

NEMÉNYI JUDIT

A monetáris politika keretei Magyarországon¹

A független központi bankok teljesítményének értékelése mindenütt a világon éles vitákat vált ki, különösen akkor, ha az infláció elszabadul, vagy a pénzügyi stabilitás meginog. Magyarországon is élénk érdeklődés és bírálat kíséri a monetáris politika lépéseit. A piacgazdaság első tizenöt éve azonban nem volt elegendő ahhoz, hogy legalább a monetáris politika legalapvetőbb kérdéseiben, a keretfeltételeket illetően konszenzus alakuljon ki elemzők és döntéshozók között. Ez pedig a hitelesség megteremtésének alapfeltétele lenne. A cikk a magyar inflációs célt követő monetáris rendszer alkotóelemeit vizsgálja a nemzetközi szabványokhoz viszonyítva, és áttekinti azokat a feltételeket, amelyek lehetővé tehetik az árstabilitás tartós megvalósítását.

1. HARC AZ ÁRSTABILITÁSÉRT

A független központi bankok teljesítményének értékelése mindenütt a világon éles vitákat vált ki, különösen akkor, ha az infláció elszabadul, vagy a pénzügyi stabilitás meginog. Nem csupán azért, mert e két tényező a gazdaság és társadalom minden szereplőjét érzékenyen érinti, hanem azért is, mert a monetáris politika meghatározása annak ellenére sem vált „unalmas” és egyszerűen megoldható foglalatossággá, hogy az elmúlt évtizedben az alacsony infláció világszerte teret nyert.

A „tudomány” (az elmélet, valamint az empirikus kutatásokból leszűrhető alapelvek) és a „művészet” (a döntéshozó értékítélete) elemeit ötvöző monetáris politikai döntésekre² 2007 közepétől mindennél nagyobb ösztűz irányul. A szikra az amerikai ingatlanár-buborék kipukkadása volt, aminek következtében megindult a pénzügyi eszközök széles körében a kockázatok újraárazása és az évek óta halmozódó, fenntarthatatlan nemzetközi egyensúlytalanság átrendeződése.³ A monetáris döntésekkor nem csupán az ezekből a folyamatokból adódó következményeket kell felmérni, hanem a múltbeli döntések újraértékelése is elkerülhetetlen, hiszen a nemzetközi pénzügyi válság kialakulásában a FED⁴ korábbi években folytatott monetáris politikája is kétségtelenül szerepet játszott, annak a tovaryűrűző hatásával együtt. A pénzügyi rendszereket sújtó turbulencia már önmagában is új típusú kihívásokat jelentett a központi bankoknak, amihez hozzáadódott a globális energia-, alapanyag- és mezőgazdasági ársokkokból fakadó inflációs nyomás. Mindezek hatására a tartósan alacsony inflációt (árstabilitást) elérő központi bankok is olyan összetett sokkokkal néznek szembe, amelyeknek a hatása nem könnyen mérhető fel, s ráadásul hosszabb ideig megemelhetik az

1 A szerző a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsának tagja. A cikkben kifejtettek a szerző véleményét tükrözik, s nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával. Az írás a *Fejlesztés és Finanszírozás* 2008. júniusi számában a Vélemény rovatban megjelent hozzászólás kibővített változata.

2 A modern monetáris politikai döntéshozatal sokrétűségéről lásd bővebben MISHKIN [2007].

3 Az egyik oldalon az Egyesült Államok növekvő külső finanszírozási igényének a visszafogása, a másik oldalon a távol-keleti országok megtakarítási többletének leépülése/befektetése.

4 Federal Reserves, az Egyesült Államok központi bankjának szerepét betöltő intézmény.

árnövekedési ütemeket. Ezzel könnyen legyengíthetik a korábbi alacsony inflációs várakozásokba is beépült hatásukat, s a költségsokk tartósuló inflációs nyomást eredményezhet.

Elemzések sora mérlegeli a lehetőségeket, miközben a központi bankárok „szokatlan” döntéseik háttérét igyekeznek megvilágítani.⁵ A kilencvenes évek elejére a monetáris politika alapkérdéseiről kialakult, az akadémiai és gyakorlati monetáris politikusi körökben egyaránt elfogadott konszenzus manapság jó szolgálatot tesz, hivatkozási alap és hitelességteremtő eszköz a válság okozta megrázkódtatások kezelésében. Csak másodsorban merül fel, hogy némely – nem az alapelveket, hanem a működési gyakorlatot illető – ponton⁶ újra kell gondolni a központi bankokkal szembeni elvárásokat, finomítani szükséges a nemzetközi „normát” az újabb tapasztalatok alapján. Előfordulhat, hogy a jelzálogpiaci válság és a költségsokkok tartós hatásának következtében a központi bankok módosítani kényszerülnek a számszerű árstabilitási célokat, de ha ez megtörténne is, ez nem érintené azokat az elvi nemzetközi szabványokat, amelyek a kilencvenes évektől a központi bankok hitelességének alappillérei.

Nem tekinthető tehát kuriózumnak, hogy Magyarországon is élénk érdeklődés és bírálat kíséri a monetáris politika lépéseit. Ráadásul a magyar helyzet a közép-kelet európai régióon belül is sajátos, mert a tartós dezinfláció itt még nem valósult meg, ugyanakkor a nemzetközi pénz- és tőkepiaci turbulencia hullámai – a költségvetési kiigazítás közepén – kényszerítő erővel szólnak bele a Magyar Nemzeti Bank (MNB)⁷ kamatpolitikájába. Az azonban magyar sajátosság, hogy a monetáris politikájáról írott értékelésekben⁸ minduntalan keverednek a valóban a monetáris politikával kapcsolatos kritikák olyan általános és definíciós kérdések „megvitatásával”, amelyek más országokban a nemzeti konszenzus részei. Ilyen az, hogy mit jelent a jegybank függetlensége, mi legyen az MNB monetáris politikájának a célja, mit fejezzen ki az inflációs cél, milyen monetáris rendszer szolgálja a magyar gazdaság érdekeit.

A piacgazdaság első tizenöt éve Magyarországon még nem volt elegendő ahhoz, hogy a monetáris politika legalapvetőbb kérdéseiben legalább az alapelveket és keretfeltételeket illetően kialakuljon egy „nemzeti minimum”⁹, amit nem kérdőjeleznek meg a szakértői elemzések, amire hivatkozni lehet kritikus helyzetekben, s ami ezáltal a hitelesség alapvető elemévé válhatna. Ennek hiányában az MNB-nek állandó „kétfrontos” harcot kell vívnia; nem csupán az aktuálisan felmerülő külső és belső eredetű inflatórikus nyomásra kell megtalálnia a hatásos ellenszert, hanem a működtetett rendszer alkalmassága iránti bizalmatlanságot is hűtenie kell, mert ez a magas magyar kockázati prémium egyik meghatározó eleme. Ez a cikk nem az elmúlt évek vitatható és vitatandó monetáris politikájával foglalkozik, hanem a magyar monetáris politikai döntéshozás azon keretfeltételeit tekinti át, amelyekben jó lenne végre nyugvópontonra jutnia a vitának.

5 Az elemzéseket jól követi a www.rgemonitor.com honlap; a monetáris tanácsok tagjainak elemzései és nyilatkozatai pedig megtalálhatók a központi bankok honlapjain.

6 Például a likviditási problémák kezelése, a végső hitelezési, illetve a piacgondozói szerep, az eszközár buborék figyelembevétele a monetáris politikai döntésekben stb.

7 Az MNB monetáris politikai döntéseit a Monetáris Tanács hozza 2001. az inflációs célt követő rendszer bevezetése óta. Azelőtt az árfolyamcél követő monetáris rendszerben a kamatdöntés az elnök hatásköre volt. A cikk a rövidség kedvéért az MNB rövidítést használja, akár a döntéshozóról, akár a monetáris politikáról van szó.

8 Lásd például ERDŐS [2007], [2008], KOVÁCS [2007], *Közgazdasági Szemle* különszám [2006], SURÁNYI [2006].

9 A „nemzeti minimum” hiánya a gazdaságpolitikát illetően is lényegi probléma Magyarországon. Lásd erről NEMÉNYI [2007].

2. A MAGYAR DEZINFLÁCIÓ SAJÁTOSSÁGAI

A magyar monetáris politikáról publikált elemzésekben meglehetősen nagy a zűrzavar az MNB felelőssége és függetlensége, a monetáris politika végső célja, valamint a működtetett monetáris rendszerben (amely most éppen inflációs célt követő) alkalmazott inflációs cél és az annak eléréséhez használt nominális horgony/közbülső cél (az inflációs előrejelzés) tekintetében.

Annak, hogy ezekben az alapkérdésekben lényegesen eltérnek egymástól a különböző értékelések, az egyik oka az információhiány és a kusza hivatalos kommunikáció. Az illetékes hatóságok – a kormány és az MNB – nem adtak közre egy olyan közérthető dokumentumot, amelyből a szakma és a szélesebb publikum világosan megismerhetné a magyar monetáris politika keretfeltételeit: azt, hogy pontosan milyen felelősséget testál át a kormány az MNB-re, illetve milyen eszközei vannak a monetáris politikának az inflációs cél elérésére, miként szolgálja a deflációt az inflációs célt követő monetáris rendszer, és ehhez milyen feltételek szükségesek. Azt sem rögzítették sehol, hogy az inflációs célt ki, hogyan és mikor határozza meg.¹⁰ Még a kormányzati és a jegybanki döntéshozók is gyakran különbözőképpen interpretálják a tömör törvényi meghatározást. Így aztán érthető, hogy a viták jórészt értelmezési, és nem valódi monetáris politikai kérdésekről folynak.

A félreértésekre az is alapot ad, hogy Magyarországon a piacgazdasági átmenet kezdete óta még csak rövid időre sem sikerült elérni az árstabilitásnak tekinthető, tartósan alacsony inflációt, és ez megnehezíti az általános monetáris politikai elvek alkalmazását. Igaz, hogy 2005-ben a havi fogyasztói árindex 3% közelébe süllyedt, és a tartósságot tükröző, tizenkét havi átlag¹¹ is 2006 nagy részében 3% körül maradt, de ez inkább speciális tényezőknek és nem a tartós deflációt megalapozó változásoknak volt köszönhető. A kétezres években az inflációt Magyarországon évente minimum egy, de volt olyan év, amikor évente több és ellenkező irányú egzogén, külső (élelmiszer, olajár) és/vagy belső eredetű (minimálbér, áfakulcs, hatósági ár) sokk érte. Ez utóbbiak elkerülhetők vagy legalábbis simíthatók lettek volna, ha deflációs szempontoknak központi szerepet tulajdonít a gazdaságpolitika.

Ilyen körülmények között sokkal nehezebb megítélni a monetáris politika irányvonalát is. A várakozások nem előretekintőek, s komoly torzítást okoz, hogy a gazdaság szereplői magasabbnak érzik az áremelkedést, mint amit a statisztika kimutat. A defláció ütemének előrejelzése komoly szakmai ismereteket igényel. Ugyanakkor a kormány előrejelzéseinek meggyőző ereje csekély, miután a tapasztalatok azt mutatják, hogy az áralakulást a múltban sorozatosan váratlan sokkok dominálták, amelyek csak részben tulajdoníthatók külső, a hazai gazdaságpolitika hatókörén kívüli okoknak (energiaár, élelmiszerár).

Deflációs szakaszban a jegybanki kamatváltoztatások értékelése is sokkal nehezebb, mint az árstabilitás elérése után. A forintszeközöktől elvárt kamatprémium – sok esetben a belföldi folyamatoktól teljesen független – változásai tovább bonyolítják a monetáris döntések hatásának felmérését. Mindaddig, amíg az árstabilitás tartósan nem valósul meg, nem

10 Ebből a rendezetlenségből származott is konfliktus a kétezres évek első felében, amikor a kormányprogramban szereplő infláció és az MNB inflációs célja eltért egymástól (2001–2003-ban). Előrelépést jelentett, hogy a pénzügyminiszter és az MNB 2003-tól egyetértésben hirdette meg az inflációs célt.

11 Ennek alapján bírálják el az euroövezeti belépéskor az inflációs kritérium teljesítését, csak akkor ezt a mutatót a harmonizált árindex (HICP) alapján számítják ki.

könnyű megítélni, hogy mikor válnak szigorúbbá a monetáris feltételek. A monetáris szigorításhoz nem feltétlenül kell kamatot emelnie a jegybanknak. A változatlan, vagy akár enyhén csökkenő kamatszint, csökkenő inflációs pályát előre vetítve, a monetáris kondíciók szigorodását eredményezheti, különösen, ha közben az elvárt kamatprémium is mérséklődik. Ezen túl persze az is fontos kérdés, hogy mennyire szigorítandók a monetáris feltételek egy adott cél eléréséhez, de ennek megítélésében már eltérhetnek a vélemények.

A monetáris politika bármely rendszerben az árfolyamcsatornákon keresztül – az importcikkek árán keresztül közvetlenül, a reálárfolyamon keresztül pedig közvetetten is – hat. A nyitottság és a nagyon magas fokú integráció miatt a magyar gazdaságban ez a hatásmechanizmus dominálja a reálkamat hatását.¹² Az elmúlt években egyre inkább teret nyerő, devizában denominált eladósodás és a kamatpolitika között erős kölcsönhatás érvényesült: a kamatpolitika hatására terjedt a devizahitelfelvétel, s a növekvő devizahitelezés gyengítette a kamatdöntések hatásosságát az inflációs cél elérésében. Az MNB a kétezres években szinte mindvégig nagyon magas kamatkülönbözetet tartott fenn, ami részben a fellazult költségvetési politika elkerülhetetlen következménye volt, olykor azonban a szigorítás mértéke meghaladta a feltétlenül szükséges szintet.¹³ A magas kamatkülönbözet ösztönözte a magánszektor devizában való eladósodását, egyben leszűkítette a kamatpolitika hatókörét. Olyannyira, hogy monetáris politika alakításakor ma már azzal is számolni kell, hogy a kamatdöntés akár a megszokott ellenkezőjébe is fordulhat: például a kamatemelés hatására felértékelődő árfolyam a devizaadósok terheit csökkenti, és ezzel a monetáris szigorítás belső keresletet visszafogó hatását gyengíti. A devizahitelezés terjedését a kamatkülönbözet mellett az euroövezethez való csatlakozás közelsége is indokolja, főleg a hosszú lejáratú hiteleknél. Ez egy olyan, a monetáris politika hatékonyságát gyengítő tényező, amellyel a döntéshozóknak kalkulálni kell egészen az euro bevezetéséig.

3. A MAGYAR MONETÁRIS RENDSZER A NEMZETKÖZI KONSZENZUS FÉNYÉBEN

Az elmúlt évtizedekben a monetáris politikával foglalkozó szakértők körében – elméleti és empirikus kutatásokra alapozva, valamint a gyakorlati tapasztalatokból okulva – kialakult és széles körű elfogadást nyert egy olyan alapelvgyűjtemény, amelyet minden központi banknak célszerű követnie. A magyar monetáris politikával foglalkozó elemzések viszont azt mutatják: egyáltalán nem tisztázott, hogy az MNB-re vonatkozó szabályozás és a bank gyakorlati működése mennyire felel meg ezeknek a nemzetközi szabványoknak.¹⁴

12 A monetáris politika transzmissziós mechanizmusáról készült elemzések megtalálhatók a *Közgazdasági Szemle* [2006] különszámában.

13 Ez vezetett például 2003 januárjában az árfolyamsáv erős oldala elleni támadáshoz, és a 2003 végén tíz százaléknál magasabb euro feletti, 12,5%-os jegybanki kamat is túlzottnak mondható, ha az akkori bőséges nemzetközi likviditási és általános finanszírozási körülményeket tekintjük.

14 Azokkal az alapelvekkel, amelyek mára a monetáris politikai „tudomány” széles körű konszenzussal elfogadott részévé váltak, kiterjedt irodalom foglalkozik. Lásd például BLINDER [1999]; FISCHER [1994]; MISHKIN [1999].

3.1. Árstabilitás és eszközfüggetlenség

A független központi bankok monetáris politikája mindenütt az *ársztabilitás megvalósítására* és fenntartására irányul. Az ársztabilitás azonban nem öncél, hanem az egészséges gazdasági fejlődés feltétele. Megvalósítása lényeges, hosszabb távú előnyökkel jár az egész gazdaság és a társadalom szempontjából. A monetáris politikának az ársztabilitás mellett a növekedéssel és a pénzügyi stabilitással is foglalkoznia kell, mert a három célváltozó teljesülése kölcsönösen feltételezi egymást.

A gyakorlat azt igazolta, hogy az eredményez nagyobb hitelességet, ha a központi bank jogköre az inflációs cél meghatározására nem terjed ki (*ne legyen célfüggetlen*), hanem azt a kormány határozza meg (vagy legalábbis a bank és a kormány együtt). Ezzel biztosítható ugyanis a kormány elkötelezettsége az ársztabilitás mellett. Ugyanakkor a központi bank függetlenségének alapkötelménye, hogy teljesen szabadon dönthessen az eszközei – kamat- és intervenciós politika – felhasználásáról (*eszközfüggetlenség*).

Magyarországon a törvény a *fejlett piacgazdaságokra jellemző normákat tartalmazza* a monetáris politika végső célja és az MNB függetlensége tekintetében egyaránt: az MNB „*elsődleges célja az ársztabilitás elérése és fenntartása*”, és csak ennek veszélyeztetése nélkül köteles támogatni, a rendelkezésére álló monetáris politikai eszközökkel a kormány gazdaságpolitikáját.¹⁵

Az MNB ársztabilitásért vállalt felelőssége tehát nem „szabadon választott” kötelezettség, és semmi köze a monetáris rendszer megválasztásához. A monetáris politika végső célja – bármely monetáris rendszerben – az ársztabilitás elérése, illetve fenntartása. Az MNB egyébként már 2001 előtt is ezért volt felelős, csak akkor az egyre kisebb mértékben leértékelődő árfolyampálya meghirdetésével (az árfolyamcél alkalmazva nominális horgonyként) orientálta a várakozásokat és az árazást a kormányprogramban szereplő dezinflációs cél elérése érdekében.

Választási/mérlegelési lehetőség az inflációs cél konkrét meghatározásában van. Ez több mint egy évtizeden át annak eldöntését jelentette, hogy milyen tempóban történjen a dezinfláció a magas, két számjegyű régióból az alacsony, egy számjegyű régióba. Mára az vált alapkérdéssé, hogy mekkora az az infláció, ami a magyar gazdaságban ársztabilitásnak tekinthető. A célok hierarchiáját tekintve is lehetnek eltérések az országok között, amelyek azonban nem tartalmi jellegűek, hanem inkább tradicionális különbségeket takarnak.¹⁶ A magyar törvény az európai uniós normaszöveget vette át, amely a hierarchában egyértelmű prioritást ad az ársztabilitásnak. Ugyanakkor a magyar monetáris politikának is szem előtt kell tartania, amit a központi bankok a törvényi megfogalmazástól függetlenül figyelembe vesznek: nevezetesen azt, hogy *az ársztabilitás nem marad fenn tartósan, ha a pénzügyi sztabilitás veszélybe kerül; a pénzügyi instabilitás pedig komoly gazdasági visszaesést okozhat, és inflációs sokkal járhat*. A kockázatok súlyozása azonban a döntéshozatalkor és az értékeléskor is nagyon eltérő lehet. Ez az a kérdéskör, ahol az MNB monetáris politikájáról is nagyon különböző vélemények fogalmazhatók meg.

15 2001. évi LVIII. törvény a Magyar Nemzeti Bankról, 3. §.

16 Példa erre az Egyesült Államok központi bankja, a FED megbízása, amely a reálgazdasággal kapcsolatos célt (a munkanélküliség és az alacsony hosszú lejáratú kamat) az ársztabilitással egyenrangúan tartalmazza.

Az MNB függetlenségének tartalmát nagyon sok bizonytalanság övezi. A bank *célfüggettsége/célfüggetlensége a mai napig sem tisztázott* teljes mértékben. A 2003 óta követett de facto gyakorlatot, amely szerint az inflációs célt a kormány az MNB-vel közösen határozza meg, nem rögzíti transzparens egyezmény. Elvileg kormányváltáskor más gyakorlat is következhetne, ami gyengítheti a hitelességet. *Az eszközfüggetlenséget az MNB-nek már 1991-től egyértelműen biztosítja a jegybanktörvény*¹⁷: „Az MNB-t e törvényben meghatározott feladatkörében a Kormány nem utasíthatja.” (38. §) Ennek ellenére az utóbbi években nagyon sok kritika fogalmazódott meg, amelyek ezt a lényegi felhatalmazást látták veszélyben a széles sávós árfolyamrendszer és az inflációs célt követő monetáris rendszer közötti, látszólagos ellentmondás miatt. Ez a felvetés nem állta meg a helyét, hiszen a magyar hatóságok által hat éven keresztül fenntartott (ERM II. típusú) árfolyamsáv kiigazítható volt, és nem célsávként (amelyben a sávközép a monetáris horgony szerepét játssza), hanem toleranciasávként működött, amely lefogta az árfolyam túlzott kilengéseit. Ez a magyar gazdaságnak kiszámíthatóbb feltételeket jelentett. Ugyanakkor a középtávú inflációs cél – az MNB stábjának előrejelzései szerint – teljesíthető volt a sávon belül elhelyezkedő árfolyammal. Az árfolyamsáv azonban az eltörlésre irányuló, visszatérő spekuláció¹⁸ miatt 2006-tól egyre kevésbé tudta betölteni a hitelességet erősítő szerepét. Ez a tény szölt az eltörlése mellett. *A lebegő árfolyamrendszerre való áttérést követően* (2008. áprilistól) már látszólag sem korlátozza semmi a monetáris politikát az árstabilitás érdekében szükséges lépések megtételében, tehát *az MNB eszközfüggetlensége vitathatatlanul érvényesül*. Ennek a hitelességjavító hatását kellene idővel a hozamkonvergenciának visszaigazolnia.

3.2. A monetáris rendszer és a nominális horgony megválasztása

A monetáris rendszer megfelelő felépítése alapvetően befolyásolhatja a jegybank és a monetáris politika hitelességét. A monetáris rendszer alkotó elemei: az inflációs cél, a közbülső cél/nominális horgony (amely szoros kapcsolatban áll az inflációval), valamint az egyéb működési keretek, mint például az árfolyamrendszer, az intervenciós politika és a transzparenciát biztosító kommunikációs startégia. A rendszerválasztást illetően nincs általános recept. Az adott ország tulajdonságai határozzák meg, hogy milyen közbülső cél töltheti be hatékonyan a nominális horgony szerepét, ami a várakozásokat az inflációs célhoz közelíti.¹⁹

Az előre bejelentett csúszó leértékelést közbülső célként használó, árfolyamcél követő monetáris rendszert *az MNB inflációs célt követő monetáris (IT) rendszerrel váltotta fel 2001-ben*. Ezt a választást érte talán a legtöbb bírálat Magyarországon. Az ellenérzések nagy része a szerző álláspontja szerint az IT-rendszer működését illető tévhittekből származik, amelyeket az elmúlt hat évben Magyarországon nem sikerült eloszlatni, mert a rendszer valójában nem tudott működni.

17 A kormány gazdaságpolitikáját azonban mindenkor támogatni kellett, ami bizonyos esetekben korlátozhatta volna – még ha de facto nem is korlátozta – az MNB döntési szabadságát. Az aktuális törvényben a célok hierarchájának bevezetése ezt a lehetőséget egyértelműen kizárta.

18 A spekuláció rendszeres felélénkülésében sajnálatos módon közrejátszottak a sáv eltörlésének szükségességét, illetve lehetségességét hirdető MNB-nyilatkozatok.

19 A monetáris rendszerek arról a változóról kapják a nevüket, amelyet nominális horgonyként használnak a végső cél, az inflációs cél eléréséhez. A monetáris rendszerek tipizálásáról lásd részletesen STONE–BHUNDIA [2004].

Magyarországon sok félreértés származik az elnevezésből. Többször is találkozhatunk olyan interpretációval, mintha csak az IT-rendszerben lenne meghatározott inflációs (árstabilitási) célja a központi banknak. Holott csupán arról van szó, hogy az IT-rendszerben – annak is a leghalmozottabb formájában – maga az inflációs cél tölti be a nominális horgony szerepét (nincs közbülső cél, eltérően a valutaárfolyamot vagy valamilyen monetáris aggregátumot alkalmazó rendszerektől). Ez azonban még a leghosszabb árstabilitási múlttal rendelkező gazdaságokban is nagyon nagy kockázatot hordoz. A monetáris politika transzparenciájának és hatékonyságának növelése érdekében a legtöbb IT-országban a központi bank inflációs előrejelzése tölti be a közbülső cél szerepét.

Tévhit az is, hogy az IT-rendszerben a monetáris politika köteles mindenkor automatikusan reagálni az inflációs előrejelzésnek a céltól való eltérésére, s ez rontja a rendszer hatékonyságát. A monetáris politikai döntéshozók, még ha a legmodernebb technikai-moddellezési eszközökre támaszkodhatnak, akkor sem iktathatják ki a mérlegelést, a kockázatok súlyozását.²⁰ Az IT-rendszer ezt a többi monetáris rendszernél nagyobb mértékben teszi lehetővé és szükségessé. Ezért alkalmas előre nem látható helyzetek kezelésére is. Ugyanakkor a döntéshozók ebben a rendszerben nagyon összetett feladatot kell megoldaniuk.

Az IT-rendszer *bevezethetőségének azonban komoly feltételei vannak*: a valutaárfolyam szabad mozgása, a monetáris politika hatásait közvetítő piacok fejlettsége, a monetáris transzmissziós csatornák hatékony működése, valamint az IT-rendszer működtetéséhez szükséges technikai apparátus (adatbázis, adatfeldolgozás és előrejelzés) megléte. *A sikeres működésnek két alapvető feltétele van*: (i) *az inflációs cél hitelessége* erős legyen, mintegy felülírja az árfolyamingadozások hatását; továbbá (ii) *a kormány antiinflációs politikát* folytasson.

Az elmúlt évtizedben drasztikusan megnőtt az IT-rendszert működtető országok száma, s ezzel párhuzamosan az árstabilitás és alacsony inflációs várakozások is jellemzővé váltak a legtöbb országban. Sokszor találkozunk azzal, hogy ok-okozati összefüggést vélnek felfedezni az IT-rendszer bevezetése és a dezinfláció sikere között. Az ellenvélemények azonban ugyancsak meggyőzőek. Az empirikus elemzések ugyanis azt mutatják, hogy a kilencvenes évek óta világszerte megfigyelhető, nagymértékű dezinflációban a globalizáció és a nemzetközi verseny erősödésének legalább akkora szerepe volt, mint a monetáris rendszerek változásának.²¹ Az IT-rendszerek megsokasodása azzal is összefüggésben állt, hogy a többi lehetséges monetáris rezsim a kilencvenes évek végére már elvesztette a vonzerejét. A monetáris aggregátumok és az infláció között a legtöbb országban nem lehetett stabil kapcsolatot kimutatni. Az árfolyamcél (szűk sáv) inflációs horgonyként való felhasználása a kisebb méretű, nyitott és kevésbé fejlett országokban elvileg megfelelt volna, a nemzetközi méretű tőkemozgások felerősödésével azonban ezek a rendszerek könnyen váltak spekulációs célponttá.²²

A magyar monetáris rendszerváltáskor is elsősorban az volt a meghatározó szempont, hogy 2001 nyarán és azt követően gyakorlatilag nem volt más választási lehetőség, mint

20 Erre hívja fel MISHKIN [2007] a figyelmet.

21 Lásd például BALL–SHERIDAN [2003].

22 Az árfolyam-menedzselést, illetve kvázi fix árfolyamot sikeresen fenntartó néhány kivétel esetén mindig speciális tényezők adnak magyarázatot a sikerre. Például a szlovén menedzselte árfolyamot a hatóságok szándékosan védtek a piaci erőktől, sokáig tőkekorlátozással is. A horvát kuna stabilitása valószínűleg nagyrészt annak köszönhető, hogy a spontán euroizáció nagyon jelentős a horvát gazdaságban.

az IT-rendszer. Bármennyire is megfelelt volna a magyar gazdaság tulajdonságainak az árfolyamcél monetáris horgonyként való további alkalmazása, ez – az összes körülményt figyelembe véve – nem volt megoldható.²³ Figyelembe kellett venni, hogy a szűk árfolyamsávot már korábban is többször érte spekulatív támadás, ami nem a magyar gazdaság belső folyamaival állt összefüggésben. A menedzselte árfolyam alkalmazása közbülső célként, nem meghirdetve nem lett volna célravezető, mert a transzparencia hiánya a hitelességet már az induláskor kérdésessé tette volna. A piszkos lebegtetés nyílt vállalása pedig nem jelentett volna megoldást a spekulációs nyomás ellen. Maradt az IT-rendszer mint lehetőség, tekintve, hogy azok a technikai feltételek, amelyek a működtetéséhez kellenek, akkor már rendelkezésre álltak a bankban, és a monetáris transzmisszió működéséről is készültek már elemzések. Az IT-rendszer választásának az volt a legnagyobb kockázata, hogy a kilencvenes évek végén megtorpant dezinfláció miatt a magas szinten beragadt inflációs várakozások nem a legjobb induló feltételt jelentették. A széles árfolyamsávval való kombináció azt a célt szolgálta, hogy az ERM II. rendszerhez – akkor közelinek vélt – csatlakozás minél zökkenőmentesebb legyen. Másrészt a sáv kijelölte a piaci szereplők számára a hatóságok által tolerálható árfolyammozgást.

3.3. Az inflációs cél meghatározása és teljesítése

Az inflációs cél a dezinflációs szakasz lezárulta után az árstabilitásnak tekinthető inflációt reprezentálja. Ez az az optimális/egyensúlyi árnövekedési ütem, ami a hosszabb távú fejlődést, az egyensúlyi pályát jellemzi. Az árstabilitásként tekintett infláció kellően alacsony ahhoz, hogy kiszámítható környezetet teremtsen a gazdálkodók számára, de ugyanakkor teret ad a gazdaságban folyó szerkezeti átalakulásoknak.

Az, hogy mekkora infláció tekinthető árstabilitásnak, függ az adott gazdaság fejlődési és szerkezeti jellemzőitől. A fejlődési pálya mentén az optimális infláció (árstabilitás) változhat, éppúgy, mint a potenciális növekedés. Ezeket a gazdaság egyensúlyi pályáját jellemző változókat nem lehet megfigyelni, jóllehet a monetáris döntéseknél is alapvető fontosságúak. Alakulásukra csak különböző becslési eljárások alkalmazásával következtethetnek a döntéshozók. A felzárkózó fázisban az árszínvonal felzárkózása is megvalósul, ezért az árstabilitásnak tekinthető fogyasztói árnövekedés az alacsonyabb fejlettségű országokban általában meghaladja a fejlett országokban elfogadható ütemet. A felzárkózó országok egyensúlyi „többletinflációját” magyarázó, mára közismertté váló Balassa–Samuelson-hatás érvényesülését azonban számos tényező árnyalhatja. Az infláció mértékét befolyásoló technológia- és minőségváltozás, valamint a statisztikai mintavétel problémáiból eredő torzítás jelen van a fejlett országokban is; ez önmagában nem indokol magasabb inflációs célt a felzárkózó gazdaságban. A fejlett országokhoz mérve magasabb egyensúlyi infláció meghatározása empirikus elemzési feladat, amely a szerkezeti és alkalmazkodási jellemzőkből vezethető le.

23 Egy ERM II.-kompatibilis – kvázi árfolyamcél követő – rendszer működtetésére lehetőség nyílt volna 2000 nyarán, amikor a kormány nem támogatta az MNB sávszélesítési javaslatát. De ez a rendszer csak akkor lett volna „életképes”, ha az akkori, nagyon fegyelmezett fiskális politika nem lazul fel, és a viszonylag korai eurobevezetés programszintre emelkedett volna, kormányzati elkötelezettséggel. Ezek a feltételek nem teljesültek.

Az MNB 2005 nyarán látott lehetőséget arra, hogy a dezinflációs szakasz lezárultával az árstabilitást reprezentáló *fix inflációs célt* jelöljön meg. A 3%-os inflációs cél, amelyet a kormány és az MNB közösen hirdetett meg, a magyar gazdaság hosszabb távú fejlődését jellemző egyensúlyi inflációt hivatott képviselni. A számszerű érték meghatározása részletes számításokon alapult, amit a bank közzé tett.²⁴ A fix inflációs cél meghirdetésekor a kilátások 2006-ra 1,5-2% körüli inflációt mutattak, amiben éppúgy kivételes hatások játszottak szerepet (az akkori áfakulcsesökkentés éppen „egyszeri” árcsökkentést okozott), mint a 2006 közepe óta magas inflációban a visszatérő, részben váratlan, külső eredetű költségsokkok. Bár a költségvetési kiigazítás elkerülhetlensége minden szakértő számára nyilvánvaló volt, az intézkedések okozta inflációs sokk mértéke meghaladta a várakozásokat, s ennek következtében a monetáris politika legfontosabb feladata még 2007–2009-ben is az, hogy megfékezze e sokkok tartós és tovaggyűrűző (úgynevezett másodkörös) hatásait.

Az, hogy a *3%-os inflációs cél* megfelelő-e a magyar gazdaság számára, nem tabu téma, hiszen az egyensúlyi inflációra csak becslés készíthető, amelynek módszere és tartalma vitatható. A hatékony döntések érdekében a gazdaság- és monetáris politikusoknak elengedhetlenül tudniuk kell, hogyan áll az ország növekedési potenciálja, hiszen ehhez mérve határozható meg a gazdaság ciklikus helyzete. Az egyensúlyi infláció is változik, egyebek mellett a termelékenységi és munkapiaci jellemzőktől, valamint a külvilágból importált inflációtól függően. Ezért e két kulcsváltozó *elemzését időről időre felül kell vizsgálni*. Amikor a 3%-os árstabilitási célt meghatározták, azt is közzé tették, hogy háromévente, de legkésőbb az ERM II. rendszer bevezetésekor felülvizsgálják azt. Hangsúlyozni szükséges azonban, hogy a felülvizsgálat során *a hosszabb távú szemléletet soha nem szabad feladni az aktualitások* (egyedi ársokkok) *miatt*, így a a becslés felújítása semmiképpen sem vezet het gyakori inflációs célmódosításhoz.

Az inflációs cél a magyar monetáris politika számára törvényben meghatározott, *abszolút prioritás*. Az azonban opcionális, hogy az inflációs célt számszerűen vagy sávban jelölik ki, amint arra több országban is van példa.²⁵ A kormány és az MNB a nemzetközi gyakorlatot áttekintve, a közérthetőség és a transzparencia szempontja miatt a numerikus célmegjelölést választotta. A monetáris kondíciókat – figyelemmel arra, hogy a kamatdöntések hatása hat-nyolc negyedéven keresztül érezhető – úgy alakítja az MNB, hogy az inflációs cél teljesüljön. Előfordulhat azonban, hogy a döntések meghozatalában szerepet játszó feltevésektől alapvetően eltérnek a monetáris politika által külső adottságként kezelt folyamatok. Az inflációs cél körüli ± 1 százalékos sáv teret enged arra, hogy ezeknek a váratlan tényezőknek a hatása utóbb „beleférjen” a cél teljesítésébe. Ez az értelmezési mód a gyakorlatban sokszor félreértést okoz. Felmerül, hogy a hitelességet javítaná a sávos célmegjelölésre való áttérés, de a tapasztalat az, hogy bármely célmeghatározás működhet hitelesen és nem meggyőzően. A világos kommunikáció és a várakozások sikeres lehorgonyozása a siker kulcsa.

Az MNB – hasonlóan az IT-rendszert működtető jegybankok többségéhez – *rugalmas módon követi az inflációs célt*. Ez azt jelenti, hogy a kamatdöntés több inflációt meghatározó tényező és a kockázatok súlyozására épül. A Monetáris Tanács tagjainak és a tanács

24 KREKÓ–KISS [2004].

25 Még az is megengedhető (a FED esete), hogy az alacsony inflációt nem számszerűen határozzák meg, a hitelesség és a transzparencia mégis megfelelő. De ez csak a nagyon jó dezinflációs rekordot elért országoknak javasolható.

egészének az értékelése alapján kialakuló pálya eltérhet az MNB munkatársai által készített prognózistól. Így tehát a célnál magasabb inflációs MNB-előrejelzés nem vonja maga után automatikusan a kamatemelést, mint ahogy a célnál jóval alacsonyabb inflációs előrejelzés esetén sem következett be azonnali kamatcsökkentés az elmúlt években. A globális inflációs nyomással terhelt periódusban az MNB-nek mérlegelnie kell a saját hatókörének korlátait, a magyar gazdaság működési feltételeit, és a dezinflációhoz kapcsolódó kibocsátási áldozatot a lehetőség szerint minimalizálni szükséges. Az IT-rendszerben az árfolyam mint a magyar gazdaságban az egyik legfontosabb eszköztár a döntések alapjául szolgáló mutatók között kiemelten fontos szerepet tölt be. Ez nem áll ellentétben az IT-rendszer szellemével, és nem jelent kettős – árfolyam- és inflációs – célkövetést, csupán józan és körültekintő, a veszteségeket minimalizáló politikát.

3.4. Az inflációs célt követő rendszer működtetése

Az *IT-rendszer működtetésének Magyarországi tapasztalatairól* az MNB munkatársai számos publikációt készítettek.²⁶ Ezeknek – miközben a magyar monetáris politika hatásmechanizmusának sok érdekes részletére is fényt derítenek – az a legfontosabb végső konklúziója, hogy a rendszer első hat éve sikertelen volt (eltérően az IT-t használó országok többségétől), mert az inflációs cél legfeljebb kivételként teljesült. A monetáris politika külső bírálói ehhez azt is hozzátesszik, hogy az inflációs cél nem volt megfelelő, de ettől eltekintve is bebizonyosott, hogy az IT-rendszerben nem lehet elérni Magyarországon az infláció tartós csökkentését.

A valóságban Magyarországon a 2001–2007-es időszak tapasztalatai alapján *nem tudunk semmi bizonyosat állítani az IT-rezsim alkalmasságáról*, mert a sikeres működtetés alapfeltételei közül nem teljesült a kormányzati antiinflációs elkötelezettség, és a monetáris politikai döntéshozatalban is voltak „rendszeridegen” elemek. Az első három évben (2004-ig) az MNB gyakorlatilag árfolyamcélkövető rendszerként működtette a névleg IT-rendszert; árfolyamcél, később cél árfolyamsávot hirdetett meg, amellyel az infláció leszorítását akarta elősegíteni, hiszen az inflációs célnak nem volt kellő hitelessége.

Az árfolyamsáv kismértékű leértékelése 2003 derekán nagy bizalomvesztést és árfolyamgyengülést okozott. *Az MNB munkatársai által készített, feltételes prognózisok ebben a dezinflációs szakaszban nem tudták betölteni a nominális horgony szerepét, mert a meggyengült árfolyammal számoló, magas előrejelzést a piac úgy értelmezte, mint a várható inflációt, ami fűtötte a várakozásokat.* A sávon belüli „árfolyamcél” meghirdetése erős, önbeteljesítő spekulációval járt. Amikor pedig 2004-től megszűnt a „kettős célkövetés” gyakorlata, akkor az egymást követő, hektikus adó- és hatósági árpolitikai intézkedések tették hiteltelenné az inflációs célt. Az MNB „egyszeri sokkok sorozatán keresztül nézve” próbálta menedzselni a rendszert az árstabilitás felé, aminek az elérése ilyen módon állandóan kitolódott.

²⁶ *Közgazdasági Szemle* különszám [2006], Kovács [2007].

3.5. A monetáris és a fiskális politika összhangja és kiszámíthatósága

A nemzetközi tapasztalatok egyértelműen bizonyítják, hogy a monetáris politika nem tudja az inflációs célt elérni, ha a *gazdaságpolitika nem ezt a célt követi, és nem ennek megfelelően működik a költségvetési politika*. A dezinfláció csak akkor lehet hiteles, ha azt a kormány is kötelezettségének tekinti, ennek megfelelően alakítja az államháztartás finanszírozási igényét, az inflációra közvetlenül és közvetve ható (bér-, adó-) intézkedéseit és a hatósági árakat.

Az időbeli inkonzisztencia (a meghirdetettől eltérő gazdaság- vagy monetáris politikai lépés) komoly problémát okoz, mert a várakozásokat magasan tarthatja, s ezért *elkerülendő*. A monetáris politika középtávra *előretételezve követi a célját*. A kamatdöntések hatása a különböző átviteli (traszmissziós) csatornákon keresztül, késleltetéssel érvényesül a gazdaságban. Az aktuális fejlemények a döntés szempontjából csak akkor fontosak, ha hatásuk tartós, és várhatóan befolyásolja az inflációs cél teljesülését, hat-nyolc negyedévre előre tekintve.

A 2006-ra rekordmagasságúra növekvő államháztartási hiány kedvezőtlen feltételeket teremtett a monetáris politika továbbviteléhez, de ez önmagában még nem lehetetlenítette volna el az IT-rendszer működtetését. A túlzott deficit megemelte a finanszírozás költségeit, és az elvárt kamatprémium a feltörekvő piacokat követve ingadozott, ami megnehezítette a kamatlépések meghatározását és elfogadtatását. A kormányzati döntések által generált *sorozatos költségoldali sokkok* (minimálbér, adókulcs és hatósági ár) azonban *az inflációs célok* (eleinte a meghirdetett dezinflációs pálya, majd az árstabilitási cél) *iránti bizalmat rombolták le*, ami megakadályozta az inflációs várakozások csillapítását. A felmérések azt mutatják, hogy a magyar háztartások és vállalkozások a tényleges többszörösének érzékelik az árnövekedést, és várakozásaik is nagyon messze állnak a realitásoktól. Ezért valóban fontos eredmény, hogy az IT-rendszer működtetését akadályozó nehézségek ellenére, a monetáris politikának ebben a turbulens időszakban is sikerült megfékeznie az úgynevezett „másodkörös hatásokat” (amikor az egyszeri költségsokkok miatt megugró infláció magasan tartja a bérkövetelést, a béremelést, majd ez az árak megemelését váltja ki).

A monetáris politika nem kalkulálhatja bele a döntéseibe a költségvetési politika állandósult, politikai indíttatású „bűnbeesését”. Sőt, épp ellenkezőleg, az inflációért való felelősségnek az MNB-hez delegálása, a bank függetlenségének megteremtése pontosan azt szolgálta, hogy az inflációt ne tudja az éppen hatalmon lévő politikai erő rövid távú céljai érdekében felhasználni. Magyarországon a kétezres évek elejétől a stabilitást veszélyeztető irányváltás kezdődött a költségvetéspolitikában. A folyamatos és nagymértékű fiskális lazítás, a növekvő állami eladósodás ráadásul a felzárkózást határozottan visszavetítő szerkezetben következett be. Egy ilyen mértékű gazdaságpolitikai eltévelyedést nem lehet fenntarthatóvá tenni semmilyen monetáris rendszerben, sem „toleráns” kamatpolitikával, sem az inflációs cél kevésbé szigorú megválasztásával. Különösen akkor nem várható ez el a jegybanktól, ha az inflációs célt a kormány és az MNB együttesen határozza meg, mint ahogyan ez történt 2003-tól.

Mindez azonban *azt sem jelentheti, hogy az MNB az infláció bármilyen áron való „letörésére” kapott volna felhatalmazást*, mint azt jó néhányszor hallani lehetett, elsősorban monetáris politikások szájából. Nincs az a szigorú kamatpolitika, amely képes lehetne egy csökke-

nő pályán lévő, de tartósan két számjegyű régióból (mint a magyar infláció volt a kilencvens években) rövid idő alatt és tartósan lezorítani az árnövekedés ütemét az árstabilitásnak tekinthető szintre, ha ez a gazdaság és a költségvetés alkalmazkodóképességét meghaladja. Még a kevésbé hirtelen dezinfláció is szükségtelenül nagy növekedési áldozatot igényel. Magyarország azonban már túljutott ezen a fázison, és az árstabilitás megvalósításához szükséges gazdaságpolitikai feltételek a fenntartható növekedés feltételeivel egybeesnek.

4. AZ ÁRSTABILITÁS ESÉLYEI MAGYARORSZÁGON

A kétezres évek monetáris politikájának értékelése Magyarországon nem egyszerűsíthető le arra, hogy teljesült-e az inflációs cél. Az MNB monetáris politikája e szűk értelmezésben eleve sikertelenségre volt ítélve, elsősorban azért, mert *az inflációs cél még rövid távon sem jelentett elkötelezettséget a kormány számára, ezért aztán a magánszektorban sem tölthette be a nominális horgony szerepét. Az időbeli inkonzisztencia (a cél teljesülését megghiúsító több intézkedés) az inflációs várakozások lehorgonyzását ellehetetlenítette. Ilyen körülmények között az inflációs cél teljesítésének megghiúsulása nem csoda. Már az is eredmény, hogy a monetáris politika közvetlen hatása alatt álló maginflációnak – az iparcikkek és a piaci szolgáltatások áremelkedésének – alakulását a szigorú monetáris kondíciók fenntartásával sikerült kontrollálni.*

Az elmúlt sikertelen évek rávilágítottak arra, hogy meddig terjed az MNB hatóköre a dezinflációban. A tartós dezinfláció elmaradása nem a monetáris rendszerválasztás vagy az inflációs cél téves kijelölésének a következménye. A monetáris politika csak akkor lesz képes tartósan és túlzott reálgazdasági áldozat nélkül alacsonyban tartani az áremelkedés ütemét, ha a stabilizációt támogatja a kormányzat alacsony infláció iránti elkötelezettsége és erre irányuló gazdaságpolitikája (költségvetési és hatósági árpolitikája), amivel elérhető, hogy az inflációs cél hitelességét/realitását semmi ne kérdőjelezze meg.

Az inflációs cél meghatározásakor figyelemmel kell lenni a gazdaság hosszabb távú fejlődését jellemző folyamatokra. Az egyensúlyi felzárkózási pályához tartozó, a fejlett országoknál feltehetően magasabb optimális infláció mesterséges lezorítását még átmenetileg is el kell kerülni. Ez az eurocsatlakozást megelőzően jelenthet nehéz feladatot az MNB számára, ha az európai hatóságok továbbra is elutasítják a az inflációs kritérium új interpretációjára vonatkozó közgazdasági érveket²⁷, és változatlanul a három legalacsonyabb inflációjú uniós tagországhoz kell viszonyítani az euroövezeti infláció helyett.

Ha a kormány a jövőben nem tesz az alacsony infláció fenntartását megakadályozó, váratlan lépéseket, akkor *az MNB – az IT-rendszer alapelveit követve – sikeresen valósíthatja meg az árstabilitást.* Ehhez az szükséges, hogy a monetáris politikai döntésekben a gazdaság középtávú kilátásai, azon belül kiemelten az inflációs kilátások játsszák az alapvető szerepet. Ezen túl a monetáris politika természetesen az éppen aktuális piaci eseményektől és a kockázati prémiumot ért sokkaktól sem függetlenítheti magát. A legnehezebb feladat, hogy

27 Az inflációs kritérium teljesülését az euroövezeti inflációhoz viszonyítva lenne célszerű mérni ahelyett, hogy a három legalacsonyabb inflációjú uniós tagország legyen a mérce. Erről bővebben lásd SZAPÁRY–DARVAS [2008].

a piaci fejleményeken belül (árfolyam- és hozamalakulás, kockázatvállalási hajlandóság és tőkeáramlás változása) megkülönböztessük a fundamentumokkal összefüggő, illetve a külső környezetben zajló, tartósnak ígérkező változásokat az átmeneti, rövid távú, spekulatív, illetve speciális események kiváltotta hatásoktól.

Az értékelést megnehezíti, hogy a piaci eseményeket sokszor nem annyira a gazdaság jellemzői/kilátásai befolyásolják, hanem az, hogy „mit várnak” az elemzők és a befektetők a MNB-től. Ha a monetáris tanács csupán arra figyelne, hogy mit vár/áraz a piac, akkor az önbeteljesítő, spirális várakozások veszélyes ördögi köre alakulhatna ki, ami nagy valószínűséggel csak szuboptimális monetáris politikát eredményezhet: szükségtelenül nagy költséggel – reálgazdasági visszaeséssel – tenné elérhetővé (ha egyáltalán elérhetővé tehetné) az árstabilitást.

*Jól szolgálná az árstabilitás megvalósítását, ha a kormány és az MNB között létrejönne egy publikus megállapodás a gazdaságpolitikai célok összehangolásáról.*²⁸ Ebben a megállapodásban össze lehetne foglalni az alapelveket és az összes értelmezési kérdést, ami felmerül a magyar inflációs célt követő monetáris rendszer működtetésével kapcsolatban. A megállapodásban egyértelműen rögzíteni lehetne a jegybank és a kormány felelősségét a deflációs politikában, az inflációs cél tartalmát és meghatározási módját, az árstabilitási és az egyéb makrogazdasági célok összehangolásának alapelveit. A megállapodást a pénzügyminiszter és az MNB elnöke írná alá. Az is növelné a konvergencia iránti elkötelezettség hitelességét, hogy megváltoztatása nem lenne lehetséges egyoldalúan, sem pedig a kormányzati ciklus lejártakor. Egy ilyen megállapodás az euroövezeti konvergencia időszakában egyértelműen növelné mind a gazdaság-, mind pedig a monetáris politika hitelességét.

28 Ilyen megállapodásra példa Új-Zélandon a kormány és a központi bank feladatait meghatározó Policy Target Agreement [2002].

IRODALOMJEGYZÉK

- BALL, LAURENCE–NIAMH SHERIDAN [2003]: Does Inflation Targeting Matter? NBER Inflation Targeting Conference, 2003. január
- BLINDER, ALAN S. [1998]: *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, 1998.
- ERDŐS TIBOR [2007]: Árfolyam-politika és inflációs cél követése Magyarországon, *Közgazdasági Szemle*, LIV. évf. október, 853–875. o.
- ERDŐS TIBOR [2008]: A kritika kritikája – Válasz Kovács Mihály András cikkére, *Közgazdasági Szemle*, LV. évf. március, 233–242. o.
- FISCHER, STANLEY [1994]: Modern Central Banking, in *The Future of Central Banking*, FORREST CAPIE, CHARLES A. E. GOODHART, STANLEY FISCHER and NORBERT SCHNADT, eds., Cambridge University Press, 262–308. o.
- KISS GÁBOR–KREKÓ JUDIT [2004]: Az optimális infláció Magyarországon, MNB Háttér tanulmányok 2004/1.
- KOVÁCS MIHÁLY ANDRÁS [2007]: Mit csinál a monetáris politika az inflációs célkövetés rendszerében? – Észrevételek Erdős Tibor Árfolyam-politika és inflációs célkövetés Magyarországon című írásához, *Közgazdasági Szemle*, LIV. évf. december, 1103–1120. o.
- MISHKIN, F. S. [1999]: What Monetary Policy Can and Cannot Do, *Monetary Policy in Eastern Europe*, OeNB
- MISHKIN, F. S. [2007]: Will Monetary Policy Become More of a Science?, NBER Working Paper 13566, Working Paper 13566
- Közgazdasági Szemle MNB-különszám [2006]: Az inflációs célkövető rendszer működtetése Magyarországon, 2006. december
- NEMÉNYI JUDIT [2007]: A magyar gazdaság kilátásai a felzárkózó Európában, *Az Elemző*, 3. évf. 3. sz., 85–112. o.
- Policy Target Agreement [2002]: <http://www.rbnz.govt.nz/monpol/pta/0124848.html>
- STONE, MARK R.–BHUNDIA, ASHOK J. [2004]: A New Taxonomy of Monetary Regimes, IMF Working Paper/04/191.
- SURÁNYI GYÖRGY [2007]: A magyar „csoda”, *Népszabadság*, 2007. január 20.
- SZAPÁRY GYÖRGY–DARVAS ZSOLT [2008]: Euro Area Enlargement and Euro Adoption Strategies, European Commission, *European Economy Economic Papers* 304., 2008. február