

## ICEG VÉLEMÉNY II.

**Bokor László: Inflációs célkitűzés – Járható hazai út?**

**TARTALOMJEGYZÉK**

<i>Tartalomjegyzék</i>	<u>2</u>
<i>Bevezetés</i>	<u>3</u>
<i>Az inflációs célkitűzés</i>	<u>4</u>
<i>Hazai tapasztalatok</i>	<u>7</u>

## BEVEZETÉS

Már a 70-es évek végétől többen is hangsúlyozták, hogy a monetáris politika minél hitelesebb a gazdaság szereplői számára, annál hatékonyabb működésre képes. Mi a hitelesség forrása? Korábban ebben a kérdésben sem volt egységes a szakirodalom. Legegyszerűbben megfogalmazva talán úgy összegezhetőek a vélekedések, hogy a hitelesség a monetáris politika iránti bizalom abban a tekintetben, hogy az általa tenni kívánt lépések *konzisztensek* lesznek az előre bejelentett stratégiával. Ebből kiindulva mik lehetnek azok a kötetelmek, amelyek ennek bekövetkezését biztosítják?

Ha a közvélemény bízik a kitűzött célok megvalósíthatóságában, a kiadott adatok valóságában, a monetáris politikai instrumentumok és kinyilvánított elvek hatékonyságában, akkor ez egy forrása a hitelességnek. A következő szempontot nézve, a monetáris politika irányítóinak elegendő időt és megfelelő eszközöket kell biztosítani kitűzött céljaik megvalósításához. Ezenfelül azonban objektív(!) szempontok szerint mérlegelt teljesítményértékelés alapján felmentésük lehetőségét is biztosítani kell.

Bár ezen vetületek mind fontos megalapozói a hitelességnek, a hosszabb távon domináns aspektust a harmadik, a stratégiai nézőpont jelenti. Ennek középpontban a gazdasági szereplők és a monetáris politikai döntéshozók közötti kölcsönös függőség áll, az előre tekintő magánszektor, amely megpróbálja megjósolni a döntéshozók későbbi lépéseit (forward-looking behavior). A hitelesség-hiteltelenség kérdése itt akként merül fel, hogy a döntéshozók néha stratégiai előnyüknél fogva - rövid távú előnyökért cserébe - eltérnek a korábban bejelentett politikától. Ez gyakran az időinkonzisztencia<sup>1</sup> problémájához nyúlik vissza, s régebben a hitelességi deficit jó része is ezen problémára (vagy provokatívabban nevezve, csalásra /cheating/) volt visszavezethető.

---

<sup>1</sup> Az időinkonzisztencia probléma azért merül fel, mert egyes döntéshozók egyéni érdekektől motiválva olyan, csak rövid távon hatásos célok elérését fogalmazzák meg, amelyekről már a döntés pillanatában is látszik, hogy eredményességüket tekintve hosszú távon semlegesek (vagy negatívak), köszönhetően a gazdasági szereplők várakozásában bekövetkező változásoknak. Expanzív monetáris politikával rövid távon elérhető a gazdasági növekedés ütemének gyorsítása, ill. a munkanélküliségi ráta csökkentése, minek következtében a döntéshozók állandóan készletet éreznek ezen lehetőség kihasználására. Ez a helyzet annak ellenére is valóságos, hogy köztudott az ilyen politika hosszú távú hatástalansága a növekedés, ill. foglalkoztatás tekintetében, mivel a gazdasági szereplők a bérekre és árakra vonatkozó várakozásaikat (monetáris expansió esetén) felfelé módosítják. Ezenfelül az inflációs ráta hosszabb távon is megemelkedik, ami negatív következményekkel jár a gazdaságra nézve.

## **AZ INFLÁCIÓS CÉLKITŰZÉS**

Az utóbbi években széles konszenzus alakult abban a tekintetben, hogy a monetáris politika elsődleges és a hosszú távon meghatározó célja az árstabilitás fenntartása kell, hogy legyen. A *nominális horgony* kulcsszerepet tölt be a végső cél (árstabilitás) elérésében, ezért először ennek szerepéről kell szólni.

### **A nominális horgony szerepe**

A nominális horgony szükséges eleme a sikeres monetáris politikának. Miért van rá szükség? Csupán technikai oldalról nézve olyan feltételeket teremt (ha a monetáris politika hiteles), melyek által a jövőbeni árszintet a gazdasági szereplők kalkulálni képesek, ami nyilvánvalóan szükséges az árstabilitás szempontjából. Így alkalmas az árstabilitási cél elérésének támogatására annak okán, hogy segít letörni az inflációs várakozásokat. Általánosabban véve alkalmas a diszkrecionális politikai lépések keretek közé szorítására, elkerülve ezáltal az időinkonzisztencia által okozott problémákat, amelyek rontanák hosszú távon az árstabilitási cél elérésének esélyeit.

Egyes tanulmányok kimutatták, hogy önmagában az időinkonzisztencia problémájának léte már nem készíti a központi bankokat expanzív monetáris politikai lépésekre, ami inflációhoz vezetne. Ugyanakkor ezen körökben hiába ismerték fel ezt a problémát, a politikusok részéről továbbra is folyamatos nyomás nehezedik rájuk. Szükség van ezért valamilyen nominális horgonyra, amely gátat szabhat a politika irányából érkező nyomásnak.

Az inflációs célkitűzés rezsimje az inflációs előrejelzést használja „orientáló” horgonyként. A tervezett hosszú távú inflációs pálya és a középtávú inflációs előrejelzések relációjának tükrében adódnak a megfelelő monetáris politikai lépések. Leegyszerűsítve: ha a kívánt hosszú távú inflációs pálya fölötti (alatti) értéket mutat a középtávú előrejelzés, restriktóra (expanzióra) van szükség, természetesen minden egyéb körülmény figyelembe vételével. Így optimális politika esetén ezek ex post erősen korrelálni fognak, hiszen maga az akció is hatással lesz az előrejelzésre.

Az inflációs célkitűzés rendszere több elemből áll:

1. a közép távú inflációs célról széleskörű tájékoztatás nyújtása,
2. intézményesített elkötelezettség a legfőbb hosszú távú cél, az árstabilitás, ill. az inflációs célok elérése iránt
3. a monetáris politika kiemelkedően transzparens működése, ami biztosítja a tervek és kitűzött célok érvényesüléséhez szükséges megfelelő kommunikációt a nyilvánosság és a piacok felé
4. a jegybank inflációs célok elérésével kapcsolatos kiemelkedő felelőssége

Az inflációs célkitűzésnek számos előnye van. Az árfolyam célkitűzéssel ellentétben a monetáris politikának lehetősége nyílik hazai megfontolások talaján álló akciókra, a gazdaságot érő sokkokra való reagálásra. További előny mutatkozik abban a tekintetben is, hogy nem épít stabil pénz-infláció kapcsolatra, így a pénz forgási sebességének változása kevésbé befolyásolja működését. Ezen túlmenően a monetáris hatóságok a rendelkezésükre álló összes információt hasznosíthatják, s nem csak egy változóra (pl. pénzmennyiség, árfolyam) összpontosítanak a megfelelő monetáris politikai lépések meghatározásánál.

Az inflációs célkitűzésnek megvan továbbá az az előnye is, hogy a köz számára jól értelmezhető és kiemelkedően transzparens, kulcsfontosságúnak tekinti a világos, egyszerű és érthető politikát és a nyilvánossággal való rendszeres kommunikációt.

Mivel az inflációs cél explicite is megjelenik, növeli a jegybank felelősségét és számonkérhetőségét. Valódi számonkérhetőség persze csak ex post történhet (hiszen a célok bekövetkezését vagy be nem következését prompt nem láthatjuk), ugyanakkor az előrejelzési számok ismeretében lehetőség van kvázi-előretételező ellenőrzésre (az inflációs ráta hosszú távú célhoz történő konvergenciájának minősége alapján). A politika oldaláról a jegybankra nehezedő nyomás tekintetében az inflációs célkitűzés fontos előnye kristályosodott ki: **a vitában arra helyezi a hangsúlyt, hogy a monetáris politika hosszú távon mit tud elérni (infláció szabályozása), s nem arra, hogy minek elérésére képtelen (gazdasági növekedés-, ill. foglalkoztatottság emelése).**

A fentebb felsorolt előnyök ellenére az inflációs célkitűzés nem problémamentes. Az árfolyam, ill. a monetáris aggregátumokkal ellentétben az infláció közvetlen kontrollálására a monetáris hatóságoknak kevésbé van lehetőségük.

Az inflációs célkitűzés másik potenciális problémája abból adódik, hogy a monetáris politika hatásmechanizmusában jelentkező késés miatt nem ad azonnal biztos helyzetjelentést a monetáris politika állapotáról. Ugyanakkor meg kell jegyezni, hogy viszonylag gyors és biztos jelzést csak az árfolyam célkitűzéses rendszerben kaphatnak a piacok, ill. a közvélemény, mivel monetáris célkitűzés esetén a monetáris aggregátumok alakulásából az aggregátum-infláció kapcsolatrendszer instabilitása esetén szintén nem származik releváns információ a politika természetére nézve.<sup>2</sup>

Az eddig tárgyaltak alapján az inflációs célkitűzés egyszerű, sematikus felépítése a következő:

$$\Delta R_t = \gamma(E(\pi_{t+j}) - \pi^*_{t+j})$$

- ahol  $R_t$  = a preferált monetáris politikai instrumentum  
 $E(\pi_{t+j})$  = a monetáris hatóságok által várt inflációs ráta a t+j időszakban a t időszakig felmerülő új információkra alapozva (feltételezve, hogy nincs lényegi változás a monetáris politikában)  
 $\pi^*_{t+j}$  = az inflációs cél a t+j időszakra (ez időben változhat)  
 $\gamma$  = egy visszacsatolási paraméter<sup>3</sup> (helyesebben inkább „előrebecsítő”)  
 $j$  = a periódusok száma ( $j > 0$ )

<sup>2</sup> Magyarország küszöbön álló Európai Unió csatlakozása vonatkozásában fontos megemlíteni, hogy az ECB a monetáris aggregátumok célzása mellett kinyilvánított egy hosszú távú, 2%-os inflációs célt is. Mivel a pénzágregátumok alakulásának feldolgozásából nyerhető információ a Monetáris Unióban is egyre csekélyebb eredménnyel kecsegtet, s a jegybanki teljesítmény kulcsfontosságú elemeivé egyre inkább a transzparencia és a megfelelő kommunikáció válik, az ECB hajlik arra, hogy az aggregátumok jelentőségének leértékelésével egyre inkább az inflációs célokat helyezze előtérbe.

$\gamma$  az R által reprezentált politikai instrumentumtól függ. Ha árjellegű az eszköz (pl. diszkontráta, repokamat), akkor  $\gamma > 0$ , ha mennyiségi vonatkozású (pl. hitel, monetáris bázis), akkor  $\gamma < 0$ . Egy példa a visszacsatolási szabályra (ha hatás egy periódus múlva jelentkezik és konstans inflációs cél van):  $\Delta R_t = 1.5(E(\pi_{t+j}) - \pi^*)$  azt jelenti, hogy a várt inflációban bekövetkező egy százalékpontnyi növekedés az ex ante reálkamatlábát fél százalékponttal növeli.

A visszacsatolási szabályból jól kivehető, hogy az inflációs célkitűzés megfelelő működtetéséhez a monetáris hatóságoknak szükségük van egy jól meghatározott inflációs célra ( $\pi^*$ ), megfelelő eszközök kijelölésére, az időintervallum pontos ismeretére és a t+j. időszaki inflációs rátára vonatkozó elképzelésre (várt infláció).

Ami az inflációs célkitűzést más rezsimektől megkülönbözteti, az nem feltétlenül az előrejelzési technikák pontosabb volta, hanem hogy az alkalmazandó eszköztárat a várt (jövőbeli) infláció szisztematikus becslésének függvényében alakítják ki, semmint múltbeli vagy jelenlegi inflációra alapozva. Ez a módszer azon egyszerű monetáris politikai alapproblémára reagál, hogy a jegybanknak nincs tökéletes kontrollja a jelenlegi infláció felett.

Az inflációs célkitűzést követő országok a mai napig jól teljesítenek: sikerül alacsony szinten tartani az inflációt, ami annak a tükrében kiemelt fontosságú, hogy ez a múltban nem volt mindig így, sőt, a tartós árszintemelkedés alacsony szintre szorítása után kialakuló kedvező körülmények a gazdasági növekedés ütemére is serkentőleg hatottak. Mindazonáltal ez a rendszer sem valamiféle csodaszer: az infláció rendszerből való kiszorítása nem költségmentes (bár a különböző inflációcsökkentő-módszerek hosszú távú hatásainak „diszkontált értéke” alapján történő összehasonlításban a helye előkelő), ill. az antiinflációs elkötelezettséghez kapcsolódó megfelelő hitelesség elérése sem megy egyik napról a másikra. A tapasztalatok azt mutatják, hogy a jegybanki hitelesség elérésének egyetlen módja van: *ki kell érdemelni*.

## HAZAI TAPASZTALATOK

Annak ellenére, hogy retorika szintjén az „árstabilitást” jelölték meg végső célként, a gyakorlatban valamennyi inflációs célkitűzést alkalmazó ország jegybankja – így az MNB is – az inflációs rátát, semmint az árszintet célozza meg. A választott, megcélzott inflációs ráta centruma lényegesen nulla fölött van, ami meghaladja a fogyasztói árindex felfelé történő torzításából eredő mértéket is, aminek alapvető oka az árkiigazodás gördülékenyebbé tétele. Itthon 2004-re a középtávú célt (általános gyakorlat a kb. 1,5 éves periódus) jegybank ezt 3,5%-ban határozta meg. A fejlett inflációs célkitűző országokkal ellentétben idehaza egy bizonyos szint után (3-4%) már - részben jegybanki hatáskörön kívüli faktorok következtében – nemcsak, hogy szinte lehetetlen, hanem egyenesen káros is lehet az inflációs ráta erőltetett, túlzottan gyors csökkentése. A felzárkózó országoknál ismert jelenség, miszerint a tradable szektor termelékenysége meghaladja a non-tradable szektor termelékenységét, s a növekvő jövedelemmel párhuzamosan az utóbbiban nagyobb inflációs nyomás jelentkezik. Ezt a helyzetet a különböző szektorok árragadóságának függvényében kell kezelni, s ettől függ, hogy a rendszerből „kiemelhető-e” ez a többletinfláció, vagy a (nemzetközi és szektorok közti) termelékenység felzárkózásával párhuzamosan lehet csak ezt hosszú évek során megtenni.

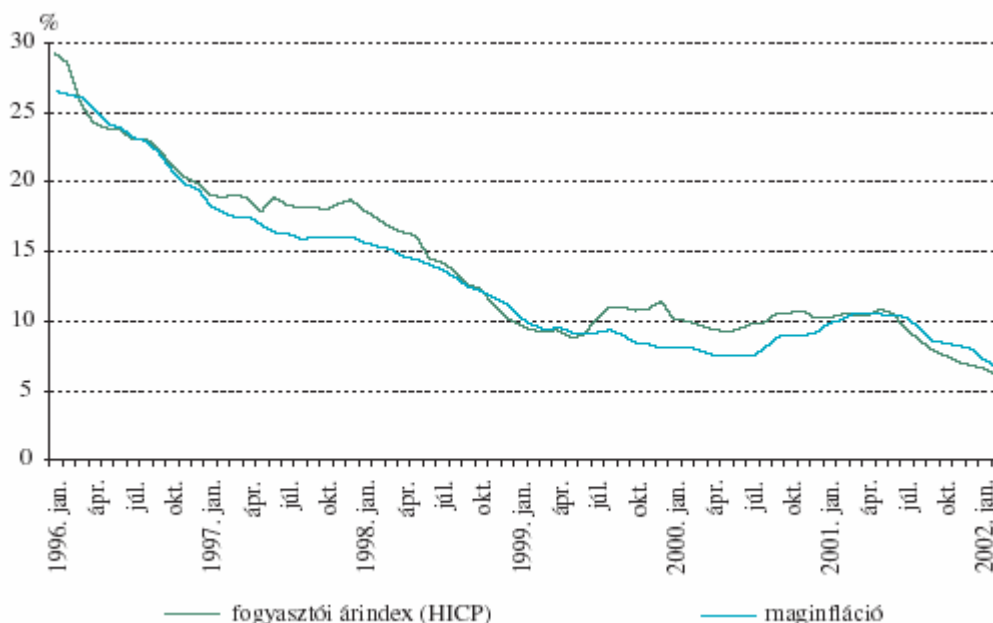
Másik fontos jellemzője az inflációs célkitűzés rezsimnek, hogy nem hagyják figyelmen kívül a hagyományos stabilizációs célokat. Az ilyen célkövetést folytató országokban a jegybankok jellemzően kifejezték abbéli elkötelezettségüket is, hogy a kibocsátás, ill. a foglalkoztatottság terén bekövetkező fluktuációk és a rövid távú stabilizációs célok bizonyos mértékig beépített elemei cselekvésüket meghatározó programjaiknak. Nincs ez itthon másképp sem, de ez szigorúan csak a primális cél, az árstabilitás realizálása után képzelhető el. Az MNB jelenlegi célfüggvényében a jelek szerint lényegesen nagyobb súlyt kap az inflációs cél, mint az output gap cél, de természetesen ez az idő folyamán (az inflációs ráta csökkenésével) valószínűleg változik. A jegybank az infláció fokozatos – a közép távú inflációs cél hosszú távúhoz történő leszállításával - leszorítása mellett tört lándzsát, megelőzendő a kibocsátás hirtelen visszaesését. A leszorítás üteme nemzetközi összehasonlításban gyorsnak mondható.

Magyarország is, csakúgy, mint több inflációs célkövető egyetértett abban, hogy a cél körüli sáv felső és alsó korlátját pontosan definiálni kell, mert ez negatív keresleti sokk esetén segít stabilizálni a gazdaságot. Itthon a sáv a közbűlő cél (közép távú inflációs cél) körül szimmetrikusan  $\pm 1\%$  szélesen húzódik. Az inflációs célok ily módon növelik a jegybank rugalmasságát, mivel ha például a gazdasági szereplők kevesebbet költenek, miáltal az aggregált kereslet visszaesik, az inflációs ráta kilépne a célzott sáv aljára. Ekkor a jegybank a monetáris politika lazításával ezt megelőzi, de ugyanakkor nem kell tartania attól, hogy ez az inflációs várakozások emelkedését vonja maga után.

A rendszer rugalmasságának másik eleme abból adódik, hogy gyakorta megengedi a céltól való eltérést kínálati sokkokra való reagálás esetén. Magyarországon éppenséggel nem a maginflációt célozzák meg, tehát nem szűrik belőle a volatilisabb komponenseket (élelmiszer-, üzemanyagár). Ez nagyobb külső megrázkódtatástól mentes időszakban nem okoz különösebb problémát, ugyanis a fogyasztói árindex és a maginfláció hazai idősorait vizsgálva ekkor jelentős korrelációt tapasztalhatunk (lásd. az ábrát), ráadásul nyerünk a transzparencia oldaláról szemlélve a kérdést, hiszen a fogyasztói árindex sokkal könnyebben kommunikálható és előállítása módszertanilag kevésbé bizonytalan. A CPI nem lényegtelen hátránya viszont az, hogy a jegybanki eszközök hatókörén kívül álló komponenseket is

tartalmaz, így turbulens időszakban ab ovo nehéz helyzetbe hozhatjuk a jegybankot céljai elérhetőségét illetően. Másodszer tehát, egy kínálati sokkot követően (vagy annak bekövetkezése előtt, ha ez várható) pl. a hozzáadott érték adó növekedése szükség szerint téríti el a tervezett pályától a jegybanki működést, amely változtatást a nyilvánosság felé megfelelően indokolni kell. Ez utóbbi esettel az esetleges ÁFA-módosítások kapcsán itthon is számolni kell.

A fogyasztói árindex és a maginfláció alakulása Magyarországon<sup>4</sup>  
(hó/előző év azonos hónapja)



## Transzparencia

Az inflációs célkitűzés rezsimje kulcsfontosságúnak tekinti a transzparens – világos, egyszerű és érthető – politikát és a nyilvánossággal való rendszeres kommunikációt. A jegybank és a kormányzat közötti gyakori megbeszélések - amit egyes helyeken törvényi keretek, máshol informális viszonyrendszerek szabályoznak – nyilvánosságra hozatala szintén fontos eszköze a monetáris politika ismertetésének. Ebből elég világosan látszik, hogy ez utóbbi vonatkozásban hatalmas a hazai deficit, ami nyilvánvalóan gyengíti a rendszer hatásosságát. A hagyományos csatornákon (kiterjedt informáló kampányok, egyszerű brosrák) túl az inflációs célkitűzés keretében működő hazai rezsim „Jelentés az infláció alakulásáról” című kiadvány révén rendszeresen tájékoztatja a közvéleményt a fontos kérdésekről.

Az inflációs jelentés szerepe különösen figyelemreméltó, mivel eltérően a többi egyhangú, formális jegybanki jelentéstől érdekes, a köz számára jobban kommunikálható felület kellene nyújtania (grafikák, egyszerű magyarázat). Érdeemes megjegyezni, hogy a közérthetőségen javítva tömörebb, egyszerűsített formában való elkészítése is indokolt lehet az új rezsim minél olajozottabb „bejáratása” érdekében.

<sup>4</sup> Forrás: Monetáris politika Magyarországon (2002. augusztus), MNB kiadvány



A fenti kommunikációs csatornákat használja a jegybank a köz, a pénzügyi szereplők és a politikusok informálására, ezen belül:

- a monetáris politika céljai és korlátai, ezen belül az inflációs cél hasznosságának ismertetése
- az inflációs célértékek számszerűsítése és hogy ezek miként adódtak
- hogyan érhetőek el ezek a célok az adott gazdasági helyzet tükrében
- a céltól mely tényezők téríthetnek el (pl. milyen sokkok)

A kommunikálás terén kifejtett erőfeszítések meghozták eredményüket, mivel a magánszektor a monetáris politikai tevékenység, a kamatlábak, ill. az infláció körüli kisebb bizonytalanság mellett tud előretekinteni tervezési tevékenysége során; nyilvánossá teszi a monetáris politika körüli vitákat, s megtanítja a közvéleményt, hogy mit igen, ill. mit nem érhet el a jegybank; tisztázza a jegybank és a politikusok monetáris politikával összefüggésben fennálló felelősségi viszonyait. E tekintetben is van még az MNB-nek tennivalója, bár ez nem csupán jegybanki feladat. A kommunikáció hatékonysága ugyanis erőteljesebb lehet, ha kormányzati támogatással kap nyilvánosságot.

Az inflációs célkitűzés másik fontos jellemzője a jegybanki felelősség magas foka. Könnyen látható, hogy a transzparencia és a kommunikáció mind ezt szolgálja, a jegybankot könnyen elszámoltathatóvá teszi, mind a közvélemény, mind a kormányzat által. Ha a jegybank hosszabb távon is sikeres, vagyis az előre meghirdetett és jól definiált inflációs célt tudja tartani, akkor elnyerheti a közvélemény támogatását függetlensége kialakításában és politikája támogatottságában. Az efféle támogatást még szigorúan meghatározott, jogi keretbe foglalt teljesítménymérési standardok lefektetése nélkül is el lehet nyerni.

Az inflációs célkitűzést alkalmazó országok jó teljesítményt mutattak. Úgy tűnik, sikeresen és jelentős mértékben szorították le mind az inflációt, mind az inflációs várakozásokat, valószínűleg jobban, mintha nem léteztek volna efféle inflációs célok (egyek vizsgálatok azt mutatták, hogy az inflációs várakozások a bevezetés után estek és az infláció is az alatt a szint alatt maradt, amit a bevezetés előtti adatokon alapuló VAR becslés alapján azt sejteni lehetett). Ezentúl ha az inflációt már sikerült lezöríteni, az lenn is maradt; a dezinfláció folytatásával ezekben az országokban az infláció a gazdasági fellendülés ciklikusan jelentkező szakaszaiban sem ugrott meg. Az inflációs célkitűzés ugyanis tompítja az inflációs sokkok hatását. Hazai viszonylatban a rendszer viszonylag rövid múltja miatt erről még nehéz határozott véleményt alkotni, mindenesetre az első „főpróba” lezajlott az év elején. Tény, hogy az inflációs előrejelzést nemrég felfelé korrigáltak, de azt sem szabad elfelejteni, hogy még csak az infláció lezörítése útján járunk. Ugyanakkor az is tény, hogy a dezinfláció sikerét az elmúlt két évben - de főleg az utóbbi időben - a jórészt fogyasztási keresletet indukáló fiskális lazítás tompította.

Bár az inflációs célkitűzés alkalmasnak tűnik a fentebb kifejtett válságok enyhítésére és az infláció kontrollálására, a gazdaság reáloldalára kifejtett hatása jóval vitathatóbb. A közgazdasági elméletek gyakran azt javasolják, hogy a jegybank infláció csökkentése, ill. kontrollálása iránti elkötelezettsége növelheti a hitelességét, miáltal mind az inflációs várakozások, mind a dezinflációból eredő kibocsátási veszteség csökkenthető. Ennek ellenére a gyakorlat és az ökonometriai vizsgálatok nem támasztják alá teljes mértékben ezt a feltevést. Az inflációs várakozások alkalmazkodási sebessége a feltételezéseknél jóval kisebb, így egy esetleges alacsony inflációs célkitűzéshez (új rezsim bevezetése) való igazodása nem

következik be azonnal. Ezzel a korábban kifejtett okok (árrugalmasság kérdése) miatt itthon is számolni kell.

Általánosan elterjedt bírálat az inflációs célkitűzéssel szemben, hogy a kibocsátás, ill. foglalkoztatottság növekedésének alacsony és instabil szintjét hozza magával. A hazai, meglehetősen lendületes dezinflációs kampány során a jegybanki politika kritikussai ezt az általuk vélt szűklátókörűséget hangsúlyozták. Bár az infláció visszaszorítása közben – a dezinfláció velejárájaként - az output szintje a természetes szint alatt marad, amikor eléri a kellően alacsony inflációs szintet, a kibocsátás és a foglalkoztatottság a tapasztalatok alapján ismét a korábbi magasabb szintre tér vissza. Konzervatív értékelés: kijelenthető, hogy az inflációs célkitűzés az alacsony infláció elérése után már nem káros a reálgazdaságra nézve. Több országban is példa volt arra, hogy az inflációs célkitűzés bevezetése után leeső inflációt követően magas gazdasági növekedést tudhattak magukénak. Ebből is jól látható, hogy csupán a rendszer hibáit felnagyító értékelés meglehetősen egyoldalú, ami a rövid távú szemléletből fakad.

### **Szabály vagy egyedi döntések**

A szabályok szerinti működés és a diszkrecionális lépések hagyományos elkülönítése, merev szétválasztása meglehetősen félrevezető, s tévutakra visz. Hasznos monetáris politikai stratégiák előrettekintőek, ami meggátolja a döntéshozókat az olyan beavatkozások tekintetében, amelyek hosszú távon kedvezőtlen kimenetelűek. Az ilyen politika mint „korlátozott diszkrecionális politika” jellemezhető.

Valóban, az inflációs célkitűzés így jellemezhető a legjobban. Mint fentebbiekből is kiderül, az inflációs célkitűzés gyakorlata igencsak messze áll valamiféle merev szabályrendszerrel. Nem rendelkezik egyszerű és mechanikus útmutatással a jegybank monetáris politikája tekintetében. Sőt, az inflációs célkitűzés rezsimjében a jegybank a lehető legtöbb hasznos információt felhasznál döntései meghozatala során, s így alakítja ki a megfelelő politikát, ami az inflációs célok eléréséhez vezet. A többi, többé-kevésbé merev szabályokra épülő rendszertől eltérően itt a központi bank nem hagyja figyelmen kívül az adott kulcsváltozó figyelésén túl nyerhető információkat, így nem csak arra összpontosít. A közelmúltban idehaza bekövetkezett spekulációs válság idején tanúsított jegybanki magatartás jó példáját adja az új filozófiának. A jegybankra óriási nyomás nehezedett a forint sávjának erős irányba történő elmozdítására, miközben mások a túlzottan erős forint káros hatását emlegették, de a jegybank kitartott a árfolyamsáv szélén. Megítélésem szerint a felértékelést egyszerűen nem tehette meg több okból: először a jegybank még mindig nem rendelkezik kellő hitelességi tőkével, ha itt enged, megbízhatósága megkérdőjeleződik. A magyar gazdaság adottságai miatt a forint árfolyama az a kitüntetett eszköz, amellyel a monetáris politika hatékonyan tudja befolyásolni az ármozgásokat. Ennek megingása veszélyeztethette volna az inflációs célok teljesülését, ami a második vereséget jelentette volna. Harmadrészt meg kell említeni, hogy a külső támadásoknak való kitettség veszélye jócskán megnőtt volna. Ez utóbbi nem lebecsülendő probléma, több fejlődő gazdaságot tönkre tudtak tenni a forró pénzek (persze ehhez kellett a helytelen gazdaságpolitika is). Láthatjuk tehát, hogy az árfolyam (Magyarországon persze azért továbbra is igencsak hangsúlyosan) egy a sok figyelembe vett paraméter közül. Bár a jegybanknak sikerült „stabilizálni a helyzetet, de egyes lépései természetesen a válsaggal fenyegető helyzet kivédése érdekében – váratlanok voltak. Egy inflációs célkitűzés keretében működni akaró jegybank ilyen csak akkor tehet, ha utána tételesen meg tudja megindokolni lépéseit, ugyanis ennek elmaradása esetén veszélyezteti a megszerzett bizalmat.

Az inflációs célkitűzés rendszerében a diszkrecionális politikai lépések súlya meglehetősen nagyarányú. Amint az látható volt, a célértékek a gazdasági helyzet függvényében változhattak. Ebben a kontextusban felvetődik a kérdés, vajon a magyarországi jogi és gazdasági viszonyok ténylegesen biztosítják-e a jegybank cél- és eszközfüggetlen működését. A célkijelölés kérdésének esetében viszonylag kisebb a bizonytalanság: a jelenlegi jegybanktörvény egyértelműen az árstabilitás fenntartását helyezi előtérbe (a kormány gazdaságpolitikáját csak ennek veszélyeztetése nélkül támogatja). Az eszközök szabad alkalmazása már lényegesen bonyolultabb a kérdés, mivel az árstabilitás elérésének módszereinek tekintetében igencsak partícionáltak lehetnek a vélemények, és tegyük hozzá, az érdekek is. A monetáris irányítás idehaza jó ideje szembesül azzal a nehézséggel, hogy egymással gyakran kibékíthetetlen céloknak kell egyidejűleg megfelelnie, elég ha csak a forint árfolyamának külgazdasági és inflációs relációjára gondolunk. Gyengébb forint jobbat tenne az exportnak, erős az inflációnak: érvelnek egyik, illetve másik oldalon. Az ilyen dilemmák esetén vezérfonalat nyújthat a fentebb is említett jegybanktörvény-direktíva.

A jelenlegi rendszer működési hatékonyságát rontja egy további probléma. A monetáris eszköztár két „nagyágyúja”, a kamat és az árfolyampolitika használhatósága, az infláció elleni harcba állítása közel sem azonos nagyságrendű. A kamatcsatorna egyrészt a viszonylag hosszú, 1,5-2 éves transzmissziója miatt nem is jöhet szóba akkor, ha gyorsan akarunk inflációt csökkenteni. Másrészt némileg megkérdőjelezhető, hogy a jegybanki kamatpolitika mennyiben képes hatni a hazai kamatszintre. Ezenfelül ne felejtjük el, hogy az inflációs várakozások megváltozásával a nominálkamatok reálkamattartalma a piaci szereplők számára megváltozhat, ami újabb csavart visz a megoldandó feladatba. Ez a kérdéskör már a jegybanki hitelességhez kanyarodik vissza. Némiképp túlzással mondhatjuk, hogy az effektíve használható eszközök tekintetében maradt az egyetlen, a magyar gazdaság viszonylatában különösen robusztus változó, az árfolyam. Nem véletlen, hogy a jegybanki vezetés ennek erősödését meglovagolta, s használta fel infláció elleni harcában, és nem nyúlt bele erősebben annak alakulásába. Ha az MNB de facto irányított lebegtetés (managed floating) keretében működne - mint ahogyan azt sokan a jelenlegi működéséről állítják -, feltehetőleg másként alakította volna az árfolyampályát.

\*

Az inflációs célkitűzés rugalmassága megkérdőjelezhetetlen. Az inflációs célok teljesítése - melynek vezérfonala a hosszú távon meghirdetett cél – miatt természeténél fogva nem szigorúan a jelen gazdasági helyzetre összpontosít, hanem hosszabb távra tekint előre. Ennek persze idehaza a leszorítás időszakában képződik költsége, de hogy az ismert mondás némileg transzformált változatát említsük, amit veszünk a réven, azt jócskán megnyerjük a vámon. A jegybank transzparens működése továbbá azt eredményezi, hogy elszámoltathatósága okán keretek közé szorítja az időinkonzisztencia kihasználására lehetőséget nyújtó diszkrecionális politikát.