

# Racionális várakozások és a Monetáris Konszenzus

Harasztosi Péter



**T**aylor [2000] szerint, aki az elmúlt huszonöt év makroökonómiai eredményeit akarja megvizsgálni, és ehhez a racionális várakozások hipotézisének keresztül fog hozzá, az legalább akkora hibát követ el, mintha valaki a keynesi elméletet egyetlen multiplikátoron keresztül akarná magyarázni. A helyes út a sztochasztikus differenciálegyenleteken át vezet. Ezt a hibát azonban most mégis el fogjuk követni. Ugyanis célunk egy elmélettörténeti barangolás, melynek ösvényén végighaladva kívánjuk felgöngyöltetni a modern pénzügypolitika gazdaságelméleti legitimációját, amelynek pl. egyik manifeszt képviselője az inflációs célkitűzés rendszere<sup>38</sup>. Az állítás az, hogy létezik ma egy többé-kevésbé elfogadott konszenzus annak tekintetében, hogy hogyan viselkedik egy kellően jól-nevelt jegybank. Ezt a status quo-t próbáljuk meg a továbbiakban összekötni az ún. monetarista és újklasszikus fordulattal. Amely a két nehezen elkülöníthető iskola talán egyetlen biztos közös pontja a racionális várakozások beépítése és a Lucas-kritika elfogadása. Tehát a modern monetáris hozzáállás célja az aktivizmus elvetése, az alacsony infláció melletti pénzügyi stabilitás megteremtése.

Ma a monetáris politika és a központi bankok politikája egy nem is olyan hosszú vita közgazdaságtani konszenzusának az eredménye, melyet adottnak veszünk, és nem gondolunk bele abba, hogy e konstrukció miként is jött létre. Ma a legtöbb jegybank csak az infláció letörésének szenteli idejét, és más célt nem is tűz ki maga elé. Ezek az intézmények vagy közvetve, árfolyam céllal, kamatcéllal vagy magával az inflációs előrejelzés célzásával próbálják elérni az árstabilitást. Bár a hivatalosan az Amerikai Egyesült Államok jegybankja a FED az infláció mellett törvényi megkötéssel a kibocsátás növelésére (munkanélküliség leszorítására) is kell hogy törekedjen, a gyakorlatban azonban ez az intézmény is az 1-2 % körüli stabilnak tekinthető árszínvonal-növekedés megvalósítását helyezi a prioritások élére.

---

<sup>38</sup> Arról, hogy az inflációs célkitűzés valójában szabálykövető-e, megoszlanak a vélemények. A téma heves viták tárgya. Egyértelmű, hogy az inflációs célkitűzés nem annyira élesen szabálykövető, mint a Friedman-féle K szabály, azonban a rendszerben elvárt hitelesség és ígéret (commitment) jobban megköti a kezét a jegybanknak, mintsem bármikor a céltól eltávolító diszkrét döntést hozzon.

A vizsgálódásunk egy időhurkot fog leírni és a következőképpen fog felépülni: először megnézzük azt a jelenkori konszenzust, amelyre a pénzügypolitika épül, másodsor visszaásunk eme konszenzus elméleti legitimációjának alapjaihoz, harmadszor pedig innen újrazekzdve visszakövetjük a konszenzus kialakulását. Először is nézzük meg mit is jelent pontosan ez a konszenzus.

### A modern monetáris politikai vízió

Mishkin [2000] miközben arra a kérdésre próbál meg válaszolni, hogy „mit kellene tennie egy központi banknak?” összefoglalja azt a politikát, amit ma Alan Greenspan neve és a FED képvisel. Hasonló monetáris meggyőződést követnek a világ vezető központi bankjai, élen az új-zélandi jegybankkal, amely az 1989-ben bevezetett inflációs célkitűzés rendszerével az egyik legmodernebb „monetarista” jegybank volt.

Mishkin [2000, 1. o.] összefoglalva a jegybankpolitika vezető irányelveit, az árstabilitás mellett még hat fontos szempontot nevez meg. Ezek (1) a fiskális politikával való összehangoltság, (2) az időinkonzisztencia problémájának kezelése, (3) az előrettekintés, (4) az elszámoltathatóság, (5) a kibocsátás szintjét nem hagyhatja figyelmen kívül, (6) a pénzügyi rendszer stabilitásának megteremtése a gazdasági válságok elkerülésének érdekében. Ezek közül számunkra a 2-es és a 3-as pont a legérdekesebb, de a többről is érdemes pár szót szólni. A fiskális politikával való összehangoltság, arra vonatkozik, mint arra Sargent és Wallace [1981] is rámutatott, hogy a felelőtlen költségvetési politika megakadályozhatja, vagy megnehezítheti a kitűzött inflációs alakulás teljesítését, teljesíthetőségét. Az elszámoltathatóság demokratikus kritérium, ami a 'független' jegybank feletti ellenőrzést biztosítja. Az utolsó kettő pedig a gazdasági válságok elkerülését célzó intelem, azaz a jegybank inflációs céljának elérése nem mehet a gazdaság teljesítőképességének rovására. A két kiemelt szempont tehát az előrettekintés és az időinkonzisztencia elkerülése.

Az *előrettekintés* arra vonatkozik, hogy a gazdaságpolitika alakítóinak egyes lépéseknél be kell kalkulálniuk azt is, hogy a kibocsátás vagy magának a gazdaság tevékenységének fluktuációja eltolja, késlelteti a kívánt hatást. Tehát a várható hatásokra időzítve kell a konkrét lépéseket megtenni. A monetáris politika ezen kritikája elsősorban arra vonatkozik, hogy az inflációba vagy a bérszerződésbe beépülő várakozások előre alakítják a makroadatokat (ezek a várakozások akár racionálisak is lehetnek).

Az *időinkonzisztencia* problémáját többek között a Kydland-Prescott [1977] valamint a Barro-Gordon [1983] szerzőpáros fogalmazta meg. A monetáris ajánlás itt arra vonatkozik, hogy a rövid távú gazdaságpolitikai haszon elérése

## Fordulat

---

veszélyezteteti a hosszú távú érdekeket. Itt elsősorban a rövidtávú kibocsátás-infláció libikókáról van szó. A kritika kimondja a rövidtávú expanzív monetáris politika gazdaság- és foglalkoztatásserkentő hatásának hosszútávú érvénytelenségét. Az érv pedig nem más, mint a várakozások beépülése a gazdasági szereplők döntési folyamataiba.

Mishkin ugyanakkor megkülönböztet hét szerepet is, amit a jegybanknak fel kell vállalnia, így ezek is részének tekinthetőek a modern jegybankról szóló vízióknak: (1) a pénzügyi stabilitás, mint egyértelmű hosszútávú cél, (2) jól látható (explicit) nominális horgonyt kell választania, (3) a jegybank célfüggő, de (4) eszköz független legyen, (5) a jegybank elszámoltatható legyen, azaz ellenőrizhető, (6) a központi banknak nagy hangsúlyt kell fektetnie a kommunikációra és az átláthatóságra (*transzparencia*), (7) a pénzügyi stabilitásnak mindenképpen a céljai között kell szerepelnie. Jól látszik a szerepek és az irányelvek közötti összefonódás, hiszen többségük megegyezik.

### A Racionális Várakozások Forradalma

Egy kortárs [Miller et. al. 1975] írás a monetáris politikáról szóló vitatkozó közgazdászokat úgy írja le, mint két egymással szemben álló tábor. Az első tábor a Keynes utáni szintézis beavatkozás párti aktivista képviselői, akik hiszik, hogy létezik egy kihasználható Phillips görbe, és e mentén a monetáris politika enyhítheti az összkereslet ingadozása által előidézett sokkokat. Ezzel az állásponttal szembehelyezkednek a nem-aktivista politika hívei, akik szerint az állandó ütemű pénznövekedés szabályát követve sokkal jobb eredményt érhet el a gazdaság, mint hogyha az aktivista gazdaságpolitikát erőltetnénk. A szerzők szerint ennek az utóbbi tábornak nem volt birtokában egy ütőképes elméleti háttér, mindaddig, amíg Lucas 1972<sup>39</sup>-es kritikájában világossá nem tette azt, hogy az ökonometriai modellek nem alkalmasak a monetáris politika valós hatásának modellezésére és az aktív cselekvés megtervezésére, hiszen a modell alapvető paraméterei változnak egy-egy lépés során a beépülő várakozásoknak köszönhetően.

A következőkben megpróbáljuk összegyűjteni azokat a sarokpontokat, amiben a racionális várakozások bevezetésével a monetarista és újklasszikus szemléletnek sikerült az addigi aktivista mozgalomtól elkülönülnie. Persze a legnagyobb fegyvertény a már említett Lucas-kritika volt, amely letörte a túlzottan optimista ökonometristák munkakedvét. Ezen sarokpontok megtalálásához segítségül hívjuk Holland [1985] a témába vezető és Király [1998] Lucas-t értelmező írását. Mindenekelőtt azonban itt az ideje, hogy tisztán lássunk a racionális várakozások kérdésében. A racionális várakozások szereplő alanya egy döntési

---

<sup>39</sup> Lucas Robert E. [1972] Expectations and the non-neutrality of money; In.: Journal of Economic Theory Vol.4 No.2 April

szituációban nem csak a múltból hozott tapasztalatok alapján mérlegel, hanem felhasználva a jelen információit is racionálisan választ úgy, hogy elégedettsége, élvezete maximális legyen. [Sargent 2003] A várakozások bevezetése a gazdaságba nem volt újdonság, hiszen pl. a mezőgazdasági szektor üzleti tervezése nagy mértékben épült erre a fogalomra, Keynes és Tobin pedig pénzkeresleti függvényeikben a kamat szabályozó szerepét is a várakozásból vezették le. [Mizen 2000]

A racionális várakozások nem azzal hozták újat a 70-es évek végén, hogy az egyének tudása tökéletesedik arról, hogy hogyan működik a gazdaság és hogy hogyan valósulnak meg a politikai döntések, hanem a fordulatot elsősorban az hozta, hogy a monetarista forradalom visszatért a pre-keynesiánus gondolathoz. E gondolat követői szerint létezik az általános egyensúly, illetve elfogadják azt a posztulátumot, hogy az állami politika és elsősorban a pénzügypolitika hatástalan a gazdasági folyamatokra, nem képes befolyásolni egyszerre a munkanélküliséget, inflációt és a kibocsátást. A klasszikus egyensúlyelmélettel némileg ellentmondó ugyan, de a keynes-utáni korba beágyazódik a természetes munkanélküliség rátájának eszméje, ami az egyensúlyi rendszer szerves részévé válik. [Taylor 1975] Azonban nem csak az általános egyensúlyelmélet került vissza a közgazdasági diskurzus főáramába, hanem az azonnal alkalmazkodó és tökéletesen rugalmas árszerkezet is. Itt a korábbi ragadósság elhagyását is a várakozások magyarázzák.

A racionális várakozások iskola egyik fontos újítása az is, hogy bár a gazdasági szereplők ismerik a gazdaság működését, talán még a helyes modellt is, ami alapján várakozásaikat kialakítaniuk érdemes, azonban a monetáris és a reálsokkok között nem tudnak különbséget tenni. Azaz nem tudják, hogy az adott áremelkedés a keresletnövekedés vagy pedig a pénzállomány növekedése hatására jött létre, amit azzal magyaráznak, hogy a piacok közötti információáramlás nem tökéletes. [Király 1998] Ennek következménye, hogy a nem-várt pénznövekmény indukálhat gazdasági fellendülést, hiszen a gazdasági szereplők, miután az ár az egyetlen, ami számukra információforrásul szolgálhat, nem tudják eldönteni, hogy a pénznövekmény okozta áremelkedés valójában nem keresletnövekedés-e. Ez sarkallhatja őket a többletkereslet kielégítésére, így az előidézett monetáris sokk rövidtávon megnöveli a kibocsátást. A racionális várakozások hipotéziséből adódó pénzügyi modell alkalmasnak tűnik arra is, hogy megmagyarázza a rövidtávú gazdasági kilengéseket és ciklusokat, amennyiben a keresletnövekedés képzete többletberuházásokban csapódik le. Az emberek azonban, ahogy nem tudják megkülönböztetni a reál és monetáris sokkokat, ugyanúgy bizonytalanok lesznek abban is, hogy elválasszák egymástól a hosszú távú és az átmeneti gazdasági fellendüléseket. Bár ezek az üzleti ciklusok eltéríthetik a gazdaságot a hosszú távú egyensúlyi kibocsátástól és

## Fordulat

---

munkanélküliségtől, de csak rövid távon. Később a gazdaság visszatér ezekre a természetes értékekre (pl. természetes munkanélküliségi ráta).

A monetáris politika hatásosságával kapcsolatban a fentiek alapján kétségek merülnek fel. Ha a monetáris hatóság előre elhatározza, hogy egy adott instrumentumot kezelve, legyen az az irányadó kamatláb vagy a pénzmennyiség milyen lépéseket fog tenni a jövőben, vagy milyen politikát folytat, akkor mindez a várakozásokba beépülve csak nominális értékben változtatja meg a makrofundamentumokat és a reálváltozókat érintetlenül hagyja. A kibocsátást, pl. csak egy váratlan pénznövekmény tudja előidézni, de mint fenn láttuk ez hosszú távú eredménytelensége miatt nem kívánatos.

Érdeemes megemlíteni, azt is, hogy mi lenne, ha a várakozások nem képződnének racionálisan. Ekkor a várakozásokba nem épülnek be a jelen információi az infláció vagy a kamatok alakulásáról, így pl. egy váratlan pénznövekmény, a 'ragadós árak' feltételezéssel reálhatást tud elérni a gazdaságban úgy, hogy annak hosszú távú hatása legyen.

A racionális várakozás hipotézise köré szerveződött elméletben tehát megjelenik a rövidtávú hatásosság keresésének értelmetlensége, illetve egy szabályszerűség iránti igény. Talán kicsit későinek tűnik, de talán itt a leginkább alkalmas tisztázni a címben megadott fogalmak értelmét és a témához való kapcsolódásukat.

### Szabálykövető vagy eseti<sup>40</sup>

A következőkben tehát egy merésznek tűnő vágással áttérünk egy pénzpolitikai vitára, amely szorosan kapcsolódik az előbbiekben leírt fordulathoz. Ez a vita a gazdaságtörténetbe úgy került bele mint az eseti vagy szabálykövető monetáris politika közötti választás kérdése avagy a Rules versus Discretion irodalom.

A szabálykövető politika a nevéből adódóan is egy olyan monetáris szabályrendszert feltételez, amely alapján a jegybank cselekszik. Ez a szabály érthetően és előre kommunikált, azaz megmondja hogy egy adott szituációban mit fog cselekedni a monetáris hatóság és milyen politika várható az elkövetkező években. Mindezzel szemben az eseti monetáris politika az aktuális gazdasági helyzetre való tekintettel próbál megoldást találni, nem előre bejelentett módon, szabályszerűségek használata nélkül próbál meg operálni.

Érdeemes talán végiggondolni azt, hogy a fent leírt vita szereplőihez hogyan kapcsolódik ez a két megoldás, hiszen feltételezéseik különbsége folytán a két

---

<sup>40</sup> A magyar szakkifejezést Mankiw Makroökonómiájának fordítójától kölcsönöztem, előfordulhatnak ettől eltérő kifejezések is.

politika más viselkedést feltételez a két különböző elméleti környezetben. Az aktivista környezetben az eseti politika hatásosabb, hiszen hosszú távon nagyobb gazdasági teljesítményt idézhet elő és letörheti a munkanélküliséget. A szabálykövető gazdaságpolitika igazából kevésbé hatásos, hiszen még nem racionális várakozások mellett is hozzá szoknak a monetáris hatás várható politikájához. Így a politika hatása mérsékeltebb, graduálisabb, de valamelyest függ a kiválasztott eszköztől, azaz attól, hogy a monetáris hatás melyik eszközére érvényes a szabály. Így az aktivista berkeken belül érthetően nem annyira éles a két politika szembenállása.

A racionális várakozások hipotézise mentén a két elgondolás között már nagyobb a feszültség. Sem a szabálykövető, sem az eseti politika nem változtatja meg a hosszú távú gazdasági változókat, mint a kibocsátás vagy a munkanélküliség. A szabálykövető esetben Sargent és Wallace [1975] nyomán a kibocsátás nem változik, akármelyik változó mellett is kötelezi el magát a jegybank. A diszkrét politika esetében azonban elérhető rövidtávú hatás. Ennek szükségessége és hatásossága a hosszú távú semlegesség mellett kérdőjelessé válhat, de mióta tudjuk, hogy „hosszútávon mindannyian halottak vagyunk”<sup>41</sup>, érdemes továbbgondolni ezt a vitát a racionális várakozások hipotéziskörén belül.

A téma vizsgálata során kihagyhatatlannak tűnik Kydland és Prescott 1977-ben írt tanulmánya. A szerzők amellet érvelnek, hogy egy adott gazdasági helyzetben az eseti (diszkrecionális) monetáris politikák sorozata a társadalom jóléti célfüggvény nem maximalizálja. Mindehhez egy olyan társadalmat tétéleztek fel, amely az azonosan informált magánszektorbeni versenyzők mellett még egy jóindulatú kormányzatból áll. Egy ilyen ideális helyzetben (pl. nincsenek érdekkonfliktusok) is előfordul, hogy egy eseti gazdaságpolitikai lépés nem az elérhető legjobb kimenetet biztosítja. Ehhez két feltételezés kell: a jövőre vonatkozó várakozások befolyásolják a jelen döntéseket, illetve annak a feltételezése, hogy ezen döntéseknek van egy externális hatása. Ebben az esetben a monetáris hatás egy bejelentés utáni ellenlépéssel „átverheti a magánszektor”. Ha azonban a várakozások racionálisak, akkor a gazdasági szereplők számítanak a jegybank vagy a kormányzat ilyen jellegű viselkedésére, és kalkulálnak azzal, mikor döntéseiket meghozzák, mindez azonban felesleges bizonytalanságot szül. Így az eseti vagy szabálykövető „dichotómia” leegyszerűsíthető arra a kifejezésre, hogy létezik-e valamilyen ígélet vagy sem. Abban az esetben, ha nincs, akkor már játékelméletről kell legyen szó. [Nancy Stokey 2002]

Játékelméleti téren a problémát Barro és Gordon [1983] vizsgálta meg. Kevert stratégiák alkalmazását is megengedve, súlyozva az eseti és szabálykövető megoldásokat arra a következtetésre jutottak, hogy létezik hosszú távú

---

<sup>41</sup> John Maynard Keynes: Treatise On Money

egyensúlyok halmaza, amelyek feltétele a gazdaságpolitikus jó hírnevén alapszik. Ez akkor jön létre, ha a politikus tettei érthetőek, jól követhetőek és könnyen kimutatható az esetleges eltérés az eredeti szándékoktól. Ennek a legegyszerűbb esete egy jól kommunikált szabály és annak betartása.

### A racionális várakozások kritizálása

A következőkben úgy tűnik majd mintha letérnénk az eseti vagy szabálykövető vita nyomvonaláról és egy kicsit magával a racionális várakozások hipotézisével foglalkozunk. Eddig a racionális várakozások utáni irányzatokat úgy mutattuk be, mint amelyek visszahozzák a rugalmas árak feltételezését a makroökonómiai elemzésbe, s ezzel azt a látszatot keltettük, hogy a lassan alkalmazkodó árak eltűntek volna a közgazdaságtani diskurzusból. Ez azonban koránt sincs így. A racionális várakozás elmélete ugyanis beépült többek között a keynesi elméletbe is. (Vagy talán a keynesi örökséget próbálták meg belevinni a modern makroökonómiába) Taylor [2000] után mondhatjuk, hogy a racionális várakozások forradalma után több különböző hagyományokat felelevenítő iskola alakult ki: ide sorolhatjuk az újklasszikust, a reál-üzleti ciklusok elméletét, az új-keynesiánus irányvonalat és az új neoklasszikus szintézist is. A hipotézis gyorsan utat tört magának a hagyományokban. Weeks, az elmélet egyik kritikusa, a következőképpen kommentálja mindezt: „Cinikusan azt mondhatnánk, hogy az az izgatottság, amivel a szakma beemelte a REH<sup>42</sup>-t, részben azzal magyarázható, hogy a hipotézis kedvező hatást gyakorolt a közgazdászok szakmai egójára.” [Weeks 1998 p. 151.] Weeks a hipotézisből alapvetően a következő hozzáállást nem tudja elfogadni: teljes mértékben naiv és hihetetlen feltevés, hogy a gazdaság működésére vonatkozó tökéletes és teljes tudás tényleg létezik.

A hipotézis lehetséges kritikái közül kettőt emelnék ki: az egyik Weeks nyomán haladva a REH értelmetlen alapfelvéseit és „önbeteljesítő” hatását firtatják, míg a másik Ball és Croushore [2001] „bizonyítéka” a racionális várakozások kibocsátás becslő hatásának pontosságáról.

Az első esetben a problémát, az jelentheti, hogy a hipotézis magyarázatában nem csak egy megfogalmazás létezik. A REH-et gyakran írják le úgy, hogy az emberek várakozásai megegyeznek a modell becsléseivel, amit arra használnak, hogy azon emberek viselkedését leírják. [Taylor 2000] Ebből a megfogalmazásból már egyértelmű, hogy miért írja Weeks, hogy ehhez szükségeltetik a gazdaságról való tökéletes tudás. Ugyanakkor ezen tudás hiányában (nyilvánvaló képtelenség lenne) elegendő lenne azt állítani, hogy a gazdaságpolitika gyakorlói és a gazdaság többi szereplője ugyanazt a modellt ismerje. Ehhez azonban elég az,

---

<sup>42</sup> REH, azaz Rational Expectations Hypothesis (Racionális várakozások hipotézise)

hogy a gazdaság szereplői többé-kevésbé ismerje azt a modellt, amiben a jegybank gondolkodik. Itt újra vissza tudunk kanyarodni a szabálykövető vagy magát előre és megbízhatóan kommunikáló monetáris politika témához. Ebben az esetben ugyanis arról van szó, hogy a gazdaság szereplői ismerni vélik a jegybank által alkalmazott modellt és várakozásaikat aszerint alakítják ki. Így az eredeti elképzelés visszajára fordult ugyan, de a jegybank és a szereplők gazdasági modellje nagymértékben közeledett egymáshoz. Azaz a jegybanki politika nemcsak kihasználhatja a várakozásokat, vagy befolyásolhatja azokat, hanem kialakíthatja egyfajta stabilitásukat.

Ball és Croushore [2001] állítása az, hogy a monetáris politikának mégiscsak van hatása a kibocsátásra. Ez, ha megfigyeljük, ellentmond a klasszikus racionális várakozások forradalom kiindulásának, hiszen ott a kibocsátás célzása (s ezáltal a munkanélküliség csökkentése) szentségtörésnek számított. De mint mondtuk, azóta sok irányzat alakult ki és sokmindent beépített magába a modern makroökómia. A szerzőpáros egy olyan környezetet vizsgál, ahol már integrálva vannak a mereven alkalmazkodó árak és a monetáris politika változásai elsősorban a kamatváltozásokban definiálódnak. Ebben a modellben a várakozásoktól függő becslések nem azonosan viselkednek az infláció és a kibocsátás esetében. A kibocsátás esetében a szerzők bizonyítani próbálják, hogy modelljükben a gazdasági szereplők szisztematikusan alábecsülik a monetáris politika kibocsátásra gyakorolt hatását. Ezáltal várakozásaikat is ennek megfelelően alakítják. Míg az infláció esetében ilyen torzulás nincsen. Az írás azonban csak egy kiemelt példány a racionális várakozások kritikái közül.

### A trade-off a másik oldalról

Eddig feltéteztünk egy konszenzust, amely a racionális várakozások és azon a vita mentén alakult ki, hogy létezik-e valamilyen trade-off a munkanélküliség és a kibocsátás, valamint az infláció között. Láttuk, hogy ebben a dimenzióban sokáig az volt a kérdés, hogy a foglalkoztatás növelhető-e a pénzmennyiség növelésével (egyszeri nagyobb esetben nem ami igazából infláció, csak árszintemelkedés). Ehhez az elképzeléshez hozzátartozik, hogy a közgazdasági elméletnek sokáig nem az infláció volt a meghatározó élménye, hogy mi ezt élvezhetjük, az csak a modern pénzrendszereknek köszönhető. Sokáig a deflációtól félték a közgazdászok, talán azért, hogy az arany ne vándoroljon ki az országból, csökkentve ezzel a pénzmennyiséget.

Később, talán nem véletlenül, a modern pénzrendszer kialakulásával körülbelül egy időben az inflációtól való félelem lett a meghatározó élmény. Mint láttuk a

## Fordulat

---

jegybankok a pénzügyi stabilitáshoz elsősorban<sup>43</sup> az infláció alacsony mértékét kapcsolják. Ebből következik, hogy a keresett trade-off megfordul és a fő kérdés nem az lesz, hogy mekkora infláció árán lesz alacsony a munkanélküliség, hanem az, hogy mekkora lehet a kibocsátás veszteség vagy letérés a növekedési pályáról, ha az inflációt csökkentjük.

Ball [1993] és Barro [1996] is vizsgálta az ún. áldozati ráta nagyságát és a dezinfláció optimális sebességét, megállapítva hogy egy két százalékos kibocsátás növekedés visszaesés kell elkönnyvelni egy százalékpontos inflációcsökkenés után. Barro cikkében kifejti, hogy a dezinfláció áldozati rátája csak összehasonlításban értelmezhető pontosan, azaz figyelembe kell venni az árstabilitás meglétéből adódó hosszú távú kibocsátás-növekedést. Azaz a trade-off létezik, csak a másik irányból és szélesebb időhorizontban vizsgálja az eseményeket.<sup>44</sup>

### Konszenzus felé - a modern jegybank mégegyszer

A trade-off tehát fenn áll, csak máshogy tesszük fel a kérdést, az inflációt célozzuk és nem a „teljes”<sup>45</sup> foglalkoztatottságot. Már láttuk, hogy a modern jegybankról szóló konszenzus is az infláció letörését szorgalmazza. A következőkben arra teszünk kísérletet, hogy összekössük a Mishkin által összegzett pénzügypolitikai elveket a racionális várakozások forradalmával kapcsolatos vizsgálódásainkkal. Először is az irányelvek és a célok részben fedik egymást, másrésztől nem mindegyik hozható kapcsolatba a racionális várakozások forradalmának eredményeivel. Az időinkonzisztenciáról és az előretekintésről már volt szó, itt a kapcsolódás a Phillips görbe rövidtávú kihasználásának elvetésén és a várakozásokon (eredetileg adaptív) keresztül történik meg. Kiemelendő még az explicit nominális horgony, a célfüggőség, a kommunikáció és átláthatóság, valamint az árszínvonal stabilitásának primátusa. Ez utóbbi a már említett trade-off-fal függ össze, azaz az árszínvonal stabilitása hosszútávon a gazdaság növekedését, jobb fejlődését szolgálja, ami az említett aktivista és nem-aktivista vita eredményeként jellemzi a makroökonómiát.

A célfüggőség, az explicit nominális horgony és a jó kommunikáció valamelyest összetartozó fogalmak. A célfüggőség azt jelenti, hogy a jegybank meghatározhatja-e önmaga, hogy mi lesz működésének és tevékenységének a célja. Ez egyrésztől egy demokrácia elem, (azaz az aktuálpolitikai beleszólás

---

<sup>43</sup> Természetesen ide lehetne sorolni az árfolyam (rendszer) és a valuta védelmét is, de most esetünkben nagyrészt egy zárt gazdaságról van szó, bármennyire is abszurd ez a feltevés a jelenkorban.

<sup>44</sup> Az események szó nem véletlen, hiszen itt elsősorban gyakorlati megközelítésről van szó, azaz megfigyelésekkel támasztunk alá és kreálunk egy elméleti szabályt.

<sup>45</sup> Tulajdonképpen mindegy, hogy ennek mit tekintünk: a természetes ráta mellett vagy a nullát.

lehetőségét csökkenteni kell), illetve kifejezi a konszenzust, hogy a pénzstabilitástól nem térünk el, másrésről pedig ezzel a monetáris politika stabilitását biztosítja.

A jegybank célját (alacsony infláció) közvetlenül nem tudja befolyásolni, ezt csak valamilyen monetáris politikai eszközön keresztül teheti meg. Ilyen eszköz az árfolyam, a pénzmennyiség, az irányadó kamatlábak és maga az inflációs előrejelzés. Ennek a kiválasztása jelent egy olyan horgonyt, amire a gazdaság szereplői úgy tekinthetnek, mint a monetáris politika irányadó mutatójára, így ennek változásához igazíthatják a várakozásaikat. Mivel nem cél a gazdasági szereplők átverése, pl. nominális és reálsokk megkülönböztethetlenségét rövidtávon kihasználva, a monetáris politika arra törekszik, hogy minél hitelesebb legyen, azaz a piaci szereplők által kialakított várakozások stabilak, jól becsülhetők és kezelhetőek legyenek. Ezzel kialakulhat ténylegesen az a szituáció, hogy a monetáris politikai modellben használt várakozások megegyezzenek a gazdasági szereplők valós várakozásaival. Ehhez minden szempontból átlátható, hihető és érthető kommunikációra van szükség a jegybank részéről.

Ez különösen igaz az elmúlt évtizedben egyre gyorsabban és már hazánkban is használt inflációs célkitűzés rendszerére. Itt a jegybank az inflációs előrejelzést célozza meg, ezzel közvetlenül hat a várakozásokra. A rendszer eseti vagy szabálykövető harc vonal mentén nem különül el élesen, mégis inkább a szabálykövető politika felé húz, hiszen ha a politikáját hitelesen kívánja megvalósítani, akkor több évre előre deklarálnia kell terveit és a megcélzott inflációs sávot. [Bernanke és Mishkin 1997]

Ezek alapján az inflációs célkitűzés egy jó példa lehet a modern monetáris konszenzusra, hiszen az elmúlt huszonöt-harminc év legjelentősebb közgazdaságtani vitáinak a győztes vagy meggyőző eredményeit mind magába tudta foglalni: az eseti-szabálykövető vitát, melyben a szabálykövetés (ígérettevés) és az átláthatóságból adódó megbízhatóság győzedelmeskedik, valamint a kibocsátás-infláció vitából az infláció letörését (árstabilitást) mint fő célt és a rövidtávú akciók figyelmen kívül hagyását.

### Összegzés

Arra kerestük a választ, hogy a monetáris beavatkozás hosszútávú semlegességének és rövidtávú értelmetlenségének konszenzusán kialakult jegybanki politika milyen összefüggésben áll a racionális várakozások elméletével. Először is megpróbáltuk felvázolni a monetáris politikai konszenzus elemeit, a jegybankra vonatkozó modern irányelveket. Ehhez egyrésről Mishkin összefoglaló írása, másrésről az inflációs célkitűzés rendszere adta a

## Fordulat

---

kiindulópontokat. Majd mepróbáltuk megkeresni azokat a kulcspontokat, amik elméletileg megmagyarázhatják korunkat.

A kiindulópontunk a Phillips görbe volt, az a trade-off, ami körüli vita nagyban hozzájárult az aktivista monetáris politika visszaszorulásához, illetve meghatározta az elmúlt évtizedek gazdaságpolitikai vitáit. Az tapasztaltuk, hogy a trade-off szemlélete megfordult a racionális várakozások forradalmának köszönhetően, azaz már nem a munkanélküliségen keresztül, hanem az infláción keresztül szemléli a monetáris politika játékterét.

A másik kulcspontot a Rules vs. Discretion vitában kerestük, amely vitának a tanulságai adják a jegybankok átláthatósági és szabálykövetést inkább preferáló monetáris politikai beállítottságát.

Mindkét vitában használt érvek és modellek elsősorban a racionális várakozások forradalmára épültek, elsősorban abban a tekintetben, hogy a jelen döntéseket nem csak a múlt információi és tapasztalatai befolyásolják, hanem a jelen információi és a jövőről való elképzeléseink is hozzájárulnak aktuális döntéseinkhez.

## irodalom

- BALL, Laurence - CROUSHORE, Dean [2001]: Expectations and the Effects of Monetary Policy, Federal Reserve Bank of Philadelphia WP 01-12
- BALL, Laurence [1993]: What Determines the Sacrifice Ratio? NBER working papers 1079
- BARRO, Robert [1996]: Inflation and Growth. Review: Federal Bank of St. Louis; May/June
- BERNANKE, S. Ben – MISHKIN, S. Frederic [1997]: Inflation Targetting: A new framework for monetary policy? In.: Journal of Economic Perspectives Vol.11. No. 2. Spring
- HOLLAND, A Steven [1985]: Rational Expectations and the Effects of Monetary Policy: A guide for the Uninitiated. In: The Federal Reserve Bank of St. Louis Review, May
- KYDLAND, Finn. – PRESCOTT, Edward [1977]: Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of the Optimal Plans. In.: Journal of Political Economy, 85: 473-92
- KIRÁLY Júlia [1998]: A Makroökonómia Vége, avagy egy megkésett Nobel-Díj (Robert E. Lucas), In: Közgazdasági Szemle, XLV. évf., december

- MCCALLUM T. Bennett [2000]: The Present And Future of Monetary Policy Rules. In: NBER working Paper Series: WP 7916
- MILLER, Preston – NELSON, Clarence – SUPEL, Thomas [1975]: The Rational Expectations Challenge to Policy Activism. In: A prescription for Monetary policy; Federal Bank of Minneapolis
- MISHKIN, Frederic S. [2000]: What Should Central Banks Do? In: Federal Reserve of St. Louis (bulletin); November/December
- MIZEN, Paul – LEWIS, Merwyn [2000]: Monetary Policy. Oxford University Press
- SARGENT, J. Thomas – WALLACE, Neil [1981]: Some Unpleasant Monetarist Arithmetics
- SARGENT, J. Thomas – WALLACE, Neil [1975] Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Monetary Supply Rule. In: Journal of Political Economy, April. Pp. 241-54.
- SARGENT, J. Thomas [2003]: Rational Expectations. In: The Concise Encyclopedia of Economics:  
<http://www.econlib.org/library/Enc/RationalExpectations.html>
- TAYLOR, John B. [1975]: Monetary policy during a transition to rational expectations. Journal of Political Economy 83. No. 5: 1009-39
- TAYLOR, John B. [2000]: How the Rational Expectations Revolution Has Changed Macroeconomic Policy Research. 12th Congress of IEA, Stanford University
- WEEKS, John [1998]: A neoklasszikus közgazdaságtan kritikája. Aula – Társadalomelméleti Kollégium ford. Szalai Zoltán, Budapest