

Molnár Dániel – Regős Gábor – Horváth Diána

ESZKÖZÖKKEL – ESZKÖZTELENÜL?

A 2008-as válságot megelőzően a világ legjelentősebb jegybankjai az inflációs célkövetés politikáját alkalmazták. A monetáris politikai döntéshozók a rendelkezésre álló jegybanki eszköztárral, amely leginkább az alapkamatot jelentette, igyekeztek úgy befolyásolni a gazdaság állapotát, hogy az árszínvonal emelkedésének üteme elérje az előre meghatározott célt. Ez a gyakorlat a mai napig nem változott érdemben, annak ellenére sem, hogy a gazdaság és a jegybanki eszköztár gyökeresen átalakult. Korábban az inflációs célkövetés gyakorlata megfelelően működött, a válság azonban megmutatta az ehhez kapcsolódó monetáris politikai eszköztár korlátait.

A 2008-as válságra a világ vezető jegybankjai, mint minden korábbi válságra, a kamatok gyors és nagyarányú csökkentésével reagáltak. A gazdasági helyzet azonban annyira súlyos volt, hogy még ez sem segített, így a jegybankok rövid idő alatt elérték a nulla kamatot, vagyis az alsó korlátot, tehát a kamatszint további érdemi csökkentésére már nem volt mód. Ennek eredményeként a jegybankok új, nem konvencionális eszközöket kezdtek alkalmazni. Ez jellemezte az Európai Központi Bank (ECB) monetáris politikáját is, amellyel a következőkben elsősorban foglalkozunk.

Az ECB helyzete a Fed politikájával összehasonlítva is szemléletes. Az USA-ban a nem konvencionális eszközök eredményesek voltak: az infláció elérte a jegybanki célt, a gazdaság pedig a teljes foglalkoztatást. Sőt a Fed már megkezdte monetáris politikájának normalizálását, a nulla alsó korlátról felemelte irányadó rátáját, és csökkentette a mennyiségi lazítás, a quantitative easing keretében felhalmozott eszközállományát. Az ECB esetében azonban még egyik sem következett be, sőt a döntéshozók már további kamatsökkentést helyeztek kilátásba. Az infláció az eurózónában 2013 óta a nem konvencionális eszközök ellenére is a cél alatt tartózkodik, és a növekedés is mérsékelte.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2019.63.7-8.26>

Molnár Dániel, a Századvég Gazdaságkutató Zrt. makrogazdasági elemzője.

E-mail: molnar.daniel@szazadveg.hu

Regős Gábor, a Századvég Gazdaságkutató Zrt. makrogazdasági üzletágvezetője.

E-mail: regos@szazadveg.hu

Horváth Diána, a Századvég Gazdaságkutató Zrt. makrogazdasági elemzője, a Budapesti Corvinus Egyetem doktorandusza. E-mail: horvath.dia@szazadveg.hu

Egy a céltól kismértékben elmaradó infláció önmagában még nem is jelentene gondot. A probléma sokkal inkább abban rejlik, hogy egy újabb válság kitörése esetén, ha a monetáris politikának lazítania kell, erre a hagyományos eszközökkel nem lesz lehetősége. Ezen felül az ECB már a nem konvencionális eszközökben rejlő lehetőségeket is jelentősen kiaknázta.

A nehézséget az jelenti, hogy nulla közeli kamatlábnál kialakul a *likviditási csapda* jelensége, és a monetáris politika konvencionális eszköztára hatástalanná válik. A likviditási csapda értelmében a nulla közeli nominális kamatok mellett a monetáris politika a pénzkínálat bővítése révén nem képes hatni a gazdaságra, mivel a készpénz és a kötvény lényegében tökéletes helyettesítővé válik a piaci szereplők számára, akik így az alacsony kamatok és azok várt növekedése miatt elkezdnek készpénzt felhalmozni. A pénztartási hajlandóság emelkedése tovább szűkíti az aggregált keresletet, és így kialakul a deflációs spirál (*Krugman* és társai, 1998). Pontosan ez történt a válságot követően. Hiába voltak extrém lazák a monetáris kondíciók, az aggregált kereslet nem akart emelkedni, ezért defláció alakult ki, a jegybankoknak a nem konvencionális eszközökhöz kellett nyúlniuk.

Érdeemes tehát megvizsgálni, hogy a szóba jöhető különböző nem konvencionális eszközök mennyiben tudják, illetve tudták kezelni a likviditási csapda problémáját, illetve hogy egy válság esetén mennyire lehetnek alkalmasak nem konvencionális eszközként történő alkalmazásra. Ezek közül a következőkben áttekintjük az inflációs várakozások emelésének lehetőségét, az inflációs cél emelését, az árfolyam leértékelését, a papíralapú pénz kivezetését, a fiskális politika alkalmazását, az eszközvásárlást, illetve a hitelkondíciók lazítását.

A likviditási csapda megoldását *Krugman* és társai [1998] a jegybank hihető elköteleződésében látták. Amennyiben a monetáris politika képes emelni az inflációs várakozásokat, például azzal, hogy elhiteti a gazdasági szereplőkkel, hogy az árak emelkedése esetén nem fogja azonnal visszavonni a korábbi lépéseit, akkor képes lehet hatni az aggregált keresletre. Jelenleg az Európai Központi Bank is erre játszik: az elnök, *Mario Draghi* minden kamatdöntést követően igyekszik biztosítani a piacokat, hogy az eszközvásárlási programok keretében felhalmozott állampapírokat az első kamatemelést követően továbbra is meg kívánják majd újítani, vagyis akkor sem tervezik a pénzkínálat azonnali csökkentését, ha a kondíciók javulnak. Jelenleg az *előretekintő iránymutatás* hitelességét az alacsony inflációs várakozások miatt nem kérdőjelezzik meg a befektetők, mivel a leépítés várható időpontja még túlságosan távol van.

A monetáris politika részéről a válságra adandó válaszok közül *Blanchard* és társai [2010] az *inflációs cél emelése* mellett érveltek. A jelenlegi 2 százalékos cél helyett 4 százalékos inflációs cél alkalmazása esetén könnyebben elkerülhető lenne a likviditási csapda kialakulása. A jegybankok egy bekövetkező válság esetén nagyobb mozgástérrel rendelkeznének, míg a magasabb inflációból következő költségek nem feltétlenül haladnák meg az ennek hiányában kialakuló likviditási csapdáét. Fontos azonban hozzátennünk, hogy a magasabb inflációs cél csak abban az esetben működne, ha a piaci szereplők el is hinnék, hogy a monetáris politika képes ezt biztosítani. Kérdés, hogy miért hinnék el, ha a monetáris politika a jelenlegi, alacsonyabb szintet sem tudja elérni. További bajok forrása lehet, hogy a magasabb cél fölé kerülő pénzromlás már túlzott inflációt jelentene, így az inflációs cél visszacskéntése válna szükségessé, ami a megemelt cél hitelességét kérdőjelezné meg.

A hihető elköteleződés problémájának megoldását *Jeanne* és *Svensson* [2007] a korábban *Svensson* által megalkotott *foolproof way* koncepciójának továbbgondolásában látták. A likviditási csapdából *kiutat jelent, ha a monetáris politika leértékeli a nemzeti valuta árfolyamát*, amely az importtermékek áremelkedésén keresztül felhajtja az inflációt, így csökkentve a reálkamatot a szükséges szintre. Az egyik dilemma ezzel kapcsolatban az, hogy a jegybank még ekkor is ösztönözve van arra, hogy ha a gazdasági helyzet normalizálódik, ismét szigorításba kezdjen, így ez a lépés önmagában nem elég hihető. Ezért a szerzők azt javasolják, hogy a jegybankok igyekezzenek a mérlegüket minél kisebb szinten tartani, mivel ekkor a deviza jövőbeli felértékelése veszteséget eredményezne, amit a jegybankok a függetlenség fenntartása érdekében igyekeznek elkerülni. A koncepciót övező másik aggály, hogy amennyiben minden jegybank a deviza leértékelése mellett dönt, akkor az eszköz nem lesz hatásos, illetve a legtöbb jegybank már a mérleg szintjének alacsonyan tartásával is elkésett.

Ezzel szemben *Rogoff* [2015] a nulla alsó korlát kivédésére a papíralapú pénz fokozatos kivezetését és az *elektronikus fizetésekre való áttérést* javasolta. Érvelésében hangsúlyozta, hogy amennyiben a gazdaságban nincs készpénz, a monetáris politika likviditási csapda esetén sem válik tehetetlenné. Jelenleg azonban az átállás a papírpénz kivezetésére jelentős költséggel járna, amely mellett egyetlen fajta elektronikus rendszer alkalmazása jelentős kockázatot is hordoz magában. Jelenleg nem reális opció a készpénzmentes gazdaság, azonban a jövőben megoldhatja a likviditási csapda okozta problémákat.

További lehetőség az, hogy a monetáris politika helyett *a fiskális politika kerül előtérbe*. *Eggertsson* és *Krugman* [2012] amellett érvelnek, hogy ha a monetáris po-

litika nem képes az aggregált kereslet ösztönzésére, akkor azt a fiskális politikának kell megtennie. Arra jutnak, hogy a likviditási csapdából a kormányzati költségek ideiglenes emelése jelent kiutat, ami ebben az esetben nem jár kizorítási hatással, hanem a likviditáskorlátos adósok költségének emelkedését eredményezik. Az Európai Unióban azonban ebben az esetben a maastrichti kritériumok akadályt jelentenek: válság idején a fiskális politikára vonatkozó célszámok jelentősen korlátozzák a kormányzati mozgásteret, így a megoldás egyik kulcsa ezek átalakítása lehetne. E mögött azonban jelenleg nincs megfelelő politikai akarat, és még ha lenne is, akkor is biztosítani kellene, hogy a nagyobb fiskális mozgástér adta lehetőségeket a politikusok csak a válságok ellensúlyozására használják, vagyis nem kellene hosszabb távon az államadósságok túlzott növekedésétől tartani. Csakhogy több euróövezeti tagországban az államadósság szintje már most is fenntarthatatlanul magas, így ennek további növelésére nincs lehetőség.

A likviditási csapdából továbbá az is kiutat jelenthet, ha *a monetáris politika a nyílt piacon nagy mennyiségben vásárol kötvényeket*, azon belül is állampapírokat. A kötvények iránti növekvő kereslet csökkenti a jövőbeli kamatfizetési terhet, ezzel javítja a fiskális politika helyzetét. Továbbá, amennyiben a piaci szereplők a lépést tartósnak ítélik, az közvetlenül hathat az árszínvonalra és nem teljesen rugalmas árak esetében a kibocsátásra is (Auerbach és Obstfeld, 2005). Alapvetően ezt az eszközt választották a válság után a világ vezető jegybankjai, köztük az Európai Központi Bank is kiterjesztett eszközvásárlási programja keretében (*expanded asset purchase programme*, EAPP). Az eszközvásárlási program sikeresnek tekinthető. Andrade és társai [2016] arra az eredményre jutottak, hogy a programnak köszönhetően csökkentek a hozamok, illetve emelkedett az infláció és a GDP is.

A jegybank által nyújtott likviditás a mennyiségi lazítás, a quantitative easing keretében elsősorban a befektetőkhez áramlott, az ő viselkedésük változása eredményezte a gazdasági helyzet normalizálódását. Lehetőség lenne továbbá közvetlenül a háztartások számára is likviditást nyújtani, a klasszikus „*helikopterpénz*” formájában (Buiter, 2003). A lakosság jelentős része a pénzt feltehetően azonnal elkölténé fogyasztásra, vagy leépítené adósságállományát, esetleg befektetné. Ez növelné az aggregált keresletet, így az inflációt is. A veszélyt elsősorban az jelenti, hogy amennyiben a lakosság hozzászokik az ingyenpénzhez, vagy a jövőben továbbra is számít majd rá, a lépés jelentős torzítást okozhat. Ennek ellenére egy jövőbeli válság esetére ez az eszköz szintén a jegybankok rendelkezésére áll. Ugyanígy lehetőség van a hitelezési feltételek további javítására is (*credit easing*), amit a válság után a nem konvencionális eszköztár keretében alkalmaztak a jegybankok (Bowdler és Radia,

2012) – amennyiben egy újabb válság során a bankok kockázatvállalási hajlandósága ismét csökken.

A quantitative easinggel kapcsolatban azonban több probléma is felmerül, ezek a további használatát illetően óvatosságra intik a jegybankokat. Az Európai Központi Bank által az eszközvásárlási programok, azon belül is a *public sector purchase programme* (PSPP) keretében vásárolt állampapírok összértéke 2018 végére meghaladta az 1940 milliárd eurót, amely az eurózóna bruttó konszolidált államadósságának közel 19,7 százalékát jelentette. Ez jelentősen csökkentette a fiskális fegyelem szükségességét, illetve a jegybank mérlegének a növekedése csak a kockázatokat emeli, amelyet végső soron az uniós adófizetőknek kell fedezniük. Nem is beszélve arról, hogy a gazdaságban lévő többletpénz buborékokat gerjeszthet a tőzsdén és az ingatlanpiacon is.

További problémát jelent, hogy a quantitative easing kivezetése nem megoldott. Bár a japán jegybank 2006 után sikeresen kivezette eszközvásárlási programját, azonban ebben közrejátszott, hogy csak a lejáráthoz közeli kötvényeket vásároltak (Ito, 2014). Ezzel szemben az Európai Központi Bank PSPP-je keretében a felső határ 31 év, míg az átlagos súlyozott hátralévő futamidő 2018. december végén 7,37 év volt. Megoldandó feladat ezen felül a kivezetés módozata is, ehhez kapcsolódóan Klyuev és társai [2009] az állampapír-állomány lassú és megfontolt leépítése mellett érvelnek. Elemzésükben arra jutnak, hogy a túl gyors kivezetés visszavetheti a gazdaságot, míg a túl lassú a gazdaság túlfűtöttségéhez vezethet.

Azonban más kockázati tényezők is felmerülnek. Amikor a Fed megkezdte eszközállományának a leépítését, az emelkedő hozamok a feltörekvő piacokon jelentős tőkeáramlást eredményeztek, ami a leginkább Argentínát sújtotta; azzal együtt is, hogy ekkor az ECB és a Bank of Japan kötvényvásárlása még javában tartott, vagyis a globális pénzkínálat még nem csökkent. Ebből kifolyólag sem támaszkodhat egy következő válság esetén az Európai Központi Bank kizárólag az eszközvásárlási programokra.

Mi maradt ki a fentiek közül? Abból indultunk ki, hogy a jegybankok inflációs célkövetést alkalmaznak, amelyhez a döntéshozók változatlanul ragaszkodnak, azaz az indokkal, hogy annak jelentős szerepe van a társadalmi jólétre vonatkozóan. Mi lenne azonban, ha a jegybank változtatna a célváltozóján, esetleg átalakítaná azt? Például az inflációs célkövetés helyett *kiegyensúlyozott, társadalmilag optimális gazdasági növekedést igyekezne biztosítani*, amelyben nem alakulnak ki tartós egyensúlytalanságok s amiből a társadalom legszélesebb rétege részesül? Ebben az esetben a jegybanki eszköztár teljes mértékben átalakulna, *nagyobb szerepet kapna*

a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzése, a kormányzati tevékenység támogatása. Utóbbi esetében persze felmerül a jegybanki függetlenség kérdése is, azonban az inflációs célkövetés elvetésével ez már nem jelent problémát. A jegybanki függetlenség célja, hogy hitelessé tegye a jegybankot a piaci szereplők részére, hogy még akkor is az árstabilitás biztosítása mellett dönt, ha ez szembemegy a politikai akarattal (Oatley, 1999).

A jegybanki függetlenség és az inflációs célkövetés rendszere közel egyszerre jelent meg a monetáris politikai gyakorlatban, mindkettő válaszként szolgált az 1970–1980-as évek magas inflációs környezetére (Debelle, 2017). A lépések beváltak: a fejlett gazdaságokban az infláció hosszú ideje kezelhető szinten maradt. Az inflációs célkövetés azonban az utóbbi időszakban túllendült, a jegybankok egyre csak újabb intézkedéseket vezettek be a cél eléréseért, egyre kisebb figyelmet fordítva ezen eszközök esetleges kockázataira. A válság és az utána bekövetkezett alacsony kamatkörnyezet jelenthetné az újabb fordulópontra: a korábbi gyakorlattal szemben ez *lazább inflációs célkövetést* eredményezhetne, például egy toleranciasáv¹ alkalmazása révén. A jegybanki hitelességet az alacsony inflációs várakozások és a szigorítás irányába rendelkezésre álló, jelentős mozgástér biztosítaná, így a monetáris politikának lehetősége lenne további célok (például felzárkózás, kiegyensúlyozott növekedés) elérésének elősegítésére. Ez nem feltétlenül jelentene egyetlen mutatószámot, inkább több indikátor rendszerét (például folyó fizetési mérleg, eladósodottság, infláció, GDP-növekedés), amelyekre vonatkozóan toleranciasávot alkalmaznának, és *a jegybank akkor avatkozna közbe, ha az egyensúly kibillenne.*

További előny lenne, hogy ekkor a monetáris politika célja megegyezik a kormányzatéval (demokráciát és szavazatmaximalizáló politikusokat feltételezve), így a függetlenség csak felesleges korlátozásként jelenne meg. Az új rendszer egyik eleme *lehetne a monetáris finanszírozás lehetővé tétele bizonyos társadalmi célok, például a szegénység felszámolása érdekében.*

Összefoglalva, a válságot követően a monetáris politika szerepe és eszközrendszere jelentősen átalakult. A nulla közeli kamatkörnyezet miatt az Európai Központi Bank mozgástere egy a jövőben bekövetkező válság esetére továbbra is korlátozott. Az eddig bevetett nem konvencionális eszközök habár hatékonyak voltak, a jövőben nem feltétlenül használhatók. Lehetőségként a jegybankok részéről felmerülhet az inflációs cél emelése vagy a fiskális szigor lazítása, esetleg a háztartások pénzügyi helyzetének közvetlen javítása. Távlatokról nézve az összefüggéseket, a

¹ A világ vezető jegybankjai (Fed, ECB, Bank of England, Bank of Japan) nem alkalmaznak célsávot, míg a kisebb jegybankok esetében ez elterjedt gyakorlat.

monetáris politika nehézségei elsősorban az inflációs célkövetésben gyökereznek. Abban, hogy a jegybankok – köztük az ECB – akár piaci torzulások árán is igyekeznek elérni a kitűzött inflációt. Azonban amennyiben elvetnék vagy átalakítanák az inflációs célkövetés rendszerét és alternatív célrendszert alkalmaznának, például a kiegyensúlyozott növekedést céloznák meg, akkor a monetáris politika eszköztára is kibővülne. A zero közeli kamatok és a felhalmozott eszközállományok miatt az infláció elszabadulásától a jövőben nem kell tartani.

Hivatkozások

- Andrade, P. – Breckenfelder, J. H. – De Fiore, F. – Karadi, P. – Tristani, O. [2016]: The ECB's asset purchase programme: an early assessment. European Central Bank Working Paper Series, No 1956.
- Auerbach, A. J. – Obstfeld, M. [2005]: The Case for Open-Market Purchases in a Liquidity Trap. *American Economic Review*, Vol. 95., No. 1., 110–137. o.
- Blanchard, O. – Dell'Ariccia, G. – Mauro, P. [2010]: Rethinking macroeconomic policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 42., No. 1., 199–215. o.
- Bowdler, C. – Radia, A. [2012]: Unconventional monetary policy: the assessment. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 28., No. 4., 603–621. o.
- Buiter, W. H. [2003]: Helicopter money: irredeemable fiat money and the liquidity trap. National Bureau of Economic Research.
- Debelle, G. [2017]: Central Bank Independence in Retrospect. Address at Bank of England Independence: 20 Years On Conference. Letölthető: <https://www.bis.org/review/r170928h.pdf>
- Eggertsson, G. B. – Krugman, P. [2012]: Debt, deleveraging, and the liquidity trap: A Fisher–Minsky–Koo approach. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 127., No. 3., 1469–1513. o.
- Ito, T. [2014]: We Are All QE-sians Now. Bank of Japan IMES Discussion Paper Series, No. 2014-E-5. Letölthető: <https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/14-E-05.pdf>
- Jeanne, O. – Svensson, L. E. [2007]: Credible commitment to optimal escape from a liquidity trap: The role of the balance sheet of an independent central bank. *American Economic Review*, Vol. 97., No. 1., 474–490. o.
- Klyuev, M. V. – De Imus, P. – Srinivasan, M. K. [2009]: Unconventional Choices for Unconventional Times Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies. IMF Staff Position Note, No. 2009/27.
- Krugman, P. R. – Dominguez, K. M. – Rogoff, K. [1998]: It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998/2., 137–205. o.
- Oatley, T. [1999]: Central bank independence and inflation: Corporatism, partisanship, and alternative indices of central bank independence. *Public Choice*, Vol. 98., No. 3.4., 399–413. o.
- Rogoff, K. [2015]: Costs and benefits to phasing out paper currency. *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 29., No. 1., 445–456. o.