

Felcser Dániel–Lehmann Kristóf: A Fed inflációs célja és a bejelentés háttere*

A Federal Reserve (Fed) a válság első szakaszában gyors kamatsökkentésbe kezdett, majd több hullámban nagymértékű mennyiségi lazítást hajtott végre. A határozott monetáris lazítás és a tartósan alacsony kamat hatására azonban felerősödtek az inflációs félelmek, és megkérdőjeleződött a Fed elkötelezettsége a középtávú árstabilitás iránt. A kritikákra és a monetáris politikával kapcsolatos kockázatokra válaszul, 2012 januárjában a Fed vezetése 2 százalékos explicit inflációs célt jelentett be, kihasználva, hogy a numerikus inflációs cél javítja a jegybanki transzparenciát, támogatja az inflációs várakozások horgonyzását, és konszenzust teremt a döntéshozók árstabilitással kapcsolatos elképzelései között. A Fed ezáltal bővítette korábbi monetáris stratégiáját az inflációs célkövetés legfontosabb elemeivel. A bejelentés megerősítette, hogy az inflációs célkövetés egyre népszerűbb, és a legnagyobb jegybankok számára is vonzó, hatékony monetáris stratégiát jelenthet.

A FED JANUÁRI BEJELENTÉSE

Az amerikai monetáris politika irányítója, a Federal Reserve (Fed) a globális pénzügyi válságban hamar gyakorlatilag nullára csökkentette az amerikai irányadó kamatot, ezért a törvényben rögzített céljai eléréséhez szükséges további monetáris lazítást nemkonvencionális eszközök¹ alkalmazásával tudta csak támogatni. A Fed 2012 elejéig két jelentős eszközvásárlást hirdetett meg (2009 márciusában és 2010 novemberében), amit 2011 szeptemberétől a mérlegében lévő állampapír-portfólió futamidejének meghosszabbítása követett („Operation Twist”). Utóbbi keretében hosszabb futamidejű állampapírokat vásároltak, miközben rövidebb futamidejű állampapírokat adtak el, így az átlagos futamidőt a jegybankmérleg jelentősebb változása nélkül lehetett megnövelni. Ezzel a lépéssel a hosszabb kamatok csökkenéséhez járultak hozzá. A fentiekén kívül 2011 augusztusában olyan előre tekintő iránymutatással egészítették ki közleményüket, amely szerint a gazdasági körülmények – az addigi „huzamosabb ideig” helyett – legalább 2013 közepéig „rendkívül alacsony szinten” maradó alapkamatot indokolnak. A korábban vártnál hosszabb horizont kijelölése szintén mérséklően hathatott a hosszú kamatokra (Bernanke, 2012). 2012 januárjában az időhorizont még inkább kitolódott, egészen 2014 végéig.

A fentieket kiegészítve, a Fed döntéshozó testülete, a Szövetségi Nyíltpiaci Bizottság (Federal Open Market Committee, FOMC) 2012. januári kamatdöntésével egyidejűleg két új monetáris politikai elemet is bejelentett: egy 2 százalékos inflációs célt a személyes fogyasztási kiadások árindexében mérve és a döntéshozók kamatra vonatkozó feltételes előrejelzéseinek publikálását. A lépések nem érték váratlanul a piaci szereplőket, a jegybanki kommunikációból korábban is ki lehetett olvasni az erre vonatkozó szándékot. Az ülések jegyzőkönyvei alapján már ősszel felvetődött a két stratégiai lépés megvalósítása, majd a stáb prezentálta a javaslatokat, és egy albizottság kidolgozta a lépések konkrét formáját. Végtermékként a kamatra vonatkozó előrejelzések integrálódtak az előrejelzés korábbi változói közé, a hosszabb távú jegybanki célokról pedig külön közleményt jelentettek meg.

A kiadott közlemény megerősítette, hogy a Fed továbbra is a kettős mandátum teljesítését, vagyis az árstabilitás mellett a teljes foglalkoztatás elérését tekinti fő feladatának. Ugyanakkor hangsúlyozták, hogy a számszerű inflációs cél bejelentése segíthet a hosszabb távú inflációs várakozások horgonyzásában, elősegítve az árstabilitást és a mérsékelt hosszú kamatok, valamint a teljes foglalkoztatás irányába tett lépések hatékonysága is javulhat. Az inflációval szem-

* Jelen cikk a szerzők nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

¹ Nemkonvencionális eszközök alkalmazása során a jegybank a hagyományos irányadó kamatrata módosításától eltérő mechanizmuson keresztül (közvetlen hitelpiaci beavatkozással, például nagy volumenű eszközvásárlással; állampapír-vásárlással) igyekszik célját elérni. Bővebben lásd Lehmann (2012).

ben a munkapiacot számos olyan tényező alakítja, amelyre a monetáris politikának nincs ráhatása (pl. demográfia, munkapiaci szabályozás, minimálbér, képzettség). Ezért az inflációs cél mellett nem célszerű egy foglalkoztatási célértéket is meghatározni. Ettől függetlenül az aktuális munkapiaci helyzetet a Fed figyelembe veszi a kamatdöntéseknél. Kiemelték továbbá, hogy a két cél – az árstabilitás és a teljes foglalkoztatás – általában nem okoz konfliktust a döntéshozók számára, sőt az árstabilitás fenntartása érdekében meghozott intézkedések a foglalkoztatási helyzetet is segítik. Ettől eltérő esetekben a Fed kiegyensúlyozott módon törekszik mandátuma teljesítésére, figyelembe véve a gazdaságot érő sokkok nagyságát és természetét, a gazdaság aktuális állapotát, az eltérést az inflációs céltól és a mandátummal konzisztens foglalkoztatási szinttől, valamint azt az időtávot, amely ahhoz szükséges, hogy az infláció és a foglalkoztatás ismét a kettős mandátummal összhangban alakuljon.²

A lépések beleillettek abba a sorozatba, amellyel a Fed saját működésének transzparenciáját igyekezett javítani: 2002-től feltüntetik a név szerinti szavazatokat a közleményben, 2005-től még a következő ülés előtt publikálják a jegyzőkönyvet, és 2011-től a kamatdöntés után sajtótájékoztatót tartanak. A Fed új stratégiai elemeinek értékelése egyelőre így sem egyértelmű. Egyesek szerint a Fed az inflációs cél kijelölésével egy ún. rugalmas inflációs célkövetésen alapuló keretet vezetett be (Anderson, 2012; Bullard, 2012; Carney, 2012), míg mások továbbra sem tekintik inflációs célkövető jegybanknak (Thornton, 2012). A továbbiakban értékeljük a Fed 2012. januári bejelentését a monetáris politikáról szóló közgazdasági viták és a törvény szerinti mandátum tükrében.

A NOMINÁLIS HORGONY ELŐNYEI ÉS AZ INFLÁCIÓS CÉLKÖVETÉS GYAKORLATA

A Fed stratégiájának módosításához hozzájárulhatott, hogy az explicit inflációs cél számos előnnyel járhat. Ezek közül talán a legfontosabb, hogy segítségével a monetáris politika jobban tudja horgonyozni az inflációs várakozásokat, ami kiemelt szerepet játszik az árstabilitás fenntartásában. Nominális horgony nélkül a múltbeli adatok és az anekdotikus információk könnyebben eltéríthetik az inflációs vára-

kozásokat, mivel nem egyértelmű, hogy a központi bank milyen célt követ. Az FOMC közleménye is hangsúlyozta az explicit cél hatékonyságát az inflációs várakozások horgonyzásában. A bejelentés célja volt egyben az is, hogy növelje a monetáris politika átláthatóságát és hatékonyságát (Bernanke, 2012). A bejelentéshez a jegybanki döntéshozó testületben konszenzusnak kell kialakulnia arról, hogy a nominális horgony milyen szinten legyen. A konszenzussal koherensebbé válik a döntéshozatal, hatékonyabb lesz az árstabilitással összefüggő kommunikáció, és növekszik a monetáris politika elszámoltathatósága is. Végül a jelenlegi helyzetben az is fontos szempont lehet, hogy a reálgazdaság élénkítését célzó további lazítás esetén kisebb a kockázata annak, hogy az inflációs várakozások emelkedni kezdenek.

Az explicit cél sikerességét mutatja, hogy az inflációs célkövetés nemzetközileg gyorsan elterjedt, és sikeres stratégiának bizonyult. Az inflációs célkövetés (inflation targeting, IT) olyan monetáris politikai stratégia, amelyben a jegybank elsődleges célja, az árstabilitás megvalósítására a nyilvánosan bejelentett inflációs cél elérésével törekszik. 1989 decemberében Új-Zéland vezette be először az inflációs célkövetés rendszerét. A következő két évtizedben számos ország követte a példát, és napjainkban már 27, a gazdasági fejlettség szempontjából heterogén képet mutató ország jegybankja alkalmazza világszerte (fő vonásairól lásd MNB, 2012). A tapasztalatok alapján a rendszer sikeres volt az infláció leszorításában (pl. Roger, 2010), ennek köszönhetően eddig egyetlen jegybank sem hagyott fel az IT-stratégiával, kivéve néhány euroövezeti tagállamot, azzal, hogy bevezették a közös fizetőeszközt. A jelenlegi legjobb nemzetközi gyakorlat alapján az inflációs célkövető jegybankok (IT jegybankok) az ún. rugalmas (flexibilis) inflációs célkövetés keretében működnek. Ekkor a jegybank elsődleges célja, az árstabilitás fenntartása mellett igyekezik mérsékelni a más forrásból származó és a társadalmi jólétet csökkentő gazdasági volatilitást is (lásd Carney, 2012; Svensson, 2009). Az inflációs célkövetés jellemzően a kis nyitott gazdaságok rezsimje volt eddig, de a számos fejlődő és fejlett ország IT jegybankja mellett több globálisan jelentős jegybank, mint a Fed és az Európai Központi Bank (EKB) stratégiája is tartalmaz IT-elemeket. Ezen túlmenően a Fed és a Bank of Japan 2012-ben újabb lépést tett az IT gyakorlata felé azzal, hogy explicit inflációs célt

² A kínálati sokkok – szemben a keresleti sokkokkal – ellentétes irányba hatnak az inflációra és a kibocsátásra, emiatt átváltással szembesül a jegybank az infláció és a kibocsátás stabilizálása között. Például az olajárak emelkedése – olajimportőr országnál – a benzinárak emelkedésén keresztül gyorsan megjelenik a fogyasztói árakban, a szállítási költségek emelkedése miatt pedig hosszabb távon szélesebb termékkörben is áremelkedés következhet be. A megnövekedett termelési költségek miatt a vállalatok visszafogják termelésüket, ami lassabb gazdasági növekedéshez vezet. A fogyasztói árak viszonylagos stabilizálása rövid távon további reálgazdasági áldozattal járna, és fokozná a reálgazdasági volatilitást, jegybanki reakció nélkül viszont a sokk teljes hatása megjelenne az árakban, és beépülne a szereplők árazási döntéseibe. Így ebben az esetben mindkét célból engedni kell, és az árak, valamint a kibocsátás részleges stabilizálására érdemes törekedni.

jelentett be. (A Bank of Japan intézkedéseiről lásd az 1. keretes írást.) A bejelentések azt mutatják, hogy az IT felé való elmozdulás a nagy jegybankok számára is vonzó monetáris politikai keretet biztosít.

A Fed az IT-től eltérő keretben, az ún. kettős mandátum alapján alakítja a monetáris politikát. Az amerikai jegybanktörvény 1977-es kiegészítése három célt jelölt ki a Fed számára: a teljes foglalkoztatás, az árstabilitás és a mérsékelt hosszú kamatok elérését. Ekkor jelent meg először a Fed feladatai között az árstabilitás fenntartása, ami tükrözte az 1970-es évek két számjegyű inflációjának hatására megváltozott közgazdasági gondolkodást. Mivel a hosszú kamatok mérséklését a Fed leginkább úgy tudja biztosítani, hogy az alacsony inflációnak köszönhetően csökken a befektetők által a hosszú futamidejű eszközöknél elvárt inflációs prémium, jellemzően kettős mandátumként hivatkoznak a Fed céljaira. Az elnevezés mögött az a megfontolás áll, hogy az árstabilitás és a teljes foglalkoztatás azonos súllyal rendelkezik, nincs elsődleges szerepe az árstabilitásra való törekvésnek. Ez azonban nem zárja ki egy explicit inflációs cél kijelölésének a lehetőségét.

Az árstabilitási és a foglalkoztatási cél egyidejű teljesülése azt jelenti, hogy a Fednek arra kell törekednie, hogy a munkanélküliség közel maradjon a természetes rátájához. Teljes foglalkoztatás alatt tehát nem zéró munkanélküliséget kell érteni, hanem a foglalkoztatás olyan fenntartható szintjét, ami nem jár inflációs nyomással, vagy másképpen: a munkanélküliség a természetes rátának megfelelően alakul (Meyer, 2004). A kétféle foglalkoztatási fogalom megkülönböztetését megerősítette az 1978-as Humphrey–Hawkins-törvény is, pontosítva a jegybanktörvény előző évi módosítását. Továbbá, míg a munkanélküliség hosszú távú értékére a Fednek minimális ráhatása lehet, a rövid távú gazdasági ingadozásokat képes lehet simítani (Judd–Rudebusch, 1999). Célravezetőbb tehát a teljes foglalkoztatásra vonatkozó célt a kibocsátás stabilizálásaként interpretálni. Ilyen értelmezésben a Fed a kettős mandátum keretében egyszerre törekszik az inflációs és a reálgazdasági volatilitás mérséklésére – hasonlóan számos más jegybankhoz.

Az IT gyakorlati, rugalmas formájában szintén magában foglalja mindkét fajta volatilitás tompítását. A jegybankok tisztában vannak azzal, hogy a túlzott reálgazdasági ingadozást is el kell kerülni, egyensúlyozva az inflációs és a reálgazdasági szempontok között. A gazdaságot számos olyan sokk érheti, amely eltéríti az inflációt a kijelölt inflációs céltól. Az IT jegybankok egy bizonyos – jellemzően középtávú – előrejelzési horizont alatt törekednek arra, hogy az inflációs folyamatok ismét az árstabilitással konzisztens szintre kerüljenek. A horizont hossza függhet a gazdaságot érő sokkok nagyságától és természetétől is. Feltételezve a monetáris politika hitelességét, a jegybank eltekinthet az átmeneti hatások ellensúlyozásától, és az infláció középtávon történő stabilizálásával elkerülheti, hogy túlzott reálgazdasági volatilitást okozzon a gazdaságban és a pénzpiacokon. Így például, amikor kínálati sokk éri a gazdaságot (pl. az olajárak emelkedése), és csak további reálgazdasági költség árán lehetne visszavinni az inflációt a célra, a jegybank nem törekszik a sokk teljes körű ellensúlyozására, hanem csak a továbbgyűrűző hatásokat igyekszik tompítani. Sőt rugalmas IT esetén akár jobban is tompíthatók a reálgazdasági kilengések, mert a horgonyozott inflációs várakozásoknak köszönhetően az inflációs cél átmeneti elvétése nem gyakorol jelentős hatást a hosszabb távú inflációs folyamatokra. Ehhez azonban hiteles nominális horgonyra van szükség.

A rugalmas IT nem korlátozza a jegybank mozgásterét a kettős mandátumhoz képest, hiszen szintén figyelembe veszi a reálgazdasági szempontokat is a monetáris politika vitele során. Empirikus kutatások alapján az inflációs célkövető jegybankoknak kisebb reálgazdasági volatilitás mellett sikerült leszorítani az inflációt, mint hasonló fejlettségű, ám más monetáris rezsimmel rendelkező országok jegybankjainak (Levin et al., 2004; Roger, 2010). Az alacsony szinten stabilizálódó infláció tehát nem nagyobb reálgazdasági kilengések árán valósult meg. Valójában az eredmények épp az ellenkezőjét sugallják: a várakozások horgonyzásával a jegybank határozottabban tudja simítani a reálgazdasági kilengéseket is.

1. keretes írás

A Bank of Japan inflációs célja

A Bank of Japan (BoJ) egyike azon fejlett országbeli jegybankoknak, amelyek nem az inflációs célkövetés rendszerének keretei között alakítják monetáris politikájukat. 2012 februárjában azonban egy fontos IT-elemet bevezetve – gyakorlatilag a Feddel párhuzamosan – explicit, átmenetileg 1 százalékos inflációs célt jelölt ki, a közép- és hosszú távú célt pedig 2 százalékos vagy az alatti inflációban állapította meg. A bejelentésben szándékosan kerülték az inflációs célkövetéssel társítható „target” kifejezést, az angol „goal” szóval az inflációs célkövetéshez képest kisebb elköteleződést vállaltak céldátum bejelentése nélkül.

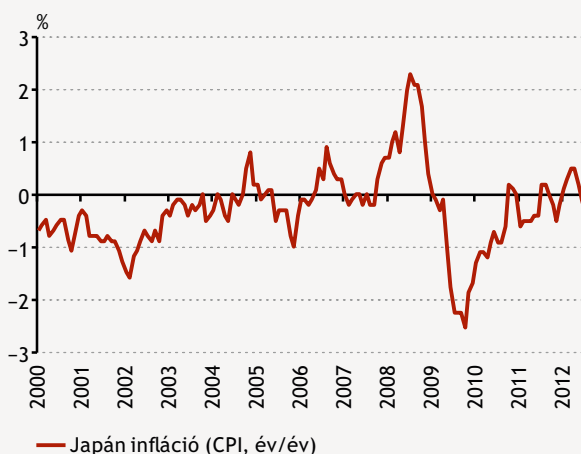
A japán gazdaság az elmúlt másfél évtizedben hosszan elhúzódó mérlegleépítési folyamat miatt súlyos növekedési nehézségekkel szembesült. A gazdaságpolitika a rugalmas béralkalmazkodás irányába mozdult el, hogy tompítsa a foglalkoztatás visszaesését. A csökkenő bérek, az erős vállalati verseny és a növekvő import miatt a vállalatok árazási stratégiája megváltozott, és defláció (az általános árszínvonal csökkenése) alakult ki. Az erőteljes verseny vállalati racionalizálást kényszerített ki, ami miatt nőtt a munkanélküliség, és bár a fogyasztás bővült, a defláció tartóssá vált (1. ábra).

A tartós defláció összefüggött a gyenge gazdasági növekedési várakozásokkal. Az 1990-es évektől induló mérlegleépítés alatt a gazdaságélénkítést a folyamatos monetáris lazítással sem sikerült elérni. Az 1999-től alkalmazott zéró alapkamat politikáját a BoJ egészen a deflációs várakozások fennállásáig hirdette meg. A monetáris lazítás azonban eredménytelennek bizonyult. Sőt a dotcom válság, majd a 2001-ben érzékelhető globális recessziós félelmek tovább erősítették Japánban az alacsony gazdasági aktivitással és az árszínvonal csökkenésével kapcsolatos várakozásokat. Mivel a hagyományos monetáris politikai eszközök már elérték korlátaikat, a BoJ 2001 és 2006 között mennyiségi lazítást alkalmazott annak érdekében, hogy a gazdasági növekedés, illetve a hitelezés beinduljon. A hatéves időszak alatt nem sikerült a gazdaságot érdemben élénkíteni, és a deflációs várakozások megszilárdultak. A globális pénzügyi válság alatti újabb növekedési nehézségek mellett a további monetáris lazítás sem tudta tartósan megakadályozni az árszínvonal további csökkenését.

A zéró alapkamat és a nemkonvencionális eszközök sikertelensége indokolhatta Japánban, hogy a BoJ tett egy lépést az inflációs célkövetés irányába. Masaaki Shirakawa, a japán jegybank elnöke utalt arra, hogy az általános monetáris politikai irányelveket igyekeztek nyilvánosan letisztázni (Shirakawa, 2012). Korábban ugyanis minden döntéshozó külön-külön határozta meg, hogy véleménye szerint hány százalékos fogyasztóiár-index van összhangban az árstabilitással. A korábbi években tett jegybanki nyilatkozatok és közlemények alapján a most bejelentett célokkal megegyező szinten értelmezték az árstabilitást. A jelenlegi bejelentés tehát nem tekinthető érdemi változásnak, azonban a kollektíven kijelölt inflációs cél segítheti a várakozások horgonyzását. Shirakawa kiemelte, hogy az első feladat a defláció leküzdése, majd a fenn tartható növekedés elérése árstabilitás (1 százalékos infláció) mellett. Az évtizedes defláció magyarázhatja azt, hogy aktuális célnak az 1 százalékos jelölték ki a közép- és hosszú távú 2 százalékos vagy az alatti cél mellett.

A BoJ bejelentése közeledést jelent az IT felé, azonban az IT további eszközei (nagyfokú transzparencia, inflációs jelentés, az inflációs cél elsődlegessége) nélkül csak egy lépésnek tekinthető, míg komoly elköteleződést az inflációs cél elérése érdekében nem vállaltak. Zéró alapkamat mellett a BoJ a kamatpolitikára nem tud támaszkodni, a mennyiségi lazítás pedig két hosszabb időszak tapasztalatai alapján sem képes az 1 százalékos infláció irányába billenteni a gazdaságot, így nem maradt más eszköz, mint a kommunikáció és a célrendszer részleges megváltoztatása. Ezen belül a kamat várható alakulására vonatkozó indikációt is az inflációhoz kötik, szemben például a Feddel, amely konkrét – jelenleg 2015 közepéig tartó – időszakot határoz meg. Az inflációs cél bejelentése mellett ugyanazon a sajtótájékoztatón hirdették ki az eszközvásárlási program bővítését is. A kettős bejelentés a deflációs várakozások enyhítését célozza. Shirakawa szerint a válság alatt a jegybankok igyekeznek javítani saját monetáris rezsimjükön, és ennek érdekében ellesnek egymástól olyan fontos elemeket, mint amilyen az explicit inflációs cél. Ezáltal egyfajta konvergencia történik a jegybankok működésében, ami el is mossa valamennyire a korábbi határokat.

1. ábra
A fogyasztóiár-index alakulása Japánban



Forrás: OECD.

A FED KÖZELEDÉSE AZ INFLÁCIÓS CÉLKÖVETÉS FELE

A pénzügyi válság előtt nagyfokú elégedettség övezte a Fed működését. Az infláció leszorításában és a várakozások horgonyzása terén elért eredmények is hozzájárultak a monetáris politika hitelességéhez. A jegybank foglalkoztatási mandátuma lehetőséget biztosíthat a gazdaságpolitikusoknak, hogy arra hivatkozva az alacsony munkanélküliség rövid távon érvényesülő politikai előnyeit helyezték előtérbe a magasabb infláció hosszabb távú gazdasági költségei helyett – a Fed jó inflációs teljesítménye azonban nem utalt jelentős politikai nyomásra (Labonte, 2012). A Fed ezenkívül átláthatóság tekintetében már az 1990-es évek végén sem lógott ki jelentősen más nagy jegybankok (EKB, Bank of Japan) és a fejlett országok inflációs célkövetést alkalmazó jegybankjai közül, amit a 2000-es években további előrelépés követett (2. ábra). A 2000-es években a válság kirobbanásáig (az ún. „Great Moderation” alatt) a dinamikus gazdasági növekedés magas foglalkoztatás és alacsony inflációs környezetben valósult meg, így látszólag teljesültek a modern jegybankokkal, és különösen a Feddel szemben elvárt fő kritériumok.

A jó teljesítmény ellenére, élénk közgazdasági vitákat kiváltva mégis felmerült, hogy a kettős mandátum alternatívájaként érdemes-e áttérni az inflációs célkövetésre. Az IT bírálói főként azzal érveltek, hogy az új keret az inflációs cél elérésére korlátozná a Fed mozgásterét, illetve egy fix horizonton belül kellene ellensúlyozni a sokkok inflációs hatását, és ezek miatt csökkenne a Fed rugalmassága

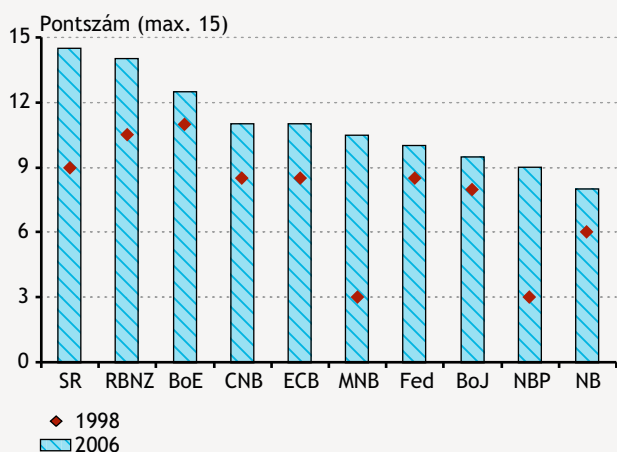
(Friedman, 2004; Meyer, 2004). Ezen logika mentén az inflációs célkövetés rugalmatlansága nagyobb reálgazdasági volatilitáshoz vezetne, mert például kínálati sokk esetén az inflációs cél teljesítését helyezné előtérbe. Az FOMC vitái során a célul szolgáló indexektől (teljes fogyasztóiár-index vagy maginfláció) kezdve a konkrét célérték megállapításán keresztül számos olyan pont merült fel, amelyek kapcsán nem alakult ki konszenzus a tagok között.

Az IT támogatói kiemelték, hogy a Fed monetáris politikája rugalmas volt ugyan, azonban a világos hosszú távú célok hiánya nagyobb bizonytalansággal járt, mintha támaszkodni lehetett volna egy nominális horgonyra. A Fed teljesítményét is nehezebb volt megítélni, amíg nem lehetett tudni, hogy milyen értékekhez kellene viszonyítani. Érvelésük szerint a kettős mandátum sikeressége ellenére az IT tisztább stratégiai keretet adhatna a Fed számára. Bernanke et al. (1999) kutatása alapján az IT a legalkalmasabb arra, hogy hosszú távon – a gazdasági növekedést is támogatva – alacsonyan tartsa az inflációt és a várakozásokat, a gazdaságot érő sokkok esetén azonban megengedjen átmeneti eltéréseket az árstabilitástól. Így például az optimális monetáris politika figyelembe veszi a sokkok nagyságát és természetét, és a horizontot ennek megfelelően rugalmasan kezeli. A Fed jónak ítélt inflációs teljesítménye ellenére felmerült, hogy az IT jegybankokkal szemben a Fed esetében kevésbé voltak horgonyzottak az inflációs várakozások, mert a magánszektor hosszú távú inflációs várakozásai érzékenyebben reagáltak a gazdasági hírekre (Gürkaynak et al., 2010).

Az IT gyakorlata – különösen a válság alatt – is bizonyította, hogy az inflációs cél nem kerül konfliktusba a növekedéssel. A fejlett országok jegybankjai – a romló növekedési kilátásokra válaszul – rövid időn belül nulla közelébe csökkentték az alapkamatot, amit nagy volumenű eszközvásárlási programok és további, szintén mennyiségi lazítást célzó eszközök követtek. Ebben támogatta őket a gyenge kereslet árazást és bérezést fegyelmező hatása, illetve a korábbi alacsony inflációnak köszönhetően kiépült monetáris politikai hitelesség és az inflációs várakozások horgonyzotttsága. Az inflációs célkövető jegybankok mellett a Fed is élen járt a gazdasági fellendülést támogató monetáris politikai eszközök kidolgozásában.

A válság alatt ugyanakkor az is felvetődött, hogy a nagymértékű mennyiségi lazítás és a tartósan alacsony kamatszint miatt a Fed hosszabb távon inflációs problémával szembesülhet. A jelzálogpiaci feszültségek, majd a Lehman-csőd után, a bankválság elkerülése érdekében a Fed agresszív monetáris lazítással igyekezett kezelni a piaci sűrűlódásokat. Bár a Fed eleinte a deflációs kockázatok elkerülésére hivatkozott, az erőteljes mennyiségi lazítás és a növekedést

2. ábra
Jegybanki transzparencia



Megjegyzés: a jegybankok jelölése a következő: SR: Sveriges Riksbank, RBNZ: Reserve Bank of New Zealand, BoE: Bank of England, CNB: Czech National Bank, ECB: European Central Bank, MNB: Magyar Nemzeti Bank, Fed: Federal Reserve, BoJ: Bank of Japan, NBP: National Bank of Poland, NB: Norges Bank.

Forrás: Dincer-Eichengreen (2010).

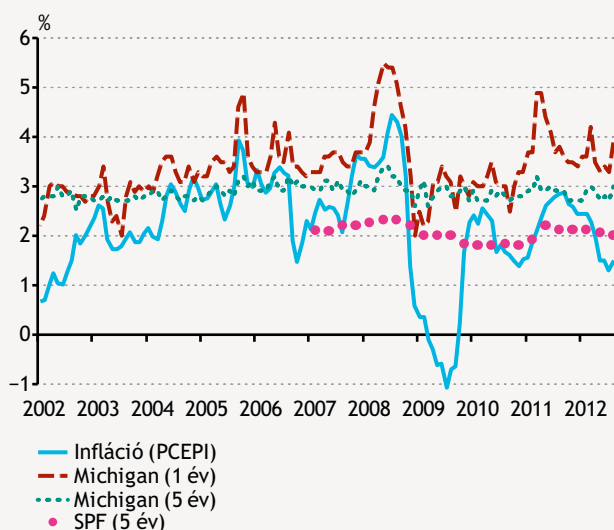
hangsúlyozó kommunikáció hatására erősödtek az inflációs félelmek, különösen 2011-ben, amikor a globális nyersanyagárak hatására megugrott az infláció, és a 12 hónapos inflációs várakozások is jelentősen megemelkedtek (3. ábra). A hosszabb távú várakozások horgonyzottak voltak, azonban a felmérések alapján nőtt a bizonytalanság a válság kitörése után: míg a középérték stabil maradt, a válaszadók korábbinál nagyobb aránya várt deflációt vagy magasabb inflációt (Pasaogullari-Bianco, 2010). Mindez intő jel lehetett az árstabilitással összefüggő hitelességet tekintve, és idővel kockázatot jelenthetett volna a hosszabb távú várakozásokra is.

A válságban folytatott erőteljes fiskális lazítás és a pénzügyi szektor konszolidációjának hatására az USA államadóssága jelentősen megnőtt. A bruttó államadósság 4 év alatt másfélszeresére emelkedett, és 2011 végén meghaladta a bruttó hazai össztermék 100 százalékát. Lehetőségként felmerült, hogy mivel az adósság döntő része az USA-ban nominális értelemben rögzített, ezért a magas infláció csökkenti a visszafizetendő adósság reálértékét, így a felduzzadt államadósságot magasabb inflációval lehetne csökkenteni (lásd például Aizenman-Marion, 2009). Ezek az elképzelések is erősíthették azokat a várakozásokat, hogy a Fed magasabb inflációt tolerálhat a jövőben, ami a Fed

döntéshozóit szintén egy tisztább stratégiai keret kialakítására készíthette.

A fenti problémák rávilágítottak, hogy a korábbi implicit inflációs cél helyett egy erős, nominális horgonyra van szükség. A Greenspan-időszakról (1987–2006) jellemzően már úgy vélekednek a közgazdászok, hogy a Fed implicit inflációs célkövető rezsím volt, azonban 2012. január végéig nem rendelkezett explicit, numerikusan megragadható inflációs céllal (Goodfriend, 2004).³ Az árstabilitás korábban is szerepelt a célok között, és a döntéshozók is egyértelművé tették emellett elkötelezettségüket, ugyanakkor nem volt egyetértés, hogy az egyes döntéshozók mekkora inflációt tekintenek az árstabilitási mandátummal konzisztensnek, amihez még az FOMC döntéshozó tagjainak cserélődése is hozzájárulhatott.⁴ Az implicit célra vonatkozó indikációt 2009 elejétől a döntéshozók hosszú távú inflációs előrejelzése adhatott, ami jelezte, hogy az egyes döntéshozók szerint az infláció „megfelelő” monetáris politika mellett milyen értékhez fog hosszabb távon konvergálni, ami alapján a Fed árstabilitási mandátumát jellemzően 2 százalékos inflációs célként interpretálták (Kocherlakota, 2010).⁵ Azzal, hogy az inflációs cél egy konkrét explicit érték lett, a Fed biztosabb nominális horgonyt tud biztosítani az amerikai gazdaság számára, miközben ez nem jelent költséget a gazdasági növekedés szempontjából.

3. ábra
Infláció és inflációs várakozások az USA-ban



Forrás: Bureau of Economic Analysis, Michigan felmérés, Survey of Professional Forecasters (SPF).

A Fed jelenlegi stratégiai keretének fő vonásai összhangban vannak az inflációs célkövetés legjobbnak tekinthető nemzetközi gyakorlatának elemeivel, ugyanakkor egyedi sajátosságokat is ki lehet emelni. A Fed által választott pontcél jellemző az IT jegybankok döntő többségére. Egy részük szimmetrikus toleranciasávot is kijelöl a cél körül, egy célsáv azonban elvonja a figyelmet a tényleges inflációs pályáról, és így kevésbé orientálja a várakozásokat. Az inflációs cél mértéke (2 százalék) belesik a fejlett országokban megfigyelhető 2–3 százalékos intervallumba, valamint összhangban van a döntéshozók korábbi előrejelzései alapján kirajzolódó implicit céllal (4. ábra). Ezzel szemben az inflációs cél mutatószáma és az egységes inflációs jelentés hiánya eltér az IT-rezsimekben megszokottól. Míg az IT jegybankok a fogyasztóiár-indexben (Consumer Price Index, CPI) határozzák meg céljukat, a Fed a személyes fogyasztási kiadások árindexét (Personal Consumption Expenditure Price Index, PCEPI) választotta. A PCEPI figyelembe veszi a fogyasztói szokások változását, valamint a termékek és

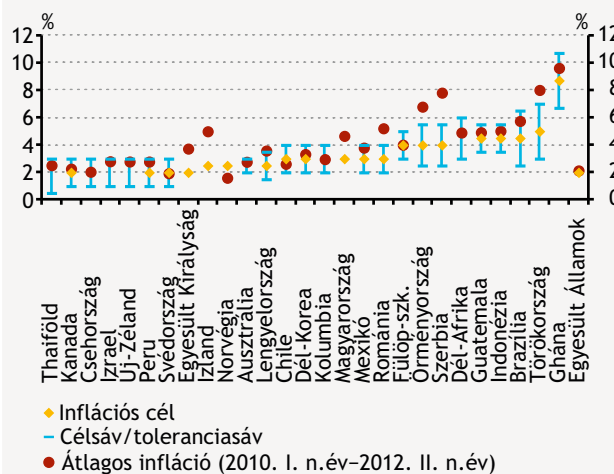
³ Implicit IT jegybankként a Fed úgy alakította az irányadó kamatot, ahogyan azt egy formálisan is IT jegybank tette volna, azaz az inflációs kilátások romlására kamatemeléssel reagáltak.

⁴ Az FOMC 12 tagból áll, ezek a Kormányzótanács 7 tagja, a New York-i Fed elnöke és a maradék 11 regionális Fed elnöke közül 4, akik évente váltják egymást rotációs rendszerben.

⁵ A három legmagasabb és legalacsonyabb előrejelzés elhagyásával kapott „középső előrejelzés” (central tendency) hosszú távon a személyes fogyasztási kiadások árindexével mért inflációnál egy 1,7–2,0 százalékos sávot adott 2011 folyamán.

szolgáltatások szélesebb körét – például az állami egészségügyi programok kiadásait is – magában foglalja, az idősor azonban rendszeresen revideálódik.⁶ Szintén elűt az IT jegybankok gyakorlatától az egységes inflációs jelentés hiánya, bár a regionális Fedek részletesen elemzik saját régiójuk gazdasági folyamatait, a Federal Reserve of New York pedig stábelőrejelzést tartalmazó részletes jelentést is nyilvánosságra hoz. Egy, az FOMC döntéseinél felhasznált, rendszeres és átfogó kiadvány segíthetné a monetáris politika jobb megértését (Bernanke et al., 1999; Plosser, 2012), bírálói szerint azonban relatíve nagyobb hangsúlyt adna az inflációs folyamatoknak, és így nem lenne összhangban a „kettős mandátum szellemével” (Meyer, 2004). Addig is a döntéshozók előrejelzéseit nyilvánosságra hozzák, a döntés indoklását sajtótájékoztatón ismertetik, és más kommunikációs csatornákat is intenzíven használnak, megteremtve a szükséges nyilvánosság alapjait. Ezen túlmenően 2012 elejétől az irányadó kamatra vonatkozó előrejelzéseket is nyilvánosságra hozzák. A publikus kamatelőrejelzések segítik a teljes makrogazdasági pálya értelmezését, továbbá könnyítik a döntéshozók álláspontjának, gondolkodásának megértését. (Erről részletesebben lásd a 2. keretes írást.)

4. ábra
IT jegybankok 2012-es inflációs céljai



Megjegyzés: a cél mindenhol CPI, kivéve az Egyesült Államokat (PCEPI) és Thaiföldet (maginfláció). A thaiföldi jegybank már javasolta a headline inflációs cél bevezetését (3±1,5%), amit azonban egyelőre elhalasztottak. Az inflációs számok a célnak megfelelő mutatóban vannak kifejezve. Thaiföldnél az átlagos infláció 12 havi mozgó átlag. Forrás: IFS; Bureau of Economic Analysis; Bank of Thailand; Hammond (2012).

2. keretes írás

Az alapkamat előrejelzése

Az inflációs cél bejelentése mellett 2012 elejétől nyilvánosságra hozták a döntéshozók kamatra vonatkozó előrejelzéseit is. Az előrejelzett változók köre így kibővült az alapkamattal, ezzel a Fed az inflációs célkövető jegybankok egy szűk csoportjához csatlakozott (Új-Zéland, Norvégia, Svédország, Csehország). Fontos kiemelni, hogy a kamatra vonatkozó előrejelzés nem ígérlet, hanem az adott időpontban rendelkezésre álló információk alapján előrevetített pályát mutatja. Ezenkívül a Fed esetében inkább tekinthető feltevésnek, mint a szó szoros értelmében vett előrejelzésnek. Ez abból következik, hogy nem a legvalószínűbb kamatpályát mutatja, hanem azt, hogy az egyes döntéshozók szerint milyen kamatpályával lennének elérhetőek a kívánt gazdasági (inflációs, foglalkoztatási) célok (Plosser, 2012). A kamatra vonatkozó előrejelzések publikálása érthetőbbé teszi a monetáris politika működését, a gazdasági szereplők tisztább képet kaphatnak a kamattal való alakulásával kapcsolatban. Ilyen szempontból nem is igazán a kezdeti előrejelzések pontossága számít, hanem az, hogy a gazdasági szereplők megfigyelhetik a kamatra vonatkozó előrejelzések változását, és ezzel többet tudhatnak meg a jegybank reakciófüggvényéről (Evans, 2012). Ez elősegítheti, hogy a háztartások és a vállalatok jobban informált döntéseket hozzanak, csökkentheti a gazdasági és pénzügyi bizonytalanságot (és ezzel a hosszú kamatokat), növelheti a monetáris politika hatékonyságát és elszámoltathatóságát.

Következtetéseket azonban csak óvatosan lehet levonni az előrejelzésekből a monetáris politikára vonatkozóan, mert az egyéni előrejelzéseket figyelembe veszik ugyan a döntésnél, de a FOMC közleménye a fő kommunikációs eszköz. A kamatra vonatkozó előrejelzés pontosíthatja a közlemény kamatuzenetét (*forward guidance*), de ellentmondások is fennállhatnak közöttük. Ez azért fordulhat elő, mert előrejelzéseket nem csak az FOMC aktuális tagjai készítik, így azok tartalmazzák a szavazattal épp nem rendelkező tagok egyéni értékelését is. Ezzel szemben a közlemény az FOMC-tagok álláspontját foglalja magában.

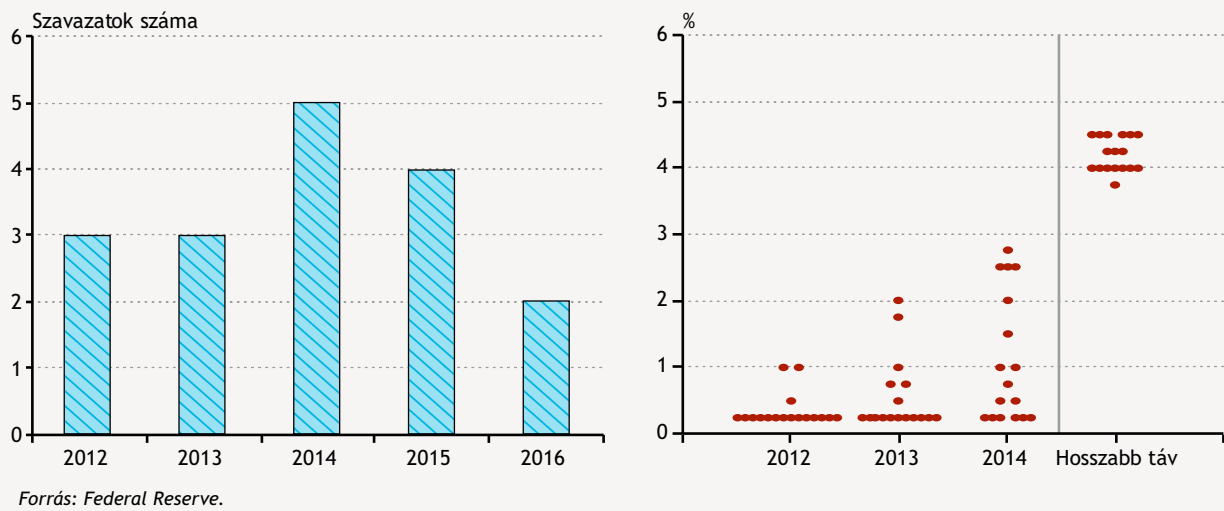
⁶ A két index döntően a számításuk statisztikai módszertana, a fogyasztott termékek és szolgáltatások lefedettségének köre, a termékek és a szolgáltatások relatív súlyozása (fogyasztói vagy kiskereskedelmi mintavétel), illetve egyéb statisztikai okok (szezoniális igazítás, imputált árak) miatt különbözik egymástól (Clark, 1999). A PCEPI változó jószákosára jobban leköveti a fogyasztói szokások változását, a fogyasztóiár-index ezzel szemben egyszerűbb és az árak mérése megbízhatóbb. A két index jellemzően együtt mozog, bár időnként jelentős különbségek adódhatnak. Ezt részben magyarázhatja, hogy a PCEPI jobban megragadja a dráguló termékek és olcsóbb helyettesítőik közötti helyettesítési hatást a fogyasztási súlyok változása miatt, ezért a CPI-hez képest alacsonyabb lehet az árindex értéke.

A Fed nem publikálja az alapkamat teljes pályáját, ahogy a többi előre jelzett változónál sem, szemben a svéd, a norvég és a cseh jegybank gyakorlatával. Ehelyett az előrejelzéseket két ábrán jeleníti meg. Az első ábra azt mutatja, hogy várhatóan melyik évben kerül sor az első kamatemelésre (5. ábra bal panel). Ezen tükröződik az iránymutatás, miszerint 2014 végéig rendkívül alacsony maradhat az alapkamat. A második grafikon ábrázolja az aktuális év utolsó negyedévére, illetve a következő évekre és hosszabb távra vonatkozó előrejelzéseket (5. ábra jobb panel). Az ábra egyben azt is jelzi, hogy a „különösen alacsony kamatszint” nem feltétlenül egyezik meg az aktuális 0–0,25 százalékkal. A medián ugyanis 0,75 százalék, így a 0,25–0,75 százalékos sáv még beleférhet a különösen alacsony kategóriába.

5. ábra

A kamatemelés kezdetének időpontja és az irányadó kamatra vonatkozó előrejelzés

(2012. január)



A Fed januári bejelentésével jelentős lépést tett az inflációs célkövetés irányába. Ennek ellenére formálisan nem tekinthető IT jegybanknak, mert hiányzik az árstabilitás elsődlegessége melletti elköteleződés, a foglalkoztatási cél nincs alárendelve az árstabilitásnak (1. táblázat). Egy általánosan elfogadott osztályozás szerint inflációs célkövetésről akkor beszélhetünk, ha az adott jegybank explicit, numerikusan meghatározott inflációs céllal rendelkezik, és hierarchikus a célrendszere, azaz az inflációs cél elsődleges a mandátumok között. Az év eleji bejelentéssel teljesült az első kritérium, a másodiknak azonban a Fed továbbra sem felel meg. A többi stratégiai elem azonban már mind megtalálható a Fed működésében, az ennél nagyobb közeledést pedig politikai-jogi korlátok gátolhatják. Az IT mint stratégia jogilag bevezethető a Fed jelenlegi mandátumának keretei között, ha a Fed véleménye szerint ezzel tudja legjobban elérni a céljait (Labonte, 2012; Plosser, 2011). A jelenlegi munkaerő-piaci helyzetben azonban politikailag nehezen felvállalható változás lenne a foglalkoztatási mandátum kihagyása vagy háttérbe szorítása. A válság kirobbanása óta napjainkig sem állt helyre az amerikai munkaerő-piac, ennek tükrében az árstabilitás elsőbbsége melletti

elköteleződés nem feltétlenül lenne összhangban sem a döntéshozók, sem a lakosság preferenciájával, és nehezen lehetne kommunikálni a jelenlegi törekvő gazdasági kilábalás és laza munkaerő-piaci viszonyok mellett. Úgy véljük ugyanakkor, hogy a Fed a kettős mandátum tradíciói ellenére lényegében a rugalmas IT-nek megfelelő monetáris politikai stratégia mellett kötelezte el magát.

Az elmúlt fél évben korrigálódtak a megugrott inflációs várakozások, és csökkent az infláció is. Bár az eltelt idő rövid egy átfogó elemzésre és a következtetések levonására, 2011 utolsó és 2012 első két negyedében az amerikai gazdaság dinamikus, átlagosan 2 százalékot meghaladó ütemben növekedett az előző év azonos időszakához képest, a defláció pedig az év eleji magas energiaárak ellenére folytatódott. Az (egyéves) inflációs várakozások a fejlett világban kedvezőnek számító növekedési pálya és tartósan magas energiaárak mellett is mérséklődtek. Mindez megfelelő körülményeket teremtett a Fed 2012 szeptemberében meghirdetett újabb eszközvásárlási programjának, amelynek keretében havonta 40 milliárd dollár értékben fognak jelzálogfedezetű értékpapírokat (mortgage-backed

1. táblázat

Inflációs célkövető jegybank-e a Fed – értékelés Mishkin (2004) kritériumai alapján

| Kritérium | Teljesülés |
|--|------------|
| Számszerű, középtávú inflációs cél bejelentése. | ✓ |
| Intézményi elköteleződés az árstabilitás mint a monetáris politika elsődleges célja iránt. | ✗ |
| Széles információs bázison alapuló monetáris stratégia. | ✓ |
| A monetáris politika nagyfokú transzparenciája a piacok és a nyilvánosság felé. | ✓ |
| A jegybank nagyfokú elszámoltathatósága az inflációs cél elérésének vonatkozásában. | ✓ |

securities, MBS) vásárolni. Az újabb eszközvásárlási program mellett a korábbi eszközöket (pl. a korábban már említett „Operation Twist”) is meghosszabbították az év végéig, valamint az irányadó kamatnál is a korábbinál hosszabb ideig, 2015 közepéig valószínűsítene alacsony kamatszintet. A Fed előrejelzése alapján az infláció a további lazítás mellett is célon marad, a növekedés élénkül, és 2014 végére lassú ütemben 7 százalék alá csökkenhet a munkanélküliség. Véleményünk szerint az inflációs várakozások sikeres horgonyzásához a januárban bejelentett új stratégiai elemek is hozzájárulhattak, és a jövőben is fontos szerepet játszhatnak.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- AIZENMAN, JOSHUA–NANCY MARION (2009): Using Inflation to Erode the US Public Debt. *NBER Working Paper*, no. 15562, National Bureau of Economic Research.
- ANDERSON, RICHARD G. (2012): The FOMC: Transparency Achieved?. *Economic Synopses*, 9, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- BERNANKE, BEN S. (2012): *Statement before the Committee on Financial Services*. February 29.
- BERNANKE, BEN S.–THOMAS LAUBACH–FREDERIC S. MISHKIN–ADAM S. POSEN (1999): *Inflation Targeting: lessons from the international experience*. Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- BULLARD, JAMES B. (2012): *Inflation Targeting in the USA*. Beszéd. Union League Club of Chicago, February 6.
- CARNEY, MARK (2012): *A Monetary Policy Framework for All Seasons*. Beszéd. U. S. Monetary Policy Forum, New York, February 24.
- CLARK, TODD E. (1999): A Comparison of the CPI and the PCE Price Index. *Economic Review*, Q3, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 15–29.
- DINCER, NERGİZ–BARRY EICHENGREEN (2010): Central Bank Transparency: Causes, Consequences and Updates. *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 11 no. 1, pp. 75–123.
- EVANS, CHARLES L. (2012): *Monetary policy communications and forward guidance*. Beszéd. International Research Forum on Monetary Policy Seventh Conference, Frankfurt am Main, March 16.
- FRIEDMAN, BENJAMIN M. (2004): Why the Federal Reserve Should Not Adopt Inflation Targeting. *International Finance*, vol. 7 no. 1, pp. 129–136.
- GOODFRIEND, MARVIN (2004): Inflation Targeting in the US?. In: BERNANKE, BEN S.–MICHAEL WOODFORD (2004): *The Inflation-Targeting Debate*, University of Chicago Press, pp. 311–352.
- GÜRKAYNAK, REFET S.–ANDREW T. LEVIN–ERIC SWANSON (2010): Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? Evidence from the U.S., UK, and Sweden. *Journal of the European Economic Association*, vol. 8 no. 6, pp. 1208–1242.
- HAMMOND, GILL (2012): State of the Art of Inflation Targeting. Centre for Central Bank Studies. *Bank of England Handbook*, no. 29.
- JUDD, JOHN P.–GLENN D. RUDEBUSCH (1999): The Goals of U.S. Monetary Policy. *FRBSF Economic Letter*, 99-04, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- KOCHERLAKOTA, NARAYANA (2010): *Economic Outlook and the Current Tools of Monetary Policy*. Beszéd. European Economics and Financial Centre, London, September 29.
- LABONTE, MARC (2012): Changing the Federal Reserve’s Mandate: An Economic Analysis. *CRS Report for the Congress*, R41656, Congressional Research Service.

- LEHMANN KRISTÓF (2012): A nemkonvencionális jegybanki eszközök nemzetközi tapasztalatai. *MNB-szemle*, június, Magyar Nemzeti Bank, pp. 24–30.
- LEVIN, ANDREW–FABIO M. NATALUCCI–JEREMY M. PIGER (2004): The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 86 no. 4, pp. 51–80.
- MEYER, LAURENCE H. (2004): Practical Problems and Obstacles to Inflation Targeting. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 86 no. 4 July–August, pp. 151–160.
- MISHKIN, FREDERIC S. (2004): Why the Fed Should Adopt Inflation Targeting. *International Finance*, vol. 7 no. 1, pp. 117–127.
- MNB (2012): *Monetáris politika Magyarországon*. Magyar Nemzeti Bank.
- PASAOGULLARI, MEHMET–TIM BIANCO (2010): Survey-Based Measures of Inflation Expectations. *Economic Trends*, Federal Reserve Bank of Cleveland.
- PLOSSER, CHARLES I. (2011): *Strengthening Our Monetary Policy Framework Through Commitment, Credibility, and Communication*. Beszéd. Global Interdependence Center's 2011 Global Citizen Award Luncheon, Union League Club, Philadelphia, November 8.
- PLOSSER, CHARLES I. (2012): *A Progress Report on Our Monetary Policy Framework*. Beszéd. Forecasters Club, New York, February 29.
- ROGER, SCOTT (2010): Inflation Targeting Turns 20. *Finance and Development*, March, pp. 46–49.
- SHIRAKAWA, MASAOKI (2012): *The Bank of Japan's efforts toward overcoming deflation*. Beszéd. Japan National Press Club, Tokio, February 17.
- SVENSSON, LARS E. O. (2009): *Flexible inflation targeting – lessons from the financial crisis*. Beszéd. Netherlands Bank, Amsterdam, September 21.
- THORNTON, DANIEL L. (2012): How Did We Get to Inflation Targeting and Where Do We Need to Go to Now? A Perspective from the U.S. Experience. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 94 no. 1 January–February, pp. 65–81.