

MARCZELL KINGA

Transzparencia a monetáris politikában

A Magyar Nemzeti Bank működésének átláthatósága és monetáris politikai döntéseinek előrejelezhetősége

A transzparencia és az előrejelezhetőség két szorosan összefüggő jellemzője a jegybanki működésnek; ebben a tanulmányban ezen dimenziók mentén értékelem az MNB gyakorlatát. Az elemzett transzparenciaindexek alapján az MNB nemzetközi összehasonlításban a legátláthatóbban működő jegybankok közé tartozik, ezzel szemben moneáris politikai döntéseinek előrejelezhetősége meglehetősen gyenge: e tekintetben mind a szakirodalomban alkalmazott modellek, mind az általam javasolt módszertan alapján számított mutatók a nemzetközi mezőny végére utasítják az MNB-t. A két eredmény közt húzódó szakadék véleményem szerint a turbulens gazdasági környezettel és a rögzített árfolyamsáv létevel hozható összefüggésbe.

1. BEVEZETÉS

Kevés olyan aspektusa van a monetáris politikának, amelynek megítélésében az elmúlt másfél évtized alatt oly mértékű változás következett volna be mind az elméleti szakirodalom, mind a gyakorlat terén, mint a jegybanki transzparencia kérdése. A kilencvenes évek elején az akkor még titokzatosságukról nevezetes központi bankok – az inflációs célkitűzés elterjedésével és a jegybanki függetlenség általánossá válásával párhuzamosan – sorra fel- és elismerték az átlátható működés fontosságát, s egyre hatékonyabban igyekeztek megvalósítani azt.

A transzparencia gazdaságra gyakorolt hatásainak mechanizmusában kulcsszerep jut a monetáris politika előrejelezhetőségének; ez az a fogalom, amely összekapcsolja a jegybank intézményi jellemzőit és kommunikációs gyakorlatát a magánszereplők várakozásaiban és viselkedésében bekövetkező változásokkal. A központi bank kiszámíthatóságát azonban nem kizárólag működésének transzparens volta, hanem a makrogazdasági környezet is jelentősen befolyásolja. Egy kis, nyitott és turbulens gazdaság jegybankja, bármilyen átláthatóan működik is, a gazdasági előrejelzések szükségszerű pontatlansága és a gyors reagálás gyakori kényszere miatt néha nem kerülheti el, hogy meglepetést okozzon a piaci szereplőknek.

Ez az írás a Magyar Nemzeti Bank transzparenciájának és előrejelezhetőségének elemzését tartalmazza. Az *Eijffinger–Geraats*-index MNB-re vonatkozó értékének meghatározásával elhelyezem a magyar jegybankot a transzparenciaindextel szembevetve a nemzetközi összehasonlításban a legátláthatóbban működő jegybankok közé tartozik, ezzel szemben moneáris politikai döntéseinek előrejelezhetősége meglehetősen gyenge: e tekintetben mind a szakirodalomban alkalmazott modellek, mind az általam javasolt módszertan alapján számított mutatók a nemzetközi mezőny végére utasítják az MNB-t. A két eredmény közt húzódó szakadék véleményem szerint a turbulens gazdasági környezettel és a rögzített árfolyamsáv létevel hozható összefüggésbe.

A monetáris politikai döntések előrejelezhetőségét a szakirodalomból ismert, egyszerű modell segítségével számszerűsíttem, majd ennek kritikája nyomán megfogalmak egy alternatív javaslatot is a mérés módszertanára vonatkozóan.

A saját számításaim, illetve a szakirodalomban fellelhető, empirikus tanulmányok segítségével a nemzetközi összehasonlítások tükrében is jellemzem az MNB gyakorlatát, s kapcsolatot teremtek a magyar jegybank transzparenciájára és kiszámíthatóságára vonatkozó eredmények között.

A piac előrejelzési hibáinak mélyebb megértése kedvéért a kamatdöntések okozta meglepetés nagyságát két tényezőre bontva vizsgálom: egy egyszerű modell segítségével elkülöníttem egymástól a soron következő alapkamat-változtatás irányával, valamint a lépés időzítésével kapcsolatos bizonytalanság hatását. Az elmúlt másfél év tapasztalatai alapján ismét felteszem *Pintér* és *Wenhardt* [2004] kérdését: az időzítéssel kapcsolatos bizonytalanság szerepe csökkent-e attól a ténytől, hogy a Monetáris Tanács (MT) kamatmeghatározó üléseinek gyakorisága 2005 elejétől a felére csökkent?

2. A MONETÁRIS POLITIKA TRANSPARENCIÁJA

A monetáris politikai átláthatóság vizsgálatának sem egységes fogalmi kerete, sem általánosan elfogadott mérési módja nincs, s a transzparenciának a gazdaságra gyakorolt hatását illetően sincs teljes egyetértés az e területen kutatók között.

A transzparencia fogalma mindenekelőtt feltételezi, hogy egyfajta információs aszimmetria áll fenn a jegybank és a gazdaság egyéb szereplői között. A jegybank a gazdaság többi szereplőjéhez képest többlettudással, bővebb információs halmazzal rendelkezik nemcsak saját preferenciáit, prioritásait, céljait és eszközeit illetően, de általában a gazdaság működéséről is. Egyes gazdasági adatokhoz hozzájuthat valamivel azok publikálása előtt, s tapasztalatából és szakértelméből adódóan, jelentős előnnyel indul azok értelmezésében, a modellkészítésben, valamint az előrejelzésben is. Ezt az előnyt kiegészíthetik azok a nem hivatalos információk is, amelyek üzleti vezetőktől és bankároktól érkeznek a jegybankhoz, s szintén árnyalhatják annak a gazdasági kilátásokról alkotott képét.

A célokra és szándékokra, valamint a gazdasági struktúrára vonatkozó aszimmetrikus informáltság csökkentésének eszköze a transzparens működés, amely nem pusztán információszolgáltatást jelent, hanem – mint *Winkler* [1999] rámutatott – a nyújtott információk megfelelő interpretálásának elősegítését is, azaz nyitott, őszinte, közérthető és hatékony kommunikációt a jegybank és a magánszféra között. *Blinder* et al. [2004] azt is hangsúlyozza, hogy egy átláthatóságra törekvő központi banknak oda kell figyelnie hallgatóságára, kommunikációját adaptálnia kell hozzájuk, üzeneteit az ő igényeiknek megfelelően kell megfogalmaznia.

Tökéletes transzparenciáról tehát akkor beszélhetünk, ha a jegybank, illetve a gazdaság többi szereplője ugyanazzal az információs halmazzal rendelkezik, azaz ugyanazt a tudást birtokolja, és ugyanazokkal a bizonytalanságokkal kénytelen szembenézni. Ahogy *Blinder* et al. [2004] fogalmazott: a magánszereplők megtanulnak a jegybank fejével gondolkodni.

A fogalom gyakorlati szemléletű meghatározásaként az egyik leggyakrabban idézett megközelítés Geraats [2001] nevéhez fűződik, aki a transzparencia öt aspektusát különbözteti meg: politikai, gazdasági, eljárási, monetáris politikai és operációs transzparenciáról beszél¹, valamint ezek átfedéseiről és kölcsönhatásairól. Az index azokra az intézményi megoldásokra és mechanizmusokra összpontosít, amelyek a monetáris politikai döntéshozás egyes aspektusainak megfelelően biztosítják, hogy a jegybank a rendelkezésére álló többletinformáció minél nagyobb hányadát ossza meg a piaci szereplőkkel.

A *politikai transzparencia* fogalma szorosan kapcsolódik az intézményrendszerhez, például a jegybanki függetlenség mértékéhez, mert ezek azok a tényezők, amelyek meghatározzák a jegybank motivációit és mozgásterét. A politikai átláthatóság jegyében jár el egy jegybank, amikor céljait és preferenciáit nyilvánosságra hozza, például közzé teszi az adott évi inflációs cél értékét. Mikor emögé gazdasági mutatókra épülő modellek, tudományos igényű elemzések és előrejelzések is kerülnek, akkor *gazdasági értelemben vett transzparenciáról* beszélhetünk.

Az *eljárási transzparencia* értelmében a jegyzőkönyvek és szavazatok publikálása révén nyilvánossá válik a monetáris politika döntéshozatali rendje. A *monetáris politikai transzparencia* megkívánja egyrészt a döntések bejelentését, másrészt azok részletesebb indoklását, és a jövőbeli lépések előrevetítését. Az *operációs transzparencia* a gazdaságpolitikai lépés alkalmazása során felmerülő hibákkal, a transzmissziós csatorna működését érintő makrogazdasági zavarokkal kapcsolatos nyíltságot jelent.

2.1. A transzparencia potenciális hatásai

A közintézmények transzparenciájának és nyitottságának megítélésekor mind morális-politikai, mind gazdasági érvek felmerülnek. Egy demokratikus államban a közintézmények transzparens működtetése és az elszámoltathatóság feltételeinek megteremtése pusztán morális és politikai okok miatt is kiemelt fontossággal bír, s így a társadalom tagjainak korrekt tájékoztatása, a titkolózás hiánya a demokratikus állam eszméje alapján önértéknek tekinthető.²

Hogy gazdasági szempontból miért vagy épp miért nem érdemes, illetve kívánatos egy központi banknak transzparens módon működnie, arra különféle válaszokat adhatunk egyszerű gondolatmenetek, formális modellek vagy empirikus kutatások segítségével. Azonban bármely úton induljunk is el, közvetlen és közvetett hatások és ellenhatások bonyolult szövevényére bukkanunk, amelyet nehéz egyetlen átfogó koncepcióba illeszteni. A transzparencia szerepét és gazdaságra gyakorolt hatását illetően nincs teljes konszenzus a közgazdasági irodalomban, a gyakorlati jelentőségű, a transzparencia kívánatosságát érintő vitákban gyakorta elhangzó érvek és ellenérvek többségét sem formális modellekkel, sem empirikus kutatásokkal nem sikerült egyértelműen igazolni; ugyanakkor többé-kevésbé kirajzolódni látszik az az álláspont, hogy az átlátható jegybanki működés előnyös hatásai felülmúlják a hátrányokat.

1 Political, economic, procedural, policy, operational transparency.

2 A transzparencia közéletben betöltött szerepéről bővebben ír STIGLITZ [1999].

A központi bank transzparens működéssel segíthet megteremteni demokratikus elszámoltathatóságának feltételeit, és felszámolhatja a közte és a magánszereplők között fennálló információs aszimmetria jelentős hányadát. A jegybank céljairól, valamint a gazdaság működéséről nyújtott információk javíthatják a makrogazdasági környezet kiszámíthatóságát, s ezzel szoros összefüggésben a monetáris politikai döntések előrejelezhetőségét is. A központi bank nyíltsága fontos eszköze lehet a tekintély kiépítésének és megtartásának, s ezáltal az alacsony infláció melletti, hiteles elköteleződésnek is. Az inflációs várakozások visszafogásával alacsonyan tartható az árszínvonal-növekedés üteme s változékonysága is. A gazdasági környezetet és a monetáris politikát érintő bizonytalanság csökkenése a nominális kamatlábak ingadozását is visszafogja, s a kockázatok mérséklődésével párhuzamosan, átlagos értékük is csökkenhet.

A jegybank és a magánszféra közötti információs aszimmetria felszámolása azonban az alacsony infláció melletti elköteleződéssel párhuzamosan megfosztja a monetáris politikát a meglepetésszerű expanzió lehetőségétől, s ezáltal csökkentheti annak rugalmasságát. A külső sokkokra adható válaszok korlátozása megnehezítheti a kibocsátás simítására, a gazdaság stabilizálására tett kísérleteket, ami a kibocsátás nagyobb volatilitásában is megjelenhet.

Mint látjuk, a transzparencia hatásainak jelentős hányada részben vagy egészben a monetáris politika előrejelezhetőségén keresztül valósul meg. Ez az a fogalom, amely összekapcsolja egymással a jegybank intézményi jellemzőit és kommunikációs gyakorlatát, valamint a magánszereplők várakozásaiban és viselkedésében bekövetkező változásokat. A központi bank kiszámíthatóságára azonban nem kizárólag működésének transzparens volta, hanem a makrogazdasági környezet is jelentős befolyással bír. Egy kevésbé kiszámítható gazdasági környezetben működő jegybank kénytelen néha meglepni a közvéleményt, s nemcsak azért, mert a kibocsátás simítása érdekében hajlamosabb a meglepetésinfláció eszközéhez nyúlni – ami feltételezi az átláthatóság csökkentését –, hanem a transzparencia fokától függetlenül, az inflációs és egyéb gazdasági előrejelzések szükségszerű pontatlansága, a gyors reagálás gyakori kényszere miatt is.

Ez utóbbi gondolatmenetet a neoklasszikus modellek úgy ragadják meg, hogy két részre bontják azt a hatást, ami a monetáris politikai eszköz változó alakulását eltéríti a szereplők várakozásaihoz képest. A valóság eltér a várakozástól azért, mert a jegybank szándéka eltér a neki tulajdonítottól (preferenciákat illető információs aszimmetria), illetve, mert nem képes tökéletesen irányítani az instrumentumot (kontrollhiba). A magánszektor szereplői az így megfogalmazódó jelkinyerési problémával szembesülve, annál kevésbé tudják kitapintani a jegybanki szándékot, minél nagyobb a kontrollhiba, azaz minél kevésbé képes a jegybank közvetlenül irányítani az eszközül választott változót. Az előrejelezhetőséget tehát az információs aszimmetria nagyságán kívül a kontrollhiba – azaz tulajdonképpen a gazdaság kiszámíthatatlanságának mértéke – is befolyásolja.

3. A MAGYAR NEMZETI BANK GYAKORLATÁNAK ÉRTÉKELÉSE

Jarmuzek et al. [2004] a monetáris politikai transzparencia mérésére két alapvető módszert különböztet meg: az intézményi és a viselkedési megközelítésen alapulót. Az *intézményi* megközelítés alapján történő mérés során a központi bank különféle nyilvánosan elérhető dokumentumokban közzétett információinak a mennyiségét és minőségét bírálják el. Ezt teszi például Eijffinger és Geraats [2005], amikor a maga javasolta, öt transzparenciaaspektuson alapuló index értékét határozza meg kilenc fontos központi bankra. A transzparenciamérés másik útját a szerzők szerint a *viselkedési* megközelítés jelöli ki, amely a pénzügyi piacok monetáris politikai lépésekről való tájékozottságát próbálja megragadni. Az ebben a szellemben készített mérések voltaképpen a jegybanki döntések előrejelezhetőségét számszerűsítik különféle módszerekkel, s ezért véleményem szerint félrevezető, ha eredményeiket a jegybanki transzparencia fokával azonosítjuk.

Mind elméleti, mind empirikus szempontból fontos és szoros a kapcsolat átláthatóság és előrejelezhetőség között, a két fogalom mégsem azonosítható egymással, s ennek a megkülönböztetésnek az MNB esetében különösen nagy jelentősége van.

3.1. A Magyar Nemzeti Bank transzparenciája

A Magyar Nemzeti Bank 2001 közepe óta az inflációs célkitűzés rendszerét alkalmazza, s összhangban a többi, hasonló monetáris politikai rezsimet használó jegybankkal, jelentős erőfeszítéseket tesz annak érdekében, hogy működése a piac számára minél átláthatóbbá váljék.

A testületi döntéshozás intézménye által felvetett problémákhoz – minél több döntéshozó vesz részt a monetáris politika alakításában, annál reménytelenebbé válik az a törekvés, hogy az őket befolyásoló valamennyi információt, elméletet és megfontolást nyilvánosságra hozzák – az MNB esetében egy további tényező is járul. Mégpedig az a tény, hogy a magyar inflációs célkövetési rendszer egy lényeges elemében különbözik az általános gyakorlattól, amennyiben a rögzített árfolyamsáv léte bizonyos esetekben behatárolja a monetáris politika mozgásterét. Ez különösen fontos a transzparens gyakorlat szempontjából, mert a devizaárfolyam nem áll közvetlenül az MNB befolyása alatt, így az csak rendkívül magas kontrollhiba esetén képes rá hatást gyakorolni. Mint az elméleti modellekből is kiderül, a monetáris politika kontrollhibájának növekedése zajosabbá teszi a közvélemény rendelkezésére álló információt. Emiatt, ha a jegybanki eszközváltozó alakulása eltér a tervezett pályától, a piac nem képes megállapítani, hogy ez mennyiben tulajdonítható a jegybanki szándékok megváltozásának, s mennyiben a külső gazdasági körülményeknek; így viszonylag csekély információs aszimmetria is jelentős hibákat okozhat a piaci szereplők előrejelzéseiben.

A monetáris politika kommunikációs csatornáit Magyarországon az MNB által negyedévente megjelentetett inflációs jelentés, az MT ülései után kiadott közlemények, az ehhez kapcsolódó sajtótájékoztatók, jegyzőkönyvek, illetve tanácsi állásfoglalások, a Jelentés a konvergenciafolyamatokról című, évente megjelenő írás, az MNB-tanul-

mányok, az MNB-füzetek és egyéb ismeretterjesztő anyagok, valamint a jegybanki döntéshozók beszédei, nyilatkozatai. Az említett kiadványok mind angolul, mind magyarul bárki számára hozzáférhetők az MNB honlapján.

3.1.1. Az Eijffinger–Geraats-index kiszámítása a Magyar Nemzeti Bankra

Az Eijffinger–Geraats-index a monetáris politikai transzparencia öt aspektusát különbözteti meg; mindegyiket egy három, maximálisan egy-egy pontot érő kérdésből álló blokk képviseli az értékelésben, így az elérhető legmagasabb pontszám tizenöt.

Politikai transzparencia

<i>Formális célok</i>	<i>1 pont</i>
<i>Kvantitatív célok</i>	<i>1 pont</i>
<i>Intézményi keretek</i>	<i>1 pont</i>

Az MNB teljesíti az első kritériumot: rendelkezik formális céllal, hiszen a jegybanktörvény kimondja, hogy „*az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. Az MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül, a rendelkezésre álló monetáris politikai eszközökkel támogatja a kormány gazdaságpolitikáját.*” Külső adottságként kell figyelembe vennie a monetáris politikának az árfolyamsáv létét, amely devizapiaci intervencióra kényszerítheti a jegybankot, amennyiben az euróhoz viszonyított devizaárfolyam eléri az ingadozási sáv szélét.

A jegybank 2001 óta explicit, 5–8 negyedéves időhorizontra vonatkozó inflációs célértéket publikál, amelyet korábban saját hatáskörben, 2004 óta a kormánnyal közösen határoz meg. 2005-ben a kormány és a központi bank a 2007-től kezdődő időszakra középtávú inflációs célt tűzött ki; a gyakorlat tovább javítja az átláthatóságot, s elősegítheti a gazdasági környezet kiszámíthatóbbá válását. A kvantitatív célok publikálása egy pontot ér az index értékelésében.

A cél elérése érdekében tett lépésekről az MNB a kormánytól függetlenül, önállóan dönt, ami az intézményi kereteken is egy pontot jelent. Korábban, az inflációs célkitűzés bevezetésétől 2003 végéig az MNB a forint árfolyamára is megjelölt egy úgynevezett „komfortzónát”, azaz a hivatalos árfolyamsávnál szűkebb tartományt, amelyen belül igyekezett az árfolyamot tartani, bár erre hivatalosan kötelezettséget természetesen nem vállalt. Az árfolyamnak a monetáris politika általi befolyásolása azonban csak olyan jelentős kontrollhiba mellett valószínűsíthető meg, ami túlzott mértékű zajt visz a jegybanki lépések értelmezésébe, így az MNB felhagyott az árfolyamra vonatkozó kvantitatív célok publikálásával.

Gazdasági transzparencia

<i>Gazdasági adatok</i>	<i>1 pont</i>
<i>Makroökonómiai modell</i>	<i>1 pont</i>
<i>Előrejelzések</i>	<i>1 pont</i>

Eleget tesz a monetáris politika a gazdasági transzparencia kívánalmainak is. Először is a pénzkínálatra, az inflációra, a kibocsátásra, a munkanélküliségi rátára és a kapacitáskihasználtságra vonatkozó számadatokat az MNB, illetve a KSH rendszeresen publikálja; másodsor, nyilvánosan elérhető az a gazdasági modell, amelyekre a monetáris politikai döntések épülnek. A negyedéves előrejelző modellel, valamint az MNB-ben alkalmazott számos más modell és elemzési keret bemutatásával foglalkozó tanulmányok időről időre megjelennek a magyar jegybank honlapján.

A modellek segítségével készült negyedéves részletes előrejelzések, s az azokra épülő, előretékintő elemzések is rendszeresen elérhetővé válnak a nyilvánosság számára, s ezen belül természetesen ismert az a rögzített árfolyam- és kamatpálya is, amit a kalibrálás során feltételeztek. Némileg levon ennek értékéből az a tény, hogy ez a bizonyos árfolyam- és kamatpálya konstans, az előrejelzések változatlan szinteket feltételezve készülnek. Általában igen röviden kitér az elemzés arra is, mennyiben változtatná meg az infláció előrejelzett értékét, ha a Reuters publikálta várakozásoknak megfelelő kamat- és árfolyampályát alkalmazták volna a kalibrálás során.

Az inflációs célkövetés kezdeti időszakában az MNB a jelenleginél részletesebb előrejelzéseket közölt inflációs jelentéseiben, azonban – ahogyan arra Tóth [2006] is rámutat –, mivel az információbőség sokszor a közérthetőség és egyértelműség rovására mehet, ez a rövidebb, de fókuszáltabb elemzés sok szempontból hatékonyabb lehet a legfontosabb üzenetek célba juttatásában.

A gazdasági adatok, a makroökonómiai modell és az előrejelzések publikálása egy-egy pontot jelentenek az Eijffinger–Geraats-index értékelésében.

Eljárási transzparencia

Explicit stratégia 1 pont

Jegyzőkönyv 1 pont

Szavazatok 1 pont

Az MNB explicit stratégiája az inflációs célkitűzés, minden más cél egyértelműen alá van rendelve az árstabilitás elérésének és fenntartásának; ezáltal teljesíti az eljárási transzparenciával kapcsolatos első kritériumot.

A monetáris politikai döntéseket az MNB Monetáris Tanácsa hozza. A kéthetente esedékes, valamint a rendkívüli kamatmeghatározó üléseken a legalább kilenc, de legfeljebb tizenegy tanácstag³ többségi szavazással határoz a jegybanki instrumentum, azaz a kéthetes betétre fizetett jegybanki alapkamat változtatásáról vagy épp változatlanul hagyásáról. 2005 januárjától nemcsak a tanács egységes, közös álláspontját, hanem a döntéshozók közti véleménykülönbségeket is megismerheti a közvélemény a szavazatmegoszlást is tartalmazó, rövidített jegyzőkönyvekből, s 2005 októbere óta mindez kiegészül a név szerint vállalt szavazatok publikálásával is. E tekintetben a közelmúltban emelkedett tehát az MNB-nek adható pontszám, emiatt emeltem ki a szakasz elején e kritériumokat aláhúzással. Tóth [2006] szerint a kommunikációs gya-

3 Amíg a jelenlegi tagok egy részének mandátuma le nem jár, a Monetáris Tanács létszáma átmenetileg magasabb, jelenleg tizenhárom fő. Jelenleg az Országgyűlés előtt van a törvényjavaslat, amely az MT létszámát legalább öt, legfeljebb hét főben határozná meg.

korlat megváltozása azzal függ össze, hogy az inflációs célkitűzés kezdeti időszakához képest eltérőbbé vált a tanácstagok véleménye, s így célszerűbbé vált az egységes álláspontot közvetítő bejelentéseket kiegészíteni a különböző vélemények bemutatására is alkalmas módszerekkel.

Monetáris politikai transzparencia

<i>Azonnali kihirdetés</i>	<i>1 pont</i>
<i>Magyarázat</i>	<i>0,5 pont</i>
<i>Szándékok bemutatása</i>	<i>0 pont</i>

A kamatmeghatározó ülések után azonnal kihirdetik az ott született döntést egy rövid indoklást is tartalmazó, nyilvános közleményben. *Jarmuzek, Orłowski és Radziwiłł* [2004] tanulmányában ennek ellenére úgy ítéli meg, hogy a változtatásokat a magyar jegybank nem indokolja, szemben *Bárdi és Homolya* [2004] véleményével, amely szerint fél pontot érdemel a magyar gyakorlat, ami az index leírása szerint annyit tesz, hogy „*csak felületes indoklás születik, és/vagy csak akkor születik megfelelő indoklás, amikor a politikai döntés változik*”. Véleményem szerint ez utóbbi megítélés közelebb áll az igazsághoz.

Az elkövetkező kamatlépések irányára és időzítésére utalás kevés jegybank kommunikációjában jelenik meg explicit módon; ilyen például az amerikai Federal Reserve. Magyarországon általában legfeljebb homályos utalások hangzanak el az alapkamat jövőbeli változtatásaival kapcsolatban; az MT a 2006. július 3-i, nem kamatmeghatározó ülésen adott először egyértelmű jelzést a közelgő kamatemelésről, amire a piaci várakozások elbizonytalanodása adott okot. Ezek az időnként megjelenő utalások azonban nem elegendőek ahhoz, hogy e tekintetben pozitívan értékelhessük a magyar gyakorlatot.

Működési transzparencia

<i>Irányítási hibák</i>	<i>1 pont</i>
<i>Transzmissziós zavarok</i>	<i>1 pont</i>
<i>Eredmények értékelése</i>	<i>1 pont</i>

Inflációs előrejelzéseinek bizonytalanságát legyezőábra segítségével érzékelteti a magyar jegybank inflációs jelentésében. Erről leolvasható, mekkora valószínűséggel esik majd az infláció év végi értéke a kitűzött célérték körüli, különböző nagyságú tartományokba, azaz a magánszféra képet kaphat a monetáris politika kontrollhibájának nagyságáról. Szintén a negyedévente megjelenő inflációs jelentésben esik szó a monetáris transzmissziót befolyásoló makroökonómiai körülményekről, itt szerepel a múltbeli előrejelzési hibák indoklása és elemzése is. Nem hiányzik az inflációs jelentésből a megelőző monetáris politikai lépések hatásának feltérképezése, az inflációs céltől való eltérés számszerűsítése és magyarázata sem, így elmondható, hogy az MNB mindhárom szempontból kielégítő információval szolgál a nyilvánosságának.

Az 1. táblázat Magyarországon kívül tizenhat fontos, illetve régióbeli jegybank, valamint az Európai Központi Banknak (ECB) és az amerikai Federal Reserve-nek (Fed) az értékelését tartalmazza.

1. táblázat

Az Eijffinger–Geraats-index értéke tizenhét jegybank esetében

	Polítikai	Gazdasági	Eljárási	Monetáris	Működési	Összesen
Magyarország	3	3	3	1,5	3	13,5
Csehország	3	1,5	2	1	3	10,5
Észtország	3	2,5	1	2	2	10,5
Litvánia	3	0	1	1	0	5
Szlovákia	3	1	0	1	1	6
Lengyelország	3	1	1	2	2	9
Lettország	2	0	0	0	1	3
Szlovénia	3	0,5	1	1	1	6,5
Ausztrália	3	2	1	1,5	1,5	9
Kanada	3	2,5	1	2	2	10,5
Japán	1,5	1,5	2	1,5	1,5	8
Új-Zéland	3	3	3	3	2	14
Svédország	3	2	3	3	3	14
Svájc	2,5	1,5	1	2	0,5	7,5
UK	3	3	3	1,5	2,5	13
USA	1	2,5	2	3	1,5	10

Forrás: Jarmuzek et al. [2004]; Bárdi, Homolya 2004; Eijffinger, Geraats [2005]; Magyarország saját kiegészítéssel

A fentiek alapján az MNB-ről elmondható, hogy működése az átláthatóság szempontjából összhangban van a világ jegybankjai által folytatott legjobb gyakorlattal; a monetáris politikai döntések bővebb magyarázatával, és az elkövetkező lépésekkel kapcsolatos, nyíltabb kommunikációval ugyan tovább javíthatná az eredményeit ezen a téren, de mindent összevetve, a közvéleményhez eljuttatott információ mennyisége és minősége jelenleg is kielégítő.

3.1.2. *Transzparencia-index inflációs célkitűzést alkalmazó jegybankok számára*

Az Eijffinger–Geraats-index alapján történő elemzést Jarmuzek et al. [2004] kiegészíti egy speciálisan az inflációs célkitűzést alkalmazó jegybankok számára konstruált index kiszámításával. Eredményeik meglepőek, mivel az Eijffinger–Geraats-indexek összehasonlításával korábban nyert rangsoruk teljességgel átrendeződik, amikor ezt az új mérési skálát használják, s elsősorban éppen Magyarország az, amely lényegesen más

bizonyítványt kap, mint korábban. A 2. táblázatban ezen mutató értékei szerepelnek az Európai Unió három új, inflációs célkövetést alkalmazó tagállamának jegybankjára, valamint az ECB-re vonatkozóan. Az utolsó sorban az összehasonlítás végett az Eijffinger–Geraats-index szerepel.

2. táblázat

**Transzparencia az inflációs célkövetést alkalmazó
jegybankokra tervezett index tükrében**

	Cseh Nemzeti Bank	Magyar Nemzeti Bank	Lengyel Nemzeti Bank	Európai Központi Bank
Egyetlen cél	1	0	1	1
Árfolyampolitika	0,5	0	1	0,5
Előre-, illetve visszatekintés	1	1	0	1
CPI vagy maginfláció	1	1	1	1
Inflációs pálya	1	0,5	1	1
Negyedéves görgetett átlag	1	0	0	1
Célváltoztatás	0,5	0,5	0	0,5
Céltévesztés	0,5	0	0	0
Összesen	6,5	3	4	6
Eijffinger-Geraats-index*	12	13,5*	11	10

Forrás: Jarmuzek et al. [2004], 15. oldal.

*Az MNB Eijffinger–Geraats-indexét a fentiek alapján módosítottam, az eljárási transzparencia javulása miatt 2, a monetáris transzparencia szempontjából pedig a döntésekkel kapcsolatban időnként megjelenő magyarázatok okán 0,5 ponttal magasabb értéket tüntettem fel. A szerzőknél 11-es érték szerepel.

Magyarország többek közt azért szerepel lényegesen rosszabbul ebben az összehasonlításban, mert az árstabilitás nem kizárólagos, csupán elsődleges célja a jegybanknak, amely döntései során figyelembe veszi a devizaárfolyamnak a sávban tartását is. Véleményem szerint vitatható, hogy e tekintetben indokolt-e különbséget tenni a jegybankok között, hiszen implicit módon valamennyi központi bank figyelembe veszi döntéseiben a gazdaság monetáris- és reálszférájának állapotát, a gazdaságban zajló folyamatokat, s nem biztos, hogy érdemes kevésbé transzparensnek minősíteni egy jegybankot azért, amiért ezt formálisan is elismeri.

A második pontvesztés a devizapiacra történt komoly jegybanki intervencióknak köszönhető (itt elsősorban a 2003-as eseményekre érdemes gondolni), és további fél-fél pont levonás jár, amiért a jegybank hajlamos ex-post megváltoztatni az inflációs cél értékét; valamint azért, amiért a jegybank nem jelöl ki egy folytonos pályát az infláció alakulásának, csak év végi célértékeket és középtávú célt publikál. Ez utóbbi kritériummal függ össze az inflációs cél teljesítésének megkövetelése a negyedéves görgetett átlagok szintjén. Az MNB csak éves szinten értékeli a célok teljesülését, ezért ennek az

elvárásnak sem felel meg. A célkitűzési horizont hosszában egyébiránt implicit módon a reálgazdasággal kapcsolatos célok jelennek meg. Azért csak 5–8 negyedéves horizonton reagál az MNB az inflációs céltól való eltérésre, mert ennél rövidebb időtávon egyrészt szükségtelen mértékű reáláldozatokkal járna a kiigazítás, másrészt, a monetáris transzmisszió időigényéből következően, meg sem valósítható.

Tovább rontja a képet, hogy az MNB-nek nincs semmilyen előre meghatározott eljárása arra az esetre, ha az infláció túllépi a kitűzött célértéket. E tekintetben egyébként a cseh jegybank szerepelt a legjobban: fél pontot ért el, mert pontosan meghatározza azokat a körülményeket, amelyek felmenthetik a jegybankot a cél elérése alól. Hasonló szerepet töltenek be egyébként a magyar központi bank gyakorlatában az előrejelzésben publikált kockázati tényezők.

Amiben jól szerepelt a magyar jegybank, az az előtekintő szemlélet a monetáris politikai lépések meghozatalában, s ezzel összefüggésben az előrejelzések publikálása az inflációt potenciálisan befolyásoló tényezők várható alakulásával, valamint a kockázatok elemzésével együtt. További pont jár azért, amiért az inflációs célt a CPI-re, s nem a maginflációra határozza meg. Ugyan a maginfláció kevésbé van kitéve a véletlen külső sokkoknak, s így kevésbé hatnak rá a monetáris politikán kívül eső folyamatok, mégis ésszerűbb a CPI-t alkalmazni a célkitűzés eszközeként – nemcsak azért, mert a gazdasági átalakuláson átesett országokban valójában korántsem bizonyult volatilisabbnak a maginflációnál, hanem azért is, mert ez az a mutató, amelyik a leginkább hat a magán-szektor inflációs várakozásaira.

Véleményem szerint a fent bemutatott két index közül az Eijffinger–Geraats-index tükrözi jobban a jegybankok működésének átláthatóságát. A másodikként tárgyalt, inflációs célkitűzést alkalmazó központi bankok értékelésére tervezett index ugyan kevésbé koncentrálna a kommunikációs eszközök formájára, s inkább a tartalmi kérdéseket igyekszik előtérbe helyezni, az általa támasztott kritériumok azonban inkább az inflációs célkövetés általános gyakorlatára vonatkoznak, s csak meglehetősen lazán kapcsolódnak a transzparencia fogalmához. Emiatt szerintem az ezen a skálán elért gyenge eredmény ellenére is az a következtetés vonható le a fenti elemzésből, hogy az MNB sem a régiós, sem a legnagyobb országok jegybankjaihoz viszonyítva nincs lemaradva az átláthatóság terén. Azok a tényezők, amelyek nyomán Jarmuzek et al. [2004] elemzésében az utolsó helyre került a vizsgált négy ország közül, mind azzal függenek össze, hogy az MNB az árstabilitásnak egyértelműen alárendelve ugyan, de bevallottan figyelembe veszi a reálgazdaság helyzetét, devizaárfolyamát pedig köteles egy rögzített sávon belül tartani. Ez önmagában megkülönböztetheti ugyan a magyar jegybankot az inflációs célkitűzést alkalmazó jegybankok többségétől, de véleményem szerint nem emeli ki a transzparens központi bankok sorából.

3.2. A Magyar Nemzeti Bank döntéseinek előrejelezhetősége

A monetáris politika előrejelezhetősége, mint már arról korábban is szó esett, szoros összefüggésben van annak transzparenciájával. Minél átláthatóbban működik egy jegybank, annál kiszámíthatóbbak a lépései a közvélemény előtt, s a transzparenciának tulajdonított gazdasági hatások jelentős része éppen ezen a csatornán keresztül valósul meg.

Sok szerző⁴ emiatt – véleményem szerint nem helyesen – közvetlenül az előrejelezhetőséggel jellemzi a központi bankok transzparenciáját. Nem pusztán amiatt teszik ezt, mert a két fogalom közül az előbbi jóval egyszerűbben és objektívebb módon számszerűsíthető, hanem azért is, mert az előrejelezhetőség tagadhatatlanul képes megragadni valami olyat, amit az előző szakaszban ismertetett, intézményi megközelítésen alapuló transzparenciaindexek nem. Ez pedig a jegybanki kommunikáció hatásossága. A kiszámíthatóság mérésekor az elemző nem arra koncentrál, hogy milyen típusú adatokat és információt hoz nyilvánosságra a központi bank, s milyen formában teszi ezt, hanem arra, hogy a piaci szereplők mindezek nyomán mennyire képesek a jegybank fejével gondolkodni.

A jegybanki döntések kiszámíthatóságára a piaci kamatok és a jegybanki alapkamat kapcsolatának vizsgálatából következtethetünk, mégpedig alapvetően két megfontolásból. Közvetlen módon elemezhetjük, hogy a monetáris politikai lépések – az MNB esetében a kéthetes jegybanki kamatláb alakulása – mennyire felel meg a várakozásoknak, azaz mennyire sikeresen árazza be a piac előre a kamatváltoztatásokat és azok elmaradását. A másik megfontolás a kamatváltoztatások piacra gyakorolt hatását helyezi előtérbe. Minél kiszámíthatóbb a központi bank működése, annál kevesebb új információt hordoz magában egy-egy monetáris politikai döntés, ezért annál kevésbé változtatja meg a piacon kialakult hozamszinteket. A kamatdöntések napján mutatkozó átárazás mértéke ezért sok mindent elárul a piacot ért meglepetés erejéről, s ezen keresztül a gazdasági szereplők által készített előrejelzések sikerességéről is.

Pintér és Wenhardt [2004] az MNB adatai alapján vizsgálta közvetlenül, és a kamatdöntések hozamokra gyakorolt hatásának elemzésén keresztül is a monetáris politikai döntések előrejelezhetőségét. Első lépésben egy 50 bázispontos kamatemelés, illetve ugyanekkora csökkentés piac által érzékelt valószínűségét számszerűsítették egy egyszerű, *Gaspar et al.* [2001] tanulmányából ismert modellel, majd ennek alapján meghatározták, hogy az MT kamatmeghatározó ülésein született határozatokat milyen arányban jelezték helyesen előre a piaci szereplők. Az előrejelzés pontatlanságát ezután két hatás eredőjére bontották: a piacot ért meglepetést a soron következő kamatlépés irányára és időzítésére vonatkozó bizonytalanság együttesen idézik elő.

Számításaik alapján elmondható, hogy az MNB monetáris politikai döntéseinek előrejelezhetősége valamivel elmarad a Fed és az ECB kiszámíthatóságától, valamint hogy a bizonytalanság döntő hányada az időzítési hatásból fakad. A piaci szereplők tehát az esetek számottevő hányadában tisztában vannak a soron következő kamatváltoztatás irányával, de nehezen tudják kiszámítani, melyik tanácsulésen módosítják az alapkamatot.

Ez részben a kamatmeghatározó ülések gyakoriságán múlik, hiszen minél sűrűbben nyílik lehetősége a monetáris politikának a változtatásra, a magánszektor számára annál nehezebb annak pontos időzítését előrejelezni. 2005 eleje óta az MT csak minden második ülésén tárgyal az alapkamat módosításáról, így a korábbi kéthetes helyett az utóbbi csaknem két évben csupán négyhetes gyakorisággal történhet valószínű változás az irányadó ráta értékében.⁵ Érdeemes tehát megvizsgálni, miképpen változott ennek nyomán az időzítési hatás szerepe az előrejelzési bizonytalanságon belül.

⁴ Például COPPEL et al. [2005]

⁵ Természetesen a rendkívüli kamatváltoztatás lehetőségével a jegybank mindenkor élhet, erre azonban 2003 novemberében óta nem volt példa.

3.2.1. Az előrejelezhetőség számszerűsítése egy egyszerű modell alapján

Pintér és Wenhardt [2004] vizsgálatának időhorizontja 2001 májusától 2004 végéig terjed; elemzésüket a továbbiakban megismétlem a 2001. július 21-től 2006. szeptember 25-ig terjedő időszakra vonatkozóan, majd az alkalmazott módszertant némileg módosítva, újból elvégzem a vizsgálatot, a két eljárás eredményét összehasonlítva érvelek az utóbbi mellett, és vonom le az MNB kiszámíthatóságára vonatkozó következtetéseket. Ezután elemzem az időzítési és a kamatpályára vonatkozó bizonytalanság szerepét is.

A különböző lejáratú hozamok a tőkepiaci várakozási hipotézis alapján felírhatók a futamidejük alatt várt, rövidebb lejáratú kamatok átlagának és a kockázati prémiumnak az összegeként. Egy eszköz hozama tehát tükrözi mindazokat a várakozásokat, amelyek a futamideje alatt bekövetkező kamatváltozásokra, azaz a jegybanki irányadó ráta módosításaira vonatkoznak. Ahhoz, hogy megtudjuk, mennyire voltak sikeresek a gazdasági szereplők egy-egy monetáris politikai lépés előrejelzésében, különböző pénzügyi eszközök árát, spot- és forwardhozamait is felhasználhatjuk. Pintér és Wenhardt [2004] erre a célra egy Gaspar et al. [2001] által ajánlott egyszerű modellt alkalmaz, amely a kéthetes bankközi hozamok elemzésén alapul.

Az MT kamatmeghatározó üléseit közvetlenül megelőző napok kéthetes bankközi hozamai – rövid futamidejükből adódóan – kizárólag az adott ülésen megszülető monetáris politikai döntésre vonatkozóan tartalmaznak várakozásokat, így alkalmasak arra, hogy segítségükkel megállapítsuk, milyen kamatlépésre számítottak a kereskedők. A rövid futamidejű eszköz másik nagy előnye, hogy nem követünk el nagy tévedést, ha a kockázati prémiumot zérusnak tekintjük. A likviditási helyzetből adódó torzítással szintén nem foglalkozunk a továbbiakban.

A Pintér és Wenhardt által alkalmazott modell fő egyszerűsítése, hogy adottnak tekintik az esetlegesen várt kamatlépés nagyságát; a piaci szereplők várakozásaiak megformálásakor csak egy 50 bázispontos kamatemelés, ugyanekkora kamatcsökkentés, illetve az irányadó ráta változatlanul hagyásának lehetőségét mérlegelik. A szerzők feltételezik továbbá, hogy az MT kamatmeghatározó ülést megelőző nap kéthetes bankközi hozama megegyezik a másnapi döntést követő irányadó kamatlábra vonatkozó várakozással. Ennek alapján egyszerűen számszerűsíthetjük egy 50 bázispontos kamatemelés vagy -csökkentés valószínűségét; a változtatás feltételezett iránya a tanácsulást megelőző napi bankközi hozam és az aktuális irányadó ráta különbségétől függ. A bankközi hozam a tanácsulás előtti napon megegyezik az aktuális és egy 50 bázisponttal megváltoztatott irányadó ráta valószínűségekkel súlyozott átlagával.

$$E_t(i_{t+1}) = r_t = \begin{cases} p_t(i_t + 50) + (1-p_t)i_t & \text{ha } r_t \geq i_t \\ p_t(i_t - 50) + (1-p_t)i_t & \text{különben,} \end{cases} \quad (1)$$

ahol i_t az aktuális jegybanki kamatlábat, r_t az MT-ülést megelőző napi kéthetes bankközi hozamot, E_t a t időszakban formált várakozásokat, p_t pedig egy 50 bázispontos kamatváltoztatás piac által becsült valószínűségét jelöli. A fentiek alapján kiszá-

mítható a kamatváltoztatás becsült valószínűsége, s egy küszöbérték meghatározásával egyértelműen eldönthető, mely esetekben számított a piac kamatmódosításra, s ezáltal az is, hogy hány alkalommal sikerült a magánszereplőknek a különböző irányú kamatlépéseket és az alapkamat változatlanul tartását helyesen előrejeleznie.

Az elemzés elvégezhető a kamatlépés mértékére vonatkozó, eltérő feltételezésekkel is, vagy úgy is, hogy rögzített értékek helyett mindig a ténylegesen bekövetkezett kamatlépés valószínűségét vizsgáljuk; ezek a változtatások nem okoztak jelentős eltérést az eredményekben. Valószínűségi küszöbértéknek kézenfekvő az 50%-os határt tekinteni.⁶

3. táblázat

A modell előrejelzései és a tényleges döntések

	Előrejelzett	Összes	Arány
Monetáris politikai döntés	72 (83)	110	65% (75%)
Kamatcsökkentés	7 (16)	27	26% (59%)
Kamatemelés	5 (3)	10	50% (30%)
Változatlanul tartás	60 (64)	73	82% (88%)
Várt, de be nem következett lépés	13 (9)		
Ebből jelzett kamatemelés	11 (8)		
Ebből jelzett kamatcsökkentés	2 (1)		

A cellákban szereplő első értékek a fent ismertetett modell alapján, a zárójelben szereplő számok pedig a későbbiekben ismertetett, alternatív értékelési módszer alapján adódnak.

A modell alapján a piac a monetáris politikai döntések 65%-át jelezte előre helyesen. Az irányadó ráta szinten tartását 82%-ban, a módosításokat azonban ennél jóval kevésbé, csupán az esetek 32%-ában látták előre a piaci szereplők. Lényeges különbség mutatkozik a kamatemelések és -csökkentések előrejelezhetőségében is: a szigorításokra az esetek jóval nagyobb hányadában lehetett számítani, mint a lazításokra.

A nem várt kamatlépések közül öt rendkívüli ülésen történt, s a kamatciklus fordulása is több alkalommal megtévesztette a piacot; ez történt például 2002. május 21-én, vagy november 18-án.

Az esetleges kamatlépések előre rögzített nagysága sok esetben torzítja az eredményeket, hiszen amennyiben a szereplők a rögzített mértéknél kisebb kamatváltoztatásra számítanak, akkor a modellel becsült valószínűség a valóságnál kisebb lesz, illetve fordítva.

⁶ A számítások során a jegybanki kamatláb idősorát, PINTÉR és WENHARDT ajánlásának megfelelően, kissé módosítottam. A 2003 januárjában történt erős oldali spekulációs támadás nyomán január 16-án az MNB – amellet, hogy 100 bázisponttal csökkentette az alapkamat értékét – átmenetileg kiszélesítette a kamatfolyosót, és korlátozta a kéthetes betételhelyezést is. Ez a döntés hatását tekintve összességében 400 bázispontos effektív kamatcsökkentésnek felel meg, hiszen a kamatfolyosó eredeti szélességre való szűkítéséig a bankközi kihelyezés alternatívaköltségét a jegybanki kamatláb helyett a kamatfolyosó alja határozta meg. Február 24-én a kamatfolyosó visszaállítása, azaz egy 300 bázispontos effektív kamatemelés történt.

Jó példa erre a 2001. október 24-i kamatdöntés, amikor a piac a modell alapján 30%-os valószínűséget rendelt egy 50 bázispontos kamatcsökkentés lehetőségéhez, ami a modelltől adódóan arra az esetre vonatkozik, ha a jegybanknak nem áll módjában ennél kisebb mértékű változtatás. Tehát a változatlan kamatrata és az 50 bázispontos csökkentés között habozva, a gazdasági szereplők csupán 30% esélyt adtak volna az utóbbinak, azaz a változatlanságot tartották valószínűbbnek. Ha ugyanezt az összehasonlítást a változatlan jegybanki hozam és egy 25 bázispontos csökkentés között kellett volna elvégezniük, akkor 60% esélyt adtak volna az utóbbinak. Mivel a valóságban éppen ez a valószínűnek tartott 25 bázispontos csökkentés következett be, ezért helytelenül értékeljük tévesnek a piac előrejelzését, ha modellünkre hallgatva, azt állítjuk, hogy nem számítottak a szereplők kamatváltoztatásra.

Szintén vitára adhatnak okot a feltételezett 50 bázispontonál nagyobb várt elmozdulásra utaló bankközi hozamok, hiszen ha már a fél százalékpontonál magasabb változtatásnak 50%-nál nagyobb esélyt ad a piac – azaz 25 bázispontonál többet áraz be –, akkor bármekkora, akár több száz bázispontos kamatváltoztatás is helyesen előrejelzettnek minősül. Hasonló okból a becült valószínűségek értelmezése is sokszor nehézkes; mivel értékük nincs korlátozva, egy-egy kamatváltoztatásra sokszor 100% feletti valószínűség adódik.

Mindezek alapján indokolt lehet egy másik megközelítést választani mérési eszközzel.

3.2.2. Az előrejelezhetőség számszerűsítése egy alternatív megközelítés alapján

Amennyiben egyszerűen azt vizsgálnánk, hogy az esetek mekkora hányadában egyezik meg a ténylegesen bekövetkezett kamatlépés azzal a kamatváltoztatási mértékkel, amit a piac a legvalószínűbbnek tartott, akkor a fentieknél sokkal lehangolóbb képet kapnánk: mindössze a döntések 44%-a s a módosítások alig 4%-a esett egybe pontosan a piac várakozásával. Ennél kevésbé szigorú osztályozást alkalmazunk, de a korábban ismertetett modellnél talán következetesebben járunk el, ha azokat a piaci előrejelzéseket tekintjük sikeresnek, ahol a legvalószínűbbnek tartott kamatlépés, azaz a piaci várakozás legfeljebb 25 bázisponttal tér el a gyakorlatban megvalósulttól. Ebben az esetben az előrejelzések megítélésakor kizárólag azok pontosságát vesszük figyelembe, s nem tulajdonítunk kiemelt szerepet a kamatlépés irányának.

A két eljárás összevetése esetén érdemes például elgondolkodni azon, hogy helyese ugyanakkorának tekinteni a piac 50 bázispontos tévedését akkor, amikor ez a különbség egy 25 és egy 75 bázispontos szigorítás között, illetve, amikor egy 25 bázispontos csökkentés és ugyanekkora növelés között jelenik meg. A fent bemutatott, Pintér és Wenhardt [2004] által is alkalmazott eljárás a két esetet külön osztályba sorolja, az első esetben a piac előrejelzését helyesnek, a másodikban pedig tévesnek minősíti; ezzel szemben az imént javasolt csoportosításban nem létezik effajta megkülönböztetés. Véleményem szerint ez a megközelítés ésszerűbb, mert az értelmezhetőséget és az interpretációt megkönnyíti ugyan, ha csupán emelésben, tartásban és csökkentésben gondolkodunk, ezen túl azonban semmi sem indokolja, hogy a piaci hozamok folytonos skáláján megkülönböztetett szerepet tulajdonítsunk egyetlen küszöbértéknek.

Ezzel a módszerrel számolva⁷, a monetáris politikai döntések nagyobb hányada, 75%-a esetében jártak a piaci szereplők várakozásai a ténylegesen bekövetkezett lépés közelében; a leginkább előrejelezhetőnek szintén a kamatszint változatlanul tartása bizonyult, megfordult azonban a viszony a szigorításokat és lazításokat illetően. Ennek az oka, hogy míg a vizsgált periódus alatt a kamatcsökkentések egyharmadában volt a változtatás mértéke csupán 25 bázispont, a kamatemeléseknek mindössze egytizede volt ilyen kis léptékű. Emiatt a csökkentések esetében gyakrabban fordult elő, hogy viszonylag kis piaci tévedés miatt a döntés már nem minősül helyesnek a korábbi modell alapján; míg az utóbbi megközelítés, amely nem tesz különbséget aszerint, hogy egy adott mértékű tévedés változtat-e az előrejelzett kamatlépés irányán, a beigazolódott várakozások közé sorolja ezeket az eseteket.

A nem várt monetáris politikai döntések listáját vizsgálva szembevetendő, hogy a két osztályozási mód eredménye közti különbség egészen 2004-ig szinte elhanyagolható, azaz éppen abban az intervallumban, amelyre Pintér és Wenhardt (2004) elemzése vonatkozik; tanulmányuk következtetéseit tehát nem befolyásolja jelentősen, ha a fentieknek megfelelően változtatunk a számítások módján. Abban az esetben azonban, ha elemzésünket kiterjesztjük az elmúlt időszakra is, akkor már korántsem mindegy, melyik eljárás mellett döntünk, hiszen amíg a 2004 elejétől 2006. szeptember 25-ig terjedő időszakban a Pintér és Wenhardt által alkalmazott eljárást követve, 18 esetben tekinthetjük tévesnek a piaci várakozásokat, az utóbb ismertett módszer szerint mindössze feleannyi, azaz kilenc alkalommal lepte meg a jegybank a közvéleményt.

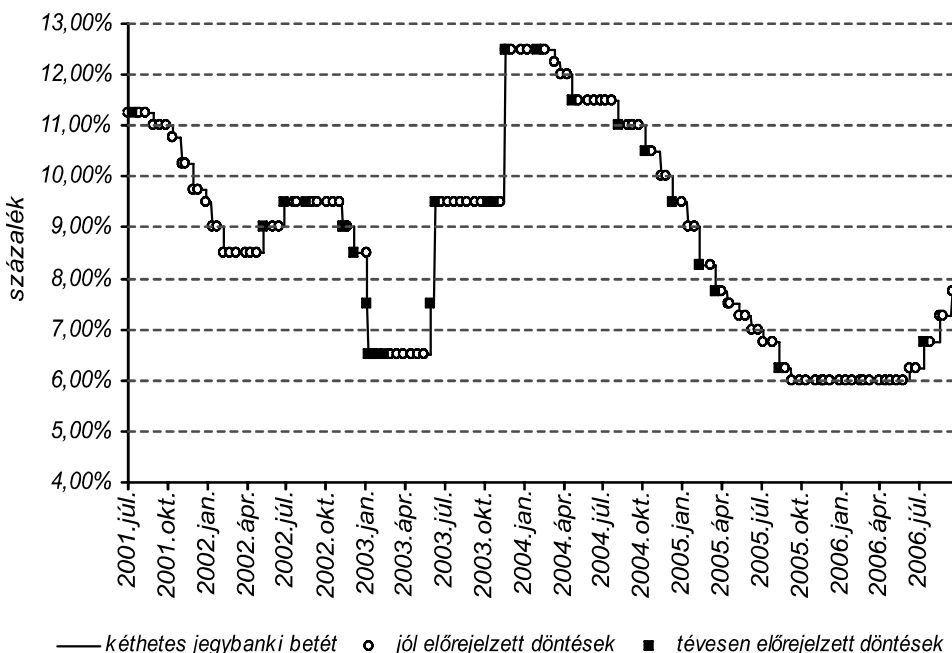
A legszembetűnőbb különbség 2005 folyamán jelentkezik, amikor az 50 bázispontos kamatlépések esélyét latolgatva, az évi tizenkét kamatmeghatározó ülésből hét alkalommal nem ítélték kiszámíthatónak a tanácsstagok döntését, míg az utóbbi számítási módot alkalmazva csupán három ilyen eset adódik. Százalékosan kifejezve, ez 2005-ben 42%-os, illetve 75%-os találati arányt jelent. A hatalmas különbségek egyik oka, hogy míg 2001. július 24-e és 2003 vége közt négyszer olyan gyakorinak bizonyultak az 50 bázispontos mértéket elérő, mint a csupán 25 bázispontos változtatások, ez az arány a minta másik részében csupán tizenegy a nyolchoz. A teljes periódus alatt, nem nagy eltéréssel bár, de változatlanul 50 bázispont a leggyakoribb kamatlépés. Elvégeztem a számításokat 25 bázispontos kamatváltoztatásokat feltételezve is, így azonban még több vitatható besorolás születik, s a monetáris politikai döntések mindössze 54%-a minősül a piactól elvártak.

Elmondható tehát, hogy Gaspar et al. [2001] modellje alkalmas eszköznek bizonyul az előrejelezhetőség mérésére mindaddig, amíg található olyan kamatváltoztatási lépésköz, amely az időszak egészére jellemzőnek tekinthető. Ez nagy, zárt gazdaságban, kiszámíthatóbb környezetben működő, hiteles jegybankok esetében általában kevésbé okoz problémát; ezekben az esetekben a 25 bázispontos mérték legtöbbször jó választásnak bizonyul. Az MNB esetében ez a kulcsfontosságú feltétel teljesült a 2001–2004-es időszakban; nem teljesült azonban a 2001–2006-os adatok esetében, így az utóbbi esetben érdemes olyan alternatív megoldással próbálkozni, amely nem érzékeny a lépésköz nagyságának változékonyságára.

⁷ L. 3. táblázat, zárójelben szereplő értékek.

1. ábra

A sikeresen előrejelzett és a meglepetést okozó monetáris politikai döntések



Az 1. ábráról, amelyen a jegybanki alapkamat alakulásán kívül a sikeresen és sikertelenül előrejelzett kamatdöntések is szerepelnek, az is leolvasható, hogy a piaci tévedések leggyakrabban kamatváltoztatások esetén fordultak elő. A 2003-as turbulens időszak piaci bizonytalanságai ugyancsak szembetűnőek. Látható, hogy a kamatmeghatározó ülések gyakorisága 2005 elejétől a felére csökkent, azt azonban korai volna kijelenteni, hogy ez javított volna a monetáris politika kiszámíthatóságán.

Mivel a tökéletes előrejelezhetőség a gyakorlatban sosem érhető el – s nem is feltétlenül kívánatos –, mindezek a számítási eredmények kizárólag más jegybankokkal való összevetésben mondhatnak valamit az MNB kiszámíthatóságáról, ezért érdemes a nemzetközi összehasonlítás tükrében is megvizsgálni mindazokat a számokat, amelyekkel az MNB döntéseinek előrejelezhetőségét jellemeztem.

3.2.4. Előrejelezhetőség nemzetközi összehasonlításban

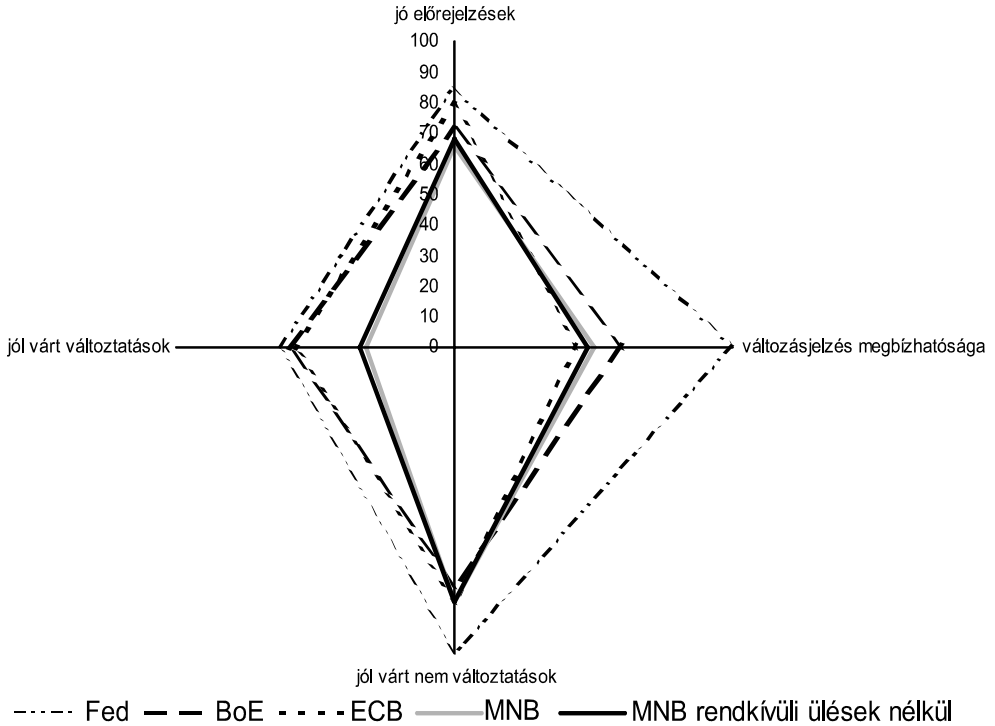
Hogy mindezek a számok voltaképpen mit jelentenek az MNB kiszámíthatóságára vonatkozóan, azt leginkább más jegybankok eredményeivel összevetve értékelhetjük.

Ross [2002] a Gaspar et al. [2001] által is alkalmazott, fent bemutatott módszerrel elemezte az ECB, a Fed és a Bank of England döntéseit. A jó előrejelzések aránya a teljes mintában 71% és 85% között van. Ami a változtatásokat illeti, az esetek 58–60%-ában előre jelezték a ténylegesen is bekövetkezett módosítást a piaci szereplők;

a beárazott változtatásoknak pedig 44–100%-a valósult meg. A 2. ábra hivatott szemléltetni a fent említett három intézmény, valamint az MNB kiszámíthatóságának viszonyát.

2. ábra

Az MNB és más jegybankok döntéseinek előrejelezhetősége



jó előrejelzések = jól előrejelzett döntések / összes döntés
 jól várt változtatások = jól előrejelzett változtatások / összes változtatás
 jól várt nem változtatások = jól előrejelzett nem változtatások / összes nem változtatás
 változásjelzés megbízhatósága = jól előrejelzett változtatások / összes várt változtatás

Forrás: Ross [2002], Fed: 16. oldal, 2. táblázat; BoE: 18. oldal, 3. táblázat; ECB: 19. oldal, 4. táblázat; MNB: saját számítások

Az ábráról leolvasható, hogy a legkiszámíthatóbbnak a Fed bizonyult, s az MNB némileg elmaradt a többiektől, különösen a változások előrejelzése szempontjából, s ezen a rendkívüli ülések elhagyása sem változtat látványosan. Az MNB-re vonatkozó értékek szintén Gaspar et al. [2001] modelljével adódnak, ami negatív irányba torzítja az eredményeket, mint azt már korábban kifejtettem. Az általam javasolt másik eljárás alapján az MNB eredményei érezhetően jobbak, a különböző módszertan miatt azonban félrevezető volna azokat ugyanebben a koordináta-rendszerben jelölni.

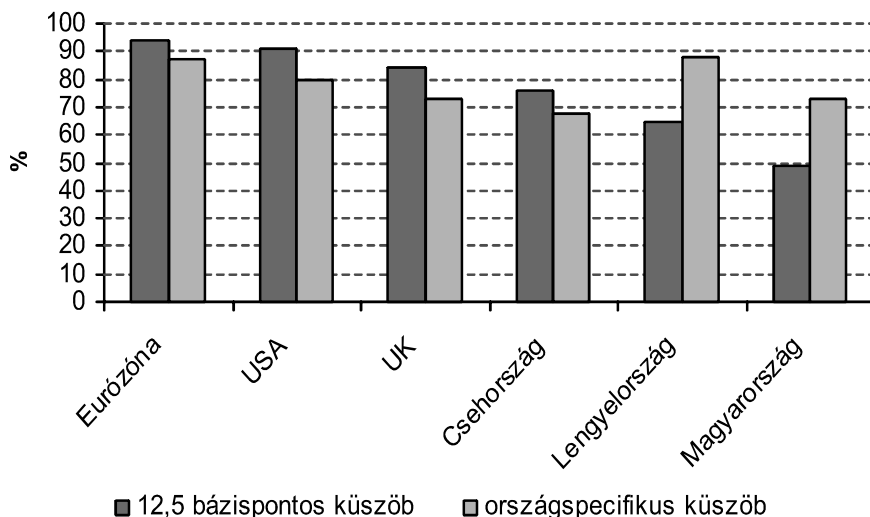
Wilhelmsen et al. az 1999 januárjától 2004 júliusáig terjedő időszak adatai alapján készített összehasonlító elemzést az euróövezet, illetve tizenhárom ország – köztük Magyarország – monetáris politikájának előrejelezhetőségéről. Tanulmányukban három különféle módon számszerűsítik a monetáris politikai döntések okozta meglepetést.

Elsőként azt vizsgálják, hogy az esedékes monetáris politikai döntések napján mekkora volt az egy, három, illetve tizenkét hónapos lejáratú benchmarkhozam szintjében bekövetkezett változás. Amennyiben ez az elmozdulás 12,5 bázispontnál (azaz a kamatváltoztatások legkisebb szokásos egységének, 25 bázispontnak a felénél) nagyobb, akkor az azt jelenti, hogy a piacot meglepetés érte, azaz az adott adatpontot a helytelenül előrejelzett döntésekhez sorolják. Ez a módszertan voltaképpen megegyezik a Gaspar et al. [2001] által alkalmazottal, 25 bázispontos lépésközt és 0,5-ös küszöbértéket választva. Megismétlik a számításokat a napi hozamváltozás szórásának kétszeresével mint országspecifikus küszöbvel dolgozva is, és ezekből az adatokból számolják ki végül ugyanazokat a találati arányokat, amelyeket a fentiekben is bemutatam.

Nagyon érdekesek az eredmények: a sok vizsgált ország közül viszonyítási alapként továbbra is az ECB, a BoE, a Fed, valamint a lengyel és a cseh jegybank adatait érdemes megsejmelni. Szemléltetésként az 5. ábrán szerepeltetem a teljes mintára (1999. január – 2004. április) vonatkozó találati arány alapján felállított rangsort, amely az egy hónapos lejáratú benchmarkhozamok alapján készült.

3. ábra

**Az MNB és más jegybankok döntéseinek előrejelezhetősége
országspecifikus tényezők figyelembevételével, illetve anélkül**



Forrás: Wilhelmsen, Zaghini [2005]

Mint látjuk, Magyarország meglehetősen hátul kullog a 12,5 bázispontos küszöb alkalmazása esetén, ez a hátrány azonban jelentősen mérséklődik, ha az országspecifikus küszöb alkalmazása által bizonyos mértékig figyelembe vesszük az egyes országok makrogazdasági környezetét is.

3.2.3. Az időzítéssel kapcsolatos bizonytalanság elkülönítése

A piac monetáris politikához kapcsolódó előrejelzési hibáinak mélyebb megértéshez érdemes a kamatdöntések okozta meglepetés nagyságát két tényezőre, az időzítési és a soron következő kamatlépés irányát illető bizonytalanságra bontani; valamint megvizsgálni azt a kérdést is, hogy a kamatdöntések ritkábbá válása mérsékelte-e a kamatváltoztatások időzítésével kapcsolatos bizonytalanságot.

Mivel a piaci hozamok az eszköz futamideje alatt történő, valamennyi kamatmódosításra vonatkozó várakozást magukba foglalják, a kamatdöntések okozta hozamváltozás mértéke önmagában még nem mond el mindent a piaci bizonytalanságokról. Két okból is okozhat ugyanis meglepetést egy monetáris politikai döntés: egyrészt módosíthatja a kamatpálya várt alakulását, másrészt a kamatváltoztatások időzítésében is eltérhet a piaci várakozásoktól.

Sokszor előfordul, hogy a gazdasági szereplők többé-kevésbé egyetértenek abban, hogy az MT soron következő kamatlépése a szigorítás vagy a lazítás irányába mutat-e, bizonytalan azonban a közvélemény abban, mikor fog bekövetkezni a várt változtatás. Ha el akarjuk különíteni egymástól a kamatpálya alakulásához, illetve az időzítéshez kötődő bizonytalanságot, a forwardhozamok alakulását is nyomon kell követnünk. A forwardhozamok a rövidebb időszakra vonatkozó időzítési bizonytalanságtól függetlenül alakulnak, értékükben csupán a monetáris politikai döntések tartósnak vélt hatása jelenik meg, ezért segítségükkel elkülöníthetjük egymástól a két komponenst.

A pénz- és tőkepiaci hozamokra vonatkozó várakozási hipotézis alapján a három hónapos benchmarkhozam értéke voltaképpen a futamideje alatt várt jegybanki alapkamatok átlagával egyezik meg. Szintje emiatt módosulhat akkor is, ha a kamatváltoztatások mértéke eltér a várakozásoktól, de akkor is, ha csupán annyi történik, hogy a jelenlegi kamatszint rövidebb vagy hosszabb ideig marad fenn a vártnál. Ezzel szemben a három hónap múlva induló forwardhozamok értéke a három hónap múlva esedékes, valamint a futamidő lejártáig érvényben lévő alapkamat átlagaként állítható elő, emiatt nem érintik azok a bizonytalanságok, amelyek csupán az ezt megelőző időszakra vonatkoznak.

A benchmarkhozamok szintjében bekövetkező változások *Gürkaynak et al. [2002]* modellje alapján felbonthatók az időzítési és a kamatpályára vonatkozó várakozások módosulásának hatására. A dekompozíció az alábbi egyenletek alapján történik:

$$dbm_t = path_t + time_t \quad (2)$$

$$dfwd_t = \alpha \times path_t, \quad (3)$$

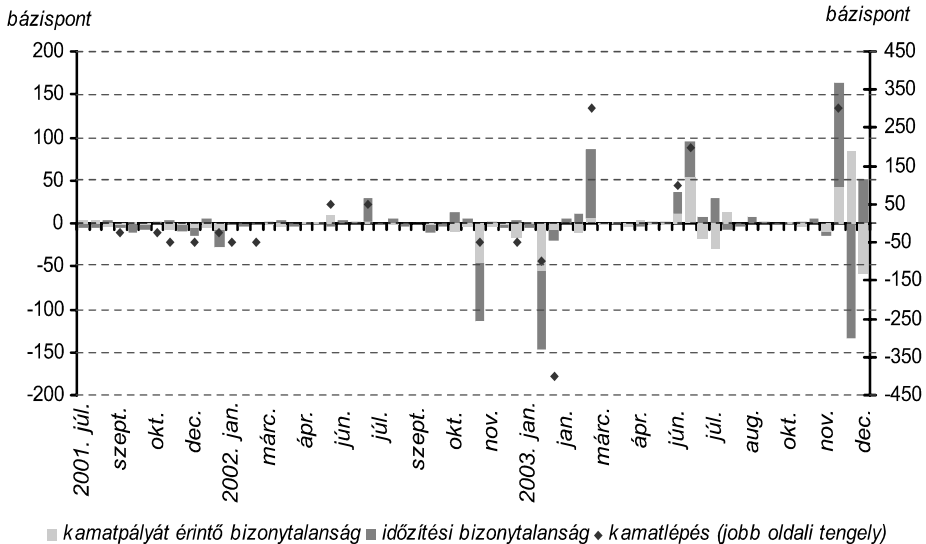
ahol dbm_t a spot, $dfwd_t$ a forwardhozamban bekövetkezett adott időszaki változást, $path_t$ a kamatpálya módosulásának hatását, $time_t$ pedig az időzítés bizonytalanságából fakadó változást jelöli. Az α paraméter azt határozza meg, hogy az irányadó kamatláb pályájának elmozdulását mekkora részben tekinti a piac hosszú távúnak. A hozamváltozások felbontásánál még egy követelményt figyelembe kell venni, mégpedig azt, hogy a két komponens egymástól független legyen, azaz a $path$ és $time$ vektorok merőlegesek legyenek egymásra.

A kamatpályát, illetve az időzítést érintő bizonytalanság számszerűsítéséhez – Pinterhez és Wenhardthoz hasonlóan – a három hónapos bechmark- és a három hónap múlva induló, három hónapos forwardhozamokat használom.

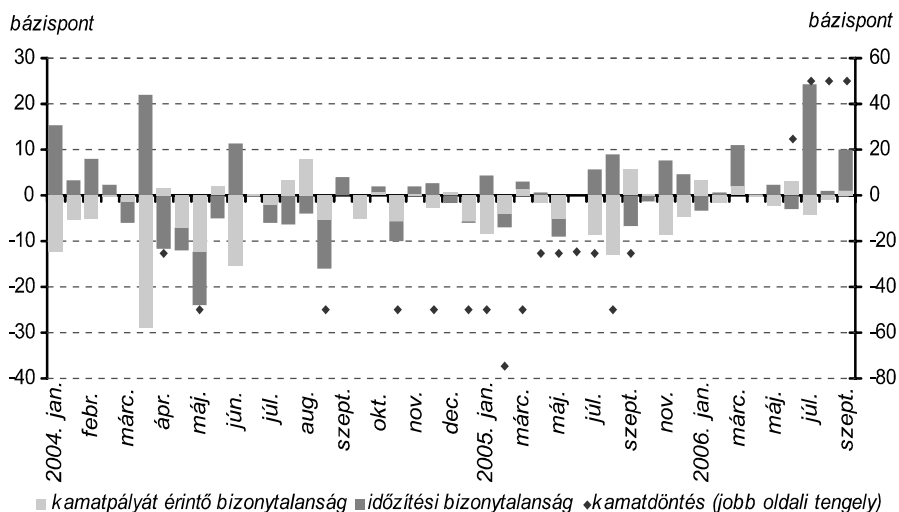
A 4. ábrán látható a felbontás eredménye a 2001 júliusától 2003 végéig terjedő időszakra, a 5. ábrán pedig 2004 januárjától 2006 szeptemberéig tart a skála. A dekompozíciót egységesen végeztem, csupán szemléltetésként szerepelnek az eredmények két külön grafikonon. A két koordináta-rendszer függőleges tengelyei eltérően skálázottak, hogy mind a 2003-as turbulens periódus, mind a közelmúlt kisebb bizonytalansággal jellemezhető időszaka jól megfigyelhető legyen.

4. ábra

Az előrejelzési hiba felbontása a kamatpályát és az időzítést érintő bizonytalanságra 2001. július – 2003. december



Az előrejelzési hiba felbontása a kamatpályát és az időzítést illető bizonytalanságra 2004. január – 2006. szeptember



A (3) egyenletbeli α paraméter értéke a kezdőértékre nézve robusztus, értéke 2,08, azaz egységnyinél nagyobb, ami azt jelenti, hogy a várt kamatpálya elmozdulása nem párhuzamos, egy váratlan kamatdöntés rövid távon a jegybanki ráta pályájának azonos irányú, további elmozdulását eredményezte.

Azokon a napokon, amikor a jegybanki alapkamat mértékében változtatás történt, látható, hogy a várt rövid távú kamatpálya szinte minden alkalommal az irányadó ráta változásával azonos irányba mozdult el. Ez azt jelenti, hogy egy jegybanki kamatváltoztatás általában azt a várakozást kelti a piaci szereplőkben, hogy az MNB a későbbiekben is hajlamosabb lesz ilyen irányú kamatváltoztatásokra, mint korábban várták. A kamatpálya elmozdulása tehát szinte mindig azonos irányú, azonban kisebb mértékű, mint a jegybanki ráta változása. Csupán két esetben (2002. november 18-án és 2004. március 22-én) volt azonos nagyságrendű a két érték, azaz a kamatváltoztatás teljes egészében megjelent a kamatpályára vonatkozó várakozásokban.

Az időzítési és a kamatpályára vonatkozó bizonytalanság arányáról elmondhatjuk, hogy általában az időzítési hatás dominál, abszolút nagysága átlagosan több mint háromszor akkora, mint a kamatpályára vonatkozó hatásé. Az intuíció alapján ez az arány turbulens időszakokban valamivel alacsonyabb kellene, hogy legyen, azaz a makrogazdasági környezet bizonytalanná válását általában a kamatpálya alakulásával kapcsolatos meglepetések növekvő jelentőségének kellene kísérnie. A számok nem cáfolják ezt a feltevést, de kellő bizonyító erővel sem bírnak. Azokban az esetekben, amikor a három hónapos benchmarkhozam változása, azaz a monetáris politikai döntés okozta meglepetés ereje az átlagosnál nagyobb, az időzítési hatás abszolút nagysága átlagosan 2,9-szerese a kamatpályát érintő bizonytalanság abszolút mértékének, míg ez az arány 3,2 a benchmarkhozam átlagosnál szerényebb elmozdulása esetén. Ez az eltérés azonban eltörpül az idősor 5,2-es szórásához képest.

A legérdekesebb kérdés azonban az, hogy okozott-e bármifajta változást a két komponens szerepében a 2005-ös változtatás, amely szerint az MT csupán minden második ülésén, azaz a korábbi kéthetes periódusok helyett csak négyhetente tárgyalja a jegybanki irányadó ráta módosításáról. A számítások valóban igazolni látszanak ezt a feltételezést; ha kettébontjuk a mintát, és úgy számítjuk ki az időzítési és a kamatpályára vonatkozó hatások abszolút nagyságának arányát, akkor a 2005 előtti periódusra adódó érték 3,5, míg az azóta eltelt időszakban 1,7. Sajnos azonban ez még korántsem elegendő bizonyíték a változásra, hiszen a két érték közti távolság (1,8) igen csekély az adatsor szórásához (5,3) képest, ráadásul a minta nagysága, azaz a döntéshozási rend módosítása óta eltelt idő is meglehetősen rövid. Mindenesetre érdemes lehet ezt a kérdést a későbbiekben vizsgálni, mert egy hosszabb, és turbulens időszakokkal kevésbé tarkított idősoron jó eséllyel bizonyítható lesz a változás.

3.3. Következtetések: Az MNB gyakorlatának értékelése

A fent bemutatott tanulmányokból egy az ECB-hez, a Fed-hez, a BoE-hez, sőt, saját régiós társaihoz képest is viszonylag nehezen előrejelezhető monetáris politikat folytató jegybank képe rajzolódik ki. Némileg kedvezőbbé tehető az MNB értékelése, ha a 2003-as turbulens időszak, vagyis a rendkívüli kamatdöntések hatását kizárjuk a vizsgálatból, nem mondható ugyanakkor, hogy az elmondottak csupán ezen kivételes esetek lenyomatát tükröznék. Az MNB kiszámíthatóságának gyengesége különösen az intézmény transzparenciájának vizsgálata után, a rendkívül magas Eijffinger–Geraats-index fényében szembetűnő.

Miért ilyen kiszámíthatatlan egy jegybank, amely transzparencia tekintetében bátran sorolható az élvonalba? Wilhelmsen et al. [2005] számításaiból is látható, hogy Magyarország azok közé az országok közé tartozik, amelyeknek monetáris politikai kiszámíthatósága sokkal kedvezőbb megvilágításba kerül, amikor az abszolút értékelési küszöb helyett országspecifikus mércét alkalmazunk, azaz bizonyos mértékben figyelembe vesszük azt a makrogazdasági környezetet is, amelyben a jegybank működik. Véleményem szerint az MNB transzparenciája és kiszámíthatósága közötti, látványos különbség egyrészt abból fakad, hogy kis, nyitott gazdaságban működik, amelynek gazdasági alapjai sokszor okot adnak a piaci bizonytalanságokra; másrészt pedig abból, hogy az inflációs célkövetés gyakorlatát kiegészíti az árfolyamsáv fenntartásának kötelezettsége, ami néha rákényszeríti a jegybankot arra, hogy szándéka ellenére, meglepje a közvéleményt. Az MNB helyzetében tehát kisebb mértékű fennmaradó információs aszimmetria is jobban gyengítheti a monetáris politika előrejelezhetőségét, mint például a Fed vagy az ECB esetén.

IRODALOMJEGYZÉK

- BÁRDI BARNABÁS–HOMOLYA DÁNIEL [2004]: Jegybank-transzparencia és Közép-Kelet-Európa, *Hitelintézeti Szemle*, 2004. 3. (3–4.), 71. o.
- BLINDER, ALAN S.–WYPLOSZ, CHARLES [2004]: Central Bank Talk: Committee Structure and Communication Policy, working paper, prepared for the ASSA meeting, Philadelphia, January 7–9, 2005.
- COPEL, JONATHAN–CONNOLLY, ELLIS [2003]: What Do Financial Market Data Tell us About Monetary Policy Transparency?, Research Discussion Paper No. 5., Reserve Bank of Australia.
- EIJFFINGER, SYLVESTER C.W.–GERAATS, PETRA MARIA [2005]: How Transparent Are Central Banks?, University of Cambridge, Faculty of Economics, Cambridge Working Papers in Economics 0411.
- GASPAR, VÍTOR–PÉREZ-QUIRÓS, GABRIEL–SICILIA, JORGE [2001]: The ECB Monetary Policy Strategy and the Money Market, ECB Working Paper No. 69.
- GERAATS, PETRA MARIA [2001]: Why Adopt Transparency? The Publication of Central Bank Forecasts, ECB Working Paper No. 41.
- GERAATS, PETRA MARIA [2005]: Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice, CESifo Working Paper No. 1597.
- GÜRKAYNAK, REFET S.–SACK, BRIAN–SWANSON, ERIC [2002]: Market-based Measures of Monetary Policy Expectations, Finance and Economics Discussion Series 2002–40, Board of Governors of the Federal Reserve System (U. S.).
- HALDANE, ANDREW G.–READ, VICKY [2000]: Monetary policy surprises and the yield curve, Bank of England, Working Paper No. 106.
- JARMUZEK, MARIUSZ–ORŁOWSKI, LUCJAN T.–RADZIWIŁŁ, ARTUR [2004]: Monetary Policy Transparency in the Inflation Targeting Countries: The Czech Republic, Hungary and Poland, CASE Studies and Analyses Working Paper No. 281
- PINTÉR KLÁRA–WENHARDT TAMÁS [2004]: A jegybanki kamatdöntések előrejelezhetősége és hatása a hozamokra, MNB Műhelytanulmányok 31.
- ROSS, KEVIN [2002]: Market Predictability of Monetary Policy Decisions: a Comparative Examination, ECB Working Paper No. 02/233.
- STIGLITZ, J. [1999]: On Liberty, the Right to Know, and Public Discourse: The Role of Transparency in Public life, Oxford Amnesty Lecture, January 27, 1999.
- TÓTH MÁTÉ [2006]: A transzparencia szerepe a jegybanki stratégiában, Magyar Nemzeti Bank, kézirat.
- WILHELMSSEN, BJÖRN ROGER–ZAGHINI, ANDREA [2005]: Monetary Policy Predictability in the Euro Area; An Internal Comparison, ECB Working Paper No. 504.
- WINKLER, BERNHARD [1999]: Which Kind of Transparency? On the Need for Clarity in Monetary Policy-making, August 2000, ECB Working Paper No. 26