

Jegybanki transzparencia – hol, miért és milyen hatásokkal?

N. Nergiz Dincer (Török Állami Tervezési Hivatal) és Barry Eichengreen (Kaliforniai Egyetem, Berkeley) a monetáris politikának az utóbbi években folyó legjelentősebb változásával foglalkoznak: a központi banki műveletek átláthatóságának növekedésével. A trend általános, az 1990-es évek végétől sok központi bank a nagyobb transzparencia irányába mozdult el. A szerzők empirikusan elemzik a központi bankok transzparenciájának meghatározóit és hatásait. Eredményeik szerint a transzparencia mértéke nagyobb azokban az országokban, ahol stabilabb és fejlettebb a politikai rendszer, valamint mélyebbek és fejlettebbek a pénzügyi piacok. A nagyobb transzparencia kimutatható – bár gyenge – hatással van az infláció és a kibocsátás változékonyságára.

NÖVEKVŐ TRANSPARENTIA

A transzparencia mértéke a legmeghatározóbb különbség napjaink és a korábbi idők monetáris politikái között. A transzparenciára való törekvés kiterjed a célokra, folyamatokra, modellekre és adatokra egyaránt. Felmerülhet a kérdés, hogy vajon általános trendről van-e szó, illetve az is, hogy tartós vagy átmeneti folyamatról beszélhetünk-e. Bár jelentek meg ezzel a témával kapcsolatban tanulmányok, valójában nem sokat tudunk a transzparencia aktuális trendjeiről és következményeiről. Az elmélet ugyan hasznos betekintést nyújt, az empirikus eredmények azonban már kevésbé átfogóak.

A központi bank kezdetben a kormányzat számára biztosított hitelt, aminek során más pénzügyi intézményekkel

versenyzett. Az állammal való különleges kapcsolatát is felhasználva, árazási és portfólió-döntéseit nem osztotta meg másokkal, az információk csak a központi bank és az ügyfél (az állam) számára voltak ismertek. Azzal, hogy a központi bank fokozatosan a pénz- és hitelmennyiség szabályozójává vált, és ebben a szerepében nagy súlyt helyezett a konvertibilitás fenntartására (azaz adott árfolyamon beváltotta a fizetőeszközt aranyra), a külső szemlélők számára is érthetőbbé vált a központi bank célfüggvénye. Ez egy *kezdeti lépést* jelentett a transzparencia felé, ami folytatódott, amikor a központi bank információkat hozott nyilvánosságra az aranytartalékokkal (és később más, fontosnak vélt aggregátumokkal) kapcsolatban, a konvertibilitás jövőbeli fenntarthatósága érdekében. Kezdetben tehát ez jelentette az (egyébként nem túlzottan nagy) transzparenciát.

A nemzeti valuták hozzákötése más valutákhoz magyarázza, hogy a XX. század folyamán miért nem nehezedett a központi bankokra nyomás további információk nyilvánossá tételére: a jegybankok tevékenységét ugyanis meg lehetett ítélni a *valutapiacok* eseményei alapján. Az utóbbi időben azonban az országok rugalmasabb árfolyamrendszerek felé mozdultak el, így eltűnt az egyetlen olyan tényező, ami a monetáris politika átláthatóságának irányába hatott. Az elszámoltathatóság érdekében így a transzparencia egyéb aspektusait kellett erősíteni.

A nagyobb árfolyamrugalmasság felé történt elmozdulás azonban nem exogén esemény volt, szorosan összefüggött két másik, XX. század végi gazdasági-társadalmi folyamattal: a *pénzügyi liberalizációval*, valamint a *politikai liberali-*

zációval (demokratizálódással). A pénzügyi piacok deregulációja és a nemzetközi tőke mozgások korlátainak megszüntetése lehetetlenné tette az árfolyam olyan módon történő megkötését, hogy közben a monetáris politikával más célokat is el lehessen érni, azaz egy eszközzel nem lehetett többé két célt megvalósítani. Eközben a demokratizálódás nehezebbé tette, hogy az árfolyam megkötésekor ne legyenek figyelemmel egyéb, társadalmilag fontos gazdasági változókra is. Például magas munkanélküliség esetén a központi bankra nagy politikai nyomás nehezedett, és ez megkérdőjelezte az árfolyamkötés hitelességét.

A demokratizálódás együtt járt a központi bank (mint kormányzati hivatal) nyilvános elszámoltathatósági igényével is. Ezen kívül felmerült a *központi banki függetlenség* gondolata is, ezzel elkerülve a demokráciákban sem szokatlan politikai nyomást. A független jegybank nagyobb hajlandóságot mutat az információk nyilvánosságra hozatalára, mert nem kell a kormányzat elől információkat eltitkolnia céljai elérése érdekében. Mivel a pénzügyi liberalizáció miatt nem lehetett a piacot közvetlenül ellenőrizni, a biztonság és a kimagasló volatilitás elkerülése érdekében megfelelő kommunikációra volt szükség a jegybank és a többi piaci szereplő között. Ez szintén a transzparencia irányába hatott, az információáramláson keresztül.

A transzparencia hatása azonban nem egyértelmű. A közgazdászok szerint minél több információval rendelkeznek a döntéshozók, annál jobb a helyzetük. Ha a jegybank nyilvánosságra hozza céljait, gazdasági információit, azzal elősegíti a politika előrejelezhetőségét, a piaci szereplők jobban hozzá tudják igazítani döntéseiket a jegybankéhoz, és ez növeli a társadalmi jólétet. Másrésztől, *a második legjobb döntés elmélete* szerint egy

torzító hatás megszüntetése nem mindig vezet hatékonyabb allokációhoz, ha más torzítások megmaradnak. A nagyobb transzparencia nem feltétlenül vezet tehát jóléti növekedéshez.

A transzparencia hatásainak jobb megértése érdekében modellezni kell a körülményeket. Az elterjedt Barro-Gordon-modell szerint bizonytalanság övezi a jegybank preferenciáit, és a jegybank szeretné a kibocsátást a potenciális szintje fölé emelni. A nyilvánosság a cselekedetek és az eredmények alapján próbál következtetni a preferenciákra.

Mivel a gazdasági szereplők a sokk előtt hozzák döntéseiket, szerepet kap a stabilizációs politika. Ha a jegybank a potenciálisnál nagyobb kibocsátást szeretne, az inflációs torzítással járhat. A hasonló modellekben számtalan egyéb olyan torzító hatás lép fel, amely miatt különböző eredményeket kaphatunk a transzparencia hatékonyságára vonatkozóan. A jólét ilyen körülmények között akár még csökkenhet is! Az eredmények nagyban függenek a gazdaság szerkezetétől, a sztochasztikus folyamatoktól, az információs környezettől, az akciók és a döntések időzítésétől, valamint az intézményektől is.

EMPIRIKUS EREDMÉNYEK

A jegybanki transzparenciát vizsgáló empirikus kutatások még mindig gyerekcipőben járnak. Többségük idősoros adatok segítségével egy-egy jegybankot vagy pénzügyi-gazdasági változót vizsgál. Bár abból a szempontból értékesek, hogy igyekeznek az elméletet közel hozni az adatokhoz, ugyanakkor az egyedi esetek nehezen általánosíthatóak, valamint az idősorok alapján a növekvő transzparencia hatása is nehézkesen azonosítható. Újabban egyes tanulmányok

megkísérelték összehasonlítani a különböző jegybankokat. Ezek a tanulmányok – a többihez hasonlóan – egy indexszel jelölik a transzparenciát, amit különböző részindexek átlagolásával állítanak elő. A transzparencia fő aspektusai: *politikai* (nyilvános célok, több cél esetén rangsor), *gazdasági* (elérhető-e a felhasznált adatok és idősorok, publikált előrejelzések), *eljárás* (döntéshozatal folyamata, explicit monetáris szabály, szavazások), *stratégiai* (azonnal nyilvános döntések és azok magyarázata), valamint *működési* (célok elérése, hibák beismerése) *transzparencia*. A legteljesebb ilyen vizsgálat 94 központi bankot vizsgált a jegybanki döntések hivatalos magyarázatai, a nyilvánosságnak szánt előretétek elemzések formája és gyakorisága, valamint a jelentések, beszédek és tanulmányok kiadásának gyakorisága alapján. Sajnálatos módon a vizsgálat csak 1998-ig terjedt, így az utóbbi években bekövetkező változásokat már nem tükrözi.

A szerzők az – összetevőket és dimenziókat megkülönböztetve kapott – transzparencia indexet a korábban szokásosnál több országra és hosszabb időperiódusra alkalmazzák. Összesen 15 részindexet számolnak, ezáltal vizsgálhatók a transzparencia különböző dimenziói, ugyanis a nemzetközi és az időbeli dimenzió is rávilágít fontos trendekre. A kérdőívek kitöltése szubjektivitásának elkerülése érdekében az információkat igyekeztek a jegybankok honlapjáról, a publikált jelentésekből és egyéb dokumentumokból kinyerni. Ezt megtették 1998-tól 2005-ig minden évre. A minta 100 központi bankot tartalmaz és magába foglalja az összes nagyobb ország jegybankját.

A kapott indexek alapján a legtranszparensabb jegybankokkal rendelkező országok 2005-ben a következők voltak: Új Zéland, Svédország, Anglia, Csehország,

Kanada, Fülöp-szigetek, valamint az Európai Központi Bank. A legkevésbé transzparensul rendelkezők pedig: Aruba, Bermuda, Etiópia, Kuvait, Líbia, Szaúd Arábia, Jemen. A régiók szerinti sorrend is ezt a képet tükrözi, Ausztrália és Új Zéland, Európa, Dél-Afrika és Észak-Amerika transzparens központi bankokkal rendelkezik, míg a legkevésbé átlátható jegybankú országok Afrika többi részén találhatók.

Az időbeli változást figyelve, az *átlagos transzparenciaérték* 1998-ról 2005-re körülbelül a másfélszeresére nőtt. A 100-ból egyik jegybank sem a kisebb transzparencia felé mozdult a periódus alatt. Az is megállapítható, hogy a fejlettebb országok jegybankjai transzparenssebbek, mint a kevésbé fejlettek.

A szerzők regressziós elemzést is végeztek, gazdasági és politikai változókat is használva. Gazdasági változóként szerepel az egy főre jutó GDP, az infláció, az árfolyamrendszer és a pénzügyi mélység (M2/GDP), míg politikai változóként figyelembe vették a jogrendet, a politikai stabilitást, az elszámoltathatóságot, valamint a kormányzati hatékonyságot. (Mivel a politikai változók erősen összefüggnek, egyszerre mindig csak egyet szerepeltettek közülük a regresszióban.) Nem meglepő módon az egy főre jutó GDP – ami a legjobban közelíti a gazdasági és intézményi fejlettség általános szintjét – hatása mutatható ki a legjobban. A rugalmasabb árfolyam is átláthatóbb monetáris politikával jár együtt. A politikai változók egy része szintén szignifikáns, a fejlettebb politikai környezet nagyobb transzparenciával társul.

A szerzők végül vizsgálták a monetáris politikai lépések és a különböző gazdasági-pénzügyi változók közötti kapcsolatokat is, azaz a transzparencia hatását az infláció tartósságára, valamint az infláció és a kibocsátás változékonyságára.

Korábbi tanulmányok szerint negatív kapcsolat van az infláció változékonysága és a transzparencia között, azonban nincs kapcsolat az átláthatóság és az infláció szintje között. A nagyobb transzparencia csökkenti a jövőbeli monetáris politikai lépésekkel kapcsolatos bizonytalanságot, és ezáltal az infláció volatilitását. Mások viszont azt mutatták ki, hogy inkább az infláció átlagos rátája csökken a nagyobb transzparencia révén. A kibocsátás változékonysága és a transzparencia között erős pozitív kapcsolatot találtak, aminek elméleti magyarázata az lehet, hogy a monetáris politika visszafogottabb használata korlátozza a stabilizáció hatékonyságát. Konzisztens következtetéseket ugyanakkor nehéz levonni, mert a tanulmányok kis mintákat használnak, vagy csak egy adott időpontra érvényes megállapításokat fogalmaznak meg.

A szerzők ezzel szemben nagyobb mintát elemeztek. Vizsgálatuk szerint a szereplők gyorsabban tudnak reagálni a monetáris politika változásaira, ezért a hatóságoknak nem éri meg annyira az inflációt manipulálni más célok elérése érdekében. Az infláció tartóssága és a transzparencia közötti kapcsolat negatív, azaz a szereplők gyorsabb reagálása korlátozza a jegybank lehetőségét, hogy egy

– az árstabilitáson kívüli – másik szempont miatt inflációs politikát alkalmazzon.

A kibocsátás volatilitása kapcsán, egyrészt a gyorsabb reagálás nagyobb fokú stabilitással járhat együtt, viszont – amint láttuk – a hatóságok nem képesek a kibocsátás volatilitását úgy kezelni, mint kevésbé transzparens esetben, mert az inflációra kell koncentrálniuk. Eredményül az előbbit megerősítő negatív hatás adódott.

A transzparencia növekedése kapcsán az sejthető, hogy a fejlett – politikailag stabil és transzparens – országok már nem nagyon tudnak tovább mozogni ebbe az irányba, míg a fejlődő országok a monetáris politika transzparensabbé tételével kívánják kivédeni a politikai problémákat. A transzparencia mértéke nagyobb a stabilabb és fejlettebb politikai rendszerrel, valamint mélyebb és fejlettebb pénzügyi piacokkal rendelkező országokban.

N. Nirgiz Dincer és Barry Eichengreen: „Central Bank Transparency: Where, Why, and with What Effects?” NBER Working Paper No. 13003, March 2007.; <http://www.nber.org/papers/w13003>

FELCSER DÁNIEL