Az inflációs célkövetés rendszere Romániában

KINTÉR TÜNDE

Az inflációs célkövető rendszer „megpróbálja élesen elválasztani a múlt és a jövő inflációs tendenciáit, s az inflációs várakozások megváltoztatását, az inflációs inercia megtörését állítja középpontba."[1]

Az EU-csatlakozás előszobájában a román gazdaság számára elsődleges feladattá vált a maastrichti nominális konvergenca-kritériumok teljesítése, melyben az infláció alakulása meghatározó szerepet játszik. A közös piaccal kompatibilis, évi 2,5%-os áremelkedési szint elérése céljából, 2005 augusztusában a Román Nemzeti Bank egy új monetáris politikai stratégiára tért át, nevezetesen az inflációs célkövetés rendszerére (inflation targeting-IT).

E tanulmány első részében elméleti szempontból közelítem meg az IT-rezsimet, majd néhány nemzetközi tapasztalatra térek ki a rendszer bevezetésével, alkalmazásával és sikereivel kapcsolatban, és végül, de nem utolsósorban a hazai piacot helyezem előtérbe (home bias), külön kiemelve az eddigi empirikus részeredményeket, valamint azokat a nehézségeket, melyek a felzárkózó gazdaságokat sajátos módon érintik. Következtetésként néhány normatív ajánlást fogalmazok meg a román monetáris politika javítása és finomítása érdekében.

Az infláció hétköznapjaink meghatározó jelensége. Akár az inflációs szintre, akár az áralakulások kiszámíthatatlanságából adódó inflációs bizonytalanságra gondolunk, egyértelmű az a tény, hogy az infláció bizonyos költségeket ró a társadalom számára. Ezen költségeknek számtalan megjelenési formája létezik. Az adós és a hitelező közötti vagyonátrendeződést, a magas „menüköltségeket" (az áruk fizikai átárazásából adódó költségeket), az adórendszerben végbemenő torzulásokat, illetve a „cipőtalpköltségeket" (magas infláció idején az emberek gyakrabban járnak a bankba, mivel hajlamosak kevesebb pénzt tartani maguknál) említhetjük meg az infláció közvetlen negatív hatásaiként. Az infláció jóléti veszteségeket okoz, ezért a legtöbb fejlett ország jegybanktörvénye, a központi bank elsődleges funkciójaként, az árstabilitás fenntartását jelöli meg.

Az IT (inflation targeting) egy relatív újnak számító monetáris politikai rezsim, de az 1990-es megjelenése óta márt több, mint 20 fejlett és felzárkózó gazdaság választotta pénzügypolitikájának vezérfonalául. Kezdetben a fejlett és stabil gazdasági fundamentumokkal rendelkező országok választották az IT-t, majd főleg 1998-tól feltörekvő (emerging countries), volatilisebb mutatókkal rendelkező államok alkalmazták a rendszert. Elsőként Új-Zéland vezette be 1989-ben, majd 1990-ben Chile, 1991-ben Kanada, 1992-ben Nagy-

[1] Csermely, Á. Im. 240. oldal.

Britannia, 1993-ban Svédország, 1994-ben Spanyolország, 1999-ben Brazília tért át az inflációs célkövetési rendszerre. Mindössze 2 állam, Finnország és Spanyolország hagyott fel kényszerűen ennek gyakorlásával 1998 végén, ahol az európai Gazdasági és Monetáris Unióhoz való csatlakozás miatt egyébként is megszűnt a pénzügy-politikai szuverenitás.

A bevezetés okai a különböző országokban nagyon változatosak. Kanada és Svájc a mennyiségi célkövetéses (money targeting) rezsimek ellehetetlenülése miatt tért át az IT-re, mivel a pénzkínálat és az áremelkedési dinamika közötti függvényszerű kapcsolat nem teljesült. A visegrádi országok az árfolyamra alapozott dezinflációs gazdaságpolitikájuk ellehetetlenülése után váltottak sorra az árszintjük emelkedésének direkt célzására. Az Egyesült Királyságnak és Svédországnak, azért, hogy megőrizzék monetáris politikájuk hitelességét, szükségük volt egy másik nominális horgonyra, az EMR rögzített árfolyam-rendszer összeomlása után. Magyarországon a szakirodalomban a Mundell-féle lehetetlenségi tételként szereplő összefüggéssel magyarázható az áttérés szükségessége, azaz a liberalizált tőkepiacok, a fix árfolyamrendszer és a monetáris autonómia (önálló kamatpolitika) egy célrendszeren (policy mix) belüli összeegyeztethetetlenségével.

A pénzpolitikai gyakorlatban bekövetkezett változás alapját az utóbbi két évtized elméleti és alkalmazott monetáris stratégiai megújulásai képezték, melynek elsőrendű céljává az árstabilitás vált. Ebben az elméleti forradalomban kulcsfontosságú szerepet játszottak a monetarista és újklasszikus közgazdászok, akik igazolták, hogy már középtávon sem létezik a negatív meredekségű, ereszkedő Phillips-görbe, vagyis hogy a nominális változók révén nem lehet befolyásolni a reálmutatókat. Szerintük az infláció és a kibocsátás közötti időlegesen megfigyelhető pozitív korrelációt (pozitív meredekségű rövid távú aggregált kínálati görbét) a szereplők aszimetrikus informáltságából fakadó piaci súrlódások magyarázzák. Azaz, hogy az árak növekedésekor a termelő vállalatok nem tudják azonnal megállapítani, hogy a jelenség mögött a pénzkínálat bővülése vagy a termékeik és szolgáltatásaik iránti reálkereslet növekedése áll. (Lucas-féle szigetmodell)

Amint azt először David Hume, majd később Robert Lucas megfogalmazta, tökéletes racionális várakozásokkal jellemezhető gazdasági alanyokat feltételezve, csak a nem előrejelezhető monetáris sokkok (váratlan intézkedések, meglepetések) esetén van viszonylag rövid távú átváltás a munkanélküliség és infláció között, viszont erre nem szerencsés gazdaságpolitikát alapozni egy modern piacgazdaságban.

Az IT központi eleme az árstabilitás megteremtésének és fenntartásának mint végső célnak a meghirdetése. Ez nem 0%-os inflációt jelent, hanem kismértékű, stabil árszintemelkedést, általában 2–2,5%-ot. Az optimális inflációt (árstabilitást) nem zéróként, hanem alacsony, pozitív vagy stabil árszintemelkedésként határozza meg a közgazdaság-tudomány. Ezt több évre szóló inflációs célok kitűzésével törekednek elérni, s a célokat rendszerint

másfél-két évre előre jelölik ki.

Az inflációs célkövetési rendszer bevezetésének feltételei között megemlíthetünk intézményi, illetve gazdasági változókat. Az intézményi változók között elsősorban a jegybanki eszközfüggetlenséget és ennek törvényi garantálását kell megemlíteni, vagyis hogy a monetáris hatóság önállóan, semmilyen más politikai entitástól nem befolyásoltan dönthet az irányítása alatt álló eszköztár alkalmazásáról (refinanszírozási kamatlábak, devizapiaci intervenciók, sterilizáló tranzakciók). Egy másik intézményi paraméter a hatékony monetáris transzmisszió megléte, vagyis hogy a hatóságoknak legyen olyan eszköz a kezükben, mellyel eredményesen tudják szabályozni a pénzügyi változókat. Harmadik ilyen tényezőként a jegybank elszámolhatóságának és átláthatóságának a biztosítását lehet megjelölni, a lakosság támogatásának megnyeréséhez.

A gazdasági feltételek az inflációs cél megfelelő kitűzésének körülményeihez kapcsolódnak. Ide sorolható a megfelelő árindex kiválasztása célparaméternek, továbbá a számszerű meghatározása során az aktuális környezethez illeszkedő időhorizont, toleranciasáv, illetve középérték kijelölése. Fontos, hogy mind a jegybank, mind a gazdasági szereplők előretekinthető várakozásokat fogalmazzanak meg, és érzékenyen reagáljanak az inflációs prognózisokra. A döntéshozók megfelelő informáltsága a monetáris transzmisszió sebességéről és korlátairól (ne erőltessenek egy túlfeszítettnek bizonyuló dezinflációs pályát) szintén gazdasági követelmény.

Lars Svensson svéd kutató az IT-rendszer 2 típusát különbözteti meg: szigorú (strict) és rugalmas (fexible) változatokról beszél. A rugalmatlan rendszer esetén az output gap zérus súllyal szerepel a változók között, ergo nem befolyásolja a monetáris hatóság döntéseit. A flexibilis változat pozitív paraméterrel tünteti fel mind az aktuális és potenciális teljesítmény közötti kibocsátási rést, mind a tényleges és a megcélzott inflációs ráta közötti különbséget.

A gazdaságpolitikai gyakorlatban csak a rugalmas IT-nek van relevanciája, hiszen nincs a világon olyan központi bank, amely ne venné figyelembe munkája során a reálgazdasági változókat (gazdasági növekedést, magas foglalkoztatottságot).

Carare-Stone (2003) kiteljesedett (full-fledged inflation targeting, FFIT), eklektikus (eclectic inflation targeting, EIT) és ún. „diétás" (inflation targeting lite, ITL) változatokat különít el az inflációs célkövetési rendszeren belül.

Az eklektikus inflációs célkövetés csoportjába sorolják azokat a fejlett országokat, melyek az alacsony inflációs múltjuk alapján képesek az árstabilitás fenntartására, a monetáris politika teljes átláthatóságának és elszámolhatóságának biztosítása nélkül is.

A „Diétás" (könnyített) rendszert olyan rugalmas árfolyam-politikát gyakorló feltörekvő országok alkalmazzák, amelyben a jegybankok a hitelességi deficit miatt nem merik az inf-

lációs célt elsődleges érvényű stratégiai jelzőszámként meghirdetni, valamint nem teljesítik az intézményrendszer kiépültségére vonatkozó, illetve a pénzügyi szféra fejlettségére vonatkozó feltételeket.

Az ITL átmeneti rendszerként értelmezhető a teljes IT adaptálása vagy az árfolyam rögzítése felé való elmozdulás irányában.

Mishkin szerint öt ismérvnek kell teljesülnie ahhoz, hogy egy monetáris rendszer kiérdemelje az inflációs célkövető rendszer elnevezést:

1. a középtávú számszerű inflációs célok nyilvános közzététele;
2. intézményi elkötelezettség az árstabilitási cél elsődlegessége mellett;
3. olyan információ-felhasználási stratégia, mely a monetáris politikai instrumentumok szintjének maghatározásakor nemcsak a monetáris aggregátumok és a devizaárfolyam alakulásának figyelemmel kísérését követeli meg;
4. transzparens jegybanki működés, amely a nyilvánossággal és a piacokkal való kommunikációt jelenti, a monetáris hatóságok terveivel, céljaival és döntéseivel kapcsolatban;
5. a központi bank fokozott elszámolhatósága az inflációs célok eléréséről.

Bernanke-Mishin szerint az IT mint monetáris stratégia „szabályszerű" (rule-like), vagyis nem merev kényszerzubbony. Az IT korlátozottan diszkrecionális (constrained discretion) rezsimnek nevezhető, mivel annyiban köti a monetáris hatóságot, hogy eltekintő módon megakadályozza, hogy a gazdaságpolitika a pillanatnyi előnyökért feláldozza a hosszú távú optimumot, de megadja a kellő mozgásteret a különféle sokkok és előre nem látható körülmények fellépése esetén.

Az IT rendszer üzemeltetése során több olyan problémával kell megküzdeniük a döntéshozóknak, melyek alapjaiban befolyásolhatják a monetáris politika sikerességét. Ide sorolható az optimális árindex célparaméterként történő kiválasztása, a jegybanki vezetés elszámolhatósága, a kimentési klauzák explicit kinyilvánítása, illetve az inflációs cél kijelölésében a különböző jogkörök meghatározása.

Az első dilemma az, hogy a monetáris politika a maginflációs mutatót, avagy a fogyasztói árindexet (CPI) válassza-e ki a célparaméter funkcióra. Általában a várakozások alakításának a kulcsszerepe miatt a gazdaságpolitika a célértéket a CPI-re fogalmazza meg. (A CPI a volatilisebb, kiszámíthatatlanabb áralakulású termékcsoportokat is tartalmazza.)

A jegybanki vezetés elszámolhatósága a cél elvétése esetén életbe lépő eljárásokra vonatkozik. Új-Zélandon a törvény lehetőséget ad arra, hogy a cél eltévesztése esetén a kormány azonnal menesszthesse a jegybank elnökét (visszahívhatósági szabály).

A kimentési klauzák (escape clause) olyan tényezők előzetes megjelölésére vonatkoznak, amelyek a monetáris politika hatókörén kívül állnak, és egyfajta vis maior külső sokként eltérítik az inflációt a korábban valószínűsített pályától. Ilyen okokból bekövetkezett

célvesztés esetén a jegybank már nem vállal kötelezettséget az inflációs ráta befolyásolására. A legtöbb országban nem specifikálnak ilyen mentő körülményeket, ugyanis egy túl sok elemet tartalmazó lista publikálása megkérdőjelezheti a monetáris hatóság antiinflációs elkötelezettségét.

A jogkörök meghatározásakor a megosztott kompetencia a legszerencsésebb, azaz a kormányzat és a jegybank együttdöntési eljárása, mivel ezáltal mindkét döntéshozó érdekelté és felelőssé válik a kijelölt inflációs cél elérésében.

A célkövetés lényeges eleme az is, hogy a cél pont vagy sáv formát öltsön-e. Pontcél esetében a várakozások erősebben fókuszálhatók, a jegybanki elkötelezettségből eredő hitelességnek magasabb szintje érhető el. De az eredeti cél „eltalálása" szinte lehetetlen. Sáv alkalmazásával viszont könyebben elviselhetők az inflációt befolyásoló, kívülről érkező (exogén) sokkok. A sáv szélessége átváltást kínál az elkötelezettség, a hitelesség és a rugalmasság között.

Az inflációs célkövető rendszer másik különlegessége a közbülső célban rejlik, melyet az inflációs előrejelzés testesít meg. Ha a jegybanki inflációs előrejelzés meghaladja a kitűzött célt, a jegybank, a monetáris politika megváltoztatásával, igyekszik az infláció alakulását a cél irányába terelni. Az inflációs célkövető rendszer két kulcsfogalma a hitelesség és az átláthatóság. A kitűzött célnak hitelesnek kell lennie ahhoz, hogy az IT képes legyen megtörni az infláció tehetetlenségét, valamint hogy a bér- és árnövekedések mértékét meghatározó referenciaként szolgáljon.

Az IT rendszer működési jellemzői Romániában

A RNB 2005 augusztusában, a jegybanktanács vezetése alapján, bevezette az inflációs célkövetési rendszert. Ennek alapján a jegybank két évre előre meghatároz egy inflációs célt, mely az év végi (decemberi) fogyasztói árszintemelkedésre vonatkozik. A cél pont-jelleget ölt, mely a reagálási időn belül érkező sokkhatásokra való tekintettel akkor is teljesítve tekintendő, ha a tényleges infláció a meghirdetett érték körüli +/- 1%-os toleranciasávba esik.

Célparaméterként a központi bank a fogyasztói árindexet használja, a széles közönség általi átláthatósága miatt, de a szabályozott valamint a volatilis áraktól megtisztított maginflációs mutatókat is figyelemmel kíséri. (CORE1=IPC-adminisztratív árak, CORE2=CORE1-volatilis árak). A közép-kelet-európai országok, s köztük Románia esetében is még egy fontos szempont mutat a CPI-alapú IT rezsim felé: a maastrichti kritériumok teljesítéséhez a fogyasztói árakat kell megzabolázni, ezért erre a mutatóra írják elő a középtávú inflációs pályát.

Románia esetén öt kimentési klauza fogalmazódott meg az IT rezsimen belül: globális

nyersanyagpiaci ársokkok, természeti katasztrófák, illetve mezőgazdasági termelési sokkok, exogén árfolyamsokkok, előre nem látott szabályozott árnövekedés, valamint a fiskális- és jövedelempolitika váratlan fordulatai esetén nem vállal felelősséget a központi bank, az előre megjelölt számértéktől való eltérés igazolására.

A numerikus cél (követni rendelt inflációs pálya) kijelölésében közös döntés létezik a kormány és a jegybank részéről (a kormánynak egyetértési joga van), ellenben hiányzik a cél elvétésével kapcsolatos elszámolhatóság. A közös döntési megoldás mellett szól az a tény is, hogy az instabilitás miatt még csorbát szenvedhet a jegybank de facto függetlensége és gazdasági autonómiája, az együttes döntéshozatal pedig a két főhatóság közötti partnerségi viszonyra utal.

A monetáris politika transzparenciájának biztosítása végett a RNB negyedévente közzéteszi inflációs jelentését, *Jelentés az infláció alakulásáról* címmel. Ebben publikálja az elkövetkező időszakban várható inflációs folyamatokat, elemzi az árszintemelkedés összetevőit, s felhívja a figyelmet az inflációs célokat veszélyeztető folyamatokra.

Az IT eddigi gyakorlata a számok tükrében

A dezinflációs folyamat 2005 utolsó negyedében viszonylagosan megrekedt, az évi inflációs ráta 8,6%-ot ért el ez év decemberében, 0,5%-kal meghaladva a tervezett célt (7,5%), s ezáltal túllépve a toleranciasávban megengedett ± 1 százalékpontos variációs lehetőség felső határát.

Mugur Isărescu, a RNB elnöke, már novemberben előrevetítette, hogy 2006-ra módosítás alá kerülhet az inflációs célkövetési pálya (fölfelé), az adminisztrált árak változásának hatására (a gáz árának megkétszereződésére utalt, mely a nemzetközi piacon 150 dollárról 260-ra emelkedett), valamint a fiskális politika következményeként. Sajnálatos módon a félelem bekövetkezett. 2005-ben az infláció nem lett 6,5%, ahogy azt a kormány vélte év elején, sem a RNB által kiigazított 7,5%-os célnak nem tudott alárendelődni. Ezzel szemben a maginfláció (CORE2), melyre a monetáris politikának erőteljesebb hatása van, csökkenő trendet mutatott (a 2004-es 8,3%-ról 5,6%-ra csökkent 2005-ben), s ez részben ellensúlyozta az említett tényezők fogyasztói árakra gyakorolt negatív hatását.

Ilyen körülmények között az átlagos inflációs ráta az elmúlt évre egy számjegyűvé vált, 9,1%-ra csökkent, szemben a 2004-es 11,9%-os inflációval. Ez 2,8 százalékpontos visszaesést jelent.

A kijelölt, előrejelzett inflációs pályáról való letérést elsősorban az adminisztrált árak valamint egyes élelmiszerek volatilis árának a várakozáson felüli növekedése idézte elő. 2005 decemberében az élelmiszerek ára 1,1%-kal nőtt, a nem élelem jellegű termékek ára 0,2%-kal, míg a szolgáltatásoké 0,3-kal emelkedett. A volatilis árutermékek (zöldségek,

gyümölcsök, tojás) éves növekedése 4–5%-kal meghaladta az átlagértékeket, bizonyos kínálatot csökkentő konjunkturális tényezők hatásaként (kedvezőtlen időjárás, madárinfluenza). Jelentős inflációs növekedést generált a kőolaj, illetve a földgáz világpiaci árának a növekedése az elmúlt év második és harmadik negyedében.

Kedvezőtlen hatást gyakorolt az általános árszínvonalra az aggregált kereslet növekedési ütemének továbbra is magas szintje, noha a GDP dinamikája lassult a kínálatot érintő sokkok következtében. A lakossági végső fogyasztás 7%-kal emelkedett az előző évhez képest, míg a beruházások volumene 10,5%-ra nőtt. A keresletet tápláló legfontosabb tényezőnek a nettó munkabérek növekedése nevezhető, mely részben az egységes adókulcs bevezetéséből, a lakosságnak nyújtott hitelek expanziójából, valamint egyes szereplők jövedelmeinek indexálásából származtatható. A 2004. december 29-i 138-as sürgősségi rendelettel a kormány módosította a 2003/571-es fiskális törvényt, és a jövedelmi adót 16%-ra egységesítette. A megállapított új adókulcs az alapjövedelmekre, főleg a munkabérekre és a profitokra vonatkozik, és ez számottevő adócsökkentést jelent az előző, 40%-ig felmenő progresszív adóval szemben. Ugyanakkor egy későbbi intézkedés, a 2005. január 7-i 19. számú pénzügyminisztériumi rendelet lényeges könnyítéseket ír elő a kisebb jövedelmű, főleg a többgyermekes családok részére, ugyanis az eltartott személyek arányában csökkenthetik a megadóztatásra kerülő jövedelmeket.

Az új pénzügyi intézkedés legfőbb indoka, hogy a pénzügyi politika hathatósabban szolgálja a teljesítményt, hogy az adók multiplikátor hatást gyakoroljanak, és a gazdasági növekedéssel párhuzamosan a társadalmi kohéziót segítse. Ez az adóegységesítés 1 milliárd euró többletjövedelmet eredményezett a gazdasági szereplők számára.

Az elmúlt években a monetáris eljárásban a legnagyobb gond az volt, hogy a kamatlábat olyan magasra hajtotta fel a Központi Bank, hogy a bankoknak érdemesebb volt a RNB-be kamatra letétbe helyezni a lakossági és vállalati megtakarításokat, ahelyett, hogy hitelek formájában kihelyezték volna őket a gazdaságba. Így „a bankok bankja" nem nettó hitelezője volt a kereskedelmi bankoknak, hanem nettó adósa.

A nominális kamatláb első csökkentésére 2004 júniusában került sor, mely azután még hat alkalommal megismétlődött, s 2004 végére 17%-os szintig csökkent. 2005 elején egy újabb 1,25%-os kamatlábcsökkenés következett, s ezáltal elérte az aktuális 15,75%-os értéket. Összesítve: 2003. december – 2005. január között a nominális kamatláb 5,50 százalékponttal csökkent az inflációs ráta 5,40%-os leszorítása mellett és a lej felértékelődésével párhuzamosan.

Jelenleg a forgalomban lévő többlet-pénzmennyiség felszívásának (sterilizációnak) a legfontosabb eszközei a nyíltpiaci műveletek és a RNB-be történő egyhónapos betétek bevonása. 2004 júniusától a RNB háromhónapos futamidejű kincstárjegyeket bocsátott forga-

lomba. Ezzel nem a gazdaságpolitika irányát kívánta kifejezni, hiszen árelfogadó (price-taker) minőségben jelenik meg ezen értékpapírok piacán. 2005-ben a RNB 25%-ról 30%-ra növelte a kötelező tartalékrátát a valutában lévő betétek után, míg a hazai pénznemben létező betétek esetében a kötelező tartalékráta változatlanul 18% maradt. E lépésnek a jelentősége abban rejlik, hogy így csökkenthető a devizában nyújtott hitelek mennyisége, mely az utóbbi években jelentősen megnövekedett az összhitel keretén belül.

Az infláció mérséklésére a kormányzat irányított lebegő (managed floated) árfolyam-politikát alkalmazott, mely azt jelenti, hogy a Nemzeti Bank szinte naponta adja-veszi az ország pénznemét a piacon, hogy ezáltal kiküszöbölje a nagyobb átmeneti árfolyam-ingadozásokat. 2004-ben a valutavásárlás nettó értéke rekordmennyiséget ért el. Ennek az oka a kamatláb felemeléséből adódó forró pénzek (spekulatív tőke) „becsalogatásának elkedvetlenítése". Eredményeként 2004-ben a román lej 16,5%-os felértékelése mutatható ki a dollárból és euróból alkotott valutakosárral szemben. Ez nagyméretű lejerősítést jelent a 2004-es 3,3%-os felértékeléshez képest.

Annak ellenére, hogy a kamatlábak csökkentése a jövőben is folytatódik, ez még mindig meghaladja a világpiaci kamatlábat. Ezért fontos a spekulatív tőkebeáramlás sterilizációja a Központi Bank révén.

A strukturális jövedelempolitika a jövedelem-elosztás megváltoztatására irányult 2004-ben, az inflációs előrejelzéseknél nagyobb mértékben növelték a minimálbéreket országos szinten, ami azt jelentette, hogy az árnövekedést ellensúlyozták a jövedelmek növelésével. 2004-ben a bruttó nominálbér 2 800 000 lejre emelkedett, azaz 12%-kal nőtt az előző évhez viszonyítva. 2005-re ez a növekedés folyatódott 10,7%-kal. (3 100 000 lej). 2008-ig még 60%-kal kívánják növelni a bruttó átlagjövedelmeket, de ezt csak a munkatermelékenység nagyobb mértékű növelésével összhangban lehet megvalósítani.

A fentiekben említett rizikófaktorok ellenére a központi bank nem kívánja módosítani az eredeti rövid- és középtávú inflációs célokat, melyek a következők: 5% $\pm$1 százalékpontos áremelkedési ütem 2006-ban, 4% $\pm$1 százalékpontos inflációs szint elérése 2007-ben. Ilyen körülmények között a monetáris politikának hatalmas kihívásokkal kell szembenéznie a következő időszakban is, amely bizonyos lépések megtételére kényszerítette a RNB-t. Ebben a kontextusban a monetáris politika kamatlábát 7,5%-ról 8,5%-ra emelte a Központi Bank, az aggregált kereslet növekedésének mérséklése céljából (a 2006. március 24. – április 23. közötti időszakra alkalmazva), a kötelező tartalékrátát pedig 35%-ról 40%-ra módosította a valutában lévő passzívák esetén. Ezáltal próbálja megfékezni a nem hazai pénznemben nyújtott hitelek volumenének expanzióját.

Kihívások és ajánlások a jövőre vonatkozóan

Összesítve, az inflációs cél elvétése az expanzív fiskális és jövedelempolitikát semlegesítő korrekciós lépésekkel, a hatósági és volatilis árak emelésével, továbbá a belső kereslet gyorsabb bővülésével indokolható. Ezen veszélyek fennállásának a lehetőségével a jövőben is számolni kell. Az inflációs célokat veszélyeztetheti ezen kívül az inflációs várakozás, mely az indirekt adók növelésének és a fokozódó árszint-emelkedési ütemnek a hatására érezhetően megnőhet.

Valószínű, hogy a monetáris uniós csatlakozás bekövetkezéséig Románia az IT stratégiát fogja fenntartani, így a többi ország tapasztalatainak a beépítése a jövőben is aktuális feladat marad a gazdaságpolitika számára.

Elsősorban a dezinflációs pálya helyes kijelölésére hívnám fel a figyelmet, illetve az ehhez kapcsolódó esetleges korrekciókra. A hivatalos inflációs előrejelzés módszertanának lefektetése komoly döntést igényel a gazdaságpolitikai vezetés részéről. Elterjedt megoldás, hogy változatlan paramétereket tételező szimulációs prognózist alkalmaznak (Mo), vagyis nem törekednek a legvalószínűbb jövőbeli inflációs pálya felrajzolására a jegybanki szakemberek, hiszen kicsi annak az esélye, hogy mind a nominális árfolyam, mind a kamatszínvonal konstans marad egy másfél-kétéves időszakban. Nagyon fontos kérdés az inflációs cél korrigálásának a szükségessége. Ha egy országban, tegyük fel, a szélsőséges időjárási körülmények élelmiszerhiányt idéznek elő, és drasztikusan felhajtják a termékárakat, akkor nem célszerű a kijelölt tartományba visszaterelni az áremelkedési ütemet monetáris restrikciót alkalmazva. Csak arra kell vigyázni, hogy ez az egyszeri áremelkedés ne épüljön bele a gazdasági szereplők várakozásaiba, és ne adódjon hozzá az infláció tehetetlenségi elemeihez.

Utólag visszatekintve, ha az inflációs pálya bizonyult közgazdaságilag rosszul megtervezettnek, akkor a központi banknak célszerű felülvizsgálnia a stratégiáját, és kiigazítani a dezinfláció sebességét. Ha átmeneti külső sokkok (pl. a nyersanyagok világpiaci árának mélyrepülése) hatására csökken le az áremelkedési ütem, akkor erre nem tanácsos monetáris eszközökkel válaszolni.

Az IT rendszer egyik legfontosabb funkciója, hogy alacsony szinten horgonyozza le a közép- és hosszútávú inflációs várakozásokat. Ilyen összefüggésben nem szabad elfeledni a Lucas-kritikát, mely szerint a gazdaságpolitikai akciók mennyiségi értékeléséhez hagyományosan használt ökonometriai modellek egy alapvető konstrukciós hibával rendelkeznek, ami aláássa a belőlük nyert információ megbízhatóságát. A tévedés forrása az, hogy a döntések hatásainak számszerűsítésénél változatlannak tételezik a gazdasági szereplők várakozásait, holott azok éppen a változó kormányzati magatartás miatt már maguk is átalakultak (Lucas, 1976).

Az említett tényezők mellett ki szeretném emelni azt is, hogy az eszköztár alkalmazásakor a devizapiaci folyamatokat mindenképpen figyelembe kell venni egy kis nyitott feltörekvő gazdaságban. Az árfolyam és az inflációs cél IT melletti viszonyrendszeréhez kapcsolódik az adósságdollarizáció (liability dollarization) problémaköre is.

Az IT hatékonyan választja szét a múlt és a jövő inflációs tendenciáit, és eredményesen volt alkalmazható kínálatoldali sokkhatások vagy nagy devizapiaci leértékelések árszintemelő hatásának csillapítására. Az azonnali inflációs ugrás persze nem megelőzhető, de az IT megakadályozza, hogy ezek az egyszeri sokkok beépüljenek a várakozásokba s ezzel megerősítsék az inflációt.

Az IT rendszer a végső célra koncentrálja a gazdaságpolitika figyelmét, nem valamely közbenső nominális változó (pénzkínálat, árfolyam) felügyeletére.

A gazdasági szereplők várakozásainak előretekintő jellegűvé formálása kulcsszereppel bír az infláció növekedésének megtörésében. Ebben segíthet a jegybank és a kormányzat aktív és összehangolt kommunikációja és a monetáris politika átlátható működése.

Békés-Rátfai szerint az inflációs cél elvétése esetén a jegybanknak nyilvános magyarázatot kellene adnia a felmerült eltérésre, és nem teljesítés esetén különböző súlyú szankciókat kell teremteni (pl. a központi banki vezetők javadalmazásának a csökkentése).

A hivatalos konvergenciaprogramban szereplő eurózónás csatlakozási céldátum eléréséhez a lejt 2009-ig be kell vinni az ERMII árfolyam-mechanizmusába (+/-15%-os sávhatárok a lej-euró középárfolyama körül, mint a monetáris unió előszobája). Az ERM II-be való belépés feltételezi az államháztartási folyamatok konszolidálását és a valutaunióra vonatkozó tervek fenntarthatóságának a biztosítását. Erre hatékony eszköz lehet az inflációs célkövetési rendszer ésszerű alkalmazása. Ésszerűségen jelen esetben annak a ténynek a felismerését értem, hogy az egész IT rendszeren belül igazán fontos szerepe az inflációs várakozásoknak van. Mondom ezt olyan globális trendek közepette, ahol a fertőzéses (contaigen) problémák válnak egyre inkább elterjedtté, ahol a jelzéseknek sokkal nagyobb szerepük van, mint a tényeknek. A fundamentumokban rejlő nehézségek, azaz a reálgazdasági mutatók romlása orvosolható a monetáris és fiskális politika intézkedései által. Viszont a várakozások romlását előidéző exogén sokkok már megkérdőjelezhetik az inflációs célkövetési rendszer sikerességét. Éppen ezért az intézményi elkötelezettség a nemzeti bank részéről, a tervezésben vállalt inflációs célok melletti kitartás, a kormány részéről támasztott partnerségi viszony, a monetáris rendszer stabilizálása, a transzparencia biztosítása, az alkalmazott eszközök hitelessége fogja megteremteni, véleményem szerint, a lehetőséget ahhoz, hogy Románia beléphessen a Gazdasági és Monetáris Unió kapuján.

Irodalomjegyzék:

Csermely, Á (1997): Az inflációs célkitűzés rendszere. *Közgazdasági Szemle*, 44.évf. 3 sz..

Mishkin, F.S. (2000): Inflation targeting in emerging-market countries. *American Economic Review*, 90.évf. 2. sz.

Jankovics, L (2005): Inflációs célkitűzés rendszere: az első másfél évtized tanulságai. Külgazdaság, XLIX. évf., 10. sz.

RNB (2006): *Jelentés az infláció alakulásáról* (február). Román Nemzeti Bank

BNR (2005): *Strategii de politică monetară și curs de schimb în contextul aderării României la Uniunea Europeană*

Carare, A. – Stone, M. (2003): Inflation targeting regimes. *IMF Working Paper*, 9. sz., Washington.