

Király Júlia

Bírálat Szikszai Szabolcs „An Evaluation of the Credibility and Its Relating Attributes of the Hungarian Inflation Targeting Regime (2001-2009)” című Phd. disszertáció nyilvános védésére

A disszertációt summa cum laude fokozattal javaslom elfogadásra.

Szikszai Szabolcs dolgozata kiváló példa arra, hogy lehet jól fókuszált témaválasztással, rendkívül alapos empirikus és gazdaságtörténeti kutatással és elemzéssel időtálló phd dolgozatot készíteni egy olyan folyamatosan alakuló közgazdasági területen, mint a monetáris politika. Az opponens a témaválasz aktualitását és fontosságát tekintve nem titkoltan elfogult – szerinte az egyik legizgalmasabb problémát emelte ki a szerző.

A szerzőt mindenek előtt arra szeretném biztatni, hogy folytassa kutatását a 2007-2010 évi válság hatásainak elemzésével: vajon mennyiben alakul át ennek hatására a monetáris politikával szemben meghatározható követelmény és ennek megfelelően a monetáris politika hitelességének megítélése. Mennyiben módosította a válság az inflációs célkövetés iránti elkötelezettség fontosságáról vallott korábbi képet. Milyen hatással van erre az inflációs célkövetés és a makroprudenciális célkövetés összehangolhatósága. Mennyiben egyeztethető össze egy recessziós periódussal az inflációs célkövetés logikája. Jó lenne ennek a dolgozatnak a most hiányzó „második részét” olvasni 4-5 év múlva, amikor már kellő távlat és kellő empirikus evidencia lesz a kérdések elemzésére.

A dolgozat rendkívül precízen meghatározza témaválasztását és ennek indoklását: az izgatja, hogy az inflációs célkövető monetáris politika meghatározó összetevőjét, a jegybanki hitelességet miként lehet definiálni, elemezni, mérni. Nem elvontan kutatja a hitelességet, hanem a magyar monetáris politika 2001-2009 közötti empirikus elemzését adja. A végkövetkeztetések a ma magyar monetáris politikusai számára nem túl hízeltűek, de kellően alátámasztottak, és elgondolkodtatók.

A hitelességet Szikszai Szabolcs a várakozások horgonyzásának sikerességéhez, az infláció alacsonyan tartásához köti, azaz az irodalomban széles körben elfogadott definícióból indul ki. A hitelesség összetevőiként külön megvizsgálja a transzparenciát és a kommunikációt. Az értekezés nem csak statikusan vizsgálja a hitelességet, hanem megpróbálja, mint időben változó dinamikus folyamatot értelmezni.

Az értekezés a 12. oldalon megfogalmazza azokat a kérdéseket, amelyekre a választ keresi. A kérdések releváns kérdések, a megválaszolásukra választott módszer a jelenlegi általánosan elfogadott módszertanon alapulnak, a dolgozat végén valamennyi kérdésre elhangzik a szerző válasza is. Ritkán olvastam ennyire egységes, jó kiinduló kérdéseket megfogalmazó, jó módszereket alkalmazó és a feltett kérdésre válaszoló munkát. A szerző nem csak a nemzetközi szakirodalmat dolgozta fel a szükséges kritikai alapossággal, hanem egy rendkívül aprólékos, szisztematikus hazai forráskutatást is elvégzett, a dolgozat megítélésem szerint az IT hazai történelmének egyik állandó forrásmunkája lesz. Ezt a munkahelyi vita egyik bírálója úgy fogalmazta meg: „Ezen a ponton hangsúlyosan rá kell mutatni, hogy ez nagy munka-ráfordítású, nem kis részben kreatív energiákat igénylő folyamat lehetett”.

Az első kérdése: „mi alakította a monetáris politikai döntéseket, mennyiben az IT logika illetve mennyiben az árfolyam volt a meghatározó”. A válaszhoz a 2001-2009 évi monetáris tanácsi közleményeket, jegyzőkönyveket használja fel: időrendbe szedve halad végig e közel

10 év történetén és adja a megszületett döntések egy lehetséges olvasatát. Az időrend teljes, az elemzés jó, az egyetlen fontos nap, ami a tárgyalásból kimaradt: 2008. október 9. csütörtök, amikor a magyarországi pénzpiacok megálltak, és amikor az MNB az első swap-facilitást bevezette. Október 10. már a „másnap” volt belülről nézve, amikor már válságterv készült. Az opponens már itt szeretné jelezni, hogy nem minden a szerző által adott rövid értelmezéssel, értékeléssel ért egyet – de ez csak arra utal, hogy az MT közlemények, jegyzőkönyvek nem kellően informatívak vagy nem kellően koherensek, mint erre a kommunikációt vizsgáló részben a szerző is utal. Maga az „időutazás” kifejezetten izgalmas volt, főleg az időszak egy részét „belülről” megélve.

A második és harmadik kérdés összekapcsolódik: a résztvevők véleménye, illetve narratív, valamint gazdaságtörténeti tényanyag alapján hogyan ítélt meg a jegybanki hitelesség. Ha általánosan elfogadott konszenzus hogy jegybank feladata az inflációs cél elérése, akkor a piacmeggyőzéshez kell a hitelesség, a hitelességet pedig csak elkötelezett antiinflációs politikával lehet elérni – ekkor semmi nem tántoríthatja el a jegybankot céljától. A magyar gazdaságtörténet ismeretében a folyamatosan visszatérő kérdés, amit a 2 mélyinterjú is visszatükröz: vajon ebben a gazdaságban, ebben a környezetben, ilyen nyitottság és még inkább ilyen fiskális dominancia mellett valóban van-e széleskörű konszenzus arról, hogy a jegybank alapvető feladata az inflációs cél, azaz az árstabilitás elérése. A szerző által felvonultatott narratívák, elemzések arra utalnak, hogy ez a széleskörű konszenzus Magyarországon már a válság előtt sem volt meg, a válság alatt pedig tovább gyengült – így a törvényi felhatalmazás ellenére a jegybanknak egy nem konszenzusos környezetben kell megpróbálnia hitelességet teremteni. Megítélésem szerint a későbbi statisztikai elemzésben kimutatott buktatók, gyengeségek egyik „eredete” ebben az általános konszenzushiányban kereshető. A gyengeségek másik összetevőjét a szerző is kiemeli: a 2002. október - 2003. november közti erős kamatmozgások (amiből látszik, hogy légkalapáccsal nem lehet finomszabályozni) és a sáveltolás erősen megtépázták az éppen kiépülőben lévő hitelességet. Mindezt számomra különösen tanulságos volt a dolgozat első, verbális elemző része. A rész gyengéjének az esetlegességet tartom: végül is a piaci szereplőkkel kitöltetett kérdőíven túlmenően mindössze 2 mélyinterjú alapján fogalmaz meg elég erős következtetéseket. A kérdőívek feldolgozását szerintem az alkalmazottnál erősebb forráskritika kellett volna, hogy kísérje, hiszen a bemutatott válaszok egy részéből is kiderül, hogy a piacnak még ez a leginkább szofisztikált szegmense sincs igazán tisztában a jegybanki döntéshozatal mibenlétével.

Az értekezés jelentősebb része a nem könnyen operacionalizálható hitelesség kvantitatív mérése. A statisztikai vizsgálatok arra irányulnak, hogy sikerült-e horgonyozni a várakozásokat, mennyire előrejelezhetők a döntések, és javítják-e a gazdasági/pénzügyi változók előrejelezhetőségét, hatásos volt-e a jegybanki kommunikáció. A mérés a hitelesség esetében mindig bizonytalan – valamifajta szignált próbálunk mérni, és abból visszakövetkeztetni. Számomra egyik bemutatott módszer sem egyértelműen meggyőző abból a szempontból, hogy nem valami mást is belemérnek, amikor úgymond „hitelességet” mérnek, de a szerző a rendelkezésre álló szakirodalmat teljességgel feldolgozta, tehát leszögezhetjük, hogy egyelőre ennyit tudunk a hitelesség mérésről. Kicsit zavaró volt, hogy egy külön fejezet mutatta be a módszereket és egy későbbi az alkalmazásukat – szerintem jobb lett volna a „kérdés megfogalmazása, a lehetséges módszerek bemutatása, módszerválasztás, alkalmazás” együttes mint a szétszakított tárgyalás (nem is beszélve a teljesen feleslegesen megszenvedett Aminzano-Tronzano modellről).

Az alkalmazott módszerek közül a munkahelyi vita egyik opponense hiányolta egy strukturális modell alapján történő elemzést – ez a végső változatba se került be. Valószínűleg, egy másik dolgozatot kellett volna írni, ha a szerző jobban kíváncsi lett volna az endogenitásokra. A recenzens számára elfogadható, hogy a szerző parciális hitelességi vizsgálatot végez.

A monetáris politika al-periódusainak meghatározása megítélésem szerint némileg esetleges az egyszerű statisztikai vizsgálat (árfolyam, szpred, elnöki kommunikáció) alapján, az egyes periódusok elnevezése is némelykor nehézkes (pl. „átmeneti”, „válság előtti” stb.) Valószínűleg, az opponens ezen a ponton nem tudja magát függetleníteni a saját szubjektív „kronológiájától” – és készséggel elismeri, hogy a szerző periódus-beosztása még mindig objektívebb.

Az infláció horgonyozottságának vizsgálata rendkívül izgalmas: miközben a jegybanknak nem sikerült célját elérnie a 2001-et megelőző periódussal ellentétben a VAICPI átlaghoz visszahúzó, stacioner folyamatná vált, azaz a horgonyozottság nem elvethető. Ez a recenzens számára inkább meglepetés – úgy tűnik, miközben magának az IT-nak nincs társadalmi elfogadottsága, a jegybanki erőfeszítés mégis sikeresen horgonyozta az inflációs folyamatot.

A hitelesség egyszerű vizsgálati módszerei közül a Svensson (1990) az árfolyamsáv hitelességét nem cáfolja. Ami nem teljesen nyilvánvaló, hogy az árfolyamsáv hitelességének változatlansága hogyan érinti az inflációs célt követő MT hitelességét – hiszen az árfolyamsáv megléte önmagában hitelességet mérséklő tény. Erre nem tér ki a szerző, kizárólag az erős sávszél „érintési” problémáját elemzi.

Svensson (2009) alapján a legfontosabb következtetés szerintem, hogy hiteles az MNB inflációs előrejelzése. A piaci várakozások nem a célra való horgonyozottságának módszertani problémáit a munkahelyi vita egyik bírálója már említette.

A Laxton és N'Diaye (2002) módszer a kötvényhozamokból számított hitelességi mérték, és, - mint arra a szerző az első részben rámutat – attól függ, hogyan választjuk a hozamot és mennyire teljesül az inflációs várakozási hipotézis. A várakozási hipotézist a szerző nem teszteli, a modell egészét nem becsli, kizárólag a koefficienszt számítja ki. Igaz, nem is von le túlzó következtetést, annyit állapít meg, hogy a német koefficiens stabil és stabilan 50% feletti, míg a magyar volatilis és alacsony.

Az értekezés „magja” – legalább is a felvezetés, a terjedelem és az alaposság miatt a recenzens mindenképpen annak érzi – a dinamikus hitelességi teszt, a Goldberg – Klein modell Eliot – Müller illetve Müller – Petalas módszerekkel becsült változata. (Csak zárójelben: a bíráló számára nem volt triviális, hogy Goldbergék hogyan alkalmazhattak egy 2 illetve 3 évvel később publikált technikát, ezt az egyik munkahelyi vitabeli bíráló is szóvá tette). Mivel a bíráló nem ökonóméter (legfeljebb felhasználói szinten) nem tudja megítélni a technikai finomságokat, és azt sem valóban kell-e ez az apparátus a kérdés megválaszolásához, és hogy ez az apparátus kell-e hozzá. A Goldberg-Klein modell önmagában szellemes, a hozamgörbe relatív elmozdulásának kapcsolata a jegybanki inflációs averzió hitelességével heurisztikusan is jól értelmezhető. A szerző kétféle specifikációt alkalmaz: az egyikben a 10 éves versus 3 hónapos ÁKK hozamok alapján építi fel a tesztet, a másikban a pillanatnyi árfolyam elmozdulásokat elemzi, de ennek kapcsolódását az eredeti Goldberg-Klein modellhez a recenzens nem látja tisztán (vagy valami elkerülte a figyelmét). Nem világos miért nem jutott a szerző 2008 utáni árfolyamadathoz. A hitelesség időbeli lefutása - 2006-ig gyakorlatilag nő utána hullámszik – nagy valószínűséggel a fiskális majd az

arra szuperponálódó pénzügyi válsággal is összefügg. Ezzel kapcsolatban megismétlem a bevezetőben elmondottakat: egy következő papírban meg kellene vizsgálni, hogy lehet-e válságban lehet-e ugyanaz a hitelesség értelmezése, mikoron is már deklaráltan sem csak inflációs cél érvényesül, hanem egyre hangsúlyosabban pénzügyi stabilitási szempont is.

Az előrejelezhetőség vizsgálatából számomra az a következtetés, hogy minden trendváltás meglepetés a piacnak. Maguk az előrejelezhetőségi tesztek valószínűleg finomíthatók.

A kommunikáció konzisztenciájának elemzése megítélésem szerint túl nagy súlyt kapott a dolgozatban – összevetve azzal, hogy mennyire szoft módszerek állnak csak rendelkezésre (igaz, hogy ezek a szoft módszerek viszont jól érthetők és jól értelmezhetők).

Nos, és végül a következtetések. Az infláció lehorgonyzásával ellentétes empiriát a szerző nem talált, tehát a recenzens saját szubjektív érzését legyőzve, és örülve e parciális sikernek teljesen egyetért a szerzővel. A pénzügyi eszközárakból kiolvasható hitelesség mérésével kapcsolatos problémám a teszteknel jeleztem – ezt a mérést csak fenntartásokkal tudom elfogadni. A hitelesség dinamikájának alakulását a válság alatt viselkedés törése szerintem egyértelműen magyarázza – itt vitánk van a szerzővel. A döntések alacsony fokú előrejelezhetőségével kapcsolatban a szerző azon megállapítására tenném a hangsúlyt, hogy a „nem változtat” döntés szinte mindig előrejelezhető volt, tehát a fő kérdés: miért fogadja el nehezen a piac a moentáris stance megváltozását? nagy valószínűséggel ebben ludas a nem kellően konzisztens kommunikáció. Kár, hogy nincs erről nemzetközi összehasonlítás.

Az egyetlen szerkesztési problémám már menet közben említettem – jobb lenne a módszerleírás az alkalmazásnál. De ebből következik az is, hogy nehéz az alkalmazás során a módszer követése, mivel a képletek közül csak egy pár van besorszámozva és nem igazán könnyű a recenzensnek sem hivatkozni rá. Például a Laxton and N'Diaye módszer leírásánál a 23. oldalon a nem sorszámozott képletben π^* nincs megadva és az opponens most is csak találgatja, hogyan is kell e képletet értelmezni. Ezt leszámítva a dolgozat felépítése, szerkesztése megfelelő.

Az értekezés angolsága kiváló – nem magyarról van fordítva, hanem angolul van megírva. Ritka.

A bíráló végén még egyszer szeretném kiemelni a felvezetésben mondottakat: vitára sarkalló, rendkívül szakszerű apparátussal alátámasztott hipotézisek / állítások összefoglalója a benyújtott dolgozat, amit summa cum laude fokozattal javaslok elfogadásra.

Király Júlia

Király Júlia