

NOVÁK ZSUZSANNA

Inflációscél-követés mint a gazdasági felzárkózás monetáris keretfeltétele

Absztrakt

A mára elméletben és gyakorlatban is relevánsnak bizonyult inflációs célkövető monetáris politikai stratégia olyan átfogó koncepció, mely magába ötvözi a játékelmélet, a különböző közgazdasági iskolák modell megközelítéseit és az árstabilitást olyan módon igyekszik elérni, hogy végső célkitűzésként közvetlenül az inflációs célt hirdeti meg. Számos ipari és feltörekvő gazdaság választotta ezt a gazdaságpolitikai megoldást az utóbbi két évtizedben, köztük a visegrádi országok is az euroövezeti csatlakozást megelőzően. A mára mintegy húszéves tapasztalat után lehetőség nyílik a választott gazdaságpolitikai alternatíva értékelésére, melynek sikere az euroövezeti felkészülés egy igen fontos tényezője, így hozzájárulhat a gazdasági konvergencia mielőbbi megvalósulásához is. Tanulmányomban a 2008-as eseményekig mutatom be a visegrádi országok monetáris politikájának empirikus vizsgálatát, de kitérek egy-két olyan elméleti vita ismertetésére, mely a válság utáni pénzügyi világ megreformálásának ill. restaurációjának főbb szempontjait tekintette át, beleértve az inflációscél-követés rendszerének újraértékelését.

1. Az inflációscél-követés elmélete

A többek között Ben S. Bernanke, Frederic S. Mishkin, Carl I. Svensson nevével fémjelvezhető inflációscél-követő monetáris politikai stratégia sokat merített a játékelmélet, valamint a különböző közgazdasági iskolák makrogazdasági modell megközelítéseiből.

1.1. Az inflációscél-követés mint elméleti rendszer előzményei

A makroökonómiai vitákban folyamatosan tetten érhető a monetáris politika hatásosságának eltérő felfogása. A neoklasszikusok mindenféle gazdaságpolitikai beavatkozást fölöslegesnek ítélték az árak és bérek automatikus alkalmazkodása, a teljes foglalkoztatás által biztosított potenciális kibocsátás mint piaci törvényszerűség feltételezése következtében. A monetáris politikát annyiban tekintették a gazdaság egésze szempontjából fontos tényezőnek, amennyiben az biztosította a gazdaság működéséhez szükséges stabil pénzmennyiséget. Másrészt a pénz mint a gazdaság reálváltozóira (kibocsátás, foglalkoztatás, kamatláb) boruló „fátyol” – véleményük szerint - nem

befolyásolta a gazdaság teljesítményét. Keynes [1936] szakított ezekkel a hagyományokkal és támadta elődeit mindenekelőtt az árak és bérek rugalmas alkalmazkodásának, a munkakínálat a munka határaldozatához köthető, reálbér függő meghatározottságának, valamint a kereslet-kínálat walrasi értelemben vett mindenkori egyensúlyának cáfolatával. Nála a monetáris politika hatásos lehet, feltéve, ha alacsonyabb kamatszintek mellett a pénzkereslet nem válik teljesen kamatérzékenyvé, azaz nem alakul ki a likviditási csapda jelensége. Keynesnél ui. a kamatláb, mely a pénztartás alternatívájának, a kötvények hozamának megjelenítőjeként kölcsönhatásba hozza az áru- és pénzpiacot, azaz befolyásolja a pénz és a beruházási javak keresletét egyaránt, alkalmas gazdaságpolitikai eszközzé válik. Keynes követői, a keynesiánusok ugyan sokáig elődjükhöz híven a költségvetési politika mellett törtek lándzsát, melyet az John Hicks és Alvin Hansen által megalkotott IS-LM görberendszerben a két függvény egymáshoz viszonyított meredeksége jól illusztrál, nem tagadták a monetáris politika létjogosultságát. Friedman portolióelmélete megerősítette a kamatláb alternatív költségként való megközelítését, monetáris politikai felfogása azonban nem kifejezetten az eszköz megválasztásában, hanem a pénz mennyiségének közvetlen szabályozásában érhető tetten, mellyel nemcsak az elméleti modellek finomításához, hanem a rules versus discretion vitához is nagymértékben hozzájárult. A friedmani k-szabály és a pénz 100%-os fedezetének hirdetése a szabálykövetők táborának adott újabb támpontot, a diszkrecionális intézkedéseket is megengedő ellenzőikkel szemben. Elméletének jelentősége továbbá abban érhető tetten elsősorban, hogy felhívta a figyelmet a monetáris politika felelősségére az árstabilitás megteremtésében a pénzmennyiség és az árszínvonal között hosszú távon egyenes arányosságot feltételezve. A monetáris politika reálgazdasági következményét legfeljebb rövid távon fogadta el, de nem tartotta alkalmas stabilizációs eszköznek.

Friedman adaptív várakozásait az újklasszikusok racionális várakozásokká, a gazdaság egyszerű reprezentatív fogyasztóját, vállalatát pedig mondhatni „közgazdász” szintű, előrejelzésre képes aktorokká minősítve komoly lökést adott az egyre bonyolultabb matematikai eljárásokat alkalmazó reálüzleti ciklus modellek kibontakozásának. Ezek a kínálatoldali hatásokra koncentrálnak még kevésbé voltak alkalmasak a monetáris politikai intézkedések hatásosságának vizsgálatára, azonban a keynesiánus hagyományokat felelevenítve, ragadós árakat, béreket, a munkaerőpaci alkufolyamat során jelen levő számos súrlódás meglétét feltételező kiegészítésekkel ellátva nagyban hozzájárultak a jegybankok által napjainkban használt ún. *újkeynesiánus makroökonomiai* egyenletrendszerek elterjedéséhez. A monetáris politika az újkeynesiánus

makroökonómiában ugyanis alapvetően nem a pénzmennyiség változásán, hanem a kamatlábon keresztül képes hatást gyakorolni a gazdaság reálfolyamataira, azáltal, hogy az újklasszikusoktól átvett hol racionális hol részben visszatekintő várakozásokkal jellemezhető reprezentatív ügynökök (ágensek) magatartását befolyásolja. Ilyen keretrendszerben már a különböző monetáris politikai stratégiák is jól összehasonlíthatók. Ma az inflációscél-követés rendszere mellett alkalmazott inflációs előrejelzésre szolgáló, újkeynesiánus makroökonómiai modellek a következő, jól ismert egyenleteket foglalják magukban:

1. egy nyitott gazdaságra jellemző keresleti függvényt,
2. valamilyen Phillips-görbe összefüggést,
3. egy nemzetközi tőkepiaci (eszközpiaci) egyensúlyi feltételt és
4. egy monetáris reakciófüggvényt, ami általában valamilyen Taylor¹-szabályhoz hasonló összefüggés
5. A monetáris politika optimalizációs döntését olyan veszteségfüggvény fejezi ki, mely az infláció a megcélzott szinttől való eltérését, ill. a fogyasztási vagy kibocsátási rést (és esetenként a névleges kamatláb időszaki változását) minimalizálja.

A fenti egyenletrendszer létrejöttéhez a szokásos makroökonómiai összefüggéseken túl azonban két további módszertani elem beillesztésére volt szükség, mely a 4. és 5. pontban válik egyértelművé. Az egyik a már fentebb említett „rules versus discretion” vitában gyökerezik, és a Kydland-Prescott [1977] által feltárt időbeli inkonzisztencia jelenségében csúcsosodott ki. Az a probléma ui., hogy a jegybank szabályt vagy diszkréciót alkalmazzon eredetileg a pénzmennyiség szabályozásában jelent meg a XVIII. században, megosztva a teljes aranyfedezet mellett kardoskodó currency és az esetenként fedezetlen papírpénz-kibocsátást is elfogadó rugalmasabb megoldást javasoló banking tábor híveit. A szabálykövetést és a diszkréciót gyakran vizsgálják a jegybanki antiinflációs politika

¹ A modern monetáris politikában használt, mai napig hivatkozott Taylor-szabályt [1993] megalkotójáról, John B. Taylorról nevezték el, aki az amerikai jegybank számára dolgozott ki egy modellt, mely megmutatja, hogy mennyivel kell változtatni a kamatlábakat abban az esetben, ha a reál GDP aktuális értéke eltér a potenciális értékétől, és az infláció aktuális szintje a célértékétől. Ebből kiindulva – az adott korszaknak megfelelő paraméterek rögzítésével – a következő szabály követését javasolta:

$$it = \pi + rt^* + a\pi(\pi - \pi^*) + ay(y_t - \bar{y})$$
, ahol it a kamatláb megcélzott szintje (a federális alapok kamata), a π az infláció GDP-deflátor alapján megadott értéke, r az egyensúlyi reálkamat, az y -nal jelölt GDP-nek és a potenciális GDP-nek (\bar{y}) pedig a logaritmusa szerepel az egyenletben. Ezt az összefüggést ill. ennek módosított változatait gyakran használják nagyobb ökonometriai modellek részeként a monetáris politika operacionális változójának – a kamatlábnak – a szabályozására.

döntéshozatalának optimalizálásánál, azaz érdemes-e egy adott szabályhoz ragaszkodnia a jegybanknak, amellyel a pénzmennyiséget optimalizálja, vagy pedig esetenként meglepetésszerű lépésekkel eltérhet-e erről az útról. A szabályok általában valamilyen ökonometriai összefüggésen alapulnak, melyek a kibocsátási rés (vagy az Okun-törvény alapján a munkanélküliségnek a természetes rátájától való eltérése) és a pénzmennyiség ill. árszínvonal valamely összefüggése és a kamatláb között igyekszik valamilyen törvényszerűséget felállítani, mely segíti a jegybank döntéseit. Mivel a modern jegybankok ma már nem elsődlegesen és közvetlenül a monetáris bázist igyekeznek szabályozni, leginkább valami, a Taylor-szabályhoz hasonló kamatszabályt követnek.

Kydland és Prescott [1977] *időinkonzisztencia problémájának* megfogalmazódása óta azonban a gazdaságpolitikai döntések megbízhatósága újabb szemponttal gazdagodott. Megállapították, hogy a dinamikus rendszereknél használt kontrollélmélet nem alkalmas optimalizációs eszköz racionális várakozások esetében. A várakozások torzító szerepe miatt dinamikus feladatok esetében az egy-egy időszakban optimálisnak tűnő döntéssorozat a teljes fejlődési időhorizonton nem tekinthető legjobb megoldásnak.

A Kydland-Prescott modell játékelméleti megfogalmazásának kiindulópontja (lásd: Barro-Gordon [1983] a jegybank már fentebb (5. pont) vázolt veszteségfüggvénye. Ezen felül magában foglal egy várakozásokat tartalmazó Phillips-görbét, mely a munkabéralku eredményeként kialakuló nominálbér és a központilag szabályzott árszínvonal meglétét feltételezve megadja a nemzeti jövedelem aktuális értékét:

$$y = y^* + b(\pi - \pi^*) \quad (1),$$

ahol y^* a makrojövedelem természetes – munkanélküliség melletti – szintje, π^* pedig a várt infláció. A kormányzat egy időszakos veszteségfüggvénye pedig a következőképpen adható meg:

$$L = a\pi^2 + (y - ky^*)^2 \quad (2),$$

ahol ky^* a termelés kormányzat által megcélzott szintje, mely természetes szint fölötti értéket is felvehet, amennyiben $k > 1$.

Akár egyezők, akár pedig eltérők a kormányzati és a társadalmi preferenciák, a fenti felírás mindenképpen implikálja a dinamikus inkonzisztencia lehetőségét.

Vegyük sorra az egyidőszakos játék eredményeit. A gazdaságpolitikai döntéshozó meghatározza az árszínvonalat. Diszkréció esetén, amennyiben a várakozások megbízhatóak az infláció pozitív szintje ad Nash-egyensúlyi értéket:

$$\pi_d = a^{-1}b(k-1)y^* \quad (3),$$

ahol a „ d ” index a diszkrecionális esetre utal.

A kormányzat veszteségfüggvénye ugyanekkor:

$L_d = (k-1)^2 y^{*2} [1 + a^{-1}b^2]$ (4). Ez az egyensúly mindenképpen rosszabb kimenetet jelent a kormányzat számára (azonos preferenciák esetén a magánszektor számára is), mintha az nulla inflációs szinten valósult volna meg. Ez utóbbinak, az infláció mérséklése iránti elkötelezettségen alapuló (precommitment) megoldásnak a kifizető-függvénye a következő alakot ölti:

$$L_p = (k-1)^2 y^{*2} \quad (5).$$

Ha a két előző eredményt összevetjük, jól látható, hogy a következetes gazdaságpolitika kisebb veszteséggel jár együtt. A publikum megtévesztése (fooling) révén a döntéshozó veszteségét a tovább csökkentheti:

$$L_f = (1 + a^{-1}b^2)^{-1} (k-1)^2 y^{*2} \quad (6).$$

Legyen $\theta = b^2 / a$, ekkor $L_f = (1 + \theta)^{-1} L_p$ és $L_d = (1 + \theta) L_p$.

Az inflációs elköteleződés előnye tehát egyértelműen kimutatható, hisz a veszteségeket sorrendbe állítva azt kapjuk, hogy: $L_f < L_p < L_d$, a csalás pedig aláássa a jegybank hitelét, ami többidőszakos esetben általában csak magas diszkontráta mellett lehet kedvező számára.

Így amennyiben a magánszféra várakozásai nem az árszínvonal stagnálását jelzik, a kormányzat csak annyit ér el, hogy inflációt gerjeszt és ezáltal a lehető legtöbb veszteséget szenved el. Kydland és Prescott éppen ezért érvelt amellett, hogy mindenképpen be kell vezetni valamilyen – lehetőleg ökonometriailag tesztelt – szabályt, ami megköti a döntéshozók kezét.

Az játékelméleti adaptáció továbbfejlesztett változatai számos módon vizsgálják a *jegybanki függetlenség és hitelesség* (ill. tekintély) kérdését, melyek az inflációs-célkövetés eredményességét alapvetően meghatározó feltételeknek tekinthetők.

1.2. Az inflációs-célkövetés (optimális) stratégiája

A jegybank végső célkitűzésének megvalósulása érdekében, a gazdaságpolitikai intézkedéseket követő alkalmazkodási folyamatot figyelembe véve a gyakorlatban valamely a jegybanki lépésekre megfelelően gyorsan reagáló közbülső célváltozót és indikátort határoz meg, mely választás mindig valamilyen monetáris transzmissziós hipotézisen alapul. Az inflációs-célkövetésnek – melynél a közbülső cél maga az inflációs

előrejelzés – mint monetáris politikai stratégiának a 90-es években megfigyelhető elterjedését megelőzően számos más gyakorlati alkalmazást találhatunk a jegybanki cél- és eszközrendszer kialakítására (monetáris aggregátum követés, árfolyamcél-követés stb.).

Mishkin és Bernanke [1993] a következőképpen utal az új monetáris stratégiára: „széles gazdaságpolitikai keretet biztosít, amely a központi bank számára lehetővé teszi a 'korlátozott diszkréció' alkalmazását, ahelyett, hogy a friedmani értelemben vett vasfegyelmet követelő szabályt követne”. (Bernanke-Mishkin [1997]) Ebben az értelmezésben a monetáris hatóság olyan középtávú inflációs célt tesz közzé, mely az infláció aktuális szintjétől a kívánt egyensúlyi szintig fokozatos átváltást tesz lehetővé és így biztosítja az árstabilitást a gazdaságban (ami általában 0-2% közötti éves árszínváltásnak felel meg). A jegybank közvetlenül a végső cél alapján méri fel a gazdaság helyzetét és akkor változtat politikáján, ha a gazdasági mutatók (pl.: a hozamgörbe, az inflációs várakozások, az árfolyam, a pénzmennyiség és hitelállomány, a bérék, a tőkeáramlás, a tőkepiaci árak, a költségvetés pozíciója, folyó fizetési mérleg stb.) széles körének megfigyelése alapján készített inflációs becslés a vártnál magasabb értéket mutat. A jegybank tehát a gazdaság általános állapotának elemzése, a várakozások és a sokkok hatásainak értékelése után változtatja meg kamatdöntéseit. A politika sikeressége nagyban függ attól, hogy az inflációs cél betölti-e a nominális horgony szerepét, azaz tényleges hatással van a magánszektor inflációs várakozásaira.

A monetáris stratégia célváltozóival szemben hangoztatott általános kritika lényege, hogy bizonytalan azok előrejelezhetősége. Lars. E. O. Svensson [2005] erre a problémára adott válaszképpen ún. *optimális inflációs cél* követését javasolta, amely esetében a középtávú inflációs cél értékét maga a célváltozó aktuális előrejelzése adja. Az optimális cél eléréséhez szükséges stratégiát egy intertemporális veszteségfüggvény, az eszközváltozóra és a célváltozókra vonatkozó előrejelzések ill. a döntéshozatali eljárás modellezése segítségével írta le.

Az inflációscél-követés svenssoni definíciója magában foglal:

1. Egy **explicit monetáris politikai célt**, mely egy számszerűsített inflációs célban² ölt testet és egyben az árszínvonal kiegyensúlyozott változási ütemén felül kinyilvánítja elkötelezettségét a valós gazdaság stabilitása iránt is, ami megjelenik a célváltozók (az inflációs és a reálváltozó – pl.: a kibocsátási rés) kiválasztásában.

² az inflációs cél lehet az infláció szintjeként vagy intervallumként megadott érték

2. Egy **intézményen belüli döntéshozatal eljárást**, melynek során a célváltozó előrevetítése kiemelt szerepet játszik és a központi bank úgy állapítja meg az eszközváltozót, hogy a prognosztizált célváltozó viszonylag közel essen magához a monetáris politikai célhoz.
3. Egy olyan intézményi háttérrel, melyben a jegybanki **transzparencia és elszámoltathatóság** magas fokon valósul meg, a jegybank belső döntéshozatal céljára előrejelzéseket készít és elkötelezettséget vállal a célok megvalósítására, miközben a bank teljesítményének külső felügyelete részletekbe menően biztosított.

A célfüggvény ekkor a (6)-os egyenlethez hasonló formát ölt:

$$L_t \equiv (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda x_t^2 \quad (7),$$

ahol az egyenlet első fele az optimális és a valós inflációs ráta eltéréséből adódó veszteséget, a második pedig valamely reálváltozónak (pl.: kibocsátási vagy fogyasztási rés) a kedvező értéktől való elmozdulását mutatja szorozva a stabilizációs erőfeszítések az inflációs elkötelezettséghez viszonyított súlyát kifejező λ paraméterrel. (A λ érték megválasztására a legmegfelelőbb módszer, ha azt a monetáris hatóság szavazás útján dönti el.) Az egyenlet szabadon bővíthető további változókkal, így az eszközváltozó rátájának változása vagy az árfolyam-ingadozásokból adódó veszteség³ is beépíthető a függvénybe. Ha az egyenlet másik fele a kibocsátási rést jelöli, azzal azt is kifejezi, hogy a monetáris hatóságnak nem áll szándékában inflációs meglepetéssel a kibocsátást a potenciálisnál magasabb szintre növelni, ellenkezőleg a kibocsátás ciklikus ingadozását is igyekszik simítani. Bár módszertanilag vitatható a célfüggvényben a reálgazdasági és nominális mutató együttes szerepeltetése, maga a stratégia csak akkor lehet sikeres, ha az infláció stabilizálása mellett figyelembe veszi az infláció és kibocsátás közötti átváltást⁴ és a jólét maximalizálására törekszik. Ennek a jelentősége különösen akkor válik

³ Nem minden modell támogatja ezt az ajánlást, ui. amennyiben az importot közvetlenül a végső fogyasztásra szánt javak halmazaként fogjuk fel, a jegybank kizárólag a hazai eredetű infláció leszorítására kell, hogy törekedjen. Amint azonban az import egy részét mint inputot vizsgáljuk, a jegybank úgy szolgálja a gazdasági teljesítmény javulását, ha az árfolyam ingadozásait is igyekszik simítani, de legalábbis figyelembe veszi a fogyasztói árindex külföldi összetevőit is.

⁴ A kettő közti viszonyt, az ún. áldozati ráta segítségével méri, amely megmutatja, hogy az infláció csökkenése mekkora növekedési áldozat árán valósult meg. A szakirodalom (Svensson után) azokat a döntéshozókat, akik az inflációs cél elérését egybekötik a reálgazdasági egyensúly megteremtésével (pl.: stabil kibocsátási rés biztosítása révén) *rugalmas inflációs célkövetőknek* nevezi. Ezekben a gazdaságokban a jegybank tekintélye olyannyira stabil, hogy esetenként a gazdasági teljesítmény romlásának elkerülése érdekében akár az inflációs céltól való tartós eltérés sem ingatja meg a monetáris politikába vetett bizalmat. (pl.: Új-Zéland, Svédország)

nyilvánvalóvá, amikor a gazdaságot különböző kínálati sokkok érik, mely esetben az optimális monetáris politika ellentétes lehet az inflációs célhoz kapcsolódó, azt támogató jegybanki lépésekkel.⁵

Ha a célfüggvényt végtelen időhorizontra fogalmazzuk meg, az intertemporális veszteségfüggvény a jelenbeni és a jövőbeni várható veszteségek összegeként írható fel:

$$E_t \sum_{\tau=0}^{\infty} \delta^{\tau} L_{t+\tau,t} \quad (8),$$

ahol δ diszkontfaktor a központi bank időpreferenciáját jelöli.

Mivel a jegybank végső célja, a jövőbeni infláció egyensúlyának biztosítása kevésbé ellenőrizhető, ezt a célt csak akkor teljesítheti, ha hiteles inflációs előrejelzést készít. Az adott döntési horizontra⁶ vonatkozó inflációs előrejelzés meghatározását szolgálja az előrejelző változók igen bő halmaza, melyek kiválasztásánál az előrejelző erő a döntő érv. Ez a *portfólióra alapozott technika (más néven információs változós megközelítés)* illetve az inflációs folyamatokat leíró strukturális modell együtt segíti a megfelelő prognózis elkészítését.

A megfelelő politikai szabály kiválasztásánál gyakran a Taylor-szabályt ajánlják, vagy egyéb olyan szabálykövető rendszereket, amelyben az inflációs cél hosszú távon rögzített, ilyen hiányában racionális várakozásokat feltételezve pedig egy jegybanki optimalizációs egyenlet adja meg a megfelelő megoldást.

2. A visegrádi országok (inflációs célkövető) monetáris politikájának főbb jellegzetességei

A visegrádi országoknak a gazdasági átmenet első éveiben komoly küzdelmet kellett vívniuk a pénzügyi stabilitás megteremtéséért. Az infláció kétszámjegyű (Lengyelország esetében három számjegyű) értéke a piacgazdasági nyitás után, az örökölt államadósság és a kötött valutagazdálkodás fokozatos feloldása egyszerre várt megoldásra. Kezdetben a visegrádi országok valamely, világpénzekből álló kosarat (márka, dollár) vagy egy adott

⁵ Míg keresleti sokk esetén az optimális gazdaságpolitika megegyezik a deflációs szándékkal, technológiai sokk esetén pedig az infláció stabilizálása egybeesik a kibocsátás stabilizálásával, így nem kerül ellentmondásba a célfüggvény két komponense. (Ezt hívja Blanchard-Gali [2005] véletlen egybeesésnek /divine coincidence/). Nem ezt tapasztaljuk azonban költségcsökkentés esetén, amikor a két cél ellentmondásba kerül egymással, amikor valószínűleg érdemesebb egy időre az infláció vártnál nagyobb növekedése árán elkerülni a jóléti veszteséget. Ez az oka annak is, hogy nem az árszínvonalat, hanem annak változását fogalmazzák meg követendő célként.

⁶ Az infláció stabilizálásának időtartamára meghatározott ún. döntési horizont általában 5-8 negyedévet jelent, de ez természetesen változhat a gazdaságot ért sokkok természete és nagyságrendje függvényében is.

valutát választottak nominális horgonyként. Mind a négy ország idővel rugalmasabb árfolyamrendszerre tért át (sávosan rögzített ill. csúszó árfolyamrendszer), majd előbb-utóbb valutájuk (piszkos) lebegtetése mellett döntöttek, mely az inflációs célkövető monetáris politika bevezetését ill. alkalmazását is megkönnyítette. Az inflációs-cél-követést illetően ugyan nem fogalmaznak meg szigorú követelményrendszert, de hatásossága nagyban függ az árfolyampolitika jellegétől, valamint attól, hogy a központi bank és a gazdaság szereplői között létrejön-e olyan politikai konszenzus az infláció elleni küzdelemben, ami a várakozások horgonyzása révén hozzájárul a dezinflációs folyamat sikeres végbemeneteléséhez (Neményi [2008]).

Az átmeneti gazdaságok közül Csehország vezette be először az új monetáris politikai rezsimit (az ún. IT⁷-rendszert), és azóta is a feltörekvő országok között a rendszer iskolapéldájaként tartják számon. Csehországban egy speciális ún. nettó mutatót alkalmaznak az inflációs cél meghatározására, amelyet megtisztítanak a hatósági árak és a közvetlen adók hatásától. Az inflációs-cél-követés terén elért sikerét annak tulajdonítják, hogy a központi bank függetlensége magas fokon biztosított, a kormányzat fegyelmezett költségvetési politikát folytat és nagyon hamar az árstabilitás alá rendelt minden egyéb makroökonómiai célt, ellentétben a szomszédos, rendszerváltó gazdaságokkal, melyeknél a versenyképesség és a külső egyensúly biztosítása gyakran előnyt élvezett. Mindez növelte a jegybanki lépések hitelességét (Horská [2001]).

Lengyelország bizonytalan pénzügyi helyzetben – 10% fölötti inflációval és a kevésbé rugalmas csúszó árfolyamrendszerben – volt, amikor megkezdte az IT-rendszer alkalmazását. Lengyelország – csakúgy mint Szlovákia és Magyarország – a fogyasztói árindexet használja inflációs mutatóként monetáris politikai célokra. Az új rezsim összességében kevésbé hozott az első években olyan látványos sikert Lengyelországban, mint Csehországban, a kellő politikai támogatottság, a megfelelő fiskális alkalmazkodás hiánya, és az árfolyampolitika kiemelt szerepe – mely utóbbi enyhült a lebegő árfolyamrendszerre történő áttéréssel 2000-ben – fékezte a dezinflációs folyamatot.

Szlovákia implicit inflációs-cél-követést folytatott 1997-et követően, majd 2004-től kezdődően ugyan hivatalosan meghirdette (explicit) középtávú inflációs célját (2005-től) az ERM II. keretében, de már 2009-ben az euróövezet tagjává vált. Szlovákia a vizsgált monetáris stratégia terén meglehetősen kevert megközelítést alkalmazott, komoly figyelmet szentelt az árfolyamstabilitásnak, valamint úgy határozta meg politikai

⁷ IT (inflation targeting) az inflációs-cél-követés rövidítésére szolgál

célkitűzéseit, hogy azok a lehető legjobban szolgálják felkészülését a GMU-s tagságra. (NBS [2004])

Magyarország utóbbi tíz évének inflációscél-követő monetáris politikája számos vitás kérdést vet fel. 2004-et megelőzően alapvetően az árfolyamstabilitás kérdése elvonta a monetáris döntéshozók figyelmét az előre meghirdetett inflációs céltól, 2002 és 2006 között pedig a fellazult költségvetési politika nehezítette a nominális konvergencia megvalósítását. (Neményi [2008]) Az euróvezetere jellemző 2%-os inflációs szint elérése még ma sem tűnik rövid távon reális célkitűzésnek.

A Cseh Nemzeti Bank a 2010. utáni évekre 2%-ban határozta meg középtávú inflációs célját, Magyarország 2006 óta igyekszik a 3%-os célkitűzést teljesíteni. Lengyelországnak sikerült stabilizálnia az árszínvonal-növekedés éves mértékét konstans $2,5 \pm 1\%$ -os szinten (1. táblázat). A négy vizsgált ország elsődleges monetáris politikai céljaként az árstabilitást jelölte meg és a világ élvonalába tartozik a jegybanki függetlenség terén, amit részben ugyancsak az inflációscél-követés velejárójának tekintenek.

1. táblázat: Az inflációscél-követés rendszere a visegrádi országokban

Ország	Inflációscél-követés	
	Folyamata	Százalékos értéke (%)
Csehország	1997: a rendszer bevezetése	1998: 5,5-6,5, 1999:4-5, 2000: 3,5-4,5, 2001: 2-4, 2002-2005: 1-3, 2006: 3 alatt, 2007: 2% (2010-re)
Lengyelország	1998: a rendszer bevezetése 1998-2003: az inflációs ráta letörésének célja 2003-: az inflációs cél explicit megfogalmazása: $2,5 \pm 1$	2003: 3-1 2003 után: $2,5 \pm 1$
Magyarország	2001: az inflációscél-követés bevezetése (május)	2002: $4,5 \pm 1$, 2003: $3,5 \pm 1$, 2004: $3,5 \pm 1$, 2005: 4 ± 1 2007: 3 ± 1
Szlovákia	1998-2005: implicit inflációscél kitzzése 2005-: explicit inflációscél-követés 2009: GMU tagság	2005: $3,5 \pm 0,5$ középtávú stratégia: 2006: 2,5 2007-2008: 2,0

Forrás: 2003-ig Rácz [2004], 2004-től: CNB, NBP, NBS, MNB

Míg a piacgazdasági átmenet első éveiben a hatósági árak megszüntetése, az indirekt adók hatása és a relatív árváltozások jelentették a főbb megoldandó problémákat, jelenleg az

inflációs várakozások perzisztenciája okozza a legnagyobb problémát ezekben a gazdaságokban.

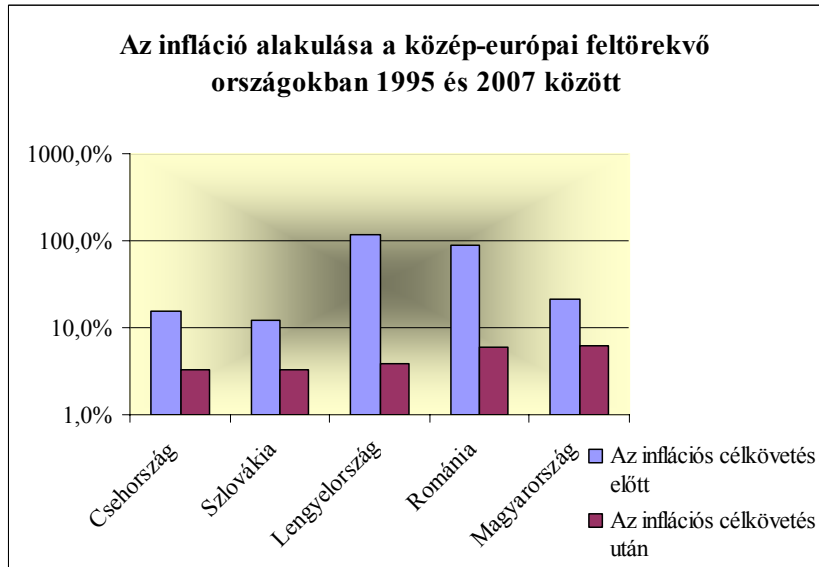
2. táblázat: A visegrádi országok inflációs rátája 1990-2008

Év	Csehország	Lengyelország	Szlovákia	Magyarország
1990-1994	52	249,3	58,3	32,2
1995	9,1	27,8	7,2	28,3
1996	8,8	19,9	5,8	23,5
1997	8,5	15	6	18,5
1998	10,7	11,8	6,7	14,2
1999	1,81	7,2	10,45	9,97
2000	3,95	10,1	12,2	9,96
2001	4,54	5,3	7,16	9,08
2002	1,43	1,95	3,5	5,24
2003	-0,07	0,71	8,43	4,68
2004	2,55	3,6	7,47	6,77
2005	1,6	2,18	2,79	3,48
2006	2,09	1,27	4,26	4,03
2007	3,0	2,6	1,9	7,9
2008	4,4	3,2	2,2	7,5

Forrás: Wisniewski [2005] 2004-ig, ECB 2004-től

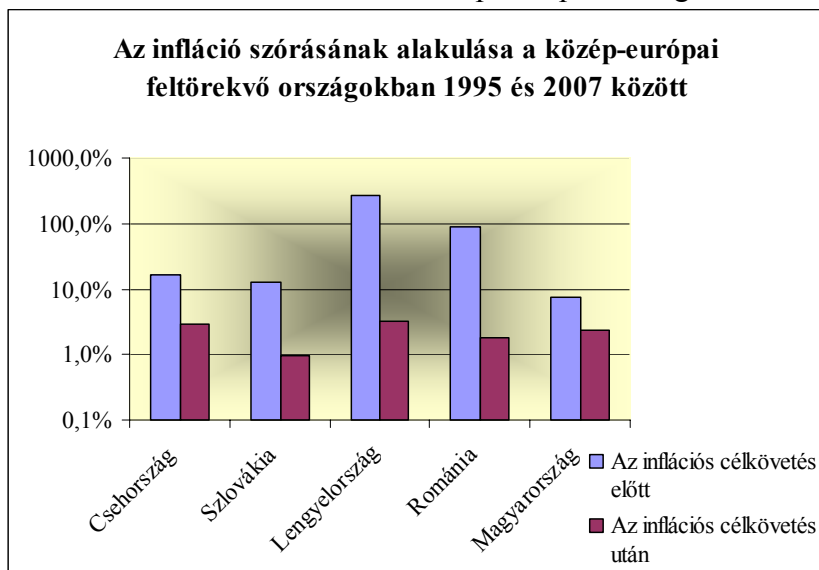
Ami az inflációs várakozásokat illeti, a cseh gazdaság szereplői reagálnak a legrugalmasabban a permanens külső sokkok hatására, így esetében az inflációs perzisztencia összevethető Németországéval vagy Ausztriáéval. (CNB [2007], MNB [2008]). Ezzel szemben Lengyelországban, Szlovákiában és Magyarországon a gazdaság alanyai még meglehetősen visszatekintő várakozásokkal jellemezhetők. Ezzel együtt a cseh, lengyel, szlovák és magyar, (sőt a 2005 óta ugyancsak inflációscél-követő Románia esetében az) adatok is arról árulkodnak, hogy az árstabilitás megteremtése az IT-rendszer bevezetése utáni időszakban vált lehetségessé (1-2. ábra).

1. ábra: Infláció átlaga a közép-európai országokban



Forrás: IMF

2. Ábra: Infláció szórása a Közép-európai országokban



Forrás: IMF

Természetesen jól ismert, hogy a rendszerváltás után felszabaduló rejtett infláció kétszámjegy alá szorítása jelentette a legkomolyabb megmérettetést ezen országok számára. Továbbra is kérdés, hogy a várakozások lehorgonyzása terén hasonlóan eredményesek lesznek-e, mint az infláció megtörését illetően, a különböző kínálati és keresleti sokkokat, valamint az euróövezeti csatlakozást követően tudják-e tartani az árstabilitást lehetővé tevő 2% körüli inflációs szintet.

3. Empíria

3. 1. Empirikus előzmények

Számos kutató mára egyértelműen az inflációs-cél-követés rendszerének elkötelezett hívévé vált, bár a szakirodalom továbbra is megosztott ezen a téren. Néhány fejlett ipari, volt szocialista és feltörekvő országra kiterjedő empirikus vizsgálat (Hu [2003], Wu [2004]) igazolta, hogy az inflációs-cél-követés minden egyéb monetáris stratégiánál eredményesebbnek bizonyult mind az infláció féken tartását, mind pedig a reálgazdaság kiegyensúlyozott növekedését illetően. Ezeket megelőzően azonban olyan ökonometriai elemzések láttak napvilágot, melyek az összes OECD országban az utóbbi 20 évben megfigyelhető kedvező dezinflációs folyamatokat kizárólag egy általános tendenciának⁸ tulajdonították és nem igazolták az IT-rendszerek más stratégiákkal szembeni felsőbbrendűségét (Neumann és von Hagen [2002], Ball and Sheridan [2003]). Mishkin-Schmidt-Hebbel [2006] szerint ezen országok teljesítménye egyszerűen csak közelebb került a más rendszert alkalmazó országok teljesítményéhez. Eredményeiket a következő táblázat tartalmazza (3. táblázat):

3. táblázat: Infláció az inflációs célt követő országokban, 1989-2004

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

Forrás: Csermely [2006]

Külön kutatási területet képezett a feltörekvő országok vizsgálata, melynek eredményeképpen is igen eltérő megállapítások születtek. Schaeter és szerzőtársai [2002] szerint a fiskális fegyelem, a megfelelő modellek és a felkészült pénzügyi piacok hiánya nem egyeztethető össze az IT-stratégiával. Batini-Laxton [2005] tanulmánya igyekszik cáfolni a hasonló feltételek szükségességét ezekben az országokban, ahol, szerintük, úgyis alacsonyabb a nominális árfolyam, a reálkamat és a nemzetközi tartalékok volatilitása és így az árfolyamválság bekövetkezésének valószínűsége. Celasun-Gelos-Prati [2004]

⁸ A 80-as évek árrobbanása után a 90-es évek elejére legtöbb fejlett ipari országban mérsékelt infláció volt a jellemző, a 90-es évek végére a legtöbb feltörekvő ország is sikeresen 5-10% alá szorította az inflációt.

szerint pedig a feltörekvő országokban a fiskális konszolidáció kulcsfontosságú volt az inflációs várakozások lehorgonyzását illetően.

A szakirodalom tanulmányozás alapján összességében megállapítható, hogy a rendszer:

- legalább olyan sikeres volt a pénzügyi stabilitás tekintetében, mint más jegybanki stratégiák
- egyértelmű többletet hozott a jegybanki reputáció megteremtésében, az inflációs várakozások lehorgonyzása terén, mely nemcsak az infláció szintjének, hanem volatilitásának jelentős csökkenésében is megnyilvánult (Truman [2003], Batini-Laxton [2005])
- rugalmasabban kezeli a kitűzött céltól történő rövid távú elmozdulásokat (Truman [2003])
- a gazdasági teljesítményt nem rontotta, esetenként kifejezetten annak javulását idézte elő anélkül, hogy a kamatláb erőteljes növelésére lett volna szükség (Wu [2004])
- 2008-ig alkalmasnak bizonyult több pénzügyi válság kezelésében (pl.: Magyarország és Lengyelország esetében) (Batini-Laxton [2005])
- alkalmazhatósága nem feltételezi szigorú kritériumrendszer teljesülését, így feltörekvő országok is követhetik megfelelő intézményi és technikai célkitűzések megfogalmazása esetén (Batini-Laxton [2005]).

3.2. Empirikus vizsgálat a visegrádi országok monetáris politikájának értékelésére

Empirikus vizsgálatom során igyekszem rámutatni arra, hogy a Kydland-Prescott [1977] által feltárt időbeli inkonzisztencia, illetve Lucas kritikáját [1976]⁹ figyelembe véve létezik működőképes monetáris politikai alternatíva, amely elősegíti a nominális konvergenciát. Sargent [1992] nyomán a gazdasági rezsimváltás sikere alapján igyekszem az eredményeket értékelni.

Az inflációscél-követés „jóságának” vizsgálatára a megelőző fejezetekben említett kutatások széles választékából eredetileg is csak egy töredékrészt sorakoztattam fel, saját elemzésemhez pedig végül azt a módszertani megközelítést választottam, melynek támpontjául Thomas Y. Wu [2004] sok vitát kiváltó tanulmánya szolgált. Ebben az írásban Wu arra tesz kísérletet, hogy megcáfolja Ball és Sheridan [2003] eredményét, miszerint az

⁹ Lucas leegyszerűsítve arra mutatott rá, hogy az "optimális" döntés meghozatala megváltoztatja azt a struktúrát (paramétereket, politikai szabályokat stb.), amely meghozatalának információs bázisa volt, ezért ökonometriai vizsgálattal nem lehet megfelelően értékelni a különböző gazdaságpolitikai intézkedéseket.

inflációs célkövető gazdaságok antiinflációs politikájának sikeressége nem jelent egyebet, mint az átlaghoz való regresszió jelenségét, azaz a 90-es évek óta már a fejlődő országokat is elérő dezinflációs hullám általános megnyilvánulását.¹⁰ Wu ezért kiterjeszti vizsgálatát 22 OECD országra (melyből 8 inflációs-cél-követő), valamint módosít a módszertani megközelítésen. Többperiódusos vizsgálatot végez negyedéves inflációs adatok segítségével, melyre azért van szükség, mert így negyedévenként is értékelni lehet az infláció ragadosságát, illetve mivel egyes országok más és más időpontban kezdtek bele az új antiinflációs stratégia alkalmazásába, a negyedéves bontás azt is megengedi, hogy a gazdaságpolitikai váltás is érvényre jusson az elemzésben. Wu modellje magában foglalja a fenti változók együttes értékelésének lehetőségét, amit az általa felállított lineáris regressziós egyenlet jól tükröz:

$$\pi_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_{it} + \beta_2 \pi_{t-1} + \beta_3 C_i + \beta_4 T_t + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Az egyenletben a függő változó természetesen a kiválasztott országok egyikében mért adott negyedévi infláció mértéke (hónap/hónap) (π_{it}), a magyarázó változók pedig a következők: az inflációs-cél-követés alkalmazását tükröző minőségi D (dummy-)változó (mely 1 illetve 0 értéket vesz fel attól függően, hogy az adott évben milyen stratégia szerint alakítják ki a monetáris politikát: IT=1, nem IT=0) és az infláció egy időszakkal késleltetett értéke (π_{t-1}). A C mutató az országra jellemző, a T pedig a jellemzően periódusonként, de nem országonként eltérő értéket mutató változókat sűríti magába (így megfeleltethető a költségsokkoknak), ε pedig a hibatagot jelöli. Az i index az egyes országok, t pedig az adott negyedév megkülönböztetésére szolgál. Ha a β_2 paraméter értéke 0 és 1 közé esik, az azt jelzi, hogy az inflációs ráta stacionárius autóregresszív folyamatot követ, ami az átlaghoz tart. Ez a fajta felírás az inflációs ráta perzisztenciáját vagy más szóval inerciáját jeleníti meg.

Mivel Wu pontosan nem adja meg a két az inflációs hatásokat sűrítő mutatók tartalmát, saját vizsgálatomban a C mutatót a külgazdasági egyensúly mutatói, valamint a költségvetési hiány GDP-arányos mértékével ill. a háztartások fogyasztási kiadásaival igyekszem közelíteni, mivel az output gap becslésére kevés információval rendelkezem az egyes országok esetében. A T változón belül Ball és Sharidon [2003] nyomán a

¹⁰ „Csakúgy mint ahogy az alacsony embereknek olyan gyerekeik születnek, akik átlagosan magabbak, mint szüleik, azok az országok, melyekre szokatlanul magas és instabil infláció a jellemző, egyre azt tapasztalják, hogy az ebből fakadó gazdasági problémák súlya idővel elenyészik, függetlenül attól, hogy bevezetik-e az inflációs cél követését.” – írja a két IMF szakember és hozzáteszik, amint sikerül a kezdeti hatásokat eliminálni, az újonnan választott stratégia egyértelmű előnyös tulajdonságai eltűnni látszanak. Ball-Sheridan [2003] 5. old. (saját fordítás)

nemzetközi alapanyagárok relatív árváltozásának hatását jelenítem meg. Az adatokat többnyire az IMF IFS adatbázisa szolgáltatta a becsléshez. A vizsgálat lényegében a rendszerváltást követő 1990 és 2008 közötti éveket fedi le és a visegrádi országokat is tömörítő 13 inflációs-cél-követő gazdaságból álló OECD országsoportra és földrajzi közelsége miatt még Romániára terjed ki. Az inflációs-cél-követés változóján kívül továbbá felhasználom Daunfeldt-de Lunay [2008] 29 OECD országra vonatkozó adatgyűjtését, melyből kiderül, hogy az egyes jegybankok milyen törvényi reform kapcsán tértek át független irányításra. (4. táblázat). Ezt a függetlenségi változót az IT dummy-változójához hasonlóan 0-1 értékkel szerepeltetem az egyenletben.

4. táblázat: A 13 OECD ország és Románia áttérése az inflációs-cél-követésre valamint a független jegybanki irányításra

Ország	Inflációs-cél-követés	Jegybanki függetlenség
Ausztrália	1994. szeptember	-
Csehország	1997 vége	1993. I. negyedév
Izland	2001. március vége	2001. II. negyedév
Kanada	1991. február	-
Korea	1998. eleje	2004. I. negyedév
Lengyelország	1999. január	1998. I. negyedév
Magyarország	2001. június	1991 IV. negyedév
Nagy-Britannia	1992. október	1998 II. negyedév
Norvégia	2001 eleje	2001. I. negyedév
Románia	2005. augusztus	2004
Svájc	2000. január	2000. I. negyedév
Svédország	1993. január	1999. I. negyedév
Szlovákia	2004 vége	1992. IV. negyedév
Új-Zéland	1990. március	1990. I. negyedév

Forrás: Wu [2004], Daunfeldt-de Lunay [2008]

Az inflációs perzisztencia fenti modell alapján történő tesztelésével egyidejűleg két hipotézis helytállóságának vizsgálatára is lehetőség nyílik: (1) az inflációs célkövető országokban (illetve azon belül a visegrádi országokban) megfigyelhető kedvező inflációs folyamat részben az új stratégiára való átállásnak volt köszönhető, ezért az jól szolgálta az árstabilitás megteremtését. Ezt a feltevésemet a már korábban használt β_1 változó szignifikancia-vizsgálata támaszthatja alá. (2) Feltételezésem szerint a visegrádi országok inflációs folyamatára komoly befolyással van ezeknek az országoknak a költségvetési költsége ill. a jegybanki függetlenség mértéke is.

A modell kalibrációját mind az összes országra egyidejűleg alkalmazott paraméterek, mind pedig a vizsgálat középpontjában álló négy ország közös paraméterértékeinek statisztikai szoftverrel (Gretl 1.8) történő becslésével is elvégeztem, hogy a regresszió adta átlagos értékektől meg lehessen különböztetni a vizsgált országcsoportra jellemző paraméter-együtthatókat. A teljes adatsor panelbecslése lehetővé teszi az idősor varianciáján túl az országok közti varianciák átlagolását is, így viszonylag kellő adattartammal végezhető el a vizsgálat.

A teljes országcsoportra vonatkozó regressziós egyenlet becslése során érdekes eredményhez jutunk (5. táblázat), az inflációscél-követés dummy paramétere (it) szignifikánsan negatív értéket kapott, Az adott időszak inflációt továbbá leginkább a nyersanyagárak változása, a háztartások fogyasztási kiadása, valamint a külkereskedelmi – és nem a folyó fizetési – mérleg becsülte a legjobban, összességében 95% fölötti R^2 érték mellett. Önmagukban ezek a változók az adatsor varianciájának több mint 50%-át magyarázták. A jegybanki függetlenség változóját 10%-os szignifikanciaszinten is el kellett vetni, ami rávilágított arra, hogy nem kifejezetten a jogszabályi változások teszik sikeressé az antiinflációs politikát. A Durbin-Watson statisztika a hibatagok pozitív autokorrelációjára utal. A változók közti korreláció elhanyagolható volt, kivéve a külkereskedelmi mérleg és a magánfogyasztás között (-0,52).¹¹

¹¹ Az eredményekhez azt is hozzá kell fűzni, hogy az utolsó negyedévek adataira az IMF adatbázis meglehetősen magas adatokat szolgáltatott, mely előrevetítette a 2008-ban kibontakozó inflatorikus folyamatokat.

5. táblázat A 14 IT ország inflációs folyamatainak tesztelése
(OLS panelbecslés 778 megfigyeléssel, 14 keresztmetszeti egység, idősor hossza: minimum 39, maximum 63, Függő változó: pt)

	<i>Koefficiens</i>	<i>Std. hiba</i>	<i>t-statisztika</i>	<i>p-érték</i>	
pt 1	0,7483	0,00850555	87,9779	<0,00001	***
It	-1,30222	0,173869	-7,4896	<0,00001	***
háztartási kiadás/GDP	3,38741	0,289068	11,7184	<0,00001	***
nyersanyag árindex	5,25664	1,15846	4,5376	<0,00001	***
külker.-i mérleg/GDP	-0,0366139	0,01266	-2,8921	0,00393	***

függő változó átlaga	5,141611	függő változó standard hibája	8,014566
reziduumok négyzetösszege	3122,811	regresszió standard hibája	2,009940
R²	0,955690	Korrigált R²	0,955461
F(5, 773)-statisztika	3334,461	P-érték (F)	0,000000
Log-valószínűség	-1644,552	Akaike feltétel	3299,103
Schwarz feltétel	3322,387	Hannan-Quinn	3308,060
ρ (rho)	0,534861	Durbin-Watson	0,685999

A választott gazdaságpolitika hatása tehát nem tűnik elhanyagolhatónak, hiszen egyértelmű negatív kapcsolat mutatható ki az infláció mértéke és a monetáris politikai stratégiát jelző változó között. Wu nyomán valószínűleg nem az infláció mértéke, hanem egyik időszakról a másik időszakra történő változása adhat leginkább magyarázatot a fenti feltevésre. A eredmény alátámasztása azonban további vizsgálatot, kifinomultabb ökonometria teszt alkalmazását teszi szükségessé.¹²

A paraméterbecslést elvégeztem a visegrádi országok összességére is. A p_{t-1} -dik tag jóval nagyobb értéket kapott, mint a teljes panel esetében, az infláció nagyobb ragadóságára utalva, de az it változó továbbra is szignifikánsan negatív maradt, ami a jegybanki politika hitelességét jelzi. A standard hiba alapján a második legjelentősebb változónak a várttal elentétben ismét a magánfogyasztás, ezután pedig a nyersanyagárak változása mutatkozott. A kormányzati kiadások GDP arányos értékének változója a (2)-es hipotézist cáfolva nem kapott szignifikáns együtthatót, valamint itt sem sikerült a jegybanki függetlenség inflációra gyakorolt hatását kimutatni, ami igazolta, hogy nem az intézményi reformok, hanem az antiinflációs elköteleződés befolyásolja az infláció alakulását.

¹² Egyes kutatók (Willard [2006]) ui. cáfolták a modellt az esetleges sorozati korreláció miatt módszertani és elvi szempontból, ez utóbbi szerint a tesztelésnek nem az egymást követő inflációs adatokra, hanem a középtávú inflációs céltól való eltérésre kel irányulnia.

A főnti sokat ígérő, de egyben további kutatásokra ösztönző eredmények fényében két megállapítást mindenképpen megfogalmazhatunk:

- a vizsgált országok nagy részében az inflációscél-követés mutatója szignifikánsnak bizonyult, tehát mindenképpen hatással van az infláció alakulására, tehát a választott monetáris politika hozzájárult az árstabilitás megteremtéséhez.

- az infláció negyedévvél késleltetett változója igen meghatározó az infláció adott időszaki értékének becslésénél, ami arra utal, hogy az inflációscél-követő stratégiát folytató országok esetében is gyakran igen erőteljes inflációs inerciával találkozunk, különösen a visegrádi országok esetében.

4. A globális válság és az inflációscél-követés kritikája

A tanulmányban vizsgált monetáris politikai megközelítést az elmúlt években nagyon sok kritika érte mind elméleti, mind pedig gyakorlati szakemberek részéről. A (2007-)2008-as globális pénzügyi válság kapcsán sok közgazdász az inflációscél-követés, sőt néhányan a monetáris politika végjátékáról beszéltek. Stiglitz [2008]-as cikkében arról elmélkedik, hogy a közgazdaságilag megalapozatlan kamatszabályon alapuló inflációscél-követés most igazi megmérettetés elé került, amin majdnem biztosan el is bukik, valamint hozzáteszi, a folyamatosan emelkedő élelmiszer- és energiaárak túl nagy gondot okoznak globális méretekben is, ezért a komolyabb munkanélküliséget és gazdasági visszaesést elkerülendő szakítani kell az inflációscél-követéssel. Egyre több vitát vált ki a közgazdászok körében a racionális várakozások feltételezésére alapuló modellek megbízhatósága is és számos tanulmány foglalkozik a *viselkedési közgazdaságtan* alternatív, pszichológiai elemeket is ötvöző modellkísérleteivel (lásd például De Grauwe [2009]).

Híres jegybankok és más nemzetközi pénzügyi intézmények (IMF, BIS) szakemberei azonban nem ennyire borúlátóak, a globális pénzügyi rendszer megreformálását, valamint a jegybankok válságmegelőzési intézkedéseit sürgetik. Blanchard-Dell’Ariccia-Mauro [2010] bírálta a meglévő leegyszerűsített monetáris politikai kereteket, melyben az infláció féken tartását célul kitűző jegybank kizárólag a kamatlábra hagyatkozik, miközben kevés figyelmet szentel a kereskedelmi bankokon túl más pénzügyi közvetítők szabályozására. Bírálják a fiskális politika szerepvesztését a stabilizáció megteremtésében. Az ún. „great moderation” azaz a kibocsátás és infláció volatilitásának folyamatos csökkenésével jellemezhető válság előtti időszak hibáiból tanulva felhívják a figyelmet az inflációs cél

elégtelenségére a gazdasági egyensúly megteremtésében, különös hangsúllyal új és meglévő fiskális ösztönzők alkalmazására recessziók idején, és tartalékolásra a fellendülés időszakában, a monetáris politika és a pénzügyi intézmények szabályozásának összehangolására, ill. a feltörekvő országok esetében az árfolyam-stabilizáció burkolt céljának nyilvánossá tételére a hitelesség fokozása érdekében. Összességében azonban a meglévő monetáris politikai keret – azaz az infláció és a kibocsátási rés stabilitását szem előtt tartó – megtartását javasolják.

Svensson [2010] amellett érvel, hogy nagyobb hangsúly kell, hogy kerüljön a pénzügyi stabilitásra, az árstabilitás biztosítása mellett és a transzmissziós modellek finomítását tartja szükségesnek ugyancsak a meglévő monetáris politikai keretek között. A BIS [2010] szakértői csoportja hasonló álláspontot képviselve a pénzügyi stabilitása, válságmegelőzés, árfolyampolitika átgondolására szólít fel. De Carvalho Filho [2010] pedig empirikusan igazolja, hogy a válság során az IT-országok (a jellemzően magasabb kamatlábak miatt) jobban teljesítettek a defláció megfékezése, a munkanélküliség terén és a fejlett országok még a kibocsátást illetően is, így kisebb veszteségekkel vészelhetik át az elmúlt évek turbulens gazdasági folyamatait.

5. Összegzés

Az inflációs cél fegyelmezőereje, a jegybanki függetlenség és elszámoltathatóság mindenképpen jó hatással van a feltörekvő országok gazdaságpolitikájára, az inflációscélkövetés pedig megfelelő keretet jelentett és jelenthet ezután is az árstabilitás megteremtéséhez, az euróövezeti csatlakozásra történő felkészüléshez. A globális pénzügyi válság azonban a pénzügyi stabilitás sokkal árnyaltabb megfogalmazását teszi szükségessé, nagyobb hangsúly kell, hogy kerüljön a pénzügyi intézmények működésére makroprudenciális szempontból, ill. nem szabad megfeledkezni a fiskális stabilizátorokról a válságmegelőzésben és -kezelésben. A feltörekvő országoknak pedig egyértelmű feladata a kamatpolitikán túl az árfolyampolitikai lépések átláthatóságának megteremtése.

6. Felhasznált irodalom

- Ball L. - Sheridan N. [2003]: Does Inflation Targeting Matter? IMF Working Paper, 03(129)
Bank For International Settlements [2010]: Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis. Monetary and Economic Department. BIS Papers, No 15. March 2010.
<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap51.pdf> Lekérdezve: 2010. 04. 25.
Barro R. J. – Gordon D. [1983]: Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. Journal of Monetary Economics, 12. 1 (July). 101-122. old.

- Batini N. - Laxton D. [2005]: "Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets". Paper prepared for the Ninth Annual Conference of the Central Bank of Chile. "Monetary Policy Under Inflation targeting" Santiago, Chile.
<http://www.bcentral.cl/eng/conferences-seminars/annual-conferences/pdf/2005/Batini.pdf>.
Lekérdezve: 2009. 03. 10.
- Blanchard O. – Galí J. [2005]: Real wage rigidities and the New Keynesian model. Working Papers 05-14, Federal Reserve Bank of Boston.
<http://ideas.repec.org/p/fip/fedbw/05-14.html>. Lekérdezve: 2009. 05. 10.
- Beblavy, M. [2003]: Central bankers and central bank independence. Scottish Journal of Political Economy. 50. (1)
- Bernanke B. S. - Mishkin F. S. [1997]: Inflation targeting: a new policy framework for monetary policy? Working Paper 5893, National Bureau of Economic Research. Cambridge.
- Cseh Nemzeti Bank [2007]: Analysis of the Czech Republic's current economic alignment with the euro area 2007. approved by the CNB Bank Board on 1 November 2007.
http://www.cnb.cz/en/monetary_policy/strategic_documents/download/analyses_of_alignment_2007.pdf. Lekérdezve: 2008.12.01.
- Csermely Ágnes [2006]: Az inflációs cél követésének rendszere Magyarországon. Közgazdasági Szemle, LIII. (12) 1058-1079. old.
- Daunfeldt S., de Lunay X. [2008]: Central bank independence and price stability: evidence from OECD-countries. Oxford Economic Papers, 60 (2008) 410–422. old.
- De Carvalho Filho I. [2010]: Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment. IMF Working Paper WP/10/45.
- De Grauwe, P [2009]: Animal Spirits and Monetary Policy. University of Leuven. August 2009.
<http://www.sie.univpm.it/incontri/rsa50/papers/DeGrauwe.pdf> Lekérdezve: 2010. szeptember 20.
- Dennis, R. [2005]: Inflation Targeting under Commitment and Discretion. FRBSF Economic Review, 1-13. old.
- Fischer S. [1988]: Rules Versus Discretion in Monetary policy. NBER Working Paper, 2518.
- Froyen, R. T. [1993]: Macroeconomics. Theories and policies. Macmillan Publishing Company.
- Horská, H. [2001]: Inflation targeting in Poland - A comparison with the Czech Republic. The Advanced Studies Program at the Kiel Institute of World Economics. Prague: University of Economics.
http://files.horska-vyuka.webnode.cz/200000029-b0b64b1b03/IT_pl_publ.pdf. Lekérdezve: 2008.12.01.
- Hu, Y. [2003]: Empirical Investigations of Inflation Targeting. Institute for International Economics. WP03-6.
<http://www.iie.com/publications/wp/03-6.pdf> Lekérdezve: 2007.09.10.
- Jankovská, A. [2000]: Foreign exchange policy in Slovakia. BIATEC, 2000 (12)
- Keynes, J. M. [1936]: A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete. Magyar kiadásban megjelent: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest 1965.
- Kydland, F. E. – Prescott, E. C. [1977]: Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. The Journal of Political Economy, Vol. 85. No.3. 473-492. old.
- Lengyel Nemzeti Bank [2003]: Monetary Policy Guidelines for the Year 2004. National Bank of Poland.
http://www.nbp.pl/Homen.aspx?f=en/publikacje/o_polityce_pienieznej/zalozenia.html.
Lekérdezve: 2005. 09.15.
- Magyar Nemzeti Bank [2008]: Elemzés a konvergencia-folyamatokról. 2008.
http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_konvergenciajelentes/mnbhu_konyvjel_20080318/elemzes_a_konvergenciafolyamatokrol_2008.pdf. Lekérdezve: 2009. 03. 10.
- Mishkin, F. S.: [2001]: Issues in Inflation Targeting.
www.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin. Lekérdezve: 2003.05.10.
- Mishkin F. S. - Schmidt-Hebbel K. [2001]: One decade of inflation targeting in the World: What do we know and what do we need to know? Working Paper 8397. National Bureau of Economic Research, Cambridge

- Neményi Judit [2008]: A monetáris politika keretei Magyarországon. Hitelintézeti Szemle, 7 (4) 321-334. old.
- Rácz Margit [2004]: A stabilitási és növekedési paktum érvényesítésének problémái és a lehetséges megoldás körvonalai. Közgazdasági Szemle, LI(10). 970-986 old.
- Sargent, T. J. [1992]: Infláció és racionális várakozások. Magyar nyelven kiadta a Nemzeti Tankönyvkiadó Rt., Budapest. 2005.
- Schaechter A. et Al. [2002]: Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting. IMF Working Paper, 02(102)
- Stiglitz, E. J. [2008]: The failure of inflation targeting. Project Syndicate. May 2008. <http://www.economics.utoronto.ca/gindart/Stiglitz%20-%20The%20Failure%20of%20Inflation%20Targeting.pdf>. Lekérdezve: 2010. 04. 25.
- Svensson, L. E. O. [2006]: Optimal Inflation Targeting: Further Developments of Inflation Targeting. Central Bank of Chile. Working Papers, No. 403. 2006 December. <http://www.bcentral.cl/eng/studies/working-papers/pdf/dtbc403.pdf>. Lekérdezve: 2007.09.10.
- Svensson, L. E. O. [2010]: Inflation targeting after the financial crisis. Speech by Prof Lars E O Svensson, Deputy Governor of the Sveriges Riksbank, at the International Research Conference "Challenges to Central Banking in the Context of Financial Crisis", Mumbai, 12 February 2010. BIS Review, 16/2010.
- Szlovák Nemzeti Bank [2004]: Monetary Programme of the NBS until the year 2008. http://www.nbs.sk/img/Documents/BIATEC/BIA01_05/2_3.pdf. Lekérdezve: 2008.12. 10.
- Truman, E. M. [2003]: Inflation Targeting and the world economy. Institute for International Economics.
- Williard, L. B. [2006]: Does Inflation Targeting Matter? A reassessment by Luke B. Williard. Princeton University. CEPS Working Paper, No. 120.
- Wisniewski Anna [2005]: A visegrádi országok felkészültsége a GMU-csatlakozásra. Közgazdasági Szemle, LII(9) 664-682. old.
- Wu, T. Y. [2004]: Does Inflation Targeting Reduce inflation? An Analysis for the OECD Industrial Countries. Banco Central do Brasil. <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps83.pdf>. Lekérdezve: 2007.09.10.