SZENT ISTVÁN EGYETEM, GÖDÖLLŐ
Gazdálkodás- és Szervezéstudományi Doktori Iskola

A gazdasági konvergencia és a monetáris politika néhány összefüggése

DOKTORI ÉRTEKEZÉS TÉZISEI

Novák Zsuzsanna

Gödöllő
2009

Gazdálkodás- és Szervezéstudományi Doktori Iskola

A doktori iskola vezetője: Dr. Szűcs István
Egyetemi tanár, az MTA doktora
SZIE-GTK
Gazdaságelemzési Módszertani Intézet

Témavezető: Dr. Farkasné Dr. Fekete Mária
Egyetemi docens, PhD
SZIE-GTK, Közgazdaságtani Intézet

…… az iskolavezető jóváhagyása

…… a témavezető jóváhagyása

I. A KUTATÁS ELŐZMÉNYEI, KITŰZÖTT CÉLOK

Dolgozatomban a dezinfláció és versenyképesség mint két gazdaságpolitikai cél részben ellentmondó viszonya jelenti a fő kiindulási pontot. A választott antiinflációs jegybanki stratégia, az inflációs célkövetés elméleti megalapozása érdekében a disszertációban röviden áttekintettem a monetáris politika gazdasági szerepének néhány főbb közgazdasági irányzat szerinti értelmezését, illetve néhány fiskális politikai, játékelméleti és intézményi vonatkozását, majd áttértem a fenti stratégiát értelmező és értékelő szakirodalom bemutatására.
Az inflációs célkövetés jelenti azt a gazdaságpolitikai keretrendszert, mely meghatározta a visegrádi négyek gazdasági konvergencia-folyamatát attól kezdve, hogy európai uniós tagságuk elfogadását követően elkötelezték magukat a majdani euróövezeti tagságuk mellett. A Gazdasági és Monetáris Unió kérdésköre tehát az önálló monetáris politika alternatíváját jelenti a közép-európai országok számára.

A dolgozat a rendkívül összetett téma **alapvetően két fő kérdéskörére** összpontosul:

(1) megvizsgálja, hogy az adott stabilizációs politika részeként alkalmazott *inflációs célkövetés képes-e olyan többleteredmény elérésére, amivel alkalmasabb eszköznek bizonyul más tradicionális monetáris politikai megközelítésekhez képest*, illetve,
(2) értékeli a vizsgált *monetáris politikai stratégia alkalmazhatóságát az euróövezethez felzárkozó gazdaságok esetében*, amit a visegrádi négyek példája alapján szemléltet.

1. Az infláció elleni elköteleződés ma már vitathatatlan prioritást élvez a gazdaságpolitikában, hiszen az árstabilitás révén a gazdasági alanyok könnyebben tervezik jövőbeni döntéseiket, illetve mindennapi tranzakcióik során jobban bízhatnak fizetőeszközük vásárlóerejében. Az árstabilitás elérésének egyik lehetséges eszközéül szolgáló ***inflációs célkövetésre épülő monetáris politikát*** 1990 óta számos fejlett ipari, feltörekvő és volt szocialista ország (köztük Csehország, Lengyelország, Magyarország és Szlovákia) jegybankja alkalmazza. Magyarország EU-s csatlakozása és közelgő monetáris uniós tagsága fényében vált különösen időszerűvé annak vizsgálata, hogy a középtávú inflációs cél meghirdetésére és az átlátható jegybanki politikára épülő stratégia mennyiben bizonyult eredményesnek az európai és az Európán kívüli országok gyakorlatában.

Az inflációs célkövetést alkalmazó országok vizsgálatán belül külön hangsúlyt élvez a visegrádi országok elemzése, mely gazdaságok az elmúlt két évtized során igen hasonló gazdaságtörténeti utat bejárva

jutottak el az euróövezeti csatlakozás küszöbére. Az említett országok monetáris politikájuk végső célkitűzéseként egyöntetűen az árstabilitást jelölték meg és a 90-es évek óta komoly eredményt értek el az infláció csökkentése terén. Míg a 90-es évek elején a vizsgált országokban az árszínvonal-növekedés mértéke többnyire a 30, sőt esetenként az 50%-ot is meghaladta (pl.: Lengyelország), 2005-ben már mind a négy országban 5% alatti fogyasztóiár-növekedést diagnosztizáltak.

A vizsgált gazdaságpolitikai rendszerben a jegybank igyekszik megtörni ill. lehorgonyozni az inflációs várakozásokat. Az inflációs előrejelzés a jegybankok célrendszerében közbenső célként szerepel, melyhez gyakran a rövid lejáratú pénzpiaci kamatszintet választják meg operatív célkitűzésként, és ez utóbbi segítségével igyekeznek ellenőrzést gyakorolni a pénzmennyiség és így az árszínvonal alakulása felett. A pénzpiaci kamat megfelelő szinten tartása elengedhetetlen feltétele annak is, hogy a megtakarítások képesek legyenek fedezni a belső keresletet, illetve, hogy a dezinflációs folyamat ne járjon együtt a gazdasági teljesítmény túlzott visszaesésével, így az infláció elérendő szintje a jegybankok célfüggvényében valamilyen reálgazdasági céllal együtt kell, hogy megjelenjen.

A gyakorlatban azonban számos egyéb gátja van a gazdaságpolitika cél- és eszközrendszerének, nemcsak az adott gazdaság erőforráskorlátja, társadalmi sajátosságai, hanem az egyes nemzetállamok fölött ellenőrzést gyakorló nemzetközi szervezetek követelményrendszere is köti a döntéshozók kezét.

A dolgozat egyik fő kérdése, hogy sikerül-e a közép--európai országoknak az inflációs cél követése révén megfelelni a Gazdasági és Monetáris Unió feltételrendszerében meghatározott árstabilitási kritériumnak és hogy az ebben a keretben megfogalmazott közvetlen célkitűzés sikeresebb volt-e a felzárkózási folyamat során a dezinfláció megfelelő ütemének fenntartásában az árfolyamra vagy egyéb monetáris aggregátumra irányuló gyakorlathoz képest.

2. Magyarország gazdaságpolitikai mozgásterét – a többi közép-európai országéhoz hasonlóan – korlátok közé szorítja a közelgő monetáris uniós tagság és az azzal együtt járó követelményrendszer, miközben az uniós jövedelmi szint átlagának elérése önmagában roppant nehezen teljesíthető, ugyanakkor a gazdaság egészséges működése szempontjából a legfontosabb hosszú távú feladat. A gazdaság teljesítményének fokozása vagy legalábbis szinten tartása leginkább a külgazdasági versenyképesség illetve tőkevonzó-képesség által meghatározott. A szakirodalom tanulmányozása alapján megállapítható, hogy a versenyképességet hosszú távon nem a nominális árfolyam befolyásolja,

ellenben szoros összefüggés áll fenn a gazdasági teljesítmény és a reálárfolyam között. A monetáris politika szűkülő mozgástere és az árfolyam eddigi és továbbiakban várható reál-felértékelődése miatt felmerül a kérdés, hogy hogyan tartható ill. javítható a vizsgált országok gazdasági dinamikája. A különböző ár- és költségindexekre épülő árfolyamszámítások azt mutatják, hogy a konvergencia-folyamat során a nemzeti valuták többnyire reálértékben is felértékelődési tendenciát követnek, a két gazdaságpolitikai cél: árstabilitás és versenyképesség gyakran ellentmondásba kerül egymással.

A még helyenként meglehetősen hiányos infrastruktúra fejlesztésének, a kutatás-fejlesztés, a versenyképes beruházások ill. a kis- és középvállalkozások költségvetési támogatásának lehetősége is szűk körű a GMU-ban a költségvetési fegyelemmel szemben támasztott szigorú feltételek eredményeként. Célként fogalmazódik meg ezért a nominális és reálkonvergencia vizsgálata is, hiszen ezek együttes megvalósítása nehezen összeegyeztethető feladatnak tűnik a feltörekvő gazdaságok esetében.

A föntieknek megfelelően az elemzés kiterjed arra is, hogy hogyan alakultak a visegrádi négyek főbb gazdasági mutatói a 90-es évektől napjainkig, különös tekintettel az 1995-2008 közötti időszakra. Néhány kiemelt, a konvergencia-folyamatot jól leíró mutatóra épülő (infláció, költségvetési hiány, árfolyam) modell áttekintése és kritikai értékelése révén ezért ki kell választani az erre a célra alkalmazhatót és egyben legalkalmasabbnak tűnőt az elérhető adatbázis terjedelmét is figyelembe véve. A dolgozat így arra is keresi a választ, hogy a meglévő statisztikai rendszer mennyire felel meg a hasonló jellegű kutatások adatigényének.

Az árfolyam-politika a – tőkeliberalizáció miatt egyre gyakoribb – rövid távú sokkokat 2008-ig eredményesen kezelte. A nemzetközi pénzügyi piacok 2007-2008. évi összeomlása azonban megkérdőjelezte, hogy létezik-e egyáltalán olyan stabilizációs politika, mely képes reálgazdasági következmények nélkül helyreállítani a megbomlott pénzügyi egyensúlyt. A pénzügyi közvetítőrendszer a közelmúltban bekövetkező válsága arra figyelmeztet bennünket, hogy óvatosan értékeljük a jegybanki intézkedések valós gazdasági hatását. Az adatokat éppen ezért a hosszú távú összefüggések fényében 1990-től 2008-ig dolgozom fel.

A közép--európai gazdaságok szerkezeti sajátosságainak figyelembevételével érdemes megvizsgálni, hogy a beszűkült monetáris és fiskális mozgástérben, az inflációs célkitűzésre épülő stratégia keretében hogyan szolgálhatja a gazdaságpolitika a hazai gazdaság versenyképességének fenntartását

II. A FELHASZNÁLT SZAKIRODALOM ÉS AZ ALKALMAZOTT MÓDSZER ÁTTEKINTÉSE

A dolgozat két fő problémafelvetését alapvetően az elméleti szakirodalom makroökonómiai összefüggésrendszerének bemutatása, a vizsgált gazdaságokat leíró tanulmányok és adatok értékelő elemzése, valamint a fő változók ökonometriai modellel történő tesztelése révén igyekszem megválaszolni.

A) A felhasznált szakirodalom főbb témakörei a következők:

1. Az inflációs célkövetés rendszere

A dolgozatban a különböző makroökonómiai irányzatok (klasszikusok, keynesiánusok, monetaristák), a rules versus discretion vita, valamint néhány a fiskális és monetáris politika határterületét képező összefüggésrendszer áttekintését a vizsgált jegybanki stratégia magyarázatául, annak elméleti alátámasztására használom. Igyekszem rámutatni arra, hogy a Kydland-Prescott (1977) által feltárt időbeli inkonzisztencia, illetve a Lucas nevével fémjelezhető racionális várakozások tana (1980) ellenére létezik reális monetáris politikai alternatíva.

Ben S. Bernanke, valamint Frederic S. Mishkin (1993) teremtette meg az inflációs célkövetés alkalmazásának elméleti hátterét, Svensson (2005) az optimális startégia megfogalmazásához nyújtott iránymutatást, a mára könyvtárnyira duzzadt irodalom számos modellmegoldást (Orphanides-Williams 2002, Parrado 2004, Polgár 2005, Yao-Porter 2005, Cuche-Curti-Dellas-Natal 2008) is kínál.

2. A GMU monetáris politikája mint az önálló monetáris politika alternatívája

Az eredetileg Mundell (1961) és McKinnon (1963) munkássága nyomán ismertté vált *Optimális Valutaövezetek Elmélete* megalapozta a valutáris uniók működési feltételeit. Az elmélet továbbfejlesztése (Friedman 1953, Ingram 1962, McKinnon 1963, Kenen 1969, Mintz 1970, Fleming 1971, Cohen és Wyplosz. 1989, Weber 1990, Európai Bizottság 1990) révén mára komplex rendszerré egészült ki. A már létező integrációt, a Gazdasági és Monetáris Unió értékelésére a fenti elméletek és további makogazdasági elemzések alapján nyílik lehetőség (Bayoumi és Eichengreen, 1992, Bayoumi és Prasad 1995, Babetski et al 2002, Alesina, Barro és Tenreyo 2002, Rácz 2003, Lőrincné Istvánffy 2005, Győrffy 2008).

3. A visegrádi országok monetáris poltikájának főbb jellegzetességei

A vizsgált közép-európai országok más és más időpontban, különböző árfolyam-mechanizmusok keretén belül és némiképp eltérő stratégiai eszköztárral kezdték meg az inflációs célkövetés alkalmazását, mely többé-

kevésbé eredményes volt a várakozások lehorgonyzása terén, főleg ha azt általános kormányzati elköteleződés támogatta (Rácz 2003, Csermely 1997, 2006, Horská 2001, Miroslav-Šmídková 2004, Neményi, 2008). Az általános technikai feltételek meglétén túl a rendszer működését meghatározta a jegybanki függetlenség mértéke, melyről részletesebb információt Beblavy (2003) tanulmánya alapján nyerhetünk.
Az inflációs konvergencián túl a költségvetési fegyelem kérdése is nagymértékben befolyásolja a közép-európai országok monetáris politikáját (Blanchard-Giavazzi, 2004, Darvas-Rose-Szapáry 2005,Darvas-Szapáry 2008).
A visegrádi országok gazdaságpolitikusainak egyszerre kell szem előtt tartaniuk: (1) a versenyképesség további növelését, (2) az ország növekedési potenciáljának erősítését és (3) a dezinfláció kérdését (Neményi 2003). A versenyképesség leginkább a vállalati szinten dől el, mégis léteznek olyan mutatószámok, melyek teljes nemzetgazdaságok nemzetközi teljesítményének értékelésére, rangsorolására adnak lehetőséget (Losoncz 2004). A főbb indikátorok közül a legtöbb a termelékenység valamint az ár- és költségviszonyok terén mutatott versenyelőnyökön alapul (pl.: reál-effektív árfolyamok) (Kovács 1999, Jakab-Kovács 2000, Tarafás 2006).

4. Empiria

Számos közgazdász (Neumann és von Hagen 2002, Ball and Sheridan 2003, Hu 2003, Wu 2004, Batini-Laxton 2005, Williard 2006) vizsgálta az inflációs célkövető országok gyakorlatát empirikus modellekkel. A dezinflációs folyamat sikerességét inflációs perzisztencia-vizsgálatok értékelik (Gadzinski és Orlandi 2004, Altessimo és szerzőtársai 2006, Franta és szerzőtársai 2007,Cseh Nemzeti Bank 2007, Magyar Nemzeti Bank 2008). A közép-európai országok gazdasági növekedése mögött álló főbb tényezők élemzésére (Borys-Polgár-Zlate, 2008, Darvas-Szapáry, 2008) komoly kutatási eredmények állnak rendelkezésre. A hosszú távú felzárkózást meghatározó reálárfolyam és termelékenység összefüggésére (Balassa-Samuelson-hatás) számos becslés készült (Szapáry 2000, Kovács 2002, Égert 2007).

B) A szakirodalomból nyert eredmények szintézise és a feltevések ökonometriai tesztelése:

– *A munkám első legfontosabb feladata a már rendelkezésre álló kutatási eredmények szintézise és rendszerezése volt.* A háttérforrások között megtalálhatók az egyes országok kutatóintézeteinek, jegybanki szakértőinek, valamint az Európai Központi Bank és a Nemzetközi Valutaalap kutatócsoportjainak elemzései. Az egyes tanulmányok különböző vizsgálati szempontjait fölbontottam a nominális konvergenciát, valamint a reálkonvergenciát hosszú távon meghatározó főbb tényezőkre rávilágítva a bennük rejlő összefüggésekre.

– *Saját adatgyűjtésből származó adatokkal* igazoltam azokat az összefüggéseket, amelyeket a feldolgozott szakirodalom alapján megállapítottam, illetve ezek segítségével teszteltem a hipotéziseimet. Mivel a nominális konvergencia és a gazdasági növekedés tekintetében a meglévő kutatások eredményei megfelelő háttéranyagot szolgáltattak az elemzéshez, ezekben a témakörökben leginkább csak az adatok aktualizálása volt indokolt. A dezinflációs folyamat és a versenyképesség részletesebb vizsgálatához azonban önálló adatfeldolgozásra volt szükség, melyet az Eurostat, az EKB, az IMF IFS, a European Economy és az OECD adatbázisai alapján végeztem el. Az infláció és a hozzá kapcsolódó változók (költségvetési és háztartási fogyasztási adatok, fizetési mérleg statisztikák, nyersanyagárak) negyedéves adatsorát egészen 1990-től 2008-ig összegyűjtöttem. A versenyképesség főbb indikátorai közül a legtöbb a termelékenység valamint az ár- és költségviszonyok terén mutatott versenyelőnyökön alapult (pl.: reál-effektív árfolyamok). Ezek közül a különböző reálárfolyamok 1995-től 2008-ig terjedő elemzéséhez a költségvetési hiány és a termelékenység Eurostat szerinti adatsora csak 1999-től állt teljes körűen rendelkezésre. A kutatás során megállapítottam, hogy az egyes statisztikák nem adnak megfelelően összehasonlítható és hiánytalan adatokat (különböző devizanemek, bázisárak következtében), így az adatokat azonos vetítési alapra számítottam át, illetve többféle hasonló tartalmú adatot is teszteltem (költségvetési kiadások).
– *A monetáris szakirodalom ökonometriai modelljei alapján regressziós becsléseket végeztem.* Az ökonometriai módszertan megválasztásánál a legfontosabb szempont az volt, hogy miként hasonlítható össze (1) az inflációs célkövetés antiinflációs hatása más korábban alkalmazott megközelítésekkel, illetve (2) hogyan értékelhető hosszú távon a négy felzárkózó visegrádi ország nemzetközi versenyképessége.

1. A választott monetáris stratégia jóságát Wu 2004-es elemző tanulmánya alapján, az abban megfogalmazott regressziós egyenlet különböző, az infláció mértékét befolyásoló mutatókkal (folyó fizetési mérleg hiánya, relatív árváltozások, hazai fogyasztás bővülése) kiegészítve ökonometriai modellel teszteltem. A vizsgálat egy 14 országra (ezen belül 13 OECD tagállamra és Romániára) kiterjedő panelbecslésen keresztül értékelte a visegrádi országok monetáris stratégiájának eredményességét. A panelbecsléshez nem használtam kontrollcsoportot, kizárólag *az inflációs célkövetés előtti és utáni időszak inflációs folyamatait* vetettem össze a minta egészére, illetve a kiemelt országokra vonatkozóan. A modell eredeti függvényéből megtartottam a negyedéves inflációs ráta egy időszakkal késleltetett mutatóját, valamint az inflációs célkövetés

dummy-változóját, amelynek statisztikai szignifikanciája alapján került sor a hipotézisvizsgálatra. Az eltérések eltérését vizsgáló eredeti modell változóit kiegészítettem néhány az általam kiemelkedő fontosságúnak ítélt és feldolgozható idősorral rendelkező változóval. Az így kapott *regressziós egyenlet* becsléséhez szükséges adatokat az IMF IFS adatbázisa szolgáltatta az 1990 és 2008 közötti időszakra. Az inflációs célkövetésre és jegybanki függetlenségre vonatkozó adatokat Batini-Laxton (2005) ill. Daunfeldt-de Luna (2008) tanulmánya alapján használtam fel.

2. A közép-európai régió országaira jellemző inflációs konvergencia vizsgálata során súlyponti területet képez a *felzárkózó országok termelékenységi dinamikájának ill. a relatív árváltozások versenyképességre gyakorolt hatásának* elemző értékelése. Ehhez nyújt segítsége Oomes tanulmánya, mely az IMF 2005-ben megjelentetett munkanyagainak egyikeként látott napvilágot. A különböző reálárfolyamok (fogyasztóiár-index alapú, termelőiár-index és munkaerő-egységköltség) egyensúlyi pályájának empirikus vizsgálatánál Oomes már említett tanulmánya alapján a *magatartási árfolyamelmélet*re[1] alapozva figyelembe vettem az eurózónához mért termelékenység-különbözet, valamint a kormányzati költekezés és a kamatláb-különbözet esetleges árfolyamnövelő hatását is. Számításaimat a valós reálárfolyamok magyarázatára és főbb tényezőinek bemutatására használtam azoknak a változóknak a segítségével, melyek negyedéves adatai összefüggő idősorral rendelkeztek. Az egyes változók növekedési ütemét vetettem össze logaritmizált adatok segítségével. Az 1995 és 2008 közötti időszak adatait az Eurostat és a European Economy adatbázisa szolgáltatta.

Mindkét ökonometria modell paraméterbecslését 5%-os szignifikanciaszinten OLS-módszerrel az ökonometriai összefüggések tesztelésére kifejlesztett, nyílt forráskódú, grafikai felületet is tartalmazó szoftvercsomag, a Gretl 1.8 program segítségével végeztem el.

[1] Az eredetileg Faruqee (1995) és MacDonald (1997) által javasolt módszer szerint az egyensúlyi árfolyamot egyegyenletes ökonometriai becsléssel közelítik nem stacionárius idősorok esetében. Az így nyert egyensúlyi árfolyam a modell fundamentális változókkal alátámasztható elméleti értékét adja meg.

III. EREDMÉNYEK

1. Elméleti eredmények

A dolgozat átfogó logikai rendszerbe helyezte az inflációs célkövetés stratégiáját *különböző monetáris politikai megközelítések elméleti és gyakorlati* vonatkozásainak áttekintő értékelése révén. Az elmélettörténet és a gyakorlat dinamikus párhuzamba állítása mellett a fiskális és monetáris politika közti átfedések elméleti hátterének világos bemutatására is kísérletet tett. A dolgozat levezeti, hogy mi tette indokolttá a vizsgált monetáris stratégia kialakítását és mind szélesebb körű gyakorlati bevezetését, egyben rávilágít, hogy a gazdaságpolitika kizárólag monetáris alapokra helyezése reménytelen vállalkozás, csak a reálgazdasági stabilitás megteremtése révén, azzal kölcsönhatásban vihető sikerre. A monetáris politika főbb mérföldköveinek és a jelenkori dilemmáinak szintézisén keresztül jobban értékelhető az alkalmazott jegybanki stratégia mind a soron következő elméleti kutatások, mind pedig a mindennapi gyakorlat szemszögéből.

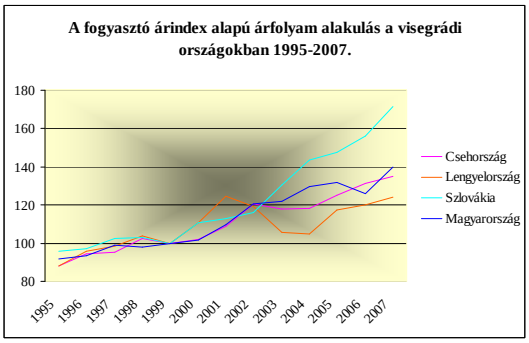
2. Számszerűsített eredmények

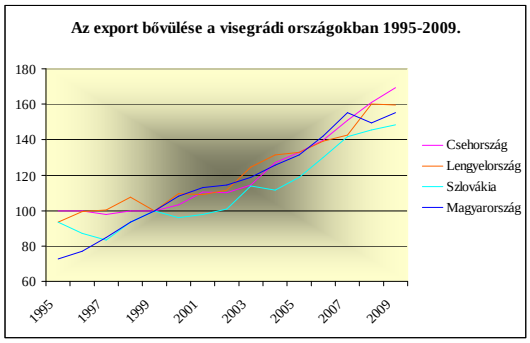
A disszertáció kizárólag olyan ökonometriai elemzést tartalmaz, mely a bevezető részben megfogalmazott két kérdésfelvetés hipotetikus vizsgálatára szorítkozik. *Értékeli a választott gazdaságpolitika hatásosságát, valamint elemzi a versenyképesség alakulását különböző reálárfolyam-mutatók tendenciájának és fő összetevőinek vizsgálata* révén.

I. Az inflációs célkövetést alkalmazó országok panelbecslésére alapozó ökonometriai vizsgálat Wu 2004-es munkájának továbbfejlesztése. Az elemzés során arra a következtetésre jutottam, hogy az inflációt magyarázó változók, az alkalmazott gazdaságpolitika és az árszínvonal változása között többnyire szignifikáns kapcsolat mutatkozott. Az infláció negyedéves adatát mint függő változót a választott egyenletben az egy időszakkal késleltetett infláció, az inflációs célkövetés dummy változója, a háztartások GDP arányos fogyasztása, a nemzetközi nyersanyagárak változása magyarázta legnagyobb mértékben, a külkereskedelmi mérleg pedig szignifikánsabb változónak bizonyult, mint a folyó fizetési mérleg GDP arányos egyenlege. Az inflációs célkövetés dummy változója minden esetben szignifikáns negatív előjelet kapott, ami igazolja az alkalmazott jegybanki stratégia helytállóságát. A visegrádi országok esetében az együttható kisebb értéket ért el, mint az teljes panelcsoportra nézve, de így is igazolta a jegybanki függetlenség és hitelesség hatását. Az inflációs célkövetés és az inflációs inercia időbeli

változása között egyértelmű összefüggés megállapításához további kutatómunkára lenne szükség, ennek ellenére a vizsgált gazdaságpolitika egyértelműen eredményes antiinflációs eszköznek bizonyult az inflációs adatok átlagának és szórásának (az alkalmazás megkezdése előtti és utáni időszakra eső értékéek) összehasonlítása révén. Az eggyel késleltetett negyedéves inflációs adat nagyobb koefficienssel szerepelt a visegrádi országok esetében, mint a teljes mintában, ami valószínűleg az árak erőteljesebb ragadósságára utaló jel.

II. A versenyképesség – azaz az egyes reálárfolyam-mutatók – Oomes (2005) relatív árváltozásokra és termelékenység-különbözetekre alapozott elemzése során tett megállapításaihoz hasonló eredményekre jutottam abban a tekintetben, hogy a felzárkózás során tapasztalható reálértelemben vett felértékelődés nem feltétlenül vezet a versenyképesség romlásához. A négy visegrádi ország különböző ár- és bérköltség (fogyasztói árindex, munkaerő-egységköltség és GDP deflátor) alapú árfolyamindexei ugyanis az elmúlt 10-15 évben – kis megszakításoktól eltekintve – általános felértékelődési tendenciát követtek, ami mégsem törte meg az export látványos bővülését (*1-2. ábra*).





1-2. Ábra: A fogyasztói árindex alapú reálárfolyam és az export alakulása 1995-2008 között (2009 előrejelzés)

A nominális árfolyamok 2004-től kezdődően hasonló irányt vettek, a magyarországi árfolyampályától eltekintve, melynek trendje nem volt kiegyensúlyozott a 2008-at megelőző pár évben.

A hivatkozott szerző által megállapított összefüggést, a költségvetési költekezés az árfolyam felértékelődését előidéz hatását, nem sikerült bizonyítani. A költségvetési kiadásokat számszerűsítő különböző mutatók alapján ugyanis a reálárfolyam és az előbbiek negatív kapcsolatára utaló eredmény született. (Egyedül Magyarország esetében sikerült esetenként némi pozitív korrelációt kimutatni a GDP arányos költségvetési hiány változója és a reálárfolyam-mutatók esetében). A kamatláb-különbözetek

pozitív együtthatót kaptak az egyenletben, de a termelékenységgel vett erős negatív korrelációjuk miatt ez az eredmény csak fenntartással értékelhető, azaz nem látható be egyértelműen, hogy az euróövezettel szembeni kamatprémium a valuta árfolyamának növekedését idézte volna elő a vizsgált időszak során. Az eredmények alapján megkérdőjeleztem, hogy a maastrichti konvergencia-kritériumok közül a költségvetési hiány mutatójának való megfelelés kell, hogy legyen a gazdaságpolitika legfőbb prioritása, hiszen annak a versenyképességre gyakorolt hosszú távú hatása megkérdőjelezhető.

3. A felhasznált szakirodalom alapján feldolgozott és önálló adatgyűjtésből származó eredmények

A maastrichti követelményeknek való megfelelés szempontjából egyértelműen Szlovákia (lásd: 1. táblázat) mutatja a legjobb teljesítményt, ami nem meglepő, hiszen a négy ország közül Szlovákia 2009 januárjában csatlakozott az euróövezethez. Az elmúlt tíz év látványos pénzügyi stabilizációja következtében a négy ország mindegyike igen közel került az euróövezeti átlaghoz a konvergencia-mutatók tekintetében, bár 2007-től némi megtorpanás volt érezhető az inflációs konvergencia terén, ami az Ecofin (2008. október) előrejelzései alapján a gazdasági teljesítmény romlása követ a globális pénzügyi válság következtében.

1. Táblázat: Konvergenciamutatók 2006-2007-ben

Ország	**Infláció (%) (HICP)**		**Költségvetési egyenleg (GDP%)**		**Államadósság (GDP %)**		**Hosszú lejáratú kamat (%)**	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Csehország	2,1	3,0	-2,7	-1,6	29,4	28,7	3,78	4,3
Lengyelország	1,3	2,6	-3,8	-2,0	47,6	45,2	5,23	5,5
Szlovákia	4,3	1,9	-3,6	-2,2	30,4	29,4	4,41	4,5
Magyarország	4,0	7,9	-9,2	-5,5	65,6	65,8	7,12	6,7
Referenciaérték*		**3,2**		**3**		**60**		**6,5**

Megjegyzés: * A ECB 2008-as konvergencia jelentése alapján
Forrás: ECB, Eurostat

Magyarország a költségvetési folyamatok szempontjából a legfegyelmezetlenebb tagjelöltnek számít és némileg elmarad a dezinfláció megteremtésében is, valószínűleg az inflációs várakozások még érezhetően visszatekintő jellege miatt.

A négy ország erős reálgazdasági konvergenciát mutatott, az utóbbi tíz évben folyamatosan javult a termelékenység (lásd: 2. Táblázat), amit a beruházások és az export látványos dinamikája kísért.

2. Táblázat: Az egy főre jutó reál GDP növekedése 1999-2007.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Csehország	1,5	3,8	2,9	2,1	3,6	4,4	6,0	6,4	5,4
Lengyelország	4,6	4,3	1,2	1,5	4,0	5,4	3,7	6,3	6,7
Szlovákia	-0,1	1,3	3,8	4,8	4,7	5,1	6,5	8,4	10,3
Magyarország	4,5	5,5	4,3	4,4	4,5	5,1	4,2	4,3	1,2
EU-15	2,7	3,5	1,5	0,6	0,6	1,7	1,2	2,3	2,1
EU-27	2,8	3,6	1,7	1,0	0,9	2,0	1,5	2,7	2,5

Forrás: Eurostat

Ugyanakkor a termelékenység növekedésével egyidejűleg a foglalkoztatás szintje igen alacsony maradt a négy gazdaságból háromban. Csehország némileg az euróövezet 65,7%-os mutatója fölött, Magyarország és Lengyelország pedig jóval alatta (15-64 éves foglalkoztatottak népességen belüli aránya esetükben csupán mintegy 57%) és Szlovákia a középmezőnyben helyezkedik el (60%-os foglalkoztatási rátával).

A versenyképesség alapján nem lehet rangsort felállítani a vizsgált országok között. A négy gazdaság teljesítménye azonban többnyire kedvezően alakult az elmúlt évek során, ez nagyban köszönhető - többek között - az ezekben az országokban megfigyelhető *átlagon felüli termelékenység-növekedésnek, a működőtőke-beáramlás gazdaságpezsdítő hatásának, a gazdasági nyitottság erőteljes mértékének és a munkaerőállomány képzési szintjéhez képest fennálló relatív bérelőnynek. (3. táblázat).*

3. Táblázat: A versenyképesség néhány mutatószáma 2006-2007-ben

Ország	Fiatalok képzett-ségi szintje (%)* 2007	Bruttó havi bérek átlaga EUR (ipar) 2006	Munka-termelé-kenység (GDP/fog-lalkoztatottak) EU27=100 2007	K+F kiadások /GDP 2007	FDI (GDP %) 2005-2007 átlaga	EBRD infrastr. reform indexe 2007
Csehország	91,8	974	71,9	1,54	6	3,3
Lengyelország	91,6	865,3	60,6	0,56 (2006)	4,9	3,3
Szlovákia	91,3	748,5	75,1	0,46	5,9	3,0
Magyarország	84	888,7	73	0,97	20,2	3,7
EU-15	75,2	3656,3	110,3	1,91	6,3	n.a.
EU-27	78,1	2817,7	100	1,83	6,4	n.a.

Megjegyzés:*a 20-24 évesek közül a legalább a középiskola legfelsőbb osztályait elvégzők aránya

Forrás: Eurostat alapján saját összeállítás és számítás

A nemzetközi pénzügyi piacok globalizálódása sebezhetővé teszi a kis nyitott gazdaságok valutáját az esetenként hirtelen tőkeáramlások

következtében, ezért előbb-utóbb felmerül az euróövezeti integráció kérdése.
Az egyes jegybanki vizsgálatok összegzése révén lehetővé vált az önálló monetáris politika feladásának és az *euróövezeti csatlakozásnak következtében jelentkező várható hasznok és költségek országok közti összehasonlítása (4. táblázat).*

4. Táblázat: Az euróövezeti tagság előnyei, hátrányai

Ország	**Tranzakciós + adminisztratív ktg-ek árfolyam-kockázat csökkenése (egyszeri hatás) (GDP szintje)**	**Kamatláb-csökkenés hosszú távú hatása**	**A külkeres-kedelem bővülése, egyéb hatása (éves GDP növ.)**	**Elveszett seigniorage ill. egyéb jövedelem kötsége**	**Dezinfációs erő-feszítések hatása**
Csehország	A többi országéhoz hasonló	A kettő együttes pozitív hatása 2006-os csatlakozás esetén a GDP egyszeri 1,68%-os növekedését tette volna ki+ vállalkozások számára 1,4%-os éves megtakarítás az árfolyamkockázat csökkenése miatt		0,86% vállalkozá-sok számára	1-3%-os reál-fel-értékelődés
Lengyelország	0,14+0,07 %	-(150-200) bázispont	+ 0,35-0,77% GDP növ.	n.a.	GDP növ. 0,3-0,8%. csökkenése két éven át
Szlovákia	0,3+0,05+0,02 %	0,5-1% pont kamat-csökkenés .	+ 0,4-1% GDP növ	0,03% egyszeri+ 0,04% éves	1,5%-kal magasabb infláció
Magyarország	+(0,11-0,22) +0,08 %	+ 0,08-0,13 % GDP növekedés	+ 0,55-0,76% GDP növ.	0,17-0,23%	-

Forrás: Mendel Kutatóközpont (2007), Borowski et al. (2004), NBS (2004), Csajbók-Csermely (2002)

A fenti adatokat többnyire a kereskedelem 75%-os bővülése alapján prognosztizálták (mintegy 20 év alatt), amit az eddigi euróövezeti tendenciák nem támasztanak alá (MNB 2008). Az GMU-s tagság várható következményei között mindenekelőtt a tranzakciós költségek megszűnésének várhatóan pozitív hatása említhető a reálszférában tevékenykedő vállalkozásokra nézve (hiszen a pénzügyi szféra jelentős többletbevételtől esik el ezáltal). A közös valuta bevezetéséből származó

előnyök leginkább a kereskedelmet érintik. A továbbiakban várható kamatkiegyenlítődés bizonyos mértékben csökkentheti a jelenleg fennálló kamatszintet, a *kamatprémiumok* csökkenése révén. Mindamellett a szakirodalom tanulmányozása alapján megállapítható, hogy a reálkamatok hirtelen csökkenése a gazdaság túlfűtöttségéhez és további eladósodáshoz is vezethet, mint ahogy az az euróövezet néhány tagja esetében megfigyelhető volt (pl.: Portugália).

IV. ÚJ ÉS ÚJSZERŰ TUDOMÁNYOS EREDMÉNYEK

A dolgozat a visegrádi négyek példáján keresztül nem kizárólag a dezinflációs folyamat sikerességét, hanem általában mint a gazdasági felzárkózás egyik szempontját értékelte, nem tekintve el annak egyéb vonatkozásaitól.

1. A kutatás újszerűségét igazolja, hogy az egyszerre értékeli az euróövezeti csatlakozás előtt álló, a GMU-ból kimaradt európai országok és a nagy múltú inflációs célkövetők monetáris politikáját, ezzel némiképp szakít elődei gyakorlatával. A korábbi vizsgálatok célcsoportját általában vagy kifejezetten a fejlett ipari országok vagy a feltörekvő országok alkották, az empirikus irodalomban nem jelenik meg markánsan a kettő országcsoport együttes értékelése. A vizsgálat kimutatta, hogy az átmeneti gazdaságok ugyan továbbra is magasabb átlagos inflációval, erősebb inflációs perzisztenciával (és többnyire magasabb árszínvonal-volatilitással) jellemezhetők, mint a fejlett ipari országok, az inflációs célkövetés bevezetése ez előbbiek esetében is hosszú távon szignifikánsan csökkentette az infláció mértékét.

2. Míg a korábbi modellek az inflációs várakozások alakulását esetenként a gazdasági növekedéssel összefüggésben szemlélték, az *általam választott módszertani megközelítések segítségével a dezinfláció és a versenyképesség együttes vizsgálatára nyílt lehetőség*.

3. A dolgozat *áttekintette az inflációs célkövetés mint optimális jegybanki alternatíva hipotézisének alátámasztására használt módszereket* és abból kiválasztotta az eddig legjobb eredményeket nyújtó megközelítést, de bizonyos elemeket átvett más hasonló jellegű modellekből is.

4. A dolgozat keretében használt ökonometriai vizsgálat *új elemeket ötvözött a már meglévő, a monetáris politika gyakorlatának empirikus tesztelésére alkalmas modellbe*. Wu 2004-es modelljét kiegészítette olyan számszerűsíthető mutatókkal, melyek feltételezhetően a legerőteljesebb hatást gyakorolják az infláció adott (jelen esetben negyedéves) szintjére. A választott magyarázó változók jó modellbecslést eredményeztek, kiválasztásuk indokoltnak bizonyult.

5. A vizsgálat azonban nem kizárólag a kérdéses gazdaságpolitikai irány utólagos létjogosultságát, az árstabilitás cél betartása terén elért eredményeit igazolta, hanem annak a gazdasági teljesítménnyel való összefüggéseire is rámutatott. Alátámasztotta azt a tudományos megállapítást, hogy a sikeres antiinflációs politika a gazdasági teljesítményt sem fékezi, sőt arra esetenként ösztönzőleg is hathat.

6. A versenyképesség értékelésének indoklása során a vizsgálat *igazolta azt a tudományos hipotézist, miszerint hosszú távon alapvetően a versenyképesség határozza meg a gazdasági konvergencia folyamatát.* Az ár- és bérköltség terén mutatott versenyképesség tükrözi a termelékenység tendenciáját, a reálárfolyam pedig meghatározza az export alakulását. Ez különösen jelentős olyan gazdaságokban, ahol az export adja a GDP növekedésének fő húzóerejét.

7. A *versenyképesség vizsgálatához szükséges módszertan megválasztásánál* az Oomes (2005) által kidolgozott modell alkalmazását a dolgozat kibővítette. A reálárfolyamot több mutató segítségével is közelítette (a költségvetési statisztikák eltérő adattartalmát figyelembe véve), valamint a magyarázóváltozók körét kiterjesztette egy további (rövid távú) mutatóra. A magyarázóváltozók körébe az adott gazdaság és az euróövezeti rövid lejáratú átlagos hozamának különbözetét is bevonta azzal az indoklással, hogy mivel nem sikerült a költségvetési kiadások reálfelértékelő hatását kimutatni, így a termelékenység által nem magyarázott összetevőt legjobban valamely pénzügyi változó kell, hogy közelítse. A vizsgálat hatókörét tekintve is kiterjedtebb elemzést nyújtott, egyszerre vizsgálta a négy kiválasztott ország árfolyamadatait és azok más változókkal való kapcsolatát.

8. A disszertáció további eredménye, hogy nemcsak egy választott gazdaságpolitika elméleti és gyakorlati relevanciájára adott választ, hanem *átfogó képet nyújtott az alkalmazott gazdaságpolitika feltételrendszeréről és jövőbeli alternatívájáról,* a pénzmennyiség és az árfolyam önálló alakításának lehetőségét összevetette azokkal az előnyökkel és hátrányokkal, amelyeket egy valutaunió kínálhat a csatlakozni kívánó gazdaságok számára.

V. KÖVETKEZTETÉSEK, JAVASLATOK

1. A globalizáció begyűrűzésének tehát, úgy tűnik, elkerülhetetlen velejárója, hogy – legyen bármilyen kidolgozott az önálló monetáris politika cél- és eszközrendszere – a kis nemzetgazdaságok egy nagyobb pénzügyi integráció védőszárnya alá kényszerülnek, az uniós tagságot előbb-utóbb monetáris uniós tagság követi. A nemzetgazdaság keretében megvalósított monetáris politika sebezhetőségére a közelmúltban végbemenő pénzügyi válság különösen élesen rámutatott. A valutaövezetben való részvételnek azonban szigorú feltételrendszere van, amely komoly stabilizációs erőfeszítések árán teljesíthető, nem beszélve arról, hogy a tagságot követő időszak sem minden esetben kecsegtet a gazdaság felvirágzásával. Nem mindegy tehát, hogy a gazdaságpolitikai döntéshozók hogyan hangolják össze a stabilizációs törekvéseket a felzárkózás sürgető követelményével, hogy az egyensúly megteremtése adott esetben mekkora jóléti veszteséggel társul és az uniós tagság a fejlettség milyen fokán következik be.

A felhasznált szakirodalom tanulmányozása, valamint az önálló kutatási eredmények alapján a főbb következtetéseimet az alábbiakban foglalom össze:

– Az **inflációs követelmény fegyelmezőereje mindenképpen jó hatással van az euróövezeti csatlakozás előtt álló országok gazdaságpolitikájára**. Az 1994-2001 közötti időszak során átváltás volt tapasztalható a gazdasági növekedés és dezinfláció között, 2001-et követően azonban a visegrádi négyek fokozatos dezinfláció mellett képesek voltak fenntartani a gazdaság növekedésének ütemét és ezzel együtt nemzetközi versenyképességüket is. A monetáris és fiskális politika céljait, eszköztárát és tervezett intézkedéseit tehát oly módon kell meghatározni, hogy azok mindenképpen az árstabilitás cél szolgálatában álljanak, de képesek legyenek megoldani a gazdaság szerkezeti sajátosságaiból adódó fejlesztési feladatokat is.

– Nem áll rendelkezésre kellő ismeretanyag, hogy az eltérő gazdaságpolitikai irányokat összehasonlítóan értékeljük, hiszen a részletesen vizsgált gazdaságok egyöntetűen az inflációs célkövetés keretén belül valósították meg stabilizációs törekvéseiket. Számos tanulmány igazolja azonban, hogy a választott jegybanki stratégia lebegő árfolyamrendszerben történő alkalmazása **megfelelőnek bizonyult mind az egyensúly megteremtésében, mind pedig a gazdasági teljesítmény megfelelő ütemének fenntartását illetően** a 2008-ig terjedő időszak során. A dolgozat az ilyen és hasonló vizsgálatokhoz kapcsolódó megállapítása, hogy az adatbázis igen

korlátozottan elérhető és nem mindig szolgálja megfelelően a kutatási célokat.

- Az inflációs célkövetés rendszere elméletben jól megalapozott monetáris politikai irányt képvisel, gyakorlati alkalmazhatósága azonban felvet néhány fontos kérdést. A stratégiának ugyan nincs szigorúan előírt feltételrendszere, a jegybank technikai felkészültségének, a függetlenség és hitelesség hiánya, a pénzügyi piacok nem megfelelő mélysége, a költségvetési politika kiszámíthatatlansága, a várakozások visszatekintő jellege gátolhatja sikeres vitelét.

- Az OECD országokra végzett vizsgálatok alapján megállapítható, hogy mind a fejlett ipari, mind pedig a feltörekvő gazdaságok komoly eredményeket értek el az inflációs célkövetés alkalmazása révén az infláció mértékének és volatilitásának csökkentése, valamint az inflációs várakozások lehorgonyzása terén. A hivatkozott gazdaságpolitika ezen felül nem ad arra utaló jelet, hogy visszafogta volna a gazdaság növekedési ütemét.

- A visegrádi országok a középtávú inflációs cél meghatározása révén többnyire sikeresen védekeztek a túlzott árszínvonal-növekedés ellen és a dezinfláció fenntartása fejében nem kellett lemondaniuk a gazdasági növekedés megfelelő ütemének fenntartásáról sem. A nominális és reálgazdasági konvergencia összehangolása azonban gyakran ellentmondó gazdaságpolitikai célok együttes megvalósítását követeli meg.

- A *nominális konvergencia* terén a maastrichti követelmények alapján Szlovákia bizonyult a legeredményesebbnek, mellyel 2009 januárjában az euróövezet tagjai sorába lépett. Lényegében – Magyarország esetét leszámítva - 2007-re az összes vizsgált ország teljesítette a konvergencia-kritériumokat (az árfolyamot illető feltételen kívül.) Magyarország némiképp lemaradt az infláció leszorítása és a költségvetési fegyelem betartása terén. Az örökölt államadósság magas mértéke, az elmúlt évek gyakran kiszámíthatatlan fiskális politikai lépései, valamint a gazdasági szereplők visszatekintő árvárakozása és az árfolyampolitika korlátai nehezítették a nominális konvergencia maradéktalan megvalósulását. 2000 óta a többi ország valutája nominális értelemben többnyire felértékelődést követett és mivel az árfolyam a monetáris politika legfontosabb transzmissziós csatornája, így az árszínvonal felzárkózása főként az árfolyamon keresztül, nem pedig a fogyasztói árindex nagyobb mértékű elmozdulása révén ment végbe.

– A *reálgazdasági konvergencia* terén – amennyiben az egy főre jutó GDP-t vesszük alapul – Csehországé az elsőbbség, de mára mind a négy ország eléri az euróövezet vásárlóerő-paritáson mért GDP-jének több mint 50%-át. A felzárkózás hátralevő időszakában azonban az árszínvonal növekedése és a jólét gyarapodása továbbra is egymással karöltve megy végbe, ezért hangsúlyossá válik a gazdaság ár- és költség-versenyképessége, mely az egyes reálárfolyamok ismeretében értékelhető. Az euróövezethez történő felzárkózás tehát hosszú távon leginkább a nemzetközi versenyképesség által meghatározott, hiszen a vizsgált országok gazdasági motorja a termelékenység, az export és a (nagyrészt külföldi tőke-) beruházások pedig a GDP növekedésének legfőbb komponensei.

– A reálárfolyamok egyes mutatóinak vizsgálata alapján megállapítható, hogy a nemzetközi versenyképesség az árszínvonal-konvergencia ellenére is fenntartható, ehhez azonban hosszú távon olyan versenyelőnyöket kell felmutatni, ami már nem feltétlen a bérköltség terén, hanem a humánerőforrás-állomány képzettségi szintje, az oktatás, a K+F illetve az infrastrukturális fejlesztések terén jelentkeznek. A költségvetési kiadások versenyképességet torzító hatása empirikusan nem igazolható. A költségvetési politika tehát egyszerre két célt kell, hogy szolgáljon: felkészíti az országot az euróövezetbeli tagságra és meggátolja, hogy a dezinfláció a gazdasági teljesítmény túlzott visszaesésével járjon együtt.

– Az euróövezeti csatlakozás időzítése nem kis dilemma elé állítja a döntéshozókat, hiszen mára kiderült, hogy az euróövezetben rejlő lehetőségek (kamatlábak csökkenése, bővülő kereskedelmi kapcsolatok) nem olyan jelentősek, mint azt az uniós csatlakozás ideje táján (2004) feltételezték.

2. Érdemes lehet a fenti eredmények vizsgálatát kiterjeszteni a térség többi országára, az ***önálló monetáris politika különböző alternatíváinak összehasonlító elemzése érdekében***. Hasonló törekvésekkel leginkább az elméleti irodalomban találkozunk. A konvergencia-folyamat időszakára választott gazdaságpolitikai lehetőségek utólagos, adatokkal alátámasztott értékelése hozzájárulna ahhoz, hogy az átmeneti gazdaságok fejlődéséről tisztább képet alkothassunk és az euróövezeti csatlakozás előnyeit és hátrányait jobban felmérhessük.

3. A dolgozat alapul szolgálhat egy olyan tankönyv elkészítéséhez, amely a monetáris politika történeti fejlődésén, az egyes elmélettörténeti irányzatok ismertetésén túl segítséget nyújt különböző jegybanki döntések modellszerű megfogalmazásának összefoglaló bemutatásához is.

VI. A SZERZŐ AZ ÉRTEKEZÉS TÉMAKÖRÉHEZ KAPCSOLÓDÓ PUBLIKÁCIÓI

a) Tudományos cikkek

Angol nyelven megjelent tudományos cikk

1. **Novák, Zs.**: Some theoretical and practical results of inflation targeting. Gazdálkodás 19. számú különkiadása. 2007. pp. 102-108.

Magyar nyelven megjelent tudományos cikk

2. **Novák Zs.**: Robert J. Barro és a költségvetési túlköltekezés. Elmélettörténeti Füzetek 2., Budapesti Műszaki Egyetem 2006. (befogadó nyilatkozat)
3. **Novák Zs.** - Vámos I.: Az ESA'95 módszertanának alkalmazása a költségvetésben. Pénzügyi Szemle. 2008. 1. szám. pp. 107-122. ISSN 0031-496-X.

b) Tudományos konferenciákon elhangzott előadások konferencia kiadványban megjelentetve

Idegen nyelvű

4. **Novák, Zs.:** Inflation targeting and competitiveness. "3rd International Conference for Young Researchers" 28-29. September, 2004. Gödöllő. Vol. II. pp. 94-99 ISBN 963 9483 42 7ö; 963 9483 44 3
5. **Novák, Zs.:** Converging monetary policy of New Member States in the run-up to eurozone membership in: THE IMPACT OF EUROPEAN INTEGRATION ON THE NATIONAL ECONOMY, Babes-Bolyai University of Cluj-Napoca, Faculty of Economics and Business Administration, ed. Risoprint, ISBN: 973-751-198-0, 978-973-751-18-0, 28 - 29 October, 2005, Cluj-Napoca, pp. 135-142
6. Sági J., **Novák Zs.**, Farkasné Dr. Fekete M.: Inflation rates, the convergence of food prices within new EU members, Abstract, XL Croatian Symposium on Agriculture. February 2005 Opatija. pp 117-119. ISBN 953-6331-31-4
7. **Novák, Zs.**: Some theoretical and practical results of inflation targeting. „4th International Conference for Young Researchers" November, 2006. Gödöllő. Vol. I. pp. 246-251. ISBN 963 9483 66 4ö; 963 9483 67 2
8. Vámos I. **–Novák Zs.:** Price Trends In The Hungarian Commodity And Stock Markets; „Competitiveness and European Integration"

International conference October 26-27, Babes-Bolyai University of Cluj-Napoca, Romania, ISBN (folyamatban)

Magyar nyelvű

9. **Novák Zs.**: Robert J. Barro és a költségvetési túlköltekezés. „Az állami deficit elmélettörténete” c. konferencia. Budapesti Műszaki Egyetem 2005. december 6. (Konferenciakiadvány)
10. **Novák Zs. -** Vámos I.: Agrárpolitikai reformok hatása a magyar költségvetésre; X. Nemzetközi Agrárökonómiai Tudományos Napok (10th International Agrieconomic Scientific Days), Gyöngyös, 2006. március 30-31. CD kiadvány. ISBN 963 229 623 0.
11. **Novák Zs. -** Vámos I.**:** Az ESA’95 módszertanának alkalmazása a költségvetésben; XLVIII. GEORGIKON NAPOK „Agrárgazdaság, vidék, régiók – multifunkcionális feladatok és lehetőségek” 2006. szeptember 21-22. ISBN 963 9639 12 5
12. **Novák Zs**.: C. Menger vélekedése a pénz különös természetéről (On the origins of money) – 1892. Konferenciaelőadás. Budapesti Műszaki Egyetem. 2008. május (folyamatban)

c) Egyéb nyomtatásban vagy elektronikus formában megjelent publikáció

Jegyzet

Magyar nyelvű

13. Farkasné Fekete M. - **Novák Zs.:** Pénzügyi piacok, értéktőzsde. Oktatási segédanyag a levelezős hallgatók számára. Gödöllő, 2004. p.103
14. Farkasné Fekete M. - **Novák Zs.** - Sági J.: Pénzügyi piacok, értéktőzsde a nappali tagozatos hallgatók számára. Gödöllő, 2004. p. 120
15. Farkasné Fekete M. - **Novák Zs.**: Pénzügypolitika és szervezetei. Gödöllő, 2005. p. 165
16. Budapesti Corvinus Egyetem Pénzügy Tanszék szerzői kollektívája: Munkafüzet a Pénzügytan tankönyvhöz (magyar és angol nyelven). Tanszék Kft., 2008. p. 30