

Csermely Ágnes

## Az inflációs célkitűzés rendszere

---

A Magyar Nemzeti Bank jelenleg az előre meghirdetett nominális árfolyamsávra mint közbülső célra alapozott rendszerben valósítja meg monetáris politikáját. A rögzített és a csúszva rögzített valutákat érő kihívásokra felkészülve, hosszabb távon felmerül a monetáris politika olyan átalakításának lehetősége, amely növeli az árfolyamrendszer rugalmasságát, és nagyobb önállóságot biztosít a jegybanknak. Annak, hogy a jegybank az árfolyammal importált hitelességet belső, saját tekintélyére alapozott hitelességgel válthassa fel, számos technikai és infrastrukturális feltétele van, és ki kell alaktani a különböző jegybanki és kormányzati politikák közötti koordináció konzisztens rendszerét. A tanulmány azt vizsgálja, hogy az inflációs célkitűzés rendszere alkalmas lehet-e egy új koordinációs mechanizmus szerepére, és a jelenlegi monetáris politikai gyakorlathoz képest milyen változtatásokat igényel e rendszer bevezetése.

---

A monetáris politika rendszerének, és ezen belül az árfolyamrendszer kiválasztása különös kihívást jelent az átalakuló országokban. Az átalakulás első szakaszában, más országokhoz hasonlóan, Magyarország is az árfolyam rögzítésére alapozott stabilizációt választotta. Ez a rendszer a gyorsan változó pénzkereslettel szemben egy transzparens, a közvélemény által is megfigyelhető, stabil célváltozót biztosított, megerősítette a kormányzat antiinflációs elkötelezettségét, ugyanakkor az ár- és béralakulást befolyásoló nominális horgonyként szolgált. A nominális árfolyam rögzítése azonban nem biztosította a kereskedelmi partnerekhez viszonyított inflációs differencia megszüntetését, így időről időre szükségessé vált a valutaárfolyam kiigazítása, és a kormányzatnak a fix árfolyam fenntartásához kötődő hitelessége csökkent.

Az 1995 márciusában bevezetett, előre bejelentett csúszó leértékelési sáv (*crawling band*) rendszere jelentősen csökkentette a leértékeléseket megelőző valutapiaci nyugtalanságot, és megerősítette a kormányzat által meghirdetett gazdaságpolitika hitelességét. Az előre bejelentett csúszó leértékelés rendszere az alapvető makrogazdasági változók (fundamentumok) várható alakulásához igazított árfolyampálya meghatározásával igyekszik a rendszer élettartamát növelni, de az árfolyampálya meghirdetése után a monetáris politika lehetőségeit a kvázifix (a sáv által határolt) árfolyamrendszer határozza meg.

Az piacgazdasági átalakulási folyamat előrehaladásával a gazdaságban nagy horderejű strukturális változások zajlanak, amely a relatív árak és a termelékenység gyors változásával járnak együtt. Ezért az ország nemzetközi versenyképességét jellemző szokásos mutatószámok – a termelői árak és a fajlagos munkaköltségek alapján számolt reál effektív árfolyamindexek – önmagukban nem adnak megfelelő információt az árfolyam-politika értékeléséhez. Az átalakulási folyamat első szakaszára jellemző alacsony egyensúlyi

reálárfolyam hosszabb távon várhatóan felértékelődik, amiben a technológiai fejlődés és a termelékenység növekedéshez kapcsolódó tényezők játszanak szerepet. Így az *optimális reálárfolyam-pálya kalibrálása* nehéz feladat elé állítja a kormányzatot.

Az árfolyampálya fenntartását tovább nehezíti, hogy a valutakonvertibilitás növekedése és a gazdasági stabilizáció eredményeként az átalakuló országokban is egyre nagyobb volumenű a tőkeáramlás. A tőkebeáramlás pénzmennyiségre gyakorolt hatásainak semlegesítése egyre nagyobb terheket ró ezen országok kormányaaira, ugyanakkor a rögzített árfolyamú valuták egyre nagyobb mértékben vannak kitéve a spekulációs támadások veszélyeinek.

A rögzített és a csúszva rögzített valutákat érő kihívások hatására már több átalakuló országban is sor került az árfolyamrendszer rugalmasságának növelésére (Lengyelország, Csehország), és a várható problémákra felkészülve Magyarországon is felmerül a sávzsélesítés lehetősége. Egy *nagyobb árfolyam-rugalmasságra alapozott monetáris politikai rendszer nagyobb önállóságot biztosít a jegybanknak*. Ez azt is jelenti, hogy a banknak le kell mondania a rögzített árfolyamrendszerrel importált hitelesség egy részéről, és meg kell teremtenie belső, saját tekintélyére alapozott antiinflációs hitelességét. Ennek számos előfeltétele van, ki kell alaktani az új rendszer működtetésének technikai és infrastrukturális feltételeit, valamint a különböző jegybanki és kormányzati politikák közötti koordináció konzisztens rendszerét.

A *rugalmas árfolyam alakulásra és jegybanki önállóságra alapozott monetáris politika egy lehetséges módja az inflációs célkitűzés rendszere (inflation targeting)*. Ez a rendszer szakítva a korábbi, közbülső célokra alapozott monetáris irányítással, közvetlenül a végső célt, az infláció várható nagyságát hirdeti meg. A jegybank közvetlenül a végső cél alapján értékeli a gazdaságban lezajló változásokat, és akkor változtat politikáján, ha a gazdasági mutatók (az úgynevezett előrejelző változók – *leading indicators*) széles körének megfigyelésére alapozott inflációs előrejelzés szerint a várható infláció meghaladja az előre kitűzött nagyságot.

Ha az inflációs célkitűzés hiteles, nominális horgonyként működhet az inflációs várakozások kialakításában, és ezáltal befolyásolja a bér- és árinfláció nagyságát. Ezzel egyelőre tekintő árképzés alakul ki a gazdaságban, ami alkalmas lehet arra, hogy megtörje az inflációs inerciát. Ugyanakkor az inflációs célkitűzés rendszere nem próbál meg egy külső, importált antiinflációs elkötelezettséget kényszeríteni a gazdaság szereplőire. Az inflációs célkitűzés rendszerének alapfeltétele az, hogy minden gazdasági szereplő – így a kormányzat is – elkötelezze magát az infláció csökkentése mellett, de lehetőséget biztosít arra, hogy az inflációs pálya kialakítása során figyelembe vegyék a fundamentális alkalmazkodás várható sebességét.

Először 1989-ben Új-Zéland vezette be az inflációs célkitűzés rendszerét, majd a kilencvenes évek elejétől kezdve Kanadában és több európai országban is erre a rendszerre tértek át (Kanada 1991, Nagy-Britannia 1992, Svédország 1993, Finnország 1993). Ezekben az országokban a megelőző időszakban „viszonylag magas” volt az infláció (a jelenlegi magyar inflációnál lényegesen alacsonyabb, általában egyszámjegyű), és azokban az országokban, ahol széles körű politikai konszenzuson alapult a bevezetés, az új rendszer az infláció látványos csökkenéséhez vezetett. A kedvező tapasztalatok felvetik annak a lehetőségét, hogy az inflációs célkitűzés rendszere hatékony megoldás lehet a moderált inflációból való kilépésre. Az inflációs célkitűzés rendszerének sikeressége azonban még nem egyértelmű, mivel a bevezetés időszakában azokban az országokra is csökkenő infláció volt jellemző, amelyek kitartottak a monetáris irányítás korábban alkalmazott módjai mellett. A szkepticizmus további forrása, hogy a bevezetés óta eltelt időszak rövid, a rendszert még nem tesztelték egy teljes gazdasági ciklus időtartama alatt, és még nem ismert, hogy hogyan működik különböző eredetű sokkok esetén.

Az inflációs célkitűzés rendszerének jelentőségét tovább növeli, hogy az alternatívák

között felmerült annak a lehetősége is, hogy az Európai Unióban a valutaunió kivül maradó országok (*outs*) számára az euróhoz való sávós rögzítés helyett az inflációs célkitűzés rendszerét alkalmazzák. Ezt főként azok az országok szorgalmazzák, akik jelenleg is inflációs célkitűzést alkalmaznak, de elméleti megfontolások is alátámasztják ezt a megoldást (*Dewatripont és szerzőtársai [1995], Persson–Tabellini [1996]*).

1. táblázat

Az infláció és a kibocsátás alakulása az inflációs célkitűzést bevezető országokban (százalék)

|                    | 1981–1990 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |
|--------------------|-----------|------|------|------|------|------|------|
| Nagy-Britannia     |           |      |      |      |      |      |      |
| Fogyasztói árindex | 6         | 6,1  | 5,9  | 3,7  | 1,6  | 2,5  | 3,4  |
| GDP                |           | 0,4  | –2   | –0,6 | 2,2  | 3,9  | 2,6  |
| Új-Zéland          |           |      |      |      |      |      |      |
| Fogyasztói árindex | 10,2      | 5    | 2,6  | 1,0  | 1,3  | 1,7  | 3,7  |
| GDP                |           | –0,8 | –1,3 | 0,0  | 5,9  | 3,7  | ..   |
| Kanada             |           |      |      |      |      |      |      |
| Fogyasztói árindex | 5,2       | 5    | 5,6  | 1,5  | 1,8  | 0,2  | 2,1  |
| GDP                |           | –0,3 | –1,8 | 0,7  | 2,2  | 4    | 2,3  |
| Finnország         |           |      |      |      |      |      |      |
| Fogyasztói árindex | 6,2       | 4,9  | 4,3  | 2,9  | 2,2  | 1,1  | 0,9  |
| GDP                |           | 5,8  | –6,7 | –1   | 1,2  | 5,5  | 8,1  |
| Svédország         |           |      |      |      |      |      |      |
| Fogyasztói árindex | 7,1       | 9,8  | 9,0  | 2,8  | 4,5  | 2,6  | 2,5  |
| GDP                |           | 1,4  | –1,7 | –1,4 | –2,3 | 2,5  | ..   |

Az országoknak van egy sajátos csoportja (Lengyelország, Izrael), amelyek szintén az inflációs célkitűzés rendszerét alkalmazzák, de az inflációs célkitűzéshez nem lebegő árfolyam, hanem előre meghatározott árfolyamsáv (*crawling band*) tartozik. E rendszer és a klasszikus inflációs célkitűzés legfontosabb közös tulajdonsága, hogy mindkettő előretekintő inflációra alapozott árképzést próbál meghonosítani a gazdaságban, és a fiskális alkalmazkodási képességet figyelembe véve határozza meg a dezinflációs pályát.

Ezekben az országokban az infláció jóval magasabb szintről indult (15–40 százalék), mint a „klasszikus” inflációs célkitűzést megvalósító országokban, és az eddigi az eredmények még nem támasztják alá az alkalmazott rendszer hatékonyságát. Az eddigi eredménytelenséget azonban magyarázhatjuk a hitelességgel és a politikai támogatottsággal kapcsolatos problémákkal is. A program – a látszólag konszenzusos meghirdetés ellenére – nem kapta meg a szükséges politikai támogatottságot, elmaradt a fiskális alkalmazkodás, illetve politikai megfontolásból a jegybank nem használja ki a nagyobb árfolyamrugalmasság kínálta lehetőségeket.

A tanulmányban először felvázoljuk azt az elméleti keretet, amelybe az inflációs célkitűzés rendszere illeszkedik, majd ismertetjük az inflációs célkitűzés gyakorlati működtetésének legfőbb jellemzőit. A harmadik részben azt mutatjuk be, hogy olyan országok, ahol a magyarországihoz hasonló mértékű, mérsékelt (*moderate*) infláció van, hogyan próbálták meg adaptálni az inflációs célkitűzés rendszerét, milyen előnyök és hátrányok származnak az inflációs célkitűzés és a *crawling band* kombinációjából. Az utolsó fejezet a magyarországi alkalmazhatósággal kapcsolatban vet fel néhány problémát.

### Monetáris politika játékelméleti megközelítésben

Az árak tartós instabilitása ellenére a makroökonómiai irodalom sokáig a gazdálkodás feltételeit meghatározó exogén tényezőnek tekintette a monetáris politikát. Endogén kezelése a monetáris politika hitelességével (*credibility*) összefüggő kérdések vizsgálatával kezdődött (Kyddland–Prescott [1977], Barro–Gordon [1983]). A következő modell (Green [1996]) segítségével játékelméleti keretben szemléltethetjük a monetáris politika optimalizálási problémáját.

Míg hosszabb távon a monetáris politikának csak a nominális változók alakulására van befolyása, az infláció és a kibocsátás rövid távú összefüggését az ún. várakozásokkal kibővített (*expectation augmented*) Phillips-görbével jellemezhetjük, amely szerint a tényleges infláció ( $p$ ) és a várt infláció ( $p^e$ ) eltérése és a kibocsátás alakulása között pozitív a kapcsolat:

$$y = \alpha (p - p^e) - \varepsilon \quad (1)$$

ahol az  $\varepsilon$  jelöli az előre nem látható kínálati sokkokat.

Ugyanakkor a társadalom jólétét egyaránt csökkenti, ha az infláció vagy a munkanélküliség nagyobb (vagy kisebb), mint a társadalmilag preferált (csillaggal jelölt).

$$L = (p - p^*)^2 + \lambda (y - y^*)^2, \quad (2)$$

ahol az  $L$  jelöli a társadalom kifizetőfüggvényét, az egyenletben szereplő  $\lambda$  együttható pedig a társadalom inflációra, illetve kibocsátásra vonatkozó preferenciáit mutatja meg. Nagyobb  $\lambda$  esetén relatíve nagyobb társadalmi veszteség keletkezik a kibocsátás ingadozásaiból, mint az inflációs eltérésekből.

A gazdasági szereplők várakozásai racionálisak, torzítatlanok, s a  $t-1$  időszakban alakulnak ki.

$$p^e = E_{t-1}(p). \quad (3)$$

A monetáris politika döntési szabályát az alábbi egyenlet írja le:

$$p = a + b\varepsilon \quad (4)$$

ahol az  $a$  paraméter azt mutatja meg, hogyan határozza meg a központi bank az inflációs rátát, ha nincs kínálati sokk,  $b$  pedig a kínálati sokkra adott választ jellemzi. A központi bank a Phillips-görbe által meghatározott feltételek mellett próbálja meghatározni az  $a$  és  $b$  paramétereket, azaz minimalizálni a (2) szerint meghatározott társadalmi veszteséget.

Az időbeli inkonzisztenciának nevezett probléma abból ered, hogy a jegybanknak lehetősége van arra, hogy az inflációs várakozások kialakítása után döntsön a monetáris politikáról. Ha a jegybank diszkrecionális intézkedéseivel képes meglepni a gazdaság szereplőit (*surprise inflation*), akkor a Phillips-görbével jellemzett összefüggés szerint átmenetileg csökkentheti a munkanélküliséget. Amennyiben azonban a gazdasági szereplők tudatában vannak, hogy a jegybanknak a várakozások kialakítása után érdeke megváltoztatni korábban meghirdetett politikáját, és magasabb inflációt generálni, akkor ez beépül az árvárakozásaikba, magasabb egyensúlyi inflációhoz vezet.

Az időbeli inkonzisztencia kiküszöbölésére különböző megoldási javaslatok születtek.

### Szabálykövetésre és tekintélyre alapozott megoldások

A kormányzat előre elkötelezi magát egy szabály követése mellett (lásd például *Kydland–Prescott* [1977]), s megígéri, hogy tartózkodik az inflációs meglepetésektől, a kínálati sokkok esetén pedig az előre meghatározott szabály szerint reagál. Friedman szerint a monetáris politika nem tud időben reagálni a kínálati sokkokra, ezért hatásukat nem semlegesíti, hanem felnagyítja, ezért a követendő szabályt a kínálati sokkoktól függetlenül kell meghatározni (Friedman  $k\%$  pénzkínálat szabálya).

Amennyiben a jegybanki kötelezettségvállalás teljesen hiteles, az (1) és (2) alapján a jegybank döntési függvénye (4) a következő formát ölti:

$$p = p^* + \lambda(1 + \lambda)\varepsilon \quad (5)$$

A fenti egyenlet tükrözi az ún. kötelezettségvállalás-egyensúlyi (*commitment equilibrium*) helyzetet, azaz, ha nincs kínálati sokk, akkor a jegybank által meghatározott infláció megegyezik a társadalmi optimummal, keresleti sokk esetén pedig a központi bank inflációs meglepetéssel (negatív kínálati sokk esetén lazább monetáris politikával) csillapítja a kibocsátásra gyakorolt negatív hatást:

$$y = -\varepsilon/(1 + \lambda) \quad (6)$$

Amikor a szabály meghirdetése nem hiteles, a gazdasági szereplők feltételezik, hogy a várakozások kialakítása után a jegybank változtat politikáján. Ekkor a szabály nem határozza meg a gazdasági szereplők várakozásait, így a jegybanknak azt is figyelembe kell vennie, hogy jövőbeli politikája hogyan befolyásolhatja a jelenbeli várakozásokat. Ekkor döntési függvénye (4) átalakul, és a következő alakot ölti:

$$p = p^* + \lambda y^* + \lambda(1 + \lambda)\varepsilon \quad (7)$$

Az (5) egyenlettel összehasonlítva látható, hogy nem teljes hitelesség esetén  $\lambda y^*$  nagyságú konstanssal nagyobb a jegybank döntési szabálya által implicált infláció. Ezt nevezük az időbeli inkonzisztencia miatt keletkező inflációs torzításnak.

*Barro–Gordon* [1983] azonban arra hívja fel a figyelmet, hogy ha nemcsak egy döntési pillanatban, hanem több perióduson keresztül vizsgáljuk a monetáris politikai döntéseket, akkor a jegybank jelenbeli és jövőbeli döntései nem függetlenek egymástól. *A jegybank készítése sokkal kisebb lehet, hogy inflációt generáljon, mert ezzel jövőbeli hitelességét ássa alá.* Ezen az összefüggésen alapulnak az *úgynevezett tekintélyre alapozott megoldások*. A jegybank(ár) időhorizontja azonban véges, ezért nem küszöbölhető ki teljesen az inflációs meglepetés lehetősége.

### Intézményi megoldások

Míg a szabálykövetéses megoldások a jegybank „józan belátására” bízzák, hogy tartózkodjon az inflációs meglepetés generálásától, a delegációs és szerződéses megoldások olyan intézményi változásokat javasolnak a hitelesség növelése érdekében, amelyek csökkentik a jegybanknak a foglalkoztatás növeléséből eredő marginális hasznát. Ezekben a modellekben elkülönül egymástól a kormányzat és a jegybank szerepe. A kormányzat felel a (2) társadalmi veszteségfüggvény minimalizálásáért, a jegybank kifizetőfüggvénye ( $L_{\text{jegybank}}$ ) azonban ettől eltérő lehet.

## Delegáció

Rogoff [1985] szerint a monetáris politika vitelét független, konzervatív jegybankhoz kell delegálni, ahol a konzervatív jelző azt jelenti, hogy a jegybank kifizetőfüggvényében nagyobb súllyal szerepel az infláció, mint a társadalmi veszteségfüggvényben.

$$L_{\text{jegybank}} = (p - p^*)^2 + \lambda_{\text{jegybank}}(y - y^*)^2, \text{ ahol } \lambda_{\text{jegybank}} \text{ kisebb, mint } \lambda. \quad (8)$$

Kisebb  $\lambda$  paraméter esetén az inflációs torzítás  $\lambda y^*$  is kisebb. Ugyanakkor a monetáris politika csak kisebb mértékben képes ellensúlyozni a kínálati sokkok (6) szerinti hatását. A konzervatív nemzeti bankár kinevezése tehát csökkentheti az inflációs torzítást, ugyanakkor destabilizálhatja a gazdaságot, ezért társadalmi költségekkel járhat.

Az inflációs torzítás–stabilizációs torzítás közötti átváltás (*trade-off*) kiküszöbölésére olyan megoldási javaslatok születtek, amelyek egyszerre próbálnak rövid távon rugalmasságot, de hosszú távon hitelességet biztosítani (*credibility versus flexibility*). A Lohmann [1992] által megfogalmazott *feltételes kötelezettségvállalás* politikája (*optimal contingent policy*) szerint normálesetekben az alacsony inflációs szabály az érvényes (*delegáció*), nagy kínálati sokkok esetén azonban úgynevezett kiutakat biztosító (*escape*) klauzulák lépnek életbe, például a kormányzat diszkrecionális intézkedésekkel határozhatja meg a monetáris politika vitelét.

Empirikus vizsgálatok is alátámasztják, hogy a jegybank függetlensége és az antiinflációs politika eredményessége között pozitív összefüggés van. Fischer [1995] szerint ennek alapvető oka az, hogy a jegybanki politika függetlenebbé tehető a politikai ciklusoktól, és a kormányzat kisebb mértékben alapozhatja expanzív politikáját seigniorage-ból származó bevételekre. Alesina–Summers [1993] országok közötti keresztmetszeti vizsgálatának eredményei is megerősítik ezt a hipotézist, ugyanakkor a reálgazdasági teljesítmény és a jegybanki függetlenség vizsgálata során sem pozitív, sem negatív összefüggést nem találtak.

## Szerződéses megoldások

A szerződéses megoldásokban az időbeli inkonzisztencia feloldását nem a teljes körű delegáció jelenti. A kormányzat határozza meg a jegybank által elérendő inflációs célt, a jegybank azonban teljes függetlenséget élvez a monetáris politikai lépések meghozatala során (Svensson [1995]).

Walsh [1995] a következőképpen fogalmazta meg a kormányzat és a jegybank között megkötendő optimális szerződést: a kormányzat a társadalmi optimumnak megfelelő infláció elérésére köt szerződést a jegybankkal. Ugyanakkor a szerződés azt is meghatározza, hogy ha a tényleges infláció ettől eltér, akkor az hogyan befolyásolja a jegybankár jövedelmét: az eltérés mértékével arányos lineáris adót ( $c$ ) vet ki a bankárra. Ekkor a jegybank döntési függvénye (4) a következő formát ölti:

$$p = p^* + \lambda y^* + \lambda(1 + \lambda)\varepsilon - c \quad (9)$$

Ha  $c = \lambda y^*$ , akkor a jegybank döntési függvénye megegyezik azzal, mint amit teljesen hiteles szabálykövetés esetén kaptunk (*commitment case*), megfelelően kalibrált költségfüggvénnyel tehát az inflációs torzítás kiküszöbölhető. A Walsh-féle adózás jelentősége abban áll, hogy a feltételes kötelezettségvállalás politikájának (*optimum contingent policy*) megoldásaival ellentétben egy nem állapotfüggő megoldást jelent az inflációs torzítás kiküszöbölésére. A javaslatot ért kritikák egy része a gyakorlati megvalósíthatóságát kérdőjelezi meg. McCallum [1996] arra hívja fel a figyelmet, hogy ez a célkitűzés (*target*)

rendszer ugyan biztosíthatja a jegybank időben konzisztens viselkedését, de semmi sem garantálja, hogy a kormányzat is ennek megfelelően fog viselkedni, és nem bírálja felül a jegybankkal kötött szerződést. Ez utóbbi problémára a jegybanki szerződések nyilvánossága jelenthet garanciát.

A Svensson- [1995] féle szerződés hasonló a Walsh-féle megoldáshoz, de nem a jegybank kifizetőfüggvényét manipulálja, hanem eleve a társadalmi optimumnál az inflációs torzítás nagyságával alacsonyabb elérendő inflációs célt ír elő a bank számára.

$$p = p_{\text{jegybank}} + \lambda y^* + \lambda(1 + \lambda), \text{ ahol } p_{\text{jegybank}} = p^* - \lambda y^*. \quad (10)$$

Ekkor az inflációs várakozások megegyeznek a társadalmi optimummal:

$$E(p) = E[p_{\text{jegybank}} + \lambda y^* + \lambda/(1 + \lambda)\epsilon] = p^*.$$

Amint Green [1996] rámutat, a Svensson-féle megoldás esetén a jegybanki politika hitelessége kerülhet veszélybe: a jegybank következetesen egy alacsonyabb infláció megvalósítása mellett kötelezi el magát, mint az infláció tényleges nagysága. Amennyiben ez a szisztematikus eltérés beépül a várakozásokba, ez alááshatja a rendszer működésének hatékonyságát.

### Az inflációs célkitűzés működése a gyakorlatban

Az inflációs célkitűzés rendszere az időbeli inkonzisztencia, illetve az ebből fakadó inflációs torzítás megszüntetését célzó javaslatok egyikével sem azonosítható teljes mértékben, de azok számos elemét foglalja magába.

Ebben a rendszerben a monetáris politika vitele minden esetben *eszközfüggetlen konzervatív jegybankra* van bízva, melynek legfontosabb célja az árak stabilitásának biztosítása, amit gyakran törvényi előírás is megerősít. A jegybank általában nem célfüggetlen, az inflációs célkitűzés meghatározása a kormányzattal közös megállapodáson alapul. A kibocsátáshoz, foglalkoztatáshoz, fizetési mérleghez kapcsolódó célok nem, vagy csak a prioritásként kezelt árstabilitás követelményének alárendelve jelennek meg a jegybank feladatai között. Az inflációs célkitűzés rendszere ugyanakkor kevésbé transzparens, mint a monetáris aggregátumokra vagy árfolyamra mint jól megfigyelhető közbülső célra alapozott politikák, ezért a jegybanknak lehetősége van arra, hogy diszkrecionális intézkedéseivel meglepje a gazdaság szereplőit.

A diszkrecionális politika folytatásának lehetősége miatt a hitelesség és a tekintély megteremtése kulcskérdése az inflációs célkitűzés sikerének. Ezért a jegybank tevékenysége a *legszélesebb nyilvánosság* előtt zajlik. A nyilvánosság központi szerepet tölt be a hitelesség elnyerésében: az inflációs célkitűzés ismeretében az árnövekedés tényleges üteme, valamint a bank és a független szervezetek által publikált inflációs várakozásokra vonatkozó felmérések alapján a jegybanki tevékenység eredményessége a legszélesebb közvélemény számára is értékelhetővé válik.

A rendszer hitelességét ugyanakkor csökkentheti, hogy általában nincs explicit szerződés a kormányzat és a jegybank között. Bár számos országban törvénybe foglalták a jegybank kötelezettségét az árstabilitás biztosítására, de az inflációs cél teljesítése nem számon kérhető, a szerződés betartására elsősorban a tekintély megőrzése készteti a jegybankot.

*Az árstabilitás prioritása*

Az inflációs célkitűzés rendszerében a monetáris politika legfontosabb célja az árak stabilitásának biztosítása, ami a gyakorlatban nem egy rögzített árszínvonal, hanem alacsony infláció elérését jelenti. A kibocsátáshoz, foglalkoztatáshoz, fizetési mérleghez kapcsolódó célok nem, vagy csak a prioritásként kezelt árstabilitás követelményének alárendelve jelennek meg a jegybank feladatai között. Ennek ellenére nincs olyan jegybank, amelyik bármi áron, a kibocsátás alakulásának teljes figyelmen kívül hagyásával próbálna elérni az inflációra vonatkozó célkitűzést. Az *infláció és a kibocsátás közötti átváltás (trade-off)* az inflációs célkitűzés rendszerének bevezetése utáni *dezinflációs időszakban*, valamint *kínálati sokkok esetén* a monetáris politika kulcskérdésévé válik.

A defláció recessziós hatását az inflációs célváltozóra áttérő országok tapasztalata alapján nehéz volna felmérni, ugyanis az inflációs célkitűzés bevezetésével egy időben (a kilencvenes évek eleje) más országokra is csökkenő infláció és recesszió volt jellemző.

A dezinflációs időszakban meg kell határozni azt a pályát (*optimum path*), ami a legkisebb outputáldozattal teszi lehetővé az infláció csökkentését. Az úgynevezett *áldozati arány (sacrifice ratio)* azt tükrözi, hogy az infláció mérséklése mekkora növekedési „áldozat” árán – a magasabb infláció esetén elérhetőnél kisebb növekedést eredményezve – valósítható meg. Az áldozati arány nem állandó, a nagyságát meghatározó két legfontosabb tényező az *nominális szerződéses hossza, illetve az, hogy a gazdaság szereplőinek várakozásai milyen gyorsan konvergálnak* a jegybank által meghirdetett célkitűzéshez (King [1996]). Nincs kész válasz a kérdésre, hogy vajon a *fokozatosság* (gradualizmus) vagy a *nagy, sokszzerű lépések politikája (cold turkey)* a célravezetőbb. Figyelembe kell venni, hogy a hosszabb nominális szerződések, a nagyobb nominális szigor növeli a dezinfláció költségeit. Ezért gyakran *intézményi változtatások révén lehetséges e költségek csökkentése* (visszatekintő inflációra alapozott bér- és árképzés megszüntetése, a szinkronizáltság növelése). A várakozások alkalmazkodásának sebessége a meghirdetett politika hitelességének és a közvélemény tanulási sebességének függvénye. A hitelesség kérdésével egy későbbi alfejezetben részletesen foglalkozunk. A tanulás sebességéről is különböző vélemények láttak napvilágot. Sargent [1986] szerint a várakozások gyorsan alkalmazkodnak, ezért a gyors dezinflációra voksol. A *gradualizmus* felveti annak a lehetőségét, hogy a kormányzat visszatér korábban folytatott politikájához. Az *inflációs célkitűzés rendszerének sikere valószínűleg abból ered, hogy megpróbálja élesen elválasztani a múlt és a jövő inflációs tendenciáit, az inflációs várakozások megváltoztatását, az inflációs inercia megtörését állítja középpontba*. Ez nyilván csak radikális váltással sikerülhet. Ugyanakkor egy túl ambiciózus politika hiteltelenné válhat, ekkor nem tölti be az árképzést orientáló funkcióját.

Az infláció–kibocsátás átváltáshoz (*trade-offhoz*) kapcsolódó további kérdés az, hogy hogyan reagáljon a monetáris politika a gazdaságot ért *keresleti és kínálati sokkokra*. Az inflációs célkitűzés rendszerében is a klasszikus hozzárendelési problémával állunk szemben: Amennyiben a sokk *keresleti* eredetű, akkor az árak stabilizálására irányuló monetáris politika egyben a kibocsátást is stabilizálja. *Kínálati* sokk esetén a monetáris politika önmagában nem alkalmas a monetáris és reálfolyamatok egyidejű stabilizálására, az árak stabilizálására tett jegybanki lépések a válság elmélyüléséhez vezetnek. A kínálati sokk esetén optimális alkalmazkodó politika azonban ellentétes az inflációs cél követelményével.

Az ebből eredő problémák csökkentése érdekében az *alapváltozókban való elmozdulást (base driftet)* lehetővé tevő *inflációs rátára* és nem az árszínvonalra vonatkozik a jegybank célkitűzése. Ez azt jelenti, hogy ha egy időszakban az infláció felülmúlja a tervezettet, azt a következő időszakban nem kell célkitűzés alatti inflációval korrigálni, mivel a korrekciónak a kibocsátás–infláció átváltás miatt nagyok lehetnek a költségei. Ha

a gazdaságban nominális ár- és bérmeredvség van, a pozitív infláció arra is lehetőséget ad, hogy a relatív árak megváltozása alacsonyabb kibocsátási áldozattal valósuljon meg. A sávós célkitűzés szintén növeli a jegybank rugalmasságát, így alkalmazkodni tud a kisebb mértékű kínálati sokkokhoz. Nagyobb sokkok előfordulása miatt *az inflációs célkitűzés megfogalmazásakor gyakran nem közvetlenül a fogyasztói árindexet (headline inflation) tekintik a monetáris politika célváltozójának, hanem az infláció alaptendenciájának a mérésére konstruált (underlying) mutatót*, amely kivételeket tartalmaz. A kivételek között szerepelhetnek az indirekt adók, a cserearányok megváltozásából fakadó áremelkedések (valamint a kamatfizetés, mivel ez utóbbira a monetáris politika közvetlen hatással van). Ez persze nem jelenti azt, hogy a jegybank az ilyen eseményekből fakadó áremelkedésekre törvényszerűen alkalmazkodó politikával válaszol, általában teret enged az inflációt növelő közvetlen hatásoknak, de a monetáris politikai eszköztár alkalmazásával igyekszik megakadályozni a tovagyrúzását, ár–bér spirál kialakulását. A kivételeket igyekeznek a legszűkebb körben meghatározni. A közvélemény ugyanis a fogyasztói árindex alakulását követi nyomon. Egy kisebb publicitást élvező, származtatott index az átláthatóság követelményével ellentétes, ezért ronthatja a monetáris politika hatékonyságát.

#### *Az inflációs célkitűzés mint az áralakulást koordináló mechanizmus*

Az inflációs várakozások befolyásolása érdekében a jegybank arra vállal kötelezettséget, hogy tevékenységét mindenki számára ellenőrizhető módon az infláció letörésének szolgálatába állítja. Inflációs célkitűzés esetén a jegybank nem fogalmaz meg közbülső célokat, hanem közvetlenül a *végző célt* nevezi meg, amelynek *teljesítése* – utólag – *bárki számára ellenőrizhető*. Ha az inflációs célkitűzés hiteles, az inflációs inerciát megtörve, nominális horgonyként működhet az inflációs várakozások kialakításában, és ezáltal befolyásolja a bér- és árinfláció nagyságát.

Az inflációs célkitűzés bevezető országokban is korábban a monetáris aggregátumokat (Kanada, Új-Zéland, Ausztrália) vagy a nominális árfolyamot (Nagy-Britannia, Svédország, Finnország) tekintették közbülső célnak. A közbülső célokra alapozott rendszerrel azonban nem sikerült megteremteni az árstabilitást.

Azokban az országokban, ahol korábban *monetáris aggregátumok* szolgáltak nominális horgonyként, *az aggregátumok és az infláció kapcsolata egyre gyengébbé és kiszámíthatatlanabbá vált*. A tranzakciós költségek csökkenésével, a pénzügyi innovációk terjedésével és a lakosság kockázatviselési hajlandóságának változásával párhuzamosan egyre szélesebb monetáris aggregátum vált közbülső céllá, de még ezek forgási sebessége sem biztosította a monetáris tervezéshez szükséges stabilitást.<sup>1</sup>

A Bundesbank kitart az M3-ra alapozott monetáris programozás mellett, az M3 növekedési ütemét (sávját) a forgási sebességre vonatkozó előrejelzés alapján határozzák meg. Bár az utóbbi években jelentős eltérések mutatkoztak a cél és az M3 tényleges növekedése között, a Bundesbank szerint, ha meg tudja magyarázni az eltérés okát, az kevésbé rombolja tekintélyét, mintha feladja azt az eszközt, amely tekintélye megszerzéséhez hozzásegítette.

Más országok az 1992-es EMS-krízis után tértek át az inflációs célkitűzésre. A közvetlen előzmény az volt, hogy több spekulációs hullám kivédése után az utolsó spekulációs támadás megfékezése olyan kamatáldozatot követelt volna a kormányzatoktól, hogy azok

<sup>1</sup> Az M1 célkitűzés feladása után Kanadában egy átmeneti időszak következett (1982–1991), amikor az új közbülső célt keresve többféle aggregátum alakulását figyelték, és hosszabb eredménytelen keresési periódus után döntöttek csak a közbülső célról való lemondásról.

inkább az árfolyam lebegtetését választották. A spekulációs hullám nemcsak azoknak az országoknak az esetében követelte meg a centrális paritás feladását, ahol az árfolyammal fundamentális problémák voltak (a rögzítés ellenére fennmaradt a partnerországoknál lényegesen magasabb ütemű infláció, például Olaszország), más országokban az önbeteljesítő várakozások vezettek a valutarendszer feladásához (*Eichengreen–Rose–Wyplosz* [1995], Franciaországban az ESM-krízis után néhány héttel a frank visszatért a krízis előtti sávjába). Az 1993-as spekulációs válság olyan mértékben ingatta meg a rögzített valutaárfolyam fenntarthatóságába vetett hitet, hogy nemcsak a monetáris rendszerből kilépett országok valutapolitikája, de az egész EMS átalakult: A kilépett országokban lebegő árfolyamrendszerre tértek át, az ESM-en belül maradt országokban pedig a lebegtetés sávját szélesítették 15 százalékra, ami a gyakorlatban inkább irányított lebegtetésnek (*managed floating*), mint rögzített árfolyamnak tekinthető. Bár az ESM rendszerében a jegybankok közötti együttműködés elvileg bármekkora spekulációs támadás esetén is képes fenntartani a valuták paritását, a kapcsolódó *kamatemelkedés reálgazdasági, illetve költségvetési terhei indokolják az árfolyamok nagyobb flexibilitását*.

Ahhoz, hogy nem került sor arra, hogy új – a gazdasági fundamentumokhoz igazított – árfolyam mellett újra rögzítsék valuták árfolyamát, az is hozzájárult (például Nagy-Britannia esetében), hogy a rendszerben a német egyesülés aszimmetrikus sokkot okozott, s a Bundesbank más, a tagországok érdekeivel ellentétes célt követett. Ezt a fix árfolyamrendszer miatt automatikusan át kellett venni a többi tagországnak, ahol a restriktív monetáris politika elmélyítette a recessziót, s ezért az önálló monetáris politika jelentősége felértékelődött.

*A rögzített árfolyam mint nominális horgony feladásához tehát három tényező járult hozzá: 1. az önálló monetáris politika felértékelődött az importált hitelességhez képest, 2. a fix árfolyam nem biztosította az inflációs ráták teljes konvergenciáját, valamint 3. a tőke mobilitásának jelenlegi szintjén rendkívül nehézvé vált a fix árfolyam fenntartása melletti kötelezettségvállalás hitelességének fenntartása.*

*Obstfeld–Rogoff* [1996] az olajsejkségeken, turistaparadicsomokon és néhány gyarmaton kívül mindössze hat olyan országot talált, amelyben a rögzített árfolyam (2 százalék) 1995-ben már legalább öt éve fennállt (Ausztria, Hongkong, Luxemburg, Hollandia, Szaúd-Arábia, Thaiföld). Ezek az országok meglehetősen kicsik, és teljes mértékben alárendelik magukat egy másik ország monetáris politikájának. Feltehetően minden jelentősebb politikai erő prioritásként kezeli a fix árfolyamot. A sikeres rögzítés lényeges feltételének tekintik a szerzők azt is, hogy a tőkepiacok ugrásszerű növekedésének kezdetére ezek a kormányok már megszerezték a fix árfolyam fenntartására vonatkozó hitelességüket.

Az inflációs célkitűzés rendszerében a jegybank az úgynevezett *információs változós megközelítést* alkalmazza. Nem választ ki egyetlen olyan változót, amely jól leírható oksági kapcsolatban áll az infláció alakulásával, hanem az infláció alakulásával szorosan együttmozgó, annak alakulását előrejelző változók (*leading indicators*) széles körének figyelembe vételével alakítja ki inflációs prognózisát. Az indikátorok kiválasztásánál nem az oksági kapcsolat, hanem az előrejelző erő a legfontosabb szempont.

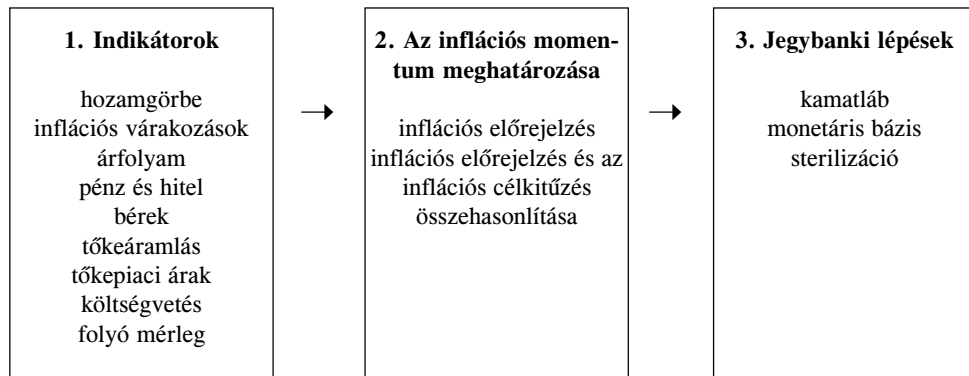
Az előrejelző változók és az inflációs folyamatokat leíró strukturális modell alapján a jegybank kialakítja inflációs előrejelzését. Ebben a rendszerben gyakorlatilag *az inflációs előrejelzés tölti be a közbülső cél szerepét*: ha az előrejelzés meghaladja a kitűzött célt, a jegybank a monetáris politika megváltoztatásával igyekszik az infláció alakulását befolyásolni.

Természetesen e változók között szerepelnek *a monetáris aggregátumok és az árfolyam-alakulás* is, sőt a jegybankok gyakran hirdetik meg az ezek alakulására vonatkozó „elképzeléseket”. A várttól eltérő alakulás azonban nem vált ki automatikus jegybanki

reakciót, betartásukhoz nem kötődik szoros elkötelezettség. A többi vizsgált változóval együtt, az inflációs előrejelzést újra és újra felülvizsgálva, az infláció növekedéséhez vezető kockázati elemeket feltárva értékeli a jegybank alakulásukat, és dönt politikája megváltoztatásáról.

2. táblázat

A monetáris politika vitele inflációs célkitűzés esetén



Az inflációs célkitűzés rendszere tehát nem egy változóra alapozva, hanem változók csoportja alapján határozza meg inflációs előrejelzését. E *portfóliószemlélettel* az inflációs prognózis hatásosabb lehet. Mivel a jegybank egyetlen nominális változó mellett sem vállal szigorú elkötelezettséget, kisebb lehet a torzítás, amely abból fakad, hogy a gazdaság szereplői várakozásaik kialakítása során figyelembe veszik a jegybank reakciófüggvényét. Ezek az érvek azonban nem adnak kielégítő magyarázatot arra, hogy azok a jegybankok, amelyek éveken keresztül eredménytelenül próbálkoztak az infláció leszorításával, mitől váltak ilyen hatékonyvá az inflációs célkitűzés rendszerében. Különösen akkor, ha azt is figyelembe vesszük, hogy az inflációs célkitűzés rendszere kevésbé transzparens a monetáris aggregátumokra vagy árfolyamra – mint jól megfigyelhető köz-bülső célra – alapozott politikáknál, ezért a jegybanknak lehetősége van arra, hogy diszkracionális intézkedéseivel meglepje a gazdaság szereplőit. A legfontosabb szerepe valószínűleg azoknak a politikai döntéseknek és intézményi reformoknak volt, amelyek segítették a jegybankot antiinflációs hitelességének megteremtésében.

### A hitelesség

Ahhoz, hogy a jegybank által meghirdetett inflációs cél valóban betöltse funkcióját, képes legyen megtörni az inflációs inerciát, és a bér- és árnövekedés mértékét meghatározó referenciaként szolgáljon, a meghirdetett célnak *hitelesnek* kell lennie.

A korábbi évek magas inflációja miatt a bevezetés pillanatában igen alacsony volt a jegybankok reputációja, az európai országok éppen feladni kényszerültek a korábban alkalmazott és az árstabilitás zálogaként kezelt fix árfolyam-politikát (ESM összeomlása). Magától a bejelentéstől nem is vált hitelessé a rendszer (inflációs várakozások, hosszú lejáratú papírok hozamalakulása alapján), de a következetes jegybanki lépések hatására valóban csökkenő inflációs ráták elősegítették a hitelesség megteremtését. A bejelentés-

nek mégis jelentősége van, viszonyítási alapot jelent, nagyobb publicitást biztosít a jegybanki intézkedéseknek, ezáltal növeli az intézkedések hatékonyságát.

A hitelességnek van egy *politikai* és egy *technikai* oldala: várható-e, hogy a jegybank feladja antiinflációs politikáját, illetve képes-e a rendelkezésére álló eszközökkel a kitűzött cél elérésére. A két tényező igen szorosan összekapcsolódik, ugyanis minél nagyobb a meghirdetett célkitűzés politikai hitelessége, annál könnyebben, kisebb áldozatok árán érhető el a cél (például a befektetők által várt inflációs prémium nagysága befolyásolja a dezinfláció kamatköltségeit).

A politikai hitelesség megteremtése érdekében számos országban törvénybe foglalták a jegybank függetlenségét, és azt, hogy legfontosabb célja az árak stabilitásának biztosítása. Több országban a kormányzat és a jegybank közös döntése alapján kerül sor a cél kitűzésére, és együttes a felelősségvállalás, ami egyben kötelezettségvállalást jelent a szükségessé váló fiskális alkalmazkodás végrehajtására.

Az inflációs célkitűzés rendszerébe több olyan tényező van beépítve, amely *csökkenti a kibocsátási költségeket*, és ezáltal növelik a meghirdetett program hitelességét. Ezek közé tartozik a *sávok meghirdetése* (Finnország kivételével), amely nemcsak a monetáris lépések és az infláció közötti kapcsolat sztochasztikus jellegének beismerése, hanem lehetőséget is ad a banknak, hogy a kibocsátás alakulását is figyelembe véve manőverezzen. A hitelesség növelését szolgálja az alapváltozókban mozgásteret megengedő célkitűzés elfogadása. Fix árfolyam esetén – ha nincs fundamentális változás – a rögzítés pillanatától kezdve a partnerországét meghaladó infláció „rombolja” az árfolyam fenntarthatóságát. Hasonlóan, egy adott árszínvonalra megfogalmazott célkitűzés esetén is korrigálni kell a programtól való eltéréseket. Ezzel szemben az inflációs célkitűzés egy „puha” cél (Bartolini–Prati [1996]), amely *képes a hosszabb távú fegyelmező erőt rövid távú flexibilitással kombinálni*.

A *politikai* hitelességet alááshatja, ha a kormányzat nem eléggé elkötelezett az infláció letörése mellett, ezért a fiskális és jövedelempolitika kialakítása során más szempontokat helyez előtérbe. Egyes tényezők hajlamosítanak arra, hogy a kormányzat a meghirdetett-nél nagyobb inflációt generáljon. Ha a gazdaság *elhúzódó recessziós periódusban* van, a növekedés társadalmi támogatottsága nagyobb lehet, mint az infláció csökkentéséé, ezért az inflációs célkitűzés politikai hitelessége kétségessé válhat. Ha *nagy a költségvetés folyó hiánya*, és a költségvetési *kiadások csak részlegesen indexáltak*, a gazdasági szereplők nagy valószínűséget tulajdoníthatnak annak, hogy a kormányzat elinflálja a deficitet. A hazai valutában denominált *magas államadósság* is negatív hatással van az inflációs célkitűzés hitelességére, a dezinflációs periódus elején általában magas reálkamatok ugyanis megnövelik az elsődleges egyenlegben szükséges alkalmazkodás mértékét.

A *technikai* hitelesség megteremtésében gyakran a jegybanki tevékenységgel nem közvetlenül összefüggő tényezőknek van kiemelkedő szerepe. A monetáris politika célja, hogy programjának meghirdetésével az árképzésben és a bérek kialakításában egy előretekintő, a várható áralakulásra alapozott szemléletet alakítson ki. Ha az *ex post* indexelés nem csak implicit módon valósul meg (például bértárgyalások, nyugdíjemelések), akkor intézményi változásokra is szükség van ahhoz, hogy ez a politika eredményes lehessen.

A technikai hitelesség növelését szolgálja, hogy az inflációs célkitűzésnek csak hosszabb időszak végére kell teljesülnie, esetleg részidőszakokra megszabva a konvergencia sebességét. *A tervezési periódus legalább olyan hosszú, mint a transzmissziós mechanizmus* (általában két év), ezáltal a jegybanki intézkedések valóban ki tudják fejteni hatásukat. A technikai hitelességet is erősíti, hogy a célváltozó nem a fogyasztói infláció, hanem a bank szempontjából exogénnek tekinthető hatásoktól megtisztított mutató.

A *nyilvánosság* központi szerepet tölt be mind a politikai, mind a technikai hitelesség elnyerésében: az inflációs célkitűzés ismeretében, az árnövekedés tényleges üteme, vala-

mint a jegybank és a független szervezetek által publikált inflációs várakozásokra vonatkozó felmérések alapján a jegybanki tevékenység eredményessége a legszélesebb közvélemény számára is értékelhetővé válik. Ezért a jegybank folyamatosan kommunikál a gazdaság szereplőivel, nyilvánosságra hozza inflációs előrejelzését (mi történne akkor, ha nem lenne változás a monetáris politikában), milyen lépéseket tesz annak érdekében, hogy az előre jelzett tendenciákon változtasson, és ezektől milyen hatást vár.

### *Az inflációs célkitűzés rendszere mérsékelt (moderate) infláció esetén*

Olyan országokban is találkozunk inflációs célkitűzéssel, ahol az infláció a fent felsorolt országokénál magasabb, 15-40 százalék közötti (Izrael, Lengyelország). Ezekben az országokban azonban a rendszer néhány alapvető tulajdonságában különbözik az egyszámjegyű infláció esetén bevezetésre került.

*Az inflációs célkitűzés sokkal rövidebb időre, általában egy évre szól.* Az alacsonyabb inflációjú országok azzal érvelnek a hosszabb periódus mellett, hogy a monetáris politika a transzmissziós mechanizmuson keresztül csak másfél-két év alatt tudja kifejteni a hatását, így a jelenben meghozott monetáris politikai lépések csak a másfél-két évvel későbbi inflációra gyakorolnak érdemleges befolyást. Ezekben az országokban valószínűleg nincs lehetőség hosszabb időtávra szóló célkitűzés megfogalmazására. A magas infláció miatt a jegybanki előrejelzés megbízhatósága is rövidebb időintervallumra korlátozódik, nagyobb az infláció szórása. Rövidebbek lehetnek a szerződések, megbízható információk csak a hozamgörbe közeli tartományáról állnak rendelkezésre. Ugyanakkor az időtáv megválasztásában szerepet játszhat az is, hogy a költségvetést nehéz hosszabb távú kötelezettség vállalásra rábírní, így a jegybank is csak egy-egy költségvetési tervezési periódusra vállalhat elkötelezettséget.

Az inflációs célkitűzéshez nem lebegő árfolyam, hanem csúszó árfolyamsáv (*crawling band*) tartozik. Ez a centrális paritás pályájának meghirdetését és egy viszonylag széles (10-20 százalékos) árfolyamsáv meghatározását jelenti, amelyben az árfolyam mozoghat. Ezekben az országokban *a csúszó árfolyamsávval kombinált inflációs cél rendszerének bevezetését megelőzően fix árfolyamra alapozott stabilizációs programokat* hajtottak végre, amelyek eredményesek voltak abból a szempontból, hogy a hiperinflációt mérsékelt mértékűre szorították le, de *nem tudták megszüntetni a teljes inflációs különbséget*. Ennek – még ha jelentős leértékelés előzte is meg az árfolyam rögzítését – reálfeleértékelődés, a hazai ipar versenyképességének romlása, kedvezőtlen kereskedelmi mérleg lett az eredménye.

A csúszó árfolyamsáv *három* funkciót tölt be. Egyrészt, a centrális paritás pályájának meghirdetésével a kormányzat egy *fenntartható reálárfolyam-pályát* próbál meg kijelölni. Másrészt, *a csúszás mértékének (crawl) megállapítása egy előretekintő inflációs prognózison alapul*, amelyet a gazdaságban meglévő inflációs nyomás és a fundamentális alkalmazkodás sebességének figyelembevételével alakítanak ki, és – legalább implicit módon – magába foglal valamilyen szintű kormányzati elkötelezettséget is. Ezzel a kormányzat egy kiegészítő *nominális horgonyt* hoz létre. Harmadrészt a nagyobb rugalmasság *megnöveli a monetáris politika önállóságát*.

Ha egy eszközhöz több különböző célt rendelünk, az magában hordja a célok közötti konfliktus lehetőségét. Az alábbiakban azt vizsgáljuk, hogy a csúszó árfolyamsáv milyen mértékben tudja betölteni a neki szánt funkciókat, és azt, hogy a viszonylag nagyobb rugalmasság milyen mértékben képes feloldani a célok közötti konfliktusokat.

1. A csúszó árfolyamsáv rendszere abban különbözik a fix árfolyamétól, hogy a *fundamentumok várható alakulásához igazított árfolyampálya* meghatározásával igyekszik a

rendszer élettartamát növelni, a versenyszektor nemzetközi versenyképességét megőrizni. Tankönyvi esetben a lebegtetett árfolyam ugyanúgy, sőt jobban alkalmas a fenntartható reálárfolyam kalibrálására, mint a reálárfolyam szabály alapján előre meghatározott árfolyampálya, mivel a lebegő árfolyam külső és belső sokkok esetén automatikus stabilizátorként működik.

A nemzetközi tapasztalatok azonban azt mutatják, hogy a lebegtetett árfolyam hosszú időszakon keresztül is elszakadhat a reálváltozók és az inflációs különbség által meghatározott egyensúlyi árfolyamtól (*Krugman–Miller [1992]*). Egy dezinflációs program idején különösen nagy lehet a nominális árfolyam volatilitása. Ha a dezinflációs program hiteles, lebegő árfolyam esetén rövid távon a tőkebeáramlás átmenetileg az árfolyam túlzott felértékelődéséhez vezet. A program hitelességének megítélése azonban időről időre változhat, ezért a különböző buborékok kialakulásának valószínűsége szintén nagy lehet.

*Az előre bejelentett sáv határokat szab az árfolyam mozgásterének, csökkenti az árfolyam ingadozását* (még akkor is, ha a sáv nem teljesen hiteles (*Krugman [1991]*). Ennek azért van nagy jelentősége, mert a nagy volatilitás hátrányosan befolyásolja a kereskedelmi kapcsolatok kiépülését, ezért gyengébb exportteljesítményhez, lassabb gazdasági növekedéshez vezethet. Ezek a költségek azokban az országokban még magasabbak, ahol még nem alakultak ki az árfolyamkockázat fedezésére alkalmas instrumentumok, vagy a gazdasági szereplők nem szoktak hozzá ezek rutinszerű alkalmazásához.

2. Az árfolyamsáv második funkciója az, hogy *nominális horgonyként* működik. Nem minden ilyen rendszer alkalmas e nominálishorgony-funkció betöltésére. Ha a csúszás automatikusan elismeri az előző időszaki inflációs különbséget (Chile), és a gazdaságban jelentős mértékű az inflációs inercia és a bérek indexelése, akkor a csúszó árfolyam (*crawling peg*) destabilizálja az inflációt (*Adams–Gros [1986]*). Az előzetekintő árképzési módszerek kialakításához *előzetekintő inflációs prognózisra alapozott árfolyampálya szükséges*.

Azért van szükség az árfolyamra mint nominális horgonyra, mert ezekben a mérsékelt inflációjú országokban a jegybank antiinflációs hitelessége alacsony.

A lebegő árfolyamos rendszerekben ha a kormányzat elkötelezettsége az infláció leszorítása mellett nem hiteles, az először a hosszú távú papírokra fizetett magas kamatprémiumban jelentkezik. Ez növeli a dezinfláció költségeit, sőt a magas reálkamatok a program feladásához is vezethetnek (lásd Brazília). Kisebb mértékű kamatprémium esetén azonban a rendszer fenntartható, és az inflációs ígéretek sorozatos teljesítésével a hitelesség elnyerhető. Ezzel szemben a csúszó árfolyamsávval ötvözött rendszerben *a rövid tervezési periódus miatt az inflációs célkitűzés nem teljesülése már rövid távon nyilvánvalóvá válik*. Míg az eredeti rendszer lehetőséget ad a az alapváltozókban történő elmozdulásra (*base drift*), itt a különböző inflációs sokkok hatása közvetlenül a meghirdetett cél hitelességét ássa alá. Ennek ellensúlyozására a gyakorlatban nem kap olyan nagy hangsúlyt az inflációs célkitűzés, amit az *árfolyampálya meghirdetése próbál meg ellensúlyozni, mivel sokkal transzparensebb, mint az inflációs célkitűzés*, különösen akkor, ha fejletlen a jegybank és a közvélemény közötti kommunikáció. De az árfolyam mint nominális horgony növelheti is a rendszer sérülékenységet. Az árfolyam szintén nem „puha” cél, ráadásul, amíg az inflációs várakozások viszonylag lassan változnak, a spot árfolyam – mint sajátos tőkepiaci ár – azonnal tükrözi a piac ítéletét a kormányzat jelenbeli és várt lépéseiről, ezért az *árfolyamot érő spekulációs támadások* sokkal hamarabb tehetik nyilvánvalóvá a program hiteltelenségét.

3. A centrális paritás pályáját a kormányzat az inflációs prognózis alapján határozza meg, így a leértékelési ütem a rendszer endogén változója. Az árfolyampálya meghirdetése után azonban a pálya fenntartása melletti kötelezettségvállalás korlátozza a jegybank

lehetőségeit. *A széles árfolyamsáv azonban – a korábbi rendszerhez képest – nagyobb önállóságot biztosít a monetáris politikának.*

Az árfolyam nagyobb rugalmassága lehetőséget ad a monetáris politikának, hogy *átmeneti negatív sokkok esetén stabilizálja a gazdaságot*: a nominális árfolyamváltozás lehetővé teszi a reálárfolyam gyorsabb alkalmazkodását, ezzel nominális rigiditás esetén a gazdaság simábban tud alkalmazkodni a sokkokhoz.

A nagyobb árfolyam-rugalmasság lehetőséget ad arra, hogy a jegybank – a sávhatárok által korlátozottan – *anticiklikus* politikát folytasson. Ha az árfolyam fix, a nominális kamatszint a külföldi kamatok és a leértékelés üteme által determinált. Fellendülés idején az infláció emelkedik, a nominálisan rögzített kamatok csökkenő reálkamatokot jelentenek, recesszió idején pedig nőnek a reálkamatok, a monetáris politika tehát prociklikus. A csúszó sávós árfolyamrendszer működtetése esetén mind a leértékelési ütem meghatározása során, mind a sávhatárok által meghatározott tartományban *önálló kamatpolitika folytatásával alkalmazkodhat a jegybank a gazdaság konjunkturális helyzetéhez.*

Ebben a rendszerben a jegybanknak lehetősége van arra is, hogy a nemzetközi tőkeáramlásra különböző válaszokat adjon: *reagálhat a nominális árfolyam megváltoztatásával, sterilizált vagy nem sterilizált intervencióval*, azaz a nemzetközi tartalékok, illetve a belföldi kamatláb megváltoztatásával. Az alkalmazott politika kiválasztása során azonban azt is figyelembe kell venni, hogy a sávon belüli intervenció, ha implicit egy szűkebb sáv fenntartására irányul, az árfolyamkockázat csökkentése miatt éppúgy növeli relatíve a tőkebeáramlást, mintha szűkebb lenne a hivatalosan meghirdetett intervenció sáv. (Izraelben alkalmazták például a hivatalosan nem meghirdetett belső sáv politikáját, amiről *Leiderman–Bufman* [1996] ad áttekintést.)

A jegybank önállósága ugyanakkor korlátozott, az árfolyam alakulása hosszabb távon nem szakadhat el a fundamentumok, illetve az inflációs különbség által implikált pályától. Nincsenek a jegybanknak olyan eszközei, amelyekkel a meghirdetett árfolyampályával kompatibilis viselkedésre kényszeríthetné a gazdaság szereplőit (elsősorban a kormányzatot). A nagyobb árfolyam-rugalmasság legfeljebb átmeneti sokkok (mind a folyó mérleg, mind a tőkemérleg esetében) kezelésére ad lehetőséget.

*A versenyképesség fenntartása és az árfolyam nominálishorgony-szerepe a gazdaságot érő sokkok esetén konfliktusba kerülhet egymással.* Ilyen sokkot okozhat a nemzetközi kamatszínvonal csökkenése, az ország termékei iránti kereslet változása, a költségvetés expanzív politikája. Az inflációs célkitűzés rendszere azt követeli meg, hogy ebben az esetben *az infláció kapjon prioritást*, azaz lehetővé kell tenni az árfolyam rugalmas alkalmazkodását. Ha az inflációs célkitűzés politikai támogatottsága gyenge, a versenyképesség megőrzéséhez kapcsolódó célkitűzés ezzel ellentétes jegybanki reakciót implikálhat (lásd Izrael 1993).

A versenyképesség és az inflációcsökkentés ellentmondása különösen élesen jelentkezik a tőkeáramlásra adott reakció esetében.

Ha van lehetőség van sterilizált intervencióra, a két célkitűzés egyszerre teljesülhet. *Calvo–Leiderman–Reinhardt* [1993] a Latin-Amerikai országokba áramló külföldi tőkét vizsgálva, azt állapítja meg, hogy a sterilizált intervenció legfeljebb első reakció lehet a tőkebeáramlásra. Hosszabb távon azonban olyan jelentős kvázifiskális költségekkel jár, hogy kénytelenek voltak feladni ezt a politikát, vagy engedtek a felértékelődési nyomásnak, vagy áttértek a nem sterilizált intervencióra.

A nominális felértékelés vagy a nem sterilizált intervenció közötti választás az inflációs, illetve az árfolyamcél közötti sorrenddel is összefügg. A nem sterilizált intervenció csökkenti a kamatlábakat, ezáltal csökkenti a tőkebeáramlást, így hatásosabb, mint a sterilizált intervenció. Ugyanakkor nem akadályozza meg a monetáris aggregátumok

növekedését, a tőkebeáramlásnak inflációs hatása lehet (kivéve, ha a pénzkereslet meg-növekedése miatti egyensúlyi tőkeáramlásról van szó, ekkor csak a pénztartás és nem a pénzköltés nő). Végső soron mind a nominális felértékelés, mind a nem sterilizált inter-venció *reálfelértékelődéshez vezet*, rögzített árfolyam esetén legfeljebb lassabb a felérté-kelődés folyamata. *Az árfolyamon keresztül történő felértékelődés elősegíti az inflációs célkitűzés megvalósulását*, az infláción keresztül történő felértékelődés aláássa a dezinflációs program hitelességét. (Begg [1996], Halpern–Wyplosz[1996])

Ennek ellenére számos érv szólhat az inflációs felértékelődés mellett. Ha az infláció csökkentése helyett valójában a folyó mérleg alakulása élvez prioritást, ezért nem meg-engedhető a reálárfolyammal mért nemzetközi versenyképesség romlása. A meghirdetett árfolyampálya sokkal transzparensőbb célkitűzés, mint az inflációs pálya, ezért a jegy-bank az árfolyampálya fenntartásának adhat prioritást. Kérdés azonban, hogy a nominá-lis árfolyamváltozásnak ellenálló, ezzel az árfolyam alakulását kiszámíthatóbbá tevő po-litika hogyan befolyásolja a tőkebeáramlás volumenét. *Ceteris paribus* a kisebb árfo-lyamkockázat növeli a beáramló spekulatív tőke nagyságát, ezzel felgyorsíthatja az inflá-ció felértékelődés folyamatát.

A csúszó árfolyamsávval ötvözött inflációs célkitűzés hatékonyságát egyelőre nehéz megítélni. Az infláció csökkentésében eddig sem Lengyelországban, sem Izraelben nem hozott látványos eredményeket. Ezt azonban a politikai támogatottság hiányának tulajdo-níthatjuk, nem feltétlenül a rendszer alkalmatlanságát bizonyítja. Ez utóbbi probléma eldöntéséhez arra a kérdésre kell választ adnunk, hogy az új rendszer növelte-e a dezinflációs program hatékonyságát, és ennek hatására változott-e az ár- és bérképzés mechanizmusa, csökkent-e az inflációs inercia mértéke.

### Választhatja-e Magyarország az inflációs célkitűzés rendszerét?

A Magyarországon jelenleg fennálló rendszer számos tulajdonságában hasonlít az inflá-ció célkitűzés mérsékelt inflációjú országokban alkalmazott, a csúszó árfolyamsávval kombinált változatához. A monetáris politika végső célja az infláció leszorítása, amely-hez közbülső cél tartozik, az előre meghatározott árfolyampálya fenntartása. Az árfo-lyampályát az inflációra vonatkozó előrejelzés alapján határozza meg a kormányzat. Az inflációs célkitűzés rendszerétől elsősorban abban különbözik ez a rendszer, hogy nin-csen *sem a kormányzat, sem a jegybank részéről explicit kötelezettségvállalás az inflációs prognózis mellett* (nem *target*, csak *goal*). A prognózis meghirdetése során figyelembe veszik a fiskális alkalmazkodás várható mértékét, de a prognózistól való eltérés esetére semmiféle eljárást nem hirdetnek meg. *A jegybanki kötelezettségvállalás elsősorban az árfolyampályára vonatkozik*, az intervenció sáv viszonylag szűk (nemzetközi összeha-sonlításban is). Ezért a meghirdetett inflációs prognózis várakozásokat orientáló ereje kisebb. A jelenlegi magyar rendszer árfolyamra alapozott stabilizációnak sem tekinthető abban az értelemben, hogy nem az inflációs különbségnél kisebb mértékű leértékelés az inflációcsökkentés elsődleges eszköze. Az árfolyamsáv meghirdetésének mégis központi szerepe van. Az egyik funkciója a szükséges leértékelés kiszámíthatóbbá tétele. Másrészt a jegybanki kötelezettségvállalás miatt az *árfolyamrendszer tölti be az áralakulást orien-táló nominális horgony szerepét*.

Amennyiben az infláció mérséklésének középpontba állítása érdekében az inflációs célkitűzés rendszeréhez közelítenénk a mai rendszert, ez egyrészt az *inflációs cél megva-lósítása melletti kötelezettségvállalás nyílt deklarálását, explicitté tételét igényelné*, más-részt az *árfolyamrendszer rugalmasságának növelését tenné szükségessé*.

Az inflációs célkitűzés irányába történő elmozdulás mellett szól az, hogy ma Magya-

rországon az inflációs folyamatot nagymértékben meghatározza a hosszabb inflációs időszak mechanizmusaiból kialakult tehetetlenség, s ennek az inerciának a megtörésével esetleg *csökkenthetők lennének a dezinfláció költségei*. Dornbusch–Fischer [1993] mérsékelt inflációjú országokat vizsgálva, arra a megállapításra jutott, hogy a magyarországihoz hasonló árfolyamrendszerek (crawling peg vagy diszkrét leértékelések) nem járulnak hozzá a dezinfláció költségeinek csökkentéséhez (Írország, Spanyolország, Mexikó).

Kérdés, hogy jelenleg milyen mértékben van szükség a rögzített árfolyamrendszer által importált hitelességre, vagy már vállalható a nagyobb jegybanki önállóság. Az infláció várható alakulásának előrejelezhetősége óvatosságra int. A jelenlegi éves tervezési periódus mellett a meghirdetett *program bármilyen inflációs sokk esetén hiteltelenné válhat*.

A gazdaságban várható jelentős strukturális változások kiszámíthatatlanabbá teszik az inflációt. Bár Vincze János és Zsoldos István tanulmánya szerint Magyarországon a legnagyobb relatív árváltozások lezajlottak 1991–1992-ben, a fejlett országokhoz viszonyítva továbbra is jelentős átrendeződésekre kell számítanunk. Ezeket egyrészt kormányzati intézkedések váltják ki: központi árrendezések (energia), az adórendszer változása, a vámvédelem és a nem vám jellegű importkorlátozások leépítése. (Vincze–Zsoldos [1996].)

A külkereskedelem szerkezetének várható átalakulása szintén kiválthat relatív árváltozásokat. Míg Magyarország komparatív előnye feltehetően a közepesen képzett munkaerő bőségében rejlik (Halpern [1995]), a fejlett országokba irányuló exportunkban az alacsony képzettségű munkaerőre alapozott bér munka mellett még mindig nagy szerepe van a nyersanyag- és energiaigényes ágazatoknak. A működőtőke-beáramlás várhatóan felgyorsítja a külkereskedelem szerkezetének átalakulását.

A relatív árváltozások további forrása lehet a nemzetközi forgalomba nem kerülő (*non-tradable*) termékek súlyának további növekedése, a különböző iparágak eltérő ütemű technológiai fejlődése.

*Árfolyamrendszer rugalmasságának növelése mellett több érvet is fel lehet sorakoztatni.* Az átalakulási folyamat előrehaladásával az optimális reálárfolyam-pálya kalibrálása nehéz feladat elé állítja a kormányzatot. A gazdaságban nagy horderejű strukturális változások zajlanak, amely a relatív árak és termelékenység gyors változásával járnak együtt. Ezért az ország nemzetközi versenyképességét jellemző standard mutatószámok – az áralapú és a fajlagos munkaerőköltségek alapján számított (PPI, ULC) reál effektív árfolyamindexek – nem adnak megfelelő információt az árfolyam-politika értékeléséhez. A technológiai fejlődés, a termelékenységnövekedés eredményeként az átalakulási folyamat első szakaszára jellemző alacsony egyensúlyi reálárfolyam hosszabb távon várhatóan felértékelődik. Egy rugalmasabb árfolyamrendszer lehetőséget biztosít a fundamentális változásokat követő reálárfolyam alakulásra.

A rugalmasabb árfolyam-politika azt is lehetővé teszi, hogy *átmeneti sokkok esetén stabilizálja a gazdaságot*. A nominális árfolyamváltozáson keresztül megvalósuló reálárfolyam-alkalmazkodás lehetősége azért fontos, mert szinte nincs lehetőség rugalmas fiskális alkalmazkodásra.

A hazai tőkepiac nemzetközi integrációjának növekedésével a tőkebeáramlás pénzmennyiségre gyakorolt hatásának *semlegesítése egyre nagyobb kvázifiskális költséget jelent*, ugyanakkor a forint egyre nagyobb mértékben van kitéve a *spekulációs támadások veszélyeinek*. Az árfolyamrendszer rugalmassága a tőkeáramlás kezelésére is új lehetőséget kínál.

Az inflációs célkitűzés rendszeréhez szükséges *két intézményi változtatás optimális időzítése nem esik egybe*. Az infláció melletti szorosabb kötelezettségvállalás annál hatékonyabb, minél kisebb az inflációs sokkok valószínűsége. *Az új rendszerre való áttérésre az a legkedvezőbb időszak, amikor az infláció jól jelezhető előre, és csökkenő tendenciájú*. Az inflációs célkitűzést alkalmazó országok is olyan időszakban vezették be, amikor általános inflációscsökkenés volt tapasztalható. Ez hozzásegítette őket a program hiteles-

ségének megteremtéséhez. Ezzel szemben az *árfolyamrendszer rugalmassága tekintetében a gyorsabb bevezetés tűnik kedvezőbbnek*, előre felkészülve a rögzített árfolyamrendszert érő esetleges támadásokra. A nemzetközi tapasztalatok is azt támasztják alá, hogy amíg nem a piac kényszeríti ki az árfolyamrendszer megváltoztatását, addig jelentősebb költségek nélkül lehet áttérni egyik árfolyamrendszerből a másikba (Franciaország). Ha piaci kényszer hatására kell változtatni a korábban alkalmazott rendszeren, akkor a fennálló rendszer védelme, illetve a váltás utáni túlzott reakció extraköltségekkel járnának. Mivel az árfolyampályának nominális horgony szerepe van, aminek hatékonysága a volatilitás növekedésével csökkenhet, az átmeneti időszakban (amíg az inflációs célkitűzés hitelessége gyenge) *sávon belüli intervencióval lehet kiszámíthatóbbá tenni az árfolyam alakulását* (erre mind Izraelben, mind Lengyelországban látunk példát). A meghirdetett szűk árfolyamsáv, illetve egy belső sáv fenntartása közötti különbség nem csak látszólagos. Az utóbbi egy preventív megoldás, ha a belső sáv fenntartásának költségei nőnek, a jegybank kisebb tekintélyvesztéssel tud teret engedni egy fenntartható árfolyam kialakulásának.

Az inflációs célkitűzés rendszerével kapcsolatban felvetődik az a kérdés is, hogy bevezetésével *lehetséges-e az infláció gyorsabb ütemű csökkentése*. Az infláció két fő komponense az inflációs inercia és a relatív árváltozások. Ezek közül *az inflációs inerciát lehet az inflációs célkitűzés rendszerével csökkenteni*, ebből fakadhat a dezinfláció költségeinek csökkenése.

Vincze-Zsoldos [1996] empirikus vizsgálatukban kimutatták az inflációs inercia felépülését a magyar gazdaságban. Az indexelés mechanizmusairól, elterjedtségéről, a nominális szerződések hosszáról, szinkronizáltságáról azonban nem rendelkezünk elegendő információval a kérdés megválaszolásához.

Az ár- és bérképzésben a visszatekintő indexelés jelenti a legnagyobb problémát. Számos Latin-Amerikai ország, Olaszország és Spanyolország tapasztalata szerint a dezinfláció addig nem lehet eredményes, amíg fel nem függesztik a bérek visszatekintő árindexre alapozott indexálását. Magyarországon a bértárgyalások alapját már most is az inflációs prognózis jelenti. A bértárgyalásokon született megállapodás azonban nem kötelező a magánszférában. A KSH által publikált bérnövekedés 1994-ben és 1995-ben is meghaladta a központi béralkuban meghatározott mértéket, ezért feltételezhetjük, hogy a nem állami szektorban foglalkoztatottak esetében más szabályok határozzák meg a beralakulást. Hasonlóan, a központi bérmegállapodások nagyfokú szinkronizáltságot visznek a központilag szabályozott béremelésekbe, a magánszférában azonban semmit nem tudunk nominálisan rögzített szerződések hosszáról, illetve a béremelések szinkronizáltságáról. Az árképzésben általában implicit indexelés valósul meg, de mind a hatósági, mind a piaci árak esetében találunk példát az explicit visszatekintő árképzésre is (biztosítási piac).

A hitelszerződések esetében a nem indexelésből fakadnak a dezinfláció költségei. Az infláció csökkenése ugyanis megnöveli a nominálisan rögzített szerződések *ex post* reálkamatát. A magyar bankrendszer hitelkihelyezései esetében az éven belüli szerződések dominálnak. Bár a szerződéses feltételekről nincsenek információink, a devizában nyújtott hitelek növekvő súlya azt mutatja, hogy még a rövid távú szerződések esetében is nagy szerepe van az indexelésnek. A kormányzat számára azonban jelentős reálkamat-növekedéssel járhat a dezinfláció. Az elmúlt időszakban ugyanis egyre hosszabb lejáratú, rögzített kamatozású papírokkal finanszírozta magát a költségvetés.

Az inflációs inercia mellett a *relatív árváltozásoknak* is fontos szerepük van az inflációs folyamatban. Ha a gazdaságban az árak lefelé merevek, a relatív árváltozások csak a nominális árszínvonal növekedésén keresztül tudnak érvényesülni. Nominális bérmerevség esetén az infláció, illetve a termelékenység növekedése egyaránt lehetőséget ad a reálbérek alkalmazkodására. *Alacsonyabb inflációs ráta mellett a reálbérek rugalmatlanabbak*, ezért az alkalmazkodás a kibocsátáson keresztül valósul meg. Ez növeli az inflációcsökkentés költségeit, így *magasabb inflációs szintet tehet indokolttá*.

A dezinfláció költségeit a meghirdetett program *hitelessége* is befolyásolja. Ha a gazdaság szereplői nagy valószínűséget tulajdonítanak annak, hogy a kormányzat visszatér a magas infláció politikájához, a hazai pénzügyi eszközök tartásától kamatprémiumot követelnek meg.

Az infláció csökkentése jelentős *fiskális alkalmazkodást* igényel, amelynek elsősorban a *nem diszkrecionális kiadások lefaragásán keresztül* kell megtörténnie. Addig, amíg nincs politikai konszenzus arról, hogy a fiskális alkalmazkodásból fakadó újraelosztás terheit ki viselje, a folyó költségvetési kiadások csökkentésére *elsősorban a nominálisan rögzített kiadások elinflálásán keresztül* volt/van lehetőség. (Az alacsonyabb infláció esetén megjelenő újraelosztási probléma különösen élesen jelentkezik a nyugdíjrendszer esetében, a különböző indexelési és valorizálási formulák közötti választáskor.)

Költségnövelő tényező az is, hogy ha az inflációcsökkentő politika nem hiteles, az *átmenetinek tekintett reálfelértékelődés fogyasztási boomot válthat ki*, ami a folyó mérleg gyors romlása miatt leértékelési várakozást gerjeszt.

Mind a jelenlegi rendszerben, mind az inflációs célkitűzés rendszerében a dezinflációs program sebességét, hitelességét és költségeit egyaránt befolyásoló tényező a fiskális alkalmazkodás. Az inflációs célkitűzés rendszerét csak úgy lehet bevezetni, ha az magába foglalja ezen célkitűzés kormányzat részéről történő viszontbiztosítását. Amennyiben kellő politikai támogatottságot élvez a célkitűzés, a jelenleginél hatékonyabb, transzparensabb koordinációs mechanizmust jelenthet. Ebben kulcsszerepe van a nyilvánosságnak, amely ellenőrizhetővé teszi kötelezettségvállalás teljesítését.

Az inflációs célkitűzés rendszerének bevezetése tehát csak akkor lehet eredményes, ha kellő politikai támogatottságot élvez, és a gazdaságban lezajlottak azok a folyamatok, amelyek a relatív árak nagy horderejű átalakulásával járnak együtt. Hosszabb távon azonban a rendszert bevezető országok kedvező tapasztalatai alapján a monetáris politika lehetséges koordinációs eszközének tekinthetjük. Nem zárható ki, hogy ez a rendszer az európai integráció keretein belül is fenntartható lesz, de ha a monetáris unión kívüli EU-tagok számára más előírás érvényesül az átmeneti időszakban, elősegítheti a jegybank antiinflációs hitelességének megteremtését, és csökkentheti a dezinfláció költségeit. A bevezetés technikai feltételeinek megteremtése hosszabb időt vesz igénybe, ezért már most időszzerű az ezek megvalósítását megalapozó vizsgálatokat megkezdeni, és előkészíteni a szükséges intézményi változtatásokat. Ennek legfontosabb elemei a következők.

Ki kell alakítani az inflációs előrejelzés módszereit. Az inflációs momentum meghatározásához fel kell mérni a lehetséges indikátorok körét, azok információtartalmát. Az indikátorok nyújtotta információk felhasználásával ki kell alakítani az inflációs prognózist előállító strukturális modellt. Az inflációs előrejelzés előállítása során a legnagyobb problémát az jelenti, hogy a jelenleg is folyó intézményi változások a pénzügyi közvetítőrendszer működésének alapvető tulajdonságait változtatják meg, ezért monetáris aggregátumok előrejelző szerepe bizonytalan. Fokozza az előrejelzés nehézségét, hogy a rugalmasabb árfolyamrendszerre való áttérés miatt a forint iránti kereslet változékonnyá válhat. Néhány, a megbízható előrejelzést elősegítő instrumentum hiányzik (az egyik legfontosabb előrejelző a hosszú lejáratú kötvények kamatprémiuma).

A második legfontosabb lépés a jegybanki eszközök *transzmissziós mechanizmusának* megismerése. Ez nem korlátozódhat a jegybank vezetőségére, a banknak a közvéleményt kell megismertetnie és meggyőznie arról, hogy lépései a szándékolt hatást érik el.

Az inflációs célkitűzés rendszerének lényeges eleme a transzparens politika. Ezért ki kell alakítani a jegybank és a közvélemény közötti kommunikáció csatornáit.

*Hivatkozások*

- ADAMS, C.–GROS, D. [1986]: The consequences of real exchange rate rules for inflation: some illustrative examples. *IMF Staff Papers*, 33, 439–476. o.
- ALESINA, A.–SUMMERS, L. H. [1993]: Central bank independence and macroeconomic performance. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25, 151–162. o.
- BARRO, R. J.–GORDON, D. B. [1983]: Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 12, 101–121. o.
- BARTOLINI, L.–PRATI, A. [é. n.]: Speculative attacks and central bank intervention: Soft vs hard rules for exchange rate targeting. forthcoming in *Economic Policy*.
- BAUMGARTNER, J.–RAMASWAMY, R [1996]: Inflation targeting in the United Kingdom: The information content of financial and monetary variables. *IMF Working Paper WP/96/44*.
- BEGG, D. K. H. [1996]: Monetary Policy in Central and Eastern Europe: Lessons After Half Decade of Transition. *IMF Working Paper 96/108*.
- CALVO, G [1988]: Servicing the public debt. The role of expectation. *American Economic Review*, 78, 647–661. o.
- CALVO, G.–LEIDERMAN, L.–REINHARDT, C. [1993]: Capital inflows and real exchange appreciation in Latin America: The role of external factors. *IMF Staff Papers*, 40, 108–150. o.
- CALVO, G.–VEGH, C. [1994]: Inflation stabilisation and nominal anchors. *Contemporary Economic Policy*.
- CANZONERI, M. B. [1985]: Monetary policy games and the role of private information. *American Economic Review*, 75.
- CANZONERI, M.B.–NOLAN, C.–YATES, A.[1995]: Mechanisms for achieving monetary stability. Bank of England, kézirat..
- CUKIERMAN, A.–KIGUEL, M.A.–LEIDERMAN, L. [1994]: Choosing the width of exchange rate bands – Credibility vs flexibility. *CEPR, Discussion Papers 907*.
- DEWATRIPONT, M. ÉS SZERZÓTÁRSAI [1995]: Flexible integration – Towards a more effective and democratic Europe. *CEPR, London*.
- DORNBUSCH R.–FISCHER, S.[1993]: Moderate inflation. *The World Bank Economic Review*, 7, 1–44. o.
- EICHENGREEN, B.–ROSE, A.K.– WYPLOSZ, C. [1995]: Exchange market mayhem. The antecedents and aftermath of speculative attacks. *Economic Policy* 21, 251–312. o.
- FISCHER, S. [1977]: Long term contracts, rational expectation and the optimal money supply rule. *Journal of Political Economy*, 85, 191–206. o.
- FISCHER, S. [1995]: Central bank independence revisited. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 85, 201–206. o.
- GREEN, J. H. [1996]: Inflation targeting: Theory and policy implications. *IMF Working Paper, WP/96/65*.
- HALDANE, A. G. [1995]: Rules, Discretion and the United Kingdom's new monetary framework. Bank of England Working Paper Series 40.
- HALDANE, A. G.(szerk.) [1995]: Targeting inflation. Bank of England, London.
- HALPERN LÁSZLÓ [1995]: Comparative advantage and likely trade pattern of the CEECs. in Faini and Portes ed. *European Union Trade with Eastern Europe*. CEPR, London.
- HALPERN LÁSZLÓ- WYPLOSZ, CH. [1996]: Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies. *IMF Working Paper 96/125*.
- HELPMAN, E.–LEIDERMAN, L.–BUFMAN, G. [1994]: A new breed of exchange rate bands: Chile, Israel, Mexico, *Economic Policy* 261–306. o.
- KING, M. [1996]: How should central banks reduce inflation? Conceptual issues. Bank of England, kézirat.
- KRUGMAN, P.– MILLER, M. H. [1992]: Why have a target zone? *CEPR, discussion paper*, 718.

- KYDLAND, F.–PRESCOTT, E. [1977]: Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85, 473–490. o.
- LEIDERMAN, L.–BUFMAN, G. [1996]: Searching for nominal anchors in shock-prone economies in the 1990s: inflation targets and exchange rate bands. The Foerder Institute for Economic Research, Tel Aviv University.
- LEIDERMAN, L.–SVENSSON, L. E. O. (szerk.) [1995]: Inflation targeting. CEPR, London.
- LOHMANN, S. [1992]: Optimal commitment in Monetary policy: Credibility vs flexibility. *American Economic Review*, 82, 273–286. o.
- McCALLUM, B. T. [1995] Two fallacies concerning central bank independence. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 85, 207–211. o.
- OBSTFELD, M.–ROGOFF, K. [1995]: The mirage of fixed exchange rates. *Journal of Economic Perspectives*, 9, 73–96. o.
- PERSSON, T.–TABELLINI, G. [1996]: Monetary cohabitation in Europe. CEPR, forthcoming.
- ROGOFF, K. [1985]: The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *Quarterly Journal of Economics*, 100, 1168–1189. o.
- SARGENT, T. J. [1986]: Rational expectations and inflation. Harper and Row, New York.
- SVENSSON, L. E. O. [1994]: Fixed exchange rates as a means of price stability: What have we learned? *European Economic Review*, 38, 447–468. o.
- SVENSSON, L. E. O. [1995]: Optimal inflation targets, conservative central banks and linear inflation targets. NBER Working Papers 5251.
- VINCZE JÁNOS–ZSOLDOS ISTVÁN [1996]: A fogyasztói árak struktúrája, szintje és alakulása Magyarországon 1991–1996-ban. MNB Füzetek 1996/5.
- WALSH, C. [1995]: Optimal contract for central Bankers. *American Economic Review*, 85, 150–167. o.