapcsolatos piaci várakozások elbizonytalanodása szolgáltatott okot.

Az MNB az inflációs célkitűzés bevezetésétől 2003 végéig eseti jelleggel úgynevezett árfolyam-komfortzónáról beszélt. Az árfolyam szerepét monetáris politikai eszközváltozóként az indokolhatja, hogy kis, nyitott gazdaságokban, ahol a monetáris politika által célzott árindexben jelentős a külkereskedelem-képes áruk és szolgáltatások súlya, a jegybanki kamat megváltozása a nominális árfolyam elmozdulásán keresztül is hat az inflációra.¹⁶ A gazdaság nyitottságától és a kamattranszmisszió hatását befolyásoló piaci tőkéletlenségek mértékétől függően a jegybanki kamatlépések nominális árfolyamon keresztüli inflációra gyakorolt hatása rövid távon akár jelentős mértékben is meghaladhatja a kibocsátási résen és várakozásokon keresztül érvényesülő hatást.

Az árfolyam-komfortzóna nyilvánosságra hozatala az MNB esetében azonban nem bizonyult megfelelőnek a piaci várakozások hatékony befolyásolására. Az árfolyam egy inflációs célt követő rendszerben nem hagyományos értelemben vett eszközváltozó: mivel nem áll a jegybank közvetlen befolyása alatt, így egy kívánatosnak tartott intervallumban tartása is csak potenciálisan jelentős kontrollhiba mellett képzelhető el. Ez utóbbi megnehezíti a piaci szereplők számára a jegybanki lépések értelmezését (azaz annak felismerését, hogy a jegybank az árfolyammozgásra vagy inflációs folyamatokra reagál), így többletzejossághoz vezethet. Az elmondottak jól mutatják, hogy a komfortzóna transzparenciájának megszüntetése összhangban áll azzal az elméleti következtetéssel, amely szerint egy jegybanknak célszerű kerülnie az átláthatóságot azokon a területeken, amelyek növelhetik a gazdasági szereplőkhöz eljutó információ zajosságát.

Megvalósítási transzparencia

Az inflációs célt követő rendszer logikájának megfelelően az MNB negyedévente előretekintő elemzéseket ad ki, amelyek tartalmazzák a monetáris politikai döntéshozatal szempontjából fontos előrejelzéseket. Az előrejelzés horizontja a jelentés elkészítését követő második évvel zárul, ami magában foglalja a monetáris politika 5–8 negyedéves időhorizontját. Az előrejelzés bizonytalanságát az MNB a számszerű előrejelzés mint módszer körüli legezűőábrával szemlélteti. A jelentésben szereplő előrejelzések feltételesek, mivel rögzített alapkamat és árfolyam feltevése mellett készülnek. Az előrejelzéshez használt rögzített árfolyam- és alapkamatszintek nyilvánosak.¹⁷

Fontos megemlítenünk, hogy az MNB inflációs jelentései az inflációs célkitűzés kezdeti időszakában a jelenleginél részletesebb előrejelzéseket tartalmaztak, ugyanakkor a részletesség csökkenése nem feltétlenül az átláthatóság visszaeséseként értelmezhető. Ahogy már utaltunk rá, a transzparencia nem csupán az egyes adatok nyilvánosságra hozatalát, hanem a releváns információ hatékony célba juttatását is jelenti. Ez utóbbi szempontból pedig egy kevésbé részletes, azonban koncentráltabb előrejelzés előnyösebb lehet egy részletesebb, azonban a gazdasági szereplők által nehezebben feldolgozhatóval szemben.

A monetáris politikai döntéshozatal az MNB-ben testületi jellegű, többségi szavazás útján történik. Az inflációs célkövetés indulása óta a kamatdöntések bejelentését részletes indoklást tartalmazó nyilvános közlemény követi. 2004 végéig a döntéshozók álláspontja

¹⁶ A rövid kamatok pályáját és a nominális árfolyam alakulását a fedezetlen kamatparitás mechanizmusa köti össze, ami azonban erősen volatilis kockázati prémium esetén rövid és középtávon nem feltétlenül teljesül.

¹⁷ Az előrejelzésnek a hazai monetáris politikában betöltött szerepéről lásd bővebben *Jakab és szerzőtársainak* a Közgazdasági Szemle jelen számában megjelent tanulmányát.

a külvilág számára egységesen jelent meg, az esetleges véleménykülönbségek, illetve eltérő szavazatok nem kerültek nyilvánosságra. 2005 januárjától nyilvános a Monetáris Tanács üléseinek szavazatmegoszlást tartalmazó rövidített jegyzőkönyve, ami 2005 októberétől a leadott szavazatokat név szerint is tartalmazza. A rövidített jegyzőkönyv publikálását a nemzetközi „legjobb gyakorlathoz” történő igazodás, illetve a piaci várakozások hatásosabb orientációjának igénye magyarázza, míg a név szerinti szavazatok publikálását a Monetáris Tanács 2005. elejei kibővítése következtében fokozottabban megjelenő döntéshozói véleménykülönbségek indokolták.

*

Általánosan elfogadott következtetés, hogy a demokratikus elszámoltathatóság igénye önmagában is elegendő indok a jegybanki átláthatóság növelésére. Míg a közgazdasági elmélet korábban némileg ellentmondásos következtetésekre vezetett a jegybanki transzparencia növelésével kapcsolatban, a jelenleg széles körben alkalmazott neoklasszikus modellek a várakozási csatorna explicit kihasználásának egyértelmű előnyeire mutatnak rá, amiben az átláthatóság szerepe meghatározó. A gazdaságot leíró modellel, illetve a gazdaságot érő sokkokkal kapcsolatos bizonytalanság mellett ugyanakkor a gazdasági kimenetek érzékenyebbé válhatnak a jegybanki által nyújtott információ zajosságára.

A jegybanki transzparencia szerepe különösen fontos a hitelességépítésre törekvő és a piaci szereplők várakozásait aktívan befolyásolni kívánó jegybankok esetében. A modellkeretektől kilépve, ugyanakkor megállapítható, hogy a gyakorlatban a teljes transzparenciára való törekvés bizonyos megközelítésekben kérdéses, nem kivitelezhető, illetve nem kívánatos. A transzparencia gazdasági kimenetekre vonatkozó hatását vizsgáló empirikus irodalom egyelőre nem tudja kellően robusztusan kimutatni az átláthatóság jólétnövelő hatását, de a transzparencia esetleges káros voltára sem utal. Végül az MNB átláthatóságát vizsgálva, azt találtuk, hogy intézményi szempontból konzisztens az elméleti irodalomból – azon belül is a monetáris politikai szempontból relevánsabbnak tekinthető neoklasszikus modellekből – levonható normatív következtetésekkkel, és összhangban áll a nemzetközi „legjobb gyakorlattal”.

Hivatkozások

- AMATO, J. D.–MORRIS, S. E.–SHIN, H. S. [2003]: Communication and Monetary Policy. Cowles Foundation Discussion Paper, No. 1405.
- BLINDER, A. S.–WYPLOSZ, CH. [2004]: Central Bank Talk: Committee Structure and Communication Policy. Working Paper, ASSA-konferencia, Philadelphia, január 7–9.
- CARPENTER, S. B. [2004]: Transparency and Monetary Policy: What Does the Academic Literature Tell Policymakers? The Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series, 2004–2035. o.
- CHORTAREAS, G.–STASAVAGE, D.–STERNE, G. [2001]: Does it pay to be transparent? International Evidence from Central Bank Forecasts. Bank of England Working Papers, No. 143.
- CLARIDA, R.–GALI, J.–GERTLER, M. [1999]: The Science of Monetary Policy: a New Keynesian Perspective. Journal of Economic Literature, Vol. 37. No. 4. 1661–1707. o.
- CUKIERMAN, A. [1992]: Central Bank Strategy, Credibility and Independence, MIT Press, Cambridge.
- DEMERTZIS, M.–HUGHES HALLETT, A. [2002]: Central Bank Transparency in Theory and Practice, CEPR Discussion Paper no. 3639.
- EIJFFINGER, S. C. W.–GERAATS, P. M. [2006]: How transparent are central banks? European Journal of Political Economy, Vol. 22.

- FAUST, J.–SVENSSON, L. E. O. [2002]: The Equilibrium Degree of Transparency and Control in Monetary Policy. *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 34.
- GERAATS P. M.–EIJFFINGER, S. C. W.–VAN DER CRUIJSEN, C. [2006]: Does Central Bank Transparency Reduce Interest Rates? DNB Working Paper No. 85.
- GERAATS, P. M. [2001]: Why Adopt Transparency? The Publication of Central Bank Forecasts ECB Working Paper Series, No. 41.
- GERAATS, P. M. [2002]: Central Bank Transparency *The Economic Journal*, Vol. 112. 483. o.
- GERAATS, P. M. [2004]: Transparency and Reputation: The Publication of Central Bank Forecasts. *Cambridge Working Papers in Economics*, 0473.
- GERLACH-KRISTEN, P. [2004]: Is the MPC's Voting Record Informative about Future UK Monetary Policy? *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 106.
- IMF [2006]: Inflation Targeting and the IMF. Monetary and Financial Systems Department, Policy and Development Review Department, and Research Department, International Monetary Fund, március 16. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/031606.pdf>.
- JAKAB M. ZOLTÁN–KISS GERGELY–KOVÁCS MIHÁLY ANDRÁS [2006]: Mit tanultunk? A jegybanki előrejelzések szerepe a magyar inflációs cél követésének első öt évében. *Közgazdasági Szemle*, 12. sz.
- JARMUZEK, M.–ORLOWSKI, L. T.–RADZIWIŁŁ, A. [2004]: Monetary Policy Transparency in the Inflation Targeting Countries: The Czech Republic, Hungary and Poland. *Case Studies and Analyses Working Paper*, No. 281.
- JENSEN, H. [2002]: Optimal Degrees of Transparency in Monetary Policymaking. *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 104. No. 3. 399–422. o.
- MISHKIN, F. S. [2004]: Can Central Bank Transparency Go Too Far? NBER Working Paper Series, No. 10829.
- MORRIS, S. E.–SHIN, H. S. [2002]: The Social Value of Public Information. *American Economic Review*, 92. 1521–1534. o.
- PINTÉR KLÁRA–WENHARDT TAMÁS [2004]: A jegybanki kamatdöntések előrejelezhetősége és hatása a hozamokra. *MNB Műhelytanulmányok*, 31.
- POOLE, W. [2003]: Fed Transparency: How, Not Whether. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, november–december, Vol. 85. No. 6. 1–8. o.
- SIBERT, A. [2006]: Is Central Bank Transparency Desirable? CEPR Discussion Papers, No. 5641.
- SVENSSON, L. E. O. [2006]: Social Value of Public Information: Morris and Shin (2002) Is Actually Pro Transparency. *Not Con. American Economic Review*, 96. 448–451. o.
- WALSH, C. E. [2005]: Transparency, Flexibility and Inflation Targeting. *Kézirat*.
- WOODFORD, M. [2001]: Inflation Stabilization and Welfare, NBER Working Paper Series, No. 8071.
- WOODFORD, M. [2003]: *Interest and Prices – Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press.
- WOODFORD, M. [2005]: Central Bank Communication and Policy Effectiveness, NBER Working Paper Series, No. 11898.