

SÁGI JUDIT*

ÁRFOLYAM-KONVERGENCIA, ERM-II. TAGSÁG

[BEVEZETÉS]

A központi bankok gyakorlata azt mutatja, monetáris politikájuk legfőbb eszköze a rövid lejáratú kamatlábak meghatározása. Az a képességük, amellyel egyedül képesek kijelölni a monetáris tartalékok árát, a jegybankok végső hitelezői szerepéből következik, a bankszektor strukturális likviditáshiánya közepette. A bankközi kamatszint befolyásolása összefüggésbe hozható a központi bankok inflációs célkitűzéseivel.

Felmerülhet a kérdés, milyen kapcsolat van a központi banki döntés és a pénzügyi piacok reakciója között. A központi bank szándéka a belföldi kamatszint valamilyen célérték közelében történő rögzítése, de egyúttal vonatkozik is a kamatrögzítéstől, attól tartva, hogy a pénzügyi piacok irreális devizaárfolyam-szintet vagy hosszú lejáratú hozamgörbét alakítanak ki. Másrészt, a nemzetközi tőke mozgások effektíve lehetetlenné teszik az önálló monetáris politikák folytatását.

[DÖNTÉSI HELYZETEK]

Elsőként vizsgálom azt a helyzetet, amelyben a piaci szereplők kamatvárakozásai a monetáris hatóság döntéseitől függenek. Másként fogalmazva, a monetáris politikai beavatkozások ismertek a piaci szereplők számára, és egyúttal alátámasztják a min-

* BGF Pénzügyi és Számviteli Főiskolai Kar, Pénzügy tanszék, főiskolai adjunktus. A jelen cikk a Budapesti Gazdasági Főiskola által 2004. november 4–5-én, a Magyar Tudomány Napja alkalmából rendezett, „Tudástranszfer és információs társadalom” c. konferencián elhangzott előadás szerkesztett változata.

denkori monetáris politikai kurzus hitelességét. Ebben a feltételrendszerben a monetáris hatóság képes orientálni a pénzügyi piacok várakozásait azáltal, hogy világos stratégiát határoz meg. Döntéseinek hitelessége részben a múltbeli monetáris politikai döntéshozataltól (azaz reputációjától) függ, részben pedig az alkalmazott eszközöktől.

Ezt követően elemzem azt az esetet, amelyben a monetáris politika nélkülözi a pénzügyi piacok általi bizalmat, mindamelllett – institutionális megoldások révén – megőrizhető a jegybank hitelessége. A pénzügyi piacok várható reakcióit többek között a KYDLAND–PRESCOTT modell, illetőleg a BARRO–GORDON modell illusztrálja.

Végül bemutatom azt a döntési helyzetet, amely különösen a kis és nyitott gazdaságok jellemzője. A mindenkori monetáris politikai kurzus nélkülözi a hitelességet és az elszámoltathatóságot, sőt szélsőséges esetben a központi bank függetlensége is megkérdőjeleződik. Ebben a szituációban a piaci szereplők bizonytalanok a monetáris hatóság valós inflációs preferenciáit illetően. Még akkor is, ha jogilag deklarált a központi bank önállósága, nem valószínű, hogy inflációs célkitűzését – reputáció hiányában – a piaci szereplők elismerik.

[ELTÉRŐ ÁLLÁSPONTOK]

A monetáris hatóság számára azért fontos a hitelesség, mert általa a piaci szereplők késedelem nélkül beépítik terveikbe a monetáris politikai döntéseket, következésképp a pénzügyi piacok alkalmazkodása csak minimális költséggel jár.

A központi bank elszámoltathatóságával összefüggő fogalom az átláthatóság vagy másképpen transzparencia. Meglétekor a központi bank a pénzügyi piacok szereplőit ellátja a monetáris döntéshozatal szempontjából releváns információkkal. Az említett információk köre felöleli a makrogazdaság állapotának becsléséhez alkalmazott elemzési keretrendszert csakúgy, mint a monetáris politikai beavatkozás jogosságát alátámasztó érveket. Ebben az értelemben a transzparencia képezi a monetáris politika azon elemét, amely felelős a magánszektorral folytatott kommunikáció hatékonyságáért.

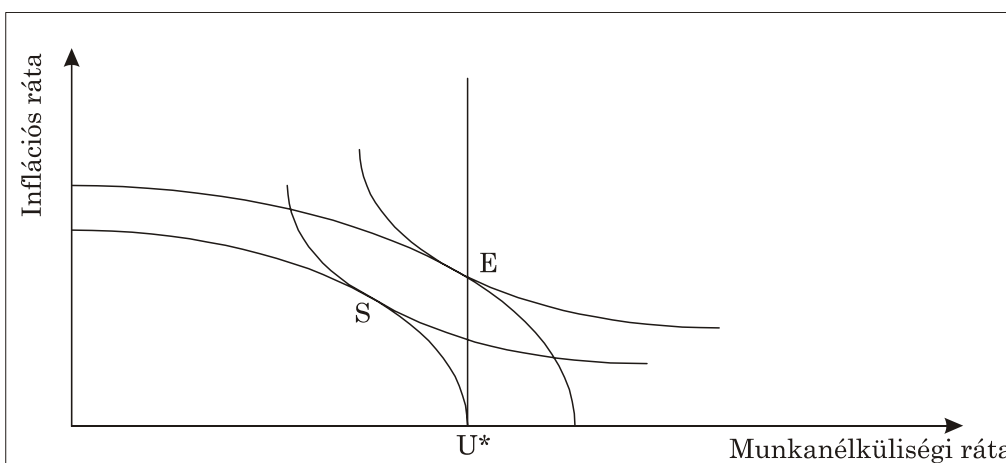
A KYDLAND–PRESCOTT modell feltételezi a piaci szereplők racionális várakozásait. Következtetése, hogy a monetáris hatóság – játékelméleti megközelítésben – dinamikus stratégiát követ. Egymást követő időszakokban ugyanaz a monetáris stratégia nem lehet optimális, hiszen a központi banknak érdeke, hogy egy új szituációban eltérjen a korábban bejelentett stratégiától, és ezáltal meglepje a piaci szereplőket. Az a tény azonban, hogy a monetáris politika időben inkonzisztens lehet, szignifikánsan lerontja a monetáris döntéshozatal hitelességét. Következésképp, a piaci szereplők valószínűleg nincsenek meggyőződve arról, hogy valós a központi bank bejelentett inflációs célkitűzése. Ha ebben a szituációban a központi bank megkísérli az inflációs célkövetést, az inflációs várakozások csak késve követik az infláció tényleges mérséklődését. A monetáris döntéshozatal hitelessége azáltal nyerhető vissza, hogy az ország devizájának árfolyamát egy alacsony inflációjú ország devizájához kötik és/vagy deklarálják a központi bank függetlenségét. A jegybanki függetlenség – az általánosan elfogadott definíció szerint – azt jelenti, hogy a monetáris hatóság inflációs célt követ, és ebben eszközfüggetlenséggel rendelkezik.

A BARRO–GORDON modell kiinduló helyzetében a gazdaságot a munkanélküliség természetes rátája jellemzi (a vertikális PHILLIPS-görbe mentén) zérus infláció mel-

lett („U”). Ekkor a következő gazdaságpolitikai beavatkozás lehetősége adódik: fiskális expanzió a rövid távú PHILLIPS-görbe mentén, továbbra is feltételezve a stabil inflációs várakozásokat. Ezzel a gazdaság egy olyan – adott közömbösségi görbe által meghatározott – állapotba kerül, amely magasabb jólétet képvisel; ahol a munkanélküliségi ráta csökkentésének ára az infláció emelkedése („S”).

A gazdaság „S” állapota nem lehet tartós. A várakozásokkal kibővített PHILLIPS-görbe elemzési modelljéből ismert, hogy a természetesnél alacsonyabb munkanélküliségi ráta téves gazdasági döntésekhez vezethet. Mi több, a tényleges infláció magasabb a vártnál – amint a piaci szereplők realizálják a különbséget, korrigálják az inflációs várakozásaikat. A korábbi reál-bérszínvonal megőrzése végett a nominálbérek emelkedni fognak, így a munkanélküliségi ráta újra magasabb lesz. Végül eredményben visszaáll a munkanélküliségi ráta korábbi természetes értéke, de immár pozitív inflációs ráta mellett.

A gazdaság előbbi állapota rosszabb, mint az induló állapot volt; mindazonáltal jóléti szempontból ismételten a rövidtávú PHILLIPS-görbe mentén történő fiskális expanzió tűnik előnyösnek. Ez a beavatkozás mindaddig folytatódik, míg elő nem áll egy olyan hosszú távon egyensúlyi állapot, amelyben a rövidtávú PHILLIPS-görbe és az ennek megfelelő közömbösségi görbe metszéspontja a hosszú távú PHILLIPS-görbére esik („E”). (Ekkor a fiskális politika csak nagy inflációs áldozat árán lenne képes a munkanélküliségi rátát csökkenteni, feltehetően a termelő kapacitások szűkössége miatt. Az inflációs áldozat pedig egyértelmű jóléti veszteséget jelentene.) Másiként, egy időben konzisztens egyensúlyi állapot jön létre, amelyben az infláció várt és tényleges értéke megegyezik (noha messze nem optimális...).



1. ábra
A BARRO–GORDON modell

Az időben konzisztensnek tekinthető inflációs ráta országonként különbözik, a társadalombiztosítási rendszer jellege és a munkanélküliség természetes rátája eltéréseiként. Azokban az országokban, ahol a kormányzat képes számottevően növelni a népszerűségét azáltal, hogy rövidtávon lecsökkenti a munkanélküliségi rátát, feltehetően magas az inflációs ráta. Ilyen környezetben bármiféle monetáris szűkítés

bejelentése nem lesz hiteles a pénzügyi piacok előtt, és a magas inflációs várakozásoknak megfelelően alakul majd a nominális bérek indexálása is.

A BARRO–GORDON modell következtetései alkalmazhatók a rögzített és a flexibilis devizaárfolyam-rendszerek közötti választásra is. Ha egy adott ország monetáris hatóságának hitelessége megkérdőjelezett, akkor megoldásként adódhat, hogy az ország devizájának árfolyamát rögzítik egy olyan ország(csoport) devizájához, amelynek központi bankjának inflációs célkövetése hiteles. Ez lehet egy érv a monetáris unió mellett; feltételezve, hogy az Európai Központi Bank független, inflációs célkövetés mellett kötelezte el magát, és a térség ténylegesen mért inflációs rátája a célértéknél nem magasabb.

Az árfolyampolitikák koordinációjának három szintjét érdemes megkülönböztetni:

- az országok monetáris hatóságai deklaráltan alárendelik magukat valamilyen egységes intézmény- és szabályrendszernek;
- operatív ajánlások orientálják a monetáris hatóságokat, hogyan reagáljanak adott helyzetekben;
- állandó intézményi megoldás létezik az árfolyampolitikai környezet értékelésére és a beavatkozások időzítésére.

Ezek az árfolyampolitikai koordinációs megoldások utalnak arra a struktúrára, amelyet a Központi Bankok Európai Rendszere, illetőleg az Európai Központi Bank képvisel: jogilag deklarált monetáris unió, amely – a tagországok valutáinak viszszavonhatatlan rögzítését követően – egy közös pénzzel rendelkezik.

A Központi Bankok Európai Rendszerére épülő együttműködésen belül az eurórendszer (vagyis az eurót bevezetett országok) jegybankjai egységes monetáris politika, pontosabban az Európai Központi Bank mindenkorai monetáris politikai döntéseinek végrehajtása mellett kötelezték el magukat. Az eurórendszeren kívüli jegybankok vagy fenntartották maguknak a távolmaradás jogát (Dánia, az Egyesült Királyság, ill. Svédország), vagy még nem készültek fel a monetáris unióhoz történő csatlakozásra (ilyenek a 2004-től az Európai Unió új tagállamai, köztük Magyarország is).

Az euróövezet árfolyam-politikájáról az Európa Tanács határoz, az Európai Központi Bankkal folytatott konzultációt követően, amelynek célja az árstabilitás célkitűzésével összhangban álló konszenzus elérése. Az euróövezeten kívüli EU-tagállamok saját hatáskörben döntenek az árfolyam-politikájukról (bizonyos mértékig figyelembe véve az Európai Központi Bank ajánlásait).

[KÖVETKEZTETÉSEK]

A monetáris politikai döntéshozatal, illetőleg a pénzügyi piacok reakciói közötti összefüggésrendszer megkérdőjelezhetetlenül komplex. A pénzügyi piacok információt közvetítenek a gazdasági és pénzügyi folyamatokról, és ezen keresztül értékeli a monetáris politika hitelességét és transzparenciáját.

A bemutatott BARRO–GORDON modell egyik jelentősége abban rejlik, hogy gazdasági indikátorok (munkanélküliségi ráta, inflációs ráta) környezetében értelmezi a jegybankpolitika hitelességét, reputációját és időbeni konzisztenciáját. A modell részben magyarázatot adhat a független, adott esetben nemzetek feletti központi bankok létrejöttére. Mindez nem jelenti azt, hogy a központi bankok függetlensége önmagában elégséges az inflációs ráták mérséklődéséhez.