



**ICEG EC**

**International Center for Economic Growth  
European Center**

# **MUNKAFÜZET 4.**

**CZAKÓ VERONIKA:**

**AZ INFLÁCIÓS CÉLKITŰZÉSES MONETÁRIS  
POLITIKAI RENDSZER MŰKÖDÉSE  
BRAZÍLIÁBAN**

**14 Korompai Street, H-1124 Budapest, Hungary**

***Tel: +36 1 248 1160 E-mail: [icegec@axelero.hu](mailto:icegec@axelero.hu) Website: [www.icegec.org](http://www.icegec.org)***



**International Center for Economic Growth**  
**Európai Központ**

# **MUNKAFÜZET 4.**

**CZAKÓ VERONIKA:**

**AZ INFLÁCIÓS CÉLKITŰZÉSES MONETÁRIS  
POLITIKAI RENDSZER MŰKÖDÉSE  
BRAZÍLIÁBAN**

## TARTALOMJEGYZÉK

<b>1. Az inflációs célkitűzés rendszere</b>	<b>4</b>
1.1. Az inflációs célkitűzéses rendszer jellemzői	4
1.2. Inflációs célkitűzés a fejlődő országokban	5
<b>2. Az inflációs célkitűzés rendszere Braziliában</b>	<b>8</b>
2.1. Az inflációs célkitűzés bevezetésének előzményei Braziliában	8
2.2. Az inflációs célkitűzés rendszerének bevezetése Braziliában, és a rendszer operacionális jellemzői	9
2.3. Kihívások a brazil inflációs célkitűzéses rendszerrel szemben	13
<b>3. A magyar inflációs célkitűzéses rendszer problémái, és ajánlatok a brazil tapasztalatok alapján</b>	<b>19</b>
3.1. A magyar rendszer problémái	20
<b>Irodalomjegyzék</b>	<b>23</b>

## **1. AZ INFLÁCIÓS CÉLKITŰZÉS RENDSZERE**

### **1.1. AZ INFLÁCIÓS CÉLKITŰZÉSES RENDSZER JELLEMZŐI**

Az inflációs célkitűzés rendszere immár tizenöt éves múltra tekint vissza. Története során különböző fejlettségű és különböző inflációs szintű országok próbálkoztak alkalmazásával. Az első inflációs célkitűzést alkalmazó ország Új-Zéland volt, ahol 1989-ben vezették be a rendszert. 1990-ben a feltörekvő piacok közé tartozó Chile követte a példáját. Napjainkban már csaknem húsz országban alkalmazzák az inflációs célkitűzést. Köztük fellelhetők fejlettek, fejlődők, és tranzíciós államok is. A rendszer eddigi sikerét mutatja, hogy a mai napig mindössze két bevezető ország, Finnország és Spanyolország hagyott fel az inflációs célkitűzés alkalmazásával. Ennek oka azonban nem a rendszer működésével való elégedetlenség volt, hanem az Európai Monetáris Unióhoz való csatlakozásuk.

Csermely (1997) szerint az inflációs célkitűzés rendszerének sikere valószínűleg abból ered, hogy megpróbálja élesen elválasztani a múlt és a jövő inflációs tendenciáit, az inflációs várakozások megváltoztatását, az inflációs inercia megtörését állítja a középpontba. Ugyanakkor az inflációs célkitűzés alkalmazásának módja nem egyezik meg az országok között. Ahhoz, hogy egy monetáris rendszert inflációs célkitűzéses rendszernek nevezhessünk, jó néhány ismérvnek meg kell felelnie. A szükséges intézményi követelmények kiépítésének sebessége különbözik az országok között. Valahol az intézmények kiépítésében a fokozatosság a jellemző (például Chilében és Mexikóban), más esetekben rögtön a rendszer bevezetésekor jelen van már az összes szükséges ismerv (például Brazília esetében).

Ahhoz, hogy egy monetáris rendszer teljes értékű inflációs célkitűzéses rendszer legyen, Mishkin (2000) szerint a következő ismérveknek kell megfelelnie:

- A középtávú számszerű inflációs célok nyilvános közzététele.
- A monetáris politika elsődleges céljaként az árstabilitás iránt való intézményi elkötelezettsége, amelyhez képest bármely más cél csak alsóbbrendű lehet.
- Olyan információ-felhasználási stratégia, amelyben nemcsak a monetáris aggregátumok, és az árfolyam, hanem sok más változó is szerepet játszik a monetáris politikai instrumentumok szintjének meghatározásában.
- A monetáris politika fokozott átláthatósága a nyilvánosság és a piacok felé való alapos kommunikáció által a monetáris hatóságok terveivel, célkitűzéseivel és döntéseivel kapcsolatban.
- A központi bank fokozott elszámoltathatósága az inflációs célok elérésének sikerével kapcsolatban.

Mishkin (2000) hangsúlyozza, hogy az inflációs célkitűzés rendszere sokkal több a következő évre vonatkozó inflációs cél nyilvános kihirdetésénél. A rendszer középtávon is fenntartható működéséhez elengedhetetlen a többi négy feltétel teljesülése.

Schmidt-Hebbel és Tapia (2002) a következő ismérveket emeli ki, mint a teljesen kiépített inflációs célkitűzéses rendszer sarokköveit:

- Az inflációs célnak a gazdaság egyetlen (legalábbis domináns) nominális horgonyaként való kihirdetése.
- A monetáris politika operacionális függetlenségének biztosítása a kitűzött inflációs cél elérése érdekében (tehát a fiskális dominancia hiánya).
- Az infláció előrejelzését lehetővé tevő technikai feltételek megléte, és a képesség az annak megfelelő reakció megtételére.
- A monetáris politika magas szintű átláthatósága és elszámoltathatósága.

Agénor (2000) három követelménycsoportot különböztet meg az inflációs célkitűzéses rendszer működtetésének alapfeltételeként:

- A központi banki függetlenség (amelyen eszközfüggetlenséget ért) magas foka, amelynek világosan kinyilvánított célja az árstabilitás elérése. Ebbe a követelménycsoportba sorolja még a fiskális dominancia hiányát, és a központi banki hitelesség meglétét.
- Az árfolyamcélzástól való tartózkodás nemcsak *de jure*, hanem *de facto* értelemben is.
- Transzparencia és elszámoltathatóság.

## **1.2. INFLÁCIÓS CÉLKITŰZÉS A FEJLŐDŐ ORSZÁGOKBAN**

Az inflációs célkitűzéses rendszer bevezetésére nemcsak fejlett, hanem fejlődő és tranzíciós országokban is volt példa. Új-Zéland után a második inflációs célkitűző a feltörekvő piacok csoportjába tartozó Chile volt. Itt a rendszer teljes kiépítése körülbelül egy évtizedet vett igénybe (1991elejétől 2000 májusáig), tehát a bevezetés igen fokozatos volt, ugyanakkor a mai napig sikeresen működik. A nagymértékben a hitelességre építő inflációs célkitűzéses monetáris politikai rendszer fejlődő országokban való működtetése azonban problematikusabb, és több buktatót rejt magában, mint a fejlett országok esetében. Mishkin (2000) hangsúlyozza, hogy az inflációs célkitűzéses rendszer nem csodaszer, amely a bevezető fejlődő ország minden addigi gazdasági problémáját önmagában megoldja, de bizonyos fejlődő országok esetében sikeres monetáris politikai keretrendszer lehet.

Mishkin (2004)<sup>1</sup> öt alapvető, fejlett és fejlődő országok között fennálló intézményi különbséget sorol fel, amelyek befolyásolják az inflációs célkitűzéses rendszer fejlődő országok-beli sikeres működését. Ezek a következők:

- Gyenge költségvetési intézmények.
- Gyenge pénzügyi intézmények, a prudenciális szabályozás hiánya, és gyenge felügyeleti gyakorlat.

---

<sup>1</sup> Calvo és Mishkin (2003) alapján [Mishkin (2004)].

- A monetáris intézmények alacsony hitelessége.
- A hazai valuta helyettesítése, és a tartozások dollarizáltsága.
- Kiszolgáltatottság a tőkebeáramlások hirtelen megszűnésével szemben.

A felsorolt problémák a fejlett országokban is felmerülhetnek, de a kihívás mértéke a fejlődőkben sokkal jelentősebb.

A gyenge költségvetési intézmények akadályt jelentenek az inflációs célkövetés működése előtt. Ha a fiskális egyensúlytalanságok nagyok, akkor a monetáris politika a költségvetési politika alárendeltjévé válhat. A pénzügyi intézményrendszer és a szabályozás bizonytalansága, a bankrendszer gyengesége is lehetetlenné teszi az inflációs célkitűzéses rendszer működését, hiszen ha a központi bank kamatemelést hajt végre az inflációs cél védelmében, az ilyen körülmények között a bankrendszer összeomlásához vezethet. A monetáris hitelesség megteremtéséhez nemcsak a központi banki függetlenség törvénybe foglalása szükséges, hanem az is, hogy a közvélemény higgyen a monetáris politika árstabilitás melletti elkötelezettségében. Mishkin (2004) hangsúlyozza, hogy a fejlődő országokban a törvények kisebb szerepet játszanak (hiszen ezekben az országokban gyakoribb a törvénysértés, illetve az életben lévő törvények kikényszerítésének elmaradása), mint a közvélemény és a politikusok tényleges elkötelezettségének megléte. A hazai valuta helyettesítésének gyakorisága, illetve a tartozások dollarizálása miatt kialakuló mérleghatás miatt a fejlődő országok gazdaságai kiszolgáltatottabbak a leértékelődéssel szemben. Emiatt az inflációs célkitűzéses rendszer működéséhez legideálisabb árfolyamrendszer, a szabad lebegtetés helyett (akkor is, ha *de jure* amellet kötelezik is el magukat a monetáris hatóságok) beavatkoznak a szabadon lebegő árfolyamok alakulásába<sup>2</sup>, és ha ez a beavatkozás túl nagy mértékű, akkor az inflációs céllal való konfliktushoz vezet. A fejlődő országokat ugyancsak jobban fenyegeti a fejletteknél a befelé irányuló tőkeáramlások hirtelen megfordulása. Ezek az események váratlanul is bekövetkezhetnek, ráadásul gyakran nem is az adott fejlődő ország gazdasági helyzete váltja ki, hanem egy másik fejlődő országgal szembeni hitelességvesztésből adódó, tovaterjedő pánik. A tőkebeáramlás hirtelen megfordulása is veszélyezteti tehát az inflációs célkitűzés rendszerének működését, mert nagymértékű bizonytalansággal jár együtt.

Eichengreen (2002) három fő okot említ, amelyek akadályozzák a fejlődő országokban az inflációs célkitűzés eredményes működtetését:

- A magasfokú nyitottság.
- A tartozások dollarizáltsága.
- A döntéshozói hitelesség hiánya.

---

<sup>2</sup> Ezt a magatartást Calvo és Reinhart (2000) "fear of floating"-nak, "lebegtetéstől való félelemnek" nevezte el.

A fejlődő országokra (néhány kivétellel) jellemző a magas fokú nyitottság, a tőkeáramlások szabadsága. Ez kiszolgáltatottabbá teszi őket a külső sokkokkal szemben. A tartozások dollarizáltsága (ahogy azt már Mishkin érvei között említettük) a szabadon lebegő árfolyam kilengéseinek tompítására fogja ösztönözni a központi bankot, amely az inflációs céllal való konfliktushoz vezethet. Ez utóbbi tovább csökkentheti a hitelességet. Eichengreen (2002) szerint az inflációs célkitűzés működtetése a fejlődő országokban is megoldható, de komplikáltabb, mint a felsorolt problémáknak kevésbé kitett fejlett országok esetében. Azon fejlődő országoknak ajánlja az inflációs célkitűzés rendszerének alkalmazását, amelyek kevésbé nyitottak, fejlett pénzügyi és pénzügyi intézményi szabályozással rendelkeznek, amelyek pénzügyi piacain lehetséges a külföldi tartozások határidős ügyletekkel való biztosítása, és amelyek központi bankja már rendelkezik bizonyos fokú hitelességgel.

A felsorolt veszélyforrások ellenére az inflációs célkitűzéses monetáris politikai rendszer működőképesnek és sikeresnek bizonyult a következőkben alaposabban vizsgált, még a kilencvenes években is komoly gazdasági válságokkal küzdő ország, Brazília esetében.

## **2. AZ INFLÁCIÓS CÉLKITŰZÉS RENDSZERE BRAZÍLIÁBAN**

### **2.1. AZ INFLÁCIÓS CÉLKITŰZÉS BEVEZETÉSÉNEK ELŐZMÉNYEI BRAZÍLIÁBAN**

Az inflációs célkitűzés rendszerét 1999 júniusában vezették be Braziliában, kevesebb, mint fél évvel a rögzített árfolyamrendszer feladása után. A rendszer kiépítését tehát a gyorsaság jellemezte. Mindössze négy hónap telt el a Brazil Nemzeti Bank új kormányzó tanácsának 1999. márciusi hivatalba lépésétől az inflációs célkitűzéses rendszer működtetéséhez szükséges (intézményi és humán) feltételek megteremtése között.

Az inflációs célkitűzéses rendszer bevezetését az 1994-ben kezdett stabilizációs program, a „*Plano Real*” előzte meg. A program sikeres volt az infláció leszorításában: az 1993 decemberében még 2500 százalékos inflációt 1998 decemberére 2 százalék alá sikerült csökkenteni. Az államháztartási reformot azonban nem hajtották végre, és az emiatt folyamatosan növekvő államadósság egyre kiszolgáltatottabbá tette a brazil gazdaságot a spekulációs támadásoknak. Az 1998-as fizetési mérleg válság és a reál ebből adódó nagyarányú leértékelése (amely a rögzített árfolyamrendszer feladását is jelentette) tekinthető az inflációs célkitűzéses rendszer melletti döntés közvetlen előzményének.

Az 1994 közepén elindított stabilizációs program Fernando Henrique Cardoso nevéhez fűződik. A program gazdasági reformok széles körét foglalta magában. A rendszer alapja az 1994 júliusában bevezetett új valuta, a dollárhoz kötött reál, és az importliberalizáció volt. Fő cél a hitelesség visszanyerése és a külföldi tőke becsalogatása volt. Nagy lendületet vett a privatizáció a telekommunikációs, a vegyipari, a bányászati és a bankszektorban. Ennek eredményeképpen a közszektor nagyságát sikerült jelentősen lecsökkenteni. A kereskedelmi liberalizáció fokozódása az importkorlátozások és a nemtarifális korlátok nagyarányú csökkentéséhez vezetett. A stabilizációs folyamat keretében a pénzügyi rendszert is megerősítették. A nem prudenciális működésű pénzintézeteket megszüntették vagy átszervezték, a pénzügyi szabályozási rendszert megerősítették. Az inflációs nyomás fő forrását, az árak, valamint a bér- és egyéb szerződések automatikus indexálását jelentős mértékben csökkentették a gazdasági reformcsomag keretében.

A stabilizációs folyamat fokozatos jellegű volt. Emiatt jelentős strukturális problémák megoldatlanok maradtak. Ilyen jellegű gond volt, hogy a túlzottan bőkezű, az államháztartást jelentős mértékben túlterhelő társadalombiztosítási rendszer átfogó reformja elmaradt, bár történtek lépések a jó irányban. A brazil társadalombiztosítási rendszer jellegzetessége, hogy a viszonylag jómódúakat bőkezűen támogatja. Ezt jól példázza, hogy a közszektorban dolgozók számára lehetőséget nyújtott a viszonylag fiatal korban történő nyugdíjbevonulásra. Ezek a nyugdíjasok azután újra munkába állva és később új munkahelyükről újra nyugdíjba vonulva a második munkahely után is nyugdíjban részesültek, tehát kettős nyugdíjat kaptak. Ugyanakkor a társadalom perifériáin élő mélyszegény rétegek támogatása rendkívül alacsony hatékonyságú volt a brazil rendszerben. Tehát a nemcsak a közszektor mérete, hanem a strukturális visszáságai is komoly problémát okoztak.



Ezek után nem meglepő, hogy a jelentős előrelépések ellenére Brazília fokozottan ki volt szolgáltatva a bizalmi válságoknak. Ehhez a kereskedelmi liberalizáció is hozzájárult, hiszen az importkorlátozások leépítése a túlértékelt valutával kombinálva a kereskedelmi mérleg hanyatlásához vezetett. A fiskális kiigazítás egyre sürgetőbbé vált, de a politikai akarat hiánya miatt nem valósult meg. Az 1998 augusztusában bekövetkezett orosz adósságfelmondás érzékenyen érintette a feltörekvő piacokat, köztük Braziliát is. A külföldi tőke menekülésének hatására a központi bank felemelte a rövid távú kamatlábakat, a kormány pedig fiskális megszorításokat helyezett kilátásba. Az IMF 41,5 milliárd dolláros támogatást nyújtott a krízis megelőzésére. Mindezen lépések ellenére a rendszer hitelességét nem sikerült visszanyerni, ami kikényszerítette 1999. január 15-én a reál dollárhoz való rögzítésének feladását. Ennek következményeképpen a reál/dollár árfolyam 1999 februárjára 1,91R/\$-os szintre emelkedett az árfolyamrendszer-változás előtti 1,21R/\$-hoz képest. Az infláció is meredeken emelkedett. A médiában elszaporodtak az "egy caipirinha tíz tequilát is kitesz majd"<sup>3</sup> típusú pesszimista megnyilvánulások. Ezek szerint a külföldi média Braziliában 1999-ben még az 1994-es mexikói válságnál is súlyosabb gazdasági összeomlástól tartott.

## **2.2. AZ INFLÁCIÓS CÉLKITŰZÉS RENDSZERÉNEK BEVEZETÉSE BRAZÍLIÁBAN, ÉS A RENDSZER OPERACIONÁLIS JELLEMZŐI**

Az 1999. március 4-én hivatalba lépő új monetáris tanács két fő feladat megoldását tűzte ki közvetlen céljává. Először is az erőteljesen leértékelődő árfolyam inflációra gyakorolt hatását akarták lehetőség szerint a minimálisra csökkenteni restriktív monetáris politika alkalmazásával, másodsor is az inflációs célkitűzés rendszerének hosszú távú monetáris politikai keretrendszerként való bevezetése mellett döntöttek. Rendkívül fontos volt az új nominális horgony minél gyorsabb bevezetése.

Az első feladat tehát a pénzpiacok megnyugtatása volt. Meg kellett akadályozni az olyan várakozások kialakulását, amelyek arra utaltak, hogy az elszaladó infláció hatására az állampapírok hozama negatív értékre fog csökkenni. Ezért Arminio Fraga, a Brazil Nemzeti Bank 1999 kora februárjában kinevezett kormányzója, és a monetáris tanács (a *Copom*) a rövid távú kamatláb (a *Selic*) 600 bázispontos, 45 százalékos éves szintre való emelése mellett döntött. Emellett fenntartották annak lehetőségét, hogy a Brazil Nemzeti Bank kormányzója, ha a helyzet úgy hozza még a Copom soron következő ülése előtt csökkenthesse a kamatlábakat. Ezt a lehetőséget kétszer is kihasználta a kormányzó a Copom következő üléséig, előbb 42, majd 39,5 százalékra csökkentve az irányadó kamatlábat.

A második cél megvalósítása, az inflációs célkitűzés rendszerének meghonosítása Braziliában már alaposabb előkészületeket igényelt. A Brazil Nemzeti Bank ugyanis még nem volt formálisan független a kormánytól, valamint az inflációs célkitűzéses rendszer alkalmazásához szükséges szakértelem és a szakembergárda is hiányzott. A brazil inflációs

---

<sup>3</sup> Mishkin - Savastano (2000), 51. oldal.

célkitűzéses rendszer meghonosításának jellegzetessége a bevezetésének gyorsasága, és széleskörűsége volt (abban az értelemben, hogy a rendszer működési követelményeit egyszerre és hiánytalanul építették ki, minden fokozatosság nélkül). Mintaként a brit és a svéd inflációs célkövető rendszerek szolgáltak. A hivatalos bevezetés előtt májusban konferenciát szerveztek Rio de Janeiro-ban az inflációs célkitűzést alkalmazók addigi tapasztalatairól. Az itt folytatott megbeszélések nagymértékben hozzájárultak a brazil rendszer sikeres kiépítéséhez. A konferencia végére kialakult konszenzus a következőképpen összegezhető:

*Az alacsony és stabil infláció a monetáris politika egyetlen hosszú távú célja, és az inflációs célkitűzés hatékony monetáris politikai keretrendszer. Az inflációs célkitűzés nominális horgonyt jelent mind a monetáris politika, mind az inflációs várakozások számára, így egyenértékű a monetáris politika hosszú távú céljával; több transzparenciát és elszámoltathatóságot nyújt a monetáris politika kialakításához és vitéléhez; előmozdítja a kommunikációt, a megértést és az értékelést; és hatékony politikai iránymutatást biztosít, mert a politikusok figyelmét a rövidtávon megtett lépések hosszú távú hatására összpontosítja<sup>4</sup>.*

A brazil elnök 1999. június 21-én hozott rendelete tekinthető az inflációs célkitűzéses rendszer formális bevezetésének. A rendelet tartalmazta az inflációs célkitűzéses rendszer működéséhez szükséges összes alapvető követelményt. Ezek a következők voltak [Mishkin és Savastano (2000) alapján]:

- Több évre előre szóló inflációs cél közzététele (explicit számszerű tizenkét-havi inflációs index formájában 1999-re, 2000-re és 2001-re vonatkozóan, és kötelezettség vállalása a 2002-es évtől kezdődően a két évre előre vonatkozó inflációs cél bejelentésére).
- A monetáris tanács felruházása az inflációs cél, és a tolerancia intervallumok kijelölésének jogával, amely célt a pénzügyminiszter ajánlása alapján kell meghatározni.
- A Brazil Nemzeti Bank teljes függetlenségének biztosítása az inflációs cél elérése érdekében.
- Különböző eljárások kidolgozása a Nemzeti Bank elszámoltathatóságának biztosítása érdekében (nyílt levél a pénzügyminiszternek a céltévesztés esetén).
- A monetáris politika transzparenciájának biztosítása (a negyedévenként megjelenő inflációs jelentés publikálása révén).

A brazil inflációs célkitűzéses rendszer bevezetését szolgáló elnöki rendelet kritika tárgyát képezi. Mishkin (2004) szerint nem egyértelmű a Brazil Központi Bank intézményi függetlensége és hogy elsődleges célja az árstabilitás elérése, mert bár az elnöki

---

<sup>4</sup> Bogdanski, Tambini és Werlang-tól származó idézet az IMF 1999. július 16-ai "Selected Issues and Statistical Appendix - Brazil" című kiadványából.

rendeletben szerepel, hogy a Brazil Nemzeti Bank intézményi függetlenségét biztosítani kell, ugyanakkor ez a lényeges szabály nem szerepel a Brazil Alkotmányban. A központi bank intézményi függetlenségének alkotmányos biztosítása hozzájárulhatna a brazil inflációs célkövetés hitelességének növeléséhez.

A brazil inflációs célkitűzéses rendszer a teljes fogyasztói árindexet célozza, amelyből semmilyen termék nem képvisel kivételt (IPCA). Az IPCA-t olyan minta alapján számítja a Brazil Statisztikai és Földrajzi Hivatal, amelyben szereplő családok széles társadalmi réteget ölelnek fel (1-től 40 nominálbér jövedelemből élő családok szerepelnek a mintában), és földrajzilag is differenciáltak. A legtágabban értelmezett fogyasztói árindex célzása hitelességi célokat szolgál, a brazil közvélemény ugyanis a múltban sokszor szembesült az árindex manipulálásával. Ezért a hitelességet veszélyeztette volna a maginfláció célzása, vagy egyes termékek kihagyása a célzott fogyasztói árindexből.

A kitűzött inflációs cél 1999-től 2002-ig csökkenő volt. 1999-ben 8 százalék, míg 2002-ben 3,5 százalék volt a kitűzött cél, minden évben +/- 2 százalék ingadozási sávval. A +/- 2 százalékos sáv más inflációs célkitűzéses rendszerekhez viszonyítva szélesnek számít. Ugyanakkor, ha figyelembe vesszük, hogy a tágran értelmezett fogyasztói árindex eltalálása nem egyszerű feladat, és menekülési klauzula alkalmazására sem nyújt módot a rendszer a cél elvétele esetén, a széles ingadozási sáv választása jogosnak tűnik. 2003-tól tovább szélesítették a toleranciasávot +/-2,5 százalékra. Az infláció szintjének mielőbbi csökkentésére irányuló törekvés ugyancsak jogos volt, ugyanis az 1999-es válság előtt a brazil gazdaságot relatív árstabilitás jellemezte. 1998-ban a fogyasztói árindex 1,7 százalék volt. A válság előtt tehát nem voltak a brazil gazdaságban inflációt gerjesztő folyamatok. Csak a válság, illetve a reál szabad lebegtetésére való áttérés, és az erőteljes leértékelődés okozta sokk miatt ugrott meg az infláció 1999-ben.

Braziliában évente tűzik ki a következő évre vonatkozó inflációs célt. A célt a kormány és a központi bank közösen határozza meg. A cél eltévesztése esetén a központi bank kormányzója köteles nyílt levélben tájékoztatni a pénzügyminisztert a céltévesztés okairól, a megtett ellenlépésekről, és a korrigáláshoz szükséges időről. A nyílt levél erőteljesen hozzájárul a brazil inflációs célkitűzéses rendszer transzparenciájához.

Ugyancsak a központi bank politikájának átláthatóságát szolgálják a kiadott publikációk. A központi bank negyedévente jelentet meg inflációs jelentést. Publikálnak az elkövetkező két évre vonatkozó legyezőábrát is. Az inflációs jelentést és a legyezőábrát is a Bank of England gyakorlata alapján alakították ki. Az inflációs jelentés nemcsak a múlt folyamatait, és az arra adott monetáris politikai válaszokat tartalmazza, hanem az inflációval kapcsolatos jövőbeli kilátásokat is. Ezenkívül közzéteszik a Copom tanácskozásainak kivonatát, és az inflációs előrejelzés elkészítéséhez használt modelleket.

Az inflációs célkitűzés rendszere a bevezetésekor sikeresnek bizonyult a kitűzött célok elérésében. 1999-ben az éves infláció 8,9 százalék volt, bőven eltalálták tehát a kitűzött 8 százalék +/-2 százalékos intervallumot. A reál leértékelődése (amely 45 százalékos volt az árfolyamtúllövés legmagasabb pontján, végül pedig 30 százalékon stabilizálódott)

meglepően gyenge hatást gyakorolt az inflációra. A kibocsátás visszaesése is mérsékelt volt, a GDP 1999-ben 1 százalékkal nőtt. A külföldi tőke nem menekült ki az országból, és bankválság sem következett be. A márciusban 45 százalékra emelt rövid távú kamatlábat 20 százalék alá csökkentették az elkövetkező hét hónapban.

Az 1999. januári brazil válság kezelése tehát sikeresnek mondható. Mishkin és Savastano (2000) szerint a brazil inflációs célkitűzéses rendszer kezdeti sikere három alapvető tényezőnek köszönhető. Először is az 1994 és 1996 közötti bankválságot követően megerősített bankrendszer rendeltetésszerű működésének, másodsor a gazdaságban a bizalmi válság kirobbanásakor jelenlevő szabad kapacitásoknak (amelyek nagymértékben a korábban védelemre szoruló kötött árfolyamrendszer miatt magasan tartott kamatlábaknak voltak köszönhetőek), és harmadszor a központi bank kormányzója, Arminio Fraga által időben megtett hitelesség-visszaállító lépéseknek.

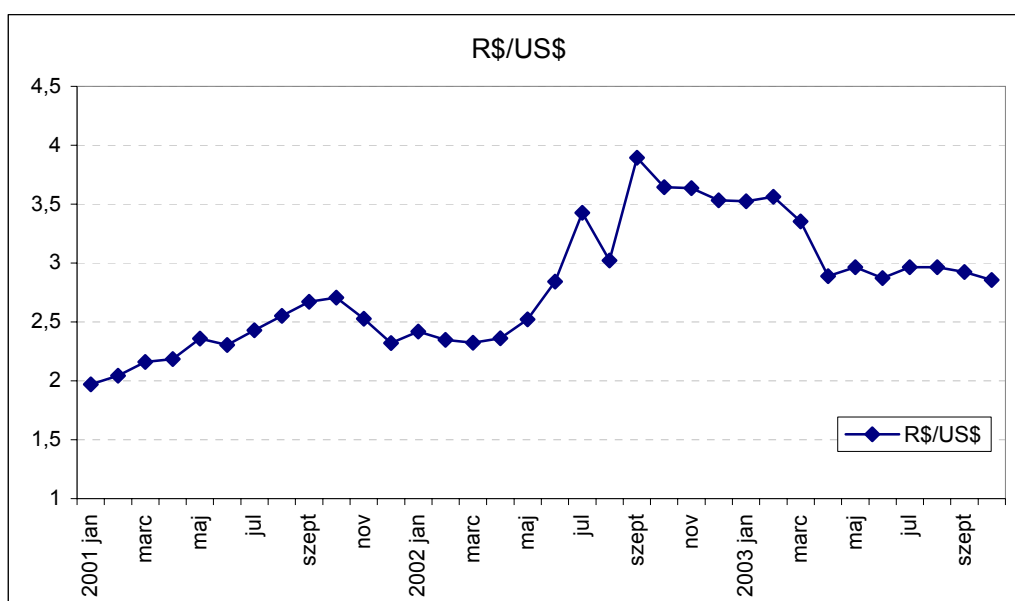
### 2.3. KIHÍVÁSOK A BRAZIL INFLÁCIÓS CÉLKITŰZÉSES RENDSZERREL SZEMBEN

Az 1999-es 8,9 százalékos (még a célintervallumon belül lévő) infláció után 2000-ben sikerült a központi banknak pontosan beletalálnia a kitűzött 6 százalékos inflációs célba. A 2000-es év elején az infláció ugyan néhány hónapra átlépte a felső toleranciasávot, de később visszatért a kijelölt keretek közé. A kezdeti sikerek után azonban a brazil inflációs célkitűzéses rendszer újabb kihívásokkal szembesült, amelyek 2001-ben és 2002-ben a kitűzött év végi inflációs célok jelentős túllövéséhez vezettek.

#### KIHÍVÁSOK ÉS MONETÁRIS POLITIKA 2001-BEN

A brazil gazdaság 7,7 százalékos inflációval zárta a 2001-es évet, amely inflációs szint meghaladta a 4 százalékos célt, és a célsáv felső határát, a 6 százalékot is. A céltévesztés okai kínálati sokkok, illetve egyszeri véletlen behatás miatti sokkok voltak. A Brazil Nemzeti Bank kormányzója, Arminio Fraga a pénzügyminiszternek írt nyílt levélben kifejtett véleménye szerint az infláció trendje 2001-ben lefelé irányuló volt, a sokkok tehát csak időlegesen zavarták meg az infláció konvergálását a kitűzött célhoz.

1. Ábra: A reál/dollár árfolyam alakulása, 2001. január - 2003. október



Forrás: BCB

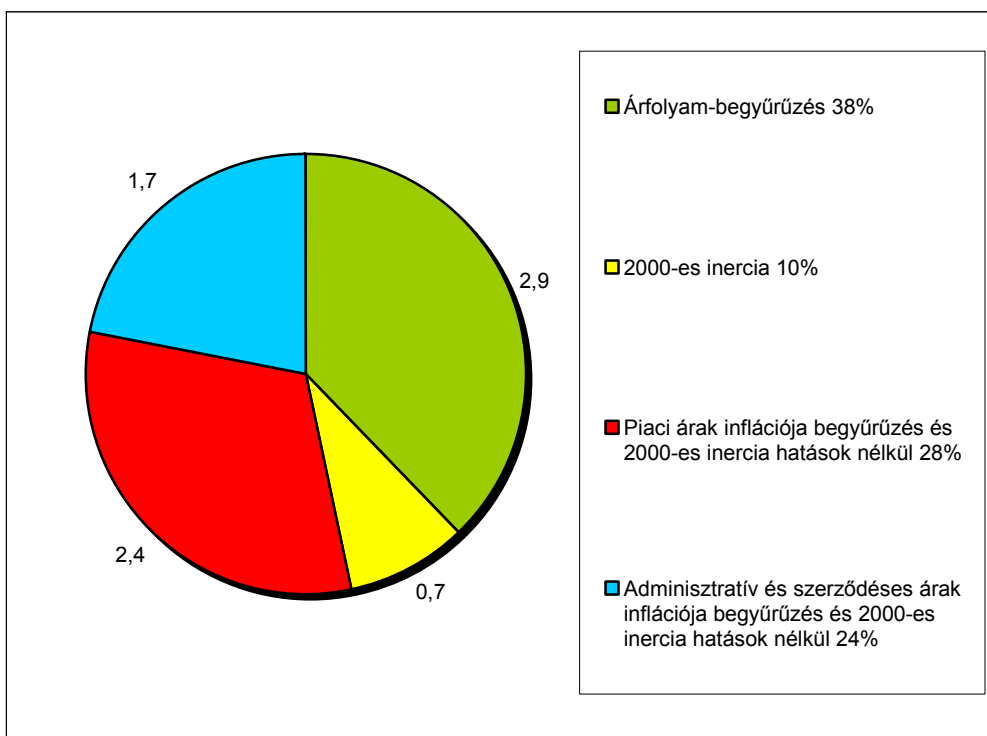
A brazil gazdaságot 2001-ben ért sokkok egy része külső eredetű, más része belső kiindulású volt. A külső sokkok a kedvezőtlen világgazdasági helyzet, az argentin válságból fakadó, a szomszédos országokra, így Brazíliára is áttérjedő bizonytalanság, és az Egyesült Államok ellen intézett terrorista támadások voltak. A sokkok hatására 2001 októberéig 42,6 százalékkal értékelődött le a reál (lásd 1. ábra). Az év utolsó hónapjaiban azonban erősödni kezdett a brazil valuta, aminek hatására végül 20,9 százalékos lett az egész évre vonatkozó akkumulált átlagos leértékelődés. A reál gyengülése pedig erőteljes inflációs nyomást eredményezett 2001-ben. Az árfolyam-begyűrés szokásos 7 százalékos hányadánál valamivel magasabb, 7,6 százalékos begyűrés volt tapasztalható, aminek

eredményeképpen az árfolyam-leértékelődés 2,9 százalékponttal járult hozzá a 2001-es 7,7 százalékos összinflációhoz.

A belső inflációt gerjesztő hatások közül a szerződés alapján megállapított árak (amely csoport nem egyezik meg teljes egészében a közvetlenül a kormányzat által megszabott árakkal, mert tartalmazza a keresleti és kínálati hatásokkal szemben különösen közömbös árakat is) 10,4 százalékos növekedése, azon belül is a villamos energia árának emelkedése volt a meghatározó, miközben a szabadpiaci árak inflációja csak 6,5 százalékos volt.

A 2001-es 7,7 százalékos IPCA összetevői közül az árfolyam begyűrűzés hatása a legmagasabb, 2,9 százalékpont (lásd 2. ábra). A 2000-ből visszamaradó inflációs inercia 0,7 százalékponttal, a szabadpiaci árak 2,4 százalékponttal, az adminisztratív és szerződéses árak 1,7 százalékponttal járultak hozzá a 2001-es inflációhoz.

## 2. Ábra: Az összinflációhoz (7,7=2,9+0,7+2,4+1,7) hozzájáruló tényezők, 2001



Forrás: BCB

A Copom a 2001 júliusától kezdve az év végéig 19 százalékon tartotta a Selic rátát (lásd 4. ábra). Azért nem emelték tovább a kamatokat, mert nem törekedtek az inflációs cél mindenáron való teljesítésére 2001-ben. Az ilyen monetáris politikai magatartás ugyanis túlzott reálgazdasági áldozatokkal járt volna, és a monetáris politikai eszközök használata során fellépő csúszások miatt a 2002-es évi 3,5 százalékos sávközepű (+/- 2 százalék sáv szélességű) inflációs cél alullovását eredményezte volna. Ekkor még nem tudhatták a monetáris politika irányítói, hogy 2002-ben a reál újabb, még a 2001-ben tapasztaltnál is erősebb leértékelődése gerjeszt majd erőteljes inflációs nyomást. Arminio Fraga összességében sikeresnek értékelte a monetáris politikát 2001-ben, még az inflációs cél elvétele ellenére is, mert a gazdaságot ért sokkok bekövetkezése után sikerült az inflációs

várakozásokat kordában tartani, és a gazdasági növekedés (1,3 százalék) is a világátlag közelében maradt.

#### *KIHÍVÁSOK ÉS MONETÁRIS POLITIKA 2002-BEN*

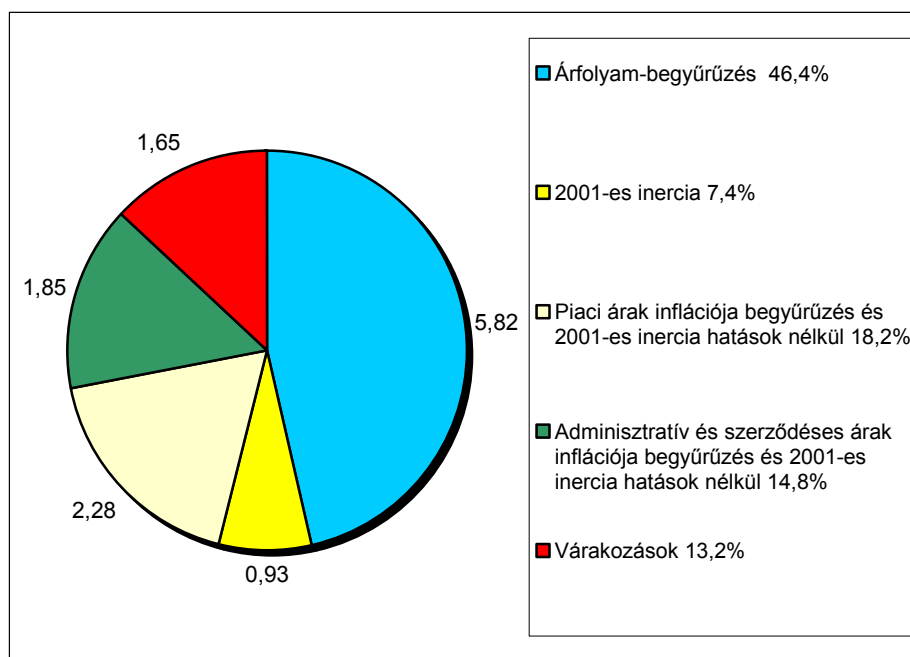
A legkomolyabb problémák 2002-ben, pontosabban a 2002-es év utolsó negyedében jelentkeztek. Ekkor a brazil gazdaság hitelességi válsággal találta szemben magát. A 2002-es inflációs eredmény ezért igen kedvezőtlenül alakult, 12,5 százalékos értéket érve el, amely az eredeti 3,5 százalékos inflációs célt 9 százalékkal, a sáv felső szélét pedig 7 százalékkal haladta meg.

A 2002-es hitelességi válság két fő tényezőre vezethető vissza. Egyrészt a befektetők nem voltak elégedettek a brazil gazdaság teljesítményével, másrészt növekedett a kockázatkerülési hajlandóságuk. A hitelességi válság egyik kiváltó oka az elnökválasztást kísérő fokozott bizonytalanság volt. Az elnökségre jó eséllyel pályázó, és később a választást megnyerő Luiz Inacio Lula da Silva szakszervezeti múltja és fokozott baloldali beállítottsága megijesztette a befektetőket. Elsősorban azonban nem attól tartottak a pénzpiaci szereplők, hogy Lula nem lesz *hajlandó*, hanem sokkal inkább attól, hogy nem lesz *képes* folytatni a Cardoso által már elkezdett reformfolyamatot. Aggodalmaik (bár nem voltak alaptalanok) nem igazolódtak be, Lula ugyanis már megválasztása előtt egyértelművé tette, hogy hajlandó folytatni a megkezdett reformokat, és a prudenciális fiskális politika mellett kötelezte el magát. Ugyanakkor várható volt, hogy megválasztása esetén az új kormánypart kevesebb helyet birtokol majd a parlamentben, mint Cardoso elnöksége idején az akkori kormánypárti erők, megnehezítve így az erőteljes elégedetlenséget kiváltó reformok megszavazását.

A 2002-es inflációs céltévesztés három tényezőre vezethető közvetlenül vissza. Egyrészt a reál árfolyamának erőteljes leértékelődésére, másrészt az ár- és bérszerződések inflációt gerjesztő irányban való alakulására, harmadrészt az inflációs várakozások felerősödésére. Az adminisztratív és szerződéses árak inflációja 2002-ben 15,3 százalékos volt, míg a szabadpiaci áraké 11,5 százalék.

2002-ben is az árfolyam leértékelődés inflációba való begyűrűzése tette ki az éves infláció legnagyobb hányadát (5,82 százalékpontot a 12,5 százalékos éves inflációból). 2001-hez képest új inflációs nyomást jelentett az inflációs várakozások felerősödése, amelyeknek 1,65 százalékpontos hozzájárulás tulajdonítható (lásd 3. ábra).

## 3. Ábra: Az összinflációhoz (12,53=5,82+0,93+2,28+1,85+1,65) hozzájáruló tényezők, 2002



Forrás: BCB

A reál árfolyamának leértékelődése a 2001 utolsó negyedéve és a 2002 utolsó negyedéve közti időszakban 43,9 százalékos volt (lásd 4. ábra). Tovább súlyosbította a helyzetet, hogy 2002 utolsó negyedévére az árfolyam-begyűrés 17 százalékra emelkedett, jelentősen meghaladva a szokásos, átlagosan megfigyelt 7 százalékot. A reál értékvesztésére és a belső okok (a már említett bizonytalanságok az elnökválasztás miatt) mellett számos külső tényező is hatással volt. Ezek az alacsony világgazdasági növekedés, néhány jelentős amerikai nagyvállalat könyvviteli problémái, és az Irak elleni második amerikai támadás lehetősége voltak, amelyek növelték a kockázatkerülési hajlandóságot, és a külföldi tőkebeáramlás csökkenéséhez vezettek. A felsorolt hatások befolyásolták a pénzüpiacokat. Az államadósság-kezelés terén is problémát okozott a külföldi befektetők visszavonulása. A külföldi hitelek meredek csökkenése nemcsak az inflációs folyamatokban érvényesített a kívánttal ellentétes tendenciákat, hanem negatívan érintette a foglalkoztatási szintet is.

A 2002-es év utolsó negyedéve, tehát az elnökválasztás okozta sokk előtt (aminek hatását azt megelőzően lényegesen kisebbre jósolták) az inflációs várakozásokat sikerült az inflációs célsávon belül tartani. Ennek megfelelően a Copom júliusban 18 százalékgig csökkentette a Selic-et, és októberig ezen a szinten hagyta. Az október 14-ei, rendkívüli Copom ülésen azonban 21 százalékra, a helyzet súlyosbodásával összhangban pedig az év végére 25 százalékgig emelték a Selic rátát.

#### AZ INFLÁCIÓS CÉL KIIGAZÍTÁSA ÉS MONETÁRIS POLITIKA 2003-BAN

A 2002-es események után a Copom a pénzügyminiszterrel egyetértésben azt a döntést hozta, hogy túlzott reálgazdasági áldozatok elkerülése érdekében ki kell igazítani a 2003-as és 2004-es inflációs célt, és a tolerancia intervallumot is kiszélesítették, +/-2,5 százalékra. A



2003-ra vonatkozó eredeti, 4 százalékos inflációs célt így 8,5 százalékra emelték, a 2005-ös 3,75 százalékos célt pedig 5,5 százalékra módosították.

Az új célértékek három nagyobb tényezőcsoport összeadásából álltak elő. A Copom által eredetileg megállapított inflációs célértékhez hozzáadták az adminisztratív és ellenőrzött árak változása okozta sokk hatását, és az előző évekből eredő inflációs inercia hatását. Az adott évben leküzdendő inflációs inerciát az előző évből örökölt inflációs inercia 2/3-ad részeként határozták meg (lásd 1. táblázat).

1. Táblázat

	2003	2004
(a) a Copom által kitűzött inflációs cél	4,0	3,5
(b) adminisztratív és ellenőrzött árak	1,7	1,1
(c) inflációs inercia	2,8	0,6
előző évből adódó inflációs inercia	4,2	1,0
adminisztratív árakból adódó	1,4	0,4
piaci árakból adódó	2,8	0,6
(a+b+c) kiigazított inflációs cél	8,5	5,5

Forrás: BCB

A Brazil Nemzeti Bank becslései szerint a 4 százalékos inflációs cél elérése jelentős növekedési áldozatokkal járt volna, amelyek mértékét a -7,3 százalékra becsülték. A célsáv felső, 6,5 százalékos szintjének elérése még mindig -1,6 százalékos GDP növekedési áldozatot eredményezett volna, míg a korigált 8,5 százalékos inflációs cél elérése esetén 2,8 százalékos GDP növekedésre számítottak. A 9,3 százalékos tényleges inflációs eredmény 0,3 százalékos (előzetes adat) GDP növekedést eredményezett, tehát a valóságban a korigált célközépnél valamivel magasabb inflációs szint elérése is csak a vártnál alacsonyabb GDP növekedést eredményezett (lásd 2. táblázat).

2. Táblázat

	Infláció 2003	GDP-növ. 2003
Kiigazított cél	8,5%	2,8%
Célsáv teteje*	6,5%	-1,6%
Eredeti cél	4,0%	-7,3%
<b>Tényleges</b>	<b>9,3%</b>	<b>0,3%**</b>

Forrás: BCB

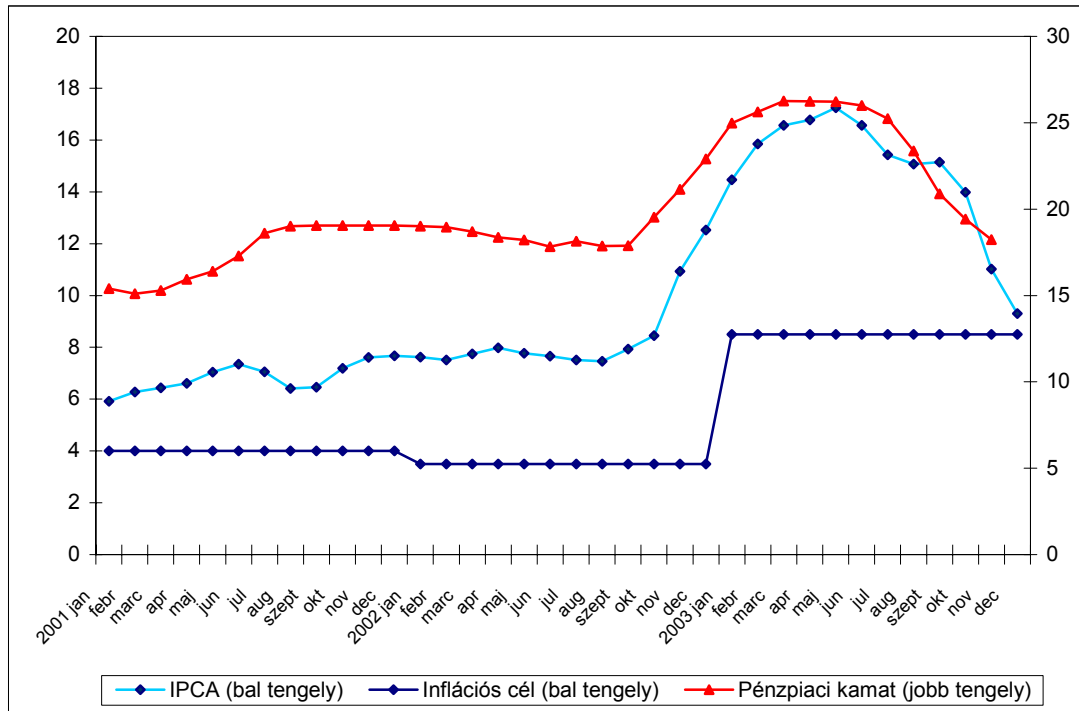
\* eredeti célsáv teteje

\*\* előzetes adat

2003-ban tehát sikerült 9,3 százalékos inflációs szintet elérni és a korigált inflációs cél körüli +/-2,5 százalékos célsávon belül maradni. A 2003-as év végére tehát a brazil gazdaság kilábalni látszott a megelőző évek hitelességi válságaiból, és a világgazdasági fellendülés is kedvezően hatott. A hitelességi válság leküzdésében kulcsfontosságú volt, hogy Lula elnökségének első évében bebizonyította, hogy kitart a felelősségteljes monetáris és fiskális politika mellett. 2003-ban a kitűzött 4,25 százaléknál is magasabb elsődleges egyenleget sikerült produkálni, ami nagyban hozzájárult a befektetők bizalmának visszanyeréséhez, csakúgy, mint az IMF és Brazília között létrejövő új hitelprogram. Az inflációs nyomás

gyengülésével összhangban a Selic-et a 2003-as év végére 16,5 százalékos szintre csökkentette (lásd 4. ábra) az ekkor már Henrique de Campos Meirelles irányítása alatt álló központi bank. A monetáris lazítás eredményeképpen 2004-re már 3,5 százalékos GDP növekedés várható.

4. Ábra: Az IPCA, az inflációs cél, és a pénzügyi kamatok alakulása (%), 2001-2003



Forrás: BCB

### **3. A MAGYAR INFLÁCIÓS CÉLKITŰZÉSES RENDSZER PROBLÉMÁI, ÉS AJÁNLATOK A BRAZIL TAPASZTALATOK ALAPJÁN**

Az előző fejezetben bemutatott brazil inflációs célkitűzéses rendszer sikeresnek mondható. A magyar inflációs célkitűzéses rendszer ezzel szemben hitelességi válsággal, egymással konfliktusba kerülő célokkal küszködik. Ezek közül talán a fiskális politika lazasága és az egymással inkonzisztens monetáris és fiskális politika okozta problémák a legkomolyabbak. A többi probléma már ezekből fakad. Ilyen gond a monetáris politikai hitelesség megteremtésnek nehézsége. A működési transzparenciát azonban a fiskális politika fegyelmezetlensége ellenére is alkalma lenne javítani a jegybanknak. A magyar gazdaságpolitikai célok az Európai Unió és az (országunk esetében) ezzel együtt járó Euró-övezetbe való csatlakozás által determináltak. Emiatt a brazil körülményekhez viszonyítva eltérő tényezők befolyásolják a magyar gazdaságpolitikát. Az inflációs célkitűzés rendszerével kapcsolatban azonban ennek ellenére fontos tanulságok vonhatók le a magyar rendszer számára az azt sikeresen működtető latin-amerikai ország tapasztalatai alapján.

### **3.1. A MAGYAR RENDSZER PROBLÉMÁI**

A magyar inflációs célkitűzéses rendszer problémái három nagy csoportba sorolhatók:

1. A jegybank cél- és eszközfüggetlenségének kérdése.
2. A kormánnyal való együttműködés kérdése.
3. A transzparencia kérdése.

1. Magyarországon korlátozott módon működik az inflációs célkitűzés, mivel nincs rendezve a cél- és eszközfüggetlenség kérdése. A probléma az MNB eszközfüggetlenségével kapcsolatos. A HUF/EUR árfolyam +/-15 százalékos lebegési sávja erőteljesen korlátozza az inflációs célkitűzéses rendszer működését, mert az árfolyam könnyen elérheti a sávszélt, ahol rögzített árfolyamként kezd el viselkedni, ezzel növekvő spekulatív nyomást idézve elő. Ilyen esetekben a sáv megvédésének igénye és az inflációs cél konfliktusba kerül egymással. Az inflációs célkitűzéses rendszer rendeltetésszerű működésének lehetővé tétele érdekében meggondolandó a lebegési sáv feladásának lehetősége. A lebegési sáv bevezetésének egyik oka a túlzott árfolyam-ingadozás korlátozása volt. A jelenlegi árfolyamrendszer bevezetése óta világossá vált, hogy az árfolyam a sáv megléte esetén is jelentős mozgásokat mutat, ráadásul a sávszél spekulatív támadási felületet biztosít. Az irányított lebegtetésre való áttérés az inflációs célkitűzéses rendszer jobb működése szempontjából is, és a spekulatív nyomás elkerülése miatt is indokolt lenne. Az MNB eszközfüggetlenségének biztosítása azt is megkövetelné, hogy a Pénzügyminisztérium (illetve a kormány) mondjon le az árfolyamrendszer meghatározásának lehetőségéről. Ehhez a jegybanktörvény módosítására lenne szükség.

A célfüggetlenség kérdéskörébe tartozik, hogy az inflációs célt az MNB és a Pénzügyminisztérium (bár nem kezdettől fogva, és nem is törvény által rögzítve) együtt határozza meg. Ez a gyakorlat azért indokolt (és helyes), mert ez a Pénzügyminisztérium implicit felelősségvállalását jelenti arra vonatkozóan, hogy mindent megtesz az inflációs cél elérése érdekében. A jövőben a rendszer hitelességének és transzparenciájának javítása érdekében indokolt lenne a Pénzügyminisztériummal való célegyeztetés kötelezettségét törvénybe foglalni.

2. A Pénzügyminisztérium és az MNB szorosabb együttműködése mindenképp szükséges az inflációs célkitűzéses rendszer sikeres működtetéséhez. A hitelesség kiépítéséhez elengedhetetlen, hogy a két intézmény vezetői között fennálló személyi konfliktusok ne kerüljenek nyilvánosságra. A közvéleményt meg kell győzni, hogy a gazdaság irányításáért felelős két intézmény tudatosan együttműködik és egymás munkáját támogatják. Ez a követelmény átvezet egy másik problémakörhöz, nevezetesen a költségvetés túlköltsékezéséhez. Az MNB és a Pénzügyminisztérium közötti együttműködés hatékonysága egészen addig veszélyben van, amíg az államháztartás szerkezeti reformja végbe nem megy. A magyar gazdaság, mint kis, nyitott gazdaság fokozottan ki van téve a befektetők szeszélyeinek. Ha a befektetők türelmüket veszítik és kimennek az országból, illetve

spekulációs nyomást gyakorolnak, mert késlekedést tapasztalnak a szerkezeti reformok megindításában, akkor az inflációs célkitűzéses rendszer működése, a hitelesség kiépítése is csorbát szenved.

3. A magyar inflációs célkitűzéses rendszernek a transzparencia terén is vannak hiányosságai. A 2003 januárjában történt spekulációs támadás talán nem következett volna be, ha az MNB hatékonyabban kommunikálja a jegybanktörvényben szereplő kötelezettséget a kormánnyal való egyeztetésre az árfolyamsáv elmozdításának kérdésében.

A transzparencia szintén fontos az inflációs cél eltévesztésének közvélemény felé való kommunikálásában. Az MNB a céltévesztés kommunikálása során erőteljes hangsúlyt fektet a piaci előrejelzéseknek a saját előrejelzésével való összevetésére, ezzel bizonyítva a céltévesztés (illetve az előrejelzési hibák) jogosságát. Be kell látni, hogy az inkonzisztens fiskális és monetáris policy-mix miatt az MNB-re hatalmas feladat hárult az elmúlt évben, amikor az első inflációs céltévesztés bekövetkezett. A 2003-as évre vonatkozó inflációs cél kijelölése idején még nem volt előrelátható a fiskális politika olyan mértékű lazasága, amely a 2002-es évet jellemezte. Számos egyéb sokkhatással, például a 2003. januári spekulációs támadással sem lehetett előre kalkulálni. Az inflációs várakozásoknak (az inflációs célkitűzéses rendszer alacsony hitelességével összefüggő) 2003-as fokozatos emelkedése szintén nem javította az inflációs cél eltalálásának esélyét. Az MNB azonban mind 2003-ban, mind 2004-ben világosabbá tehetné volna, illetve részletesebben magyarázhatta volna az inflációs céljának módosítását, mert ez az inflációs célkitűzéses rendszer transzparens működésének és hitelességének szempontjából elengedhetetlen. Az MNB 2003-as második negyedéves jelentéséből kiderül, hogy az infláció előreláthatólag meg fogja haladni a kitűzött célt, de ez előrejelzések, és az inflációs cél teljesülése között feszülő ellentétre nem mutatnak rá explicit módon. A 2004-es inflációs cél megváltoztatásáról már történt verbális tájékoztatás, de részletes magyarázatot még nem tett közzé a jegybank. Ráadásul az MNB legutóbbi előrejelzése ennél a korrigált célnél magasabb 12-havi fogyasztói árindexet jósol 2004 decemberére. A transzparenciát egyértelműen jobban szolgálná a korrigált inflációs célok részletesebb magyarázata.

A transzparencia szempontjából üdvözlendő fejlemény a Jegybankelnök 2004 januárjában tett bejelentése, mely szerint az MNB a továbbiakban nem fog árfolyamcél kommunikálni, így a hangsúly az inflációs célra tevődik át. Ez a lépés várhatóan hozzájárul majd a jegybanki döntéshozatal kiszámíthatóságának növekedéséhez.

### **3.2. A BRAZIL INFLÁCIÓS CÉLKITŰZÉSES RENDSZER MŰKÖDÉSE ALAPJÁN LEVONHATÓ TANULSÁGOK**

A korábban bemutatott brazil és inflációs célkitűzéses rendszer tapasztalatokkal szolgálhat a magyar inflációs célkitűzéses rendszer működéséhez. Bizonyítékot jelent, hogy az inflációs célkitűzés korántsem tökéletes körülmények között, feltörekvő piacok esetében is működőképes. Brazília esete példaértékű a sokkok mellett is fenntartott hitelessége miatt.

Brazília esetében a jegybank intézményi függetlensége nincs törvénybe foglalva. A központi bank kormányzóját terheli az árstabilitás biztosításának kötelezettsége, amihez az intézményi függetlenséget elnöki rendelet mondta ki. Bár ez az inflációs célkitűzés rendszerének sikeres működését eddig nem veszélyeztette, a jövőben indokolt lenne a központi bank intézményi függetlenségének törvénybe foglalása.

Az inflációs célkitűzés rendszere Braziliában szabadon lebegő árfolyamrendszer mellett működik. A magyar árfolyamrendszerrel kapcsolatban felmerült problémákat figyelembe véve érdemes a latin-amerikai ország példáját megfontolni. A szabadabb árfolyamrendszerekben is van lehetősége a központi banknak az árfolyam alakulásába való beavatkozásra, de csak indokolt esetben (tehát ha pánikhangulat miatt az egyensúlyi, vagy az annak tartott árfolyam jelentős mértékű túllövése fenyeget) és csak addig a szintig, amely nem veszélyezteti az inflációs cél elsődlegességébe vetett hitet. Braziliában piszkos lebegtetést alkalmaznak. A központi bankok akkor avatkoznak be az árfolyam alakulásába, ha túlzottnak ítélik annak volatilitását, vagy ha ideiglenes leértékelődést tapasztalnak. Schmidt-Hebbel és Werner (2002) rámutatnak, hogy a beavatkozást (a korábbi gyakorlattól eltérően) minden esetben előre bejelentik, és hangsúlyozzák időleges és teljes mértékben sterilizált voltát.

Különösen tanulságos a közelmúltban jelentős árfolyammozgásokat átélt Brazília esete. A brazil rendszer a reál dollárhoz viszonyított 2002-es leértékelődése, a volatilis árfolyam, a növekvő árfolyam-begyűrűzés, és az ezek eredményeképpen bekövetkező nagymértékű inflációs cél-túllövés ellenére is működőképes tudott maradni. Ez azonban szorosan összefüggött a sikeres kommunikációval és a magas fokú transzparenciával. A Brazil Központi Bank kormányzójának kötelezettsége a Pénzügyminiszternek címzett nyílt levél megírására az inflációs cél elvételéskor igen hatékony és sikeres kommunikációs eszköznek bizonyult. Hasonló gyakorlat bevezetése javíthatná a magyar inflációs célkitűzéses rendszer hitelességét is. Az inflációs célkitűzéses rendszer hiteles működéséhez szükséges eszközfüggetlenség biztosítása szempontjából pedig mindenképp hasznos lenne a jelenlegi lebegő sávós árfolyamrendszer feladása Magyarországon. A brazil tapasztalatok alapján elmondható, hogy az inflációs célkitűzéses rendszer transzparenciájának javításával a rugalmas, vagy irányítva lebegtetett árfolyamrendszer bevezetésének haszna meghaladhatja az árfolyamrendszer-váltással járó költségeket és kockázatokat.

## **IRODALOMJEGYZÉK**

AGÉNOR, PIERRE-RICHARD (2000): *Monetary Policy under Flexible Exchange Rates*, World Bank, Policy Research Working Paper No. 2511.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2003): *Inflation Report, December 2003*. <http://www.bcb.gov.br>

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2002): *Open letter, 2002*. <http://www.bcb.gov.br>

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2003): *Open letter, 2003*.. <http://www.bcb.gov.br>

BERG, ANDREW – BORENSZTEIN, EDUARDO – MAURO, PAOLO (2002): *An Evaluation of Monetary Regime Options for Latin America*, Österreichische Nationalbank Working Paper No. 67.

BOGDANSKI, JOEL – TOMBINI, ALEXANDRE ANTONIO – WERLANG, SÉRGIO RIBEIRO DA COSTA (2000): *Implementing Inflation Targeting in Brazil*, Banco Central do Brasil Working Paper No.1.

CALDERON, CÉSAR – SCHMIDT-HEBBEL, KLAUS (2003): *Macroeconomic Policies and Performance in Latin America*, Banco Central de Chile Working Paper No. 217.

CALVO, GUILLERMO A. – REINHART, CARMEN M. (2000): *Fear of Floating*, NBER Working Paper No. 7993.

CORBO, VITTORIO – LANDERRETICHE, OSCAR – SCHMIDT-HEBBEL, KLAUS (2001): *Does Inflation Targeting Make a Difference?* Banco Central de Chile Working Paper No. 106.

CSERMELY, ÁGNES (1997): *Az inflációs célkitűzés rendszere*, Közgazdasági Szemle, XLIV. évf., 1997. március.

DE FREITEAS, PAULO SPRINGER – GOLDFAJN, ILAN – MINELLA, ANDRÉ – MUINHOS, MARCELO KFOURY (2002): *Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges*, Banco Central do Brasil Working Paper No. 53.

EICHENGREEN, BERRY (2002): *Can Emerging Markets Float? Should They Inflation Target?* Banco Central do Brasil Working Paper No. 36.

FREYTAG, ANDREAS (2003): *Exchange Rate Arrangements, Economic Policy and Inflation: Empirical Evidence for Latin America*, ICEG EC Working Paper No. 17.

GÁSPÁR, PÁL – HALÁSZ, ANITA – TÓTH, MÁTÉ (2003): *A magyar beteg: makrogazdasági problémáink okai, eddigi kezelése és a lehetséges gyógy mód*, ICEG EC Munkafüzet I.

MAGYAR NEMZETI BANK (2002): *Monetáris politika Magyarországon*, <http://www.mnb.hu>

MAGYAR NEMZETI BANK (2004): *Jelentés az infláció alakulásáról 2004. február*, <http://www.mnb.hu>

MISHKIN, FREDERIC S. (2000): *Inflation Targeting in Emerging Market Countries*, NBER Working Paper No. 7618.

MISHKIN, FREDERIC S. (2004): *Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?* IMF Conference in honor of Guillermo A. Calvo, 2004. április 15-16, <http://www.imf.org>

MISHKIN, FREDERIC S. – SAVASTANO, MIGUEL A. (2000): *Monetary Policy Strategies for Latin America*, NBER Working Paper No. 7617.

MISHKIN, FREDERIC S. – SCHMIDT-HEBBEL, KLAUS (2001): *One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?* NBER Working Paper No. 8397.

MUINHOS, MARCELO KFOURY (2001): *Inflation Targeting in an Open Financially Integrated Emerging Economy: the Case of Brazil*, Banco Central do Brasil Working Paper No. 26.

ROCHA, GEISA MARIA (2002): *Neo-Dependency in Brazil*, New Left Review, Second Series No. 16.

SCHMIDT-HEBBEL, KLAUS – TAPIA, MATÍAS (2002): *Monetary Policy Implementation and Results in Twenty Inflation-Targeting Countries*, Banco Central de Chile Working Paper No. 166.

SCHMIDT-HEBBEL, KLAUS – WERNER, ALEJANDRO (2002): *Inflation Targeting in Brazil, Chile and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate*, Banco Central de Chile Working Paper No. 171.

THE ECONOMIST: 2002. október 5-11, 2003. február 22-28, 2003. június 21-27, 2003. november 8-14.