

KOPITS GYÖRGY

Inflációs célkövetés stresszhelyzetben¹

A pénzügyi turbulencia kibontakozásával a gazdaságpolitikai döntéshozók világszerte elsősorban arra törekcsenek, hogy a gazdaság számára elegendő likviditást biztosítsanak. A vezető jegybankok és kormányok kezdetben egyedi mentőműveletekre hagyatkoztak. Majd október elejétől – hogy a pénzintézetek bizalmát helyreállítsák és az eladósodás drasztikus leépítését (*deleveraging*) ellensúlyozzák – az Atlanti-óceán mindkét partján áttértek a már rendkívül szükségessé vált, átfogó együttműködésre, amelynek egyik megnyilvánulása az alapkamatok összehangolt csökkentése volt. A fokozódó hitelösszehúzódból fakadó reál gazdasági károk minimálisra csökkentésében döntő szerepet tulajdonítottak a masszív likviditási injekcióknak (pl. a bankszektor konszolidációja, a betétbiztosítás kiterjesztése, „fertőzött” eszközök felvásárlásával járó mentőcsomagok, bankközi hitelgaranciák stb. révén). Ezenkívül, ilyen körülmények között, a fiskális politika válik a fenyegető recesszió csillapításának legkézenfekvőbb eszközévé. Elsősorban – a progresszív adóstruktúra és munkanélküli segélyrendszerek révén – az automatikus fiskális stabilizátorok lépnek működésbe. Másodsorban, amennyire azt a hosszú távú fenntarthatóságra vonatkozó megfontolások megengedik, a kormányok határidőhöz kötött, diszkrecionális fiskális intézkedésekhez is folyamodnak, aminek első példája az Egyesült Államokban a másodrendű jelzálogpiaci válság kezdetén bevezetett költségvetési élénkítő csomag. Harmadsorban pedig a fiskális expanzió megnyilvánulása az is, amikor a jegybankok a bajba jutott intézmények felvásárlásával, garanciavállalással és egyéb „kvázi” fiskális eszközökkel támogatják a pénzintézeteket. Az ilyen intézkedések finanszírozása nagyrészt jegybankpénzből történik.

AZ INFLÁCIÓS NYOMÁSOK KEZELÉSE

Múlt nyár végéig a jegybanki döntéshozóknak nem csupán a bizalmi válsággal, de a felszökő nyersanyagárakból – például az olajárak egy év alatt bekövetkezett megduplázódásából – fakadó inflációs nyomással is meg kellett küzdeniük. Az ezzel kapcsolatos aggodalmak kinyilvánítása volt, amikor a Fed egyik kormányzója² arra intette a jegybankokat, ne engedjék, hogy a sorozatos nyersanyagársokkok inflációs spirált gerjessenek. A független monetáris politika mellett kiemelte a nagyobb árfolyam-rugalmasság szükségességét is. Bár hangsúlyozta a nemzetközi pénzügyi összefüggések fontosságát, üzenete odáig már nem terjedt, hogy összehangolt intézkedésre szólítson fel a világszerte elharapódzó infláció leküzdése érdekében.

1 A cikk a Central Banking 2008. novemberi számában jelent meg angol nyelven.

2 Lásd KOHN, D. L.: Global Economic Integration and Decoupling. International Research Forum on Monetary Policy, Frankfurt, 2008. június 26. (www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20080626a.htm).

A monetáris szigorításra buzdítást a jegybankok szívesen fogadták, és minden jel szerint még is szívtelték. Az explicit inflációs célkövetés ugyanis, amelyet jelenleg 25 országban alkalmaznak (ezek egyharmada fejlett, kétharmada pedig feltörekvő piacú gazdaság), már a kilencvenes évek eleje óta hasznos antiinflációs eszközként működik. Sok más ország ugyanakkor az implicit inflációs célkövetés különféle formáit alkalmazza. Az infláció elleni küzdelmet a globalizációs folyamat hátszele több mint egy évtizede mindenhol támogatja, elsősorban az Ázsiából kiinduló bérversenynek köszönhetően.³ Ezzel szemben tavaly, amikor a nyersanyagársokkókból eredő ellenszéllel kellett szembenézni, a legtöbb jegybank monetáris szigorítással válaszolt. A feltörekvő európai és latin-amerikai országok mellett néhány fejlett gazdaság is sorozatos kamatemeléssel reagált. Azonban a feltörekvő ázsiai országok késésben voltak, nagy részükben a reálkamatláb továbbra is negatív maradt.

Axiómaként kijelenthetük, hogy horgonyzott inflációs várakozások mellett egyszeri exogén ársokkokat nem szükséges monetáris szigorítással ellensúlyozni. Más szóval, a nagyobb hitelességnek örvendő jegybankok egyszerűen „keresztülnézhetnek” az áremelkedésen, és az irányadó kamat meghatározásakor figyelmen kívül is hagyhatják. Annak a jegybanknak azonban, amely még nem bizonyította hitelességét egy inflációs inerciával jellemzett környezetben, azaz tartósan túllőtt az inflációs célon, mindenképpen erőteljesen kell fellépnie az esetleges második körös inflációs hatások megakadályozása érdekében.⁴

Különösen a feltörekvő piacú gazdaságok kormányait aggasztotta a nyersanyagárak meredek emelkedése, mégpedig nem csupán azért, mert attól féltek, hogy képtelenek lesznek kordában tartani az inflációs várakozásokat. A szociális és destabilizáló politikai következmények veszélye miatt az elsődleges hatásoktól is tartottak, hiszen az élelmiszerek és üzemanyagok részesedése a fogyasztói kosárban viszonylag nagy. Ezért a monetáris politika szigorítása mellett néhány országban alapvető fogyasztási cikkek árát befagyasztották, illetve – hatékonyabb megoldásként – célzott állami támogatással kompenzálták az alacsony jövedelmű háztartásokat.

NEMKÍVÁNATOS KÖVETKEZMÉNYEK

Az inflációs fenyegetés miatt kialakuló magas kamatlábak jelentős tőkebeáramlást eredményeztek, és erősítették a helyi valutákat, mialatt – amennyiben ez a reáleggetív árfolyam felértékelődésében is megnyilvánult – ez az az export versenyképességét is csökkentette.⁵ Emiatt néhány

3 Lásd ROGOFF, K.: Globalization and Global Disinflation. In Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy. Federal Reserve Bank of Kansas City, 2003.

4 Az irányadó kamatláb megállapításakor a jegybanknak mérlegelnie kell az inflációs előrejelzés és az inflációs cél közötti különbséget, tehát figyelembe kell vennie az előrejelzési ráta szokásos meghatározó tényezőit (becsült kibocsátási rés, árfolyam). Ráadásul a jegybanki alapkamatnak elég magasnak kell lennie az ország kockázati prémiumának fedezéséhez is. Mindebből következik, hogy az egyes országok irányadó kamatlábait nem lehet tökéletesen összevetni egymással abban az értelemben, mintha azok a monetáris hatóságok reakciójának egyértelmű összefoglaló mutatói lennének.

5 Természetesen ez nem jelentett problémát az olyan magas kockázati besorolású országokban (pl. Izland, Románia, Törökország, Dél-Afrika), ahol a magas helyi kamatláb ellenére gyengült vagy alig erősödött az árfolyam. Hasonlóképpen, jellemzően stagnált az árfolyam azokban az országokban is, ahol a kamatláb változatlan maradt vagy csökkent (főként Ázsiában).

központi bank különböző érdekcsoportok nyomása miatt a túlzott valutafelértékelődés elleni fellépésre kényszerült,⁶ és fel kellett hagynia a monetáris politikai szigorítással. Néhány ország beavatkozott a devizapiacokon. Mások különféle tőkekorlátozásokat is bevezettek.

Bár néhány esetben előfordult ideiglenes intervenció vagy késleltetett gazdaságpolitikai reakció, minden inflációs célt követő ország megmaradt a saját monetáris célkitűzéseinek keretei között. A központi bankok ellenálltak a cél feladására vagy felhígítására irányuló készletetéseknél. Sajnálatos kivételt jelent Törökország, ahol a 2009-től kezdődően érvényes inflációs célt 4%-ról 7,5%-ra emelték, ami az ország kockázati prémiumának megugrásához és az inflációs várakozások fokozódásához vezetett.⁷

Ezzel szemben a feltörekvő ázsiai és közép-keleti országokban, amelyekre a lebegtetéstől való félelem (*fear of floating*) a jellemző, gyakorta alakult ki ellenállás az aktív monetáris politikával, illetve a valuta felértékelődésével szemben. Különösen Kínáról tartják úgy, hogy a sterilizált intervenció és a fokozott tőkekorlátozások az erős exportvezérelt növekedés átfogó céljait szolgálják. Idővel azonban a piaci erők ezeket az országokat is arra kényszerítik, hogy vonakodva ugyan, de rugalmasabb árfolyamrezsimit és realisztikusabb fejlődési stratégiát alkalmazzanak majd.

FORDULAT A NYERSANYAGÁRAKBAN ÉS A NÖVEKVŐ KOCKÁZATKERÜLÉS

A Lehman Brothers csődjét követő, gyorsan romló nemzetközi és belföldi likviditási helyzet, tetéztve a súlyos gazdasági recesszióval kapcsolatos félelmekkel, a nyersanyagárak és a tőkeáramlás irányának megfordulását eredményezte. Ezt az inflációs nyomás mérséklődése kísérte, ami lehetővé tette a vezető központi bankok számára – különösen a fejlettebb gazdaságokban –, hogy megkezdjék az alapkamat csökkentését. Néhány olyan feltörekvő piacú gazdaságban azonban, ahol a transzmissziós mechanizmusban az árfolyamcsatorna dominál, a fokozott árfolyam-volatilitás megnehezítette a monetáris politika működését.

Az, hogy a bizalmi válság – mindaddig ismeretlen kapcsolódásokon keresztül – áttért a fejlett gazdaságok pénzügyéből a feltörekvő piacú gazdaságokra, a befektetői hangulat megváltozásával járt. A szélsőséges kockázatkerülés irányába történő elmozdulás végső soron a devizalikviditás akut hiányát eredményezte. Ezért a jegybankokat egyre inkább reakcióra kényszerítette a deviza- és a nemfizetési kockázati prémium (CDS) emelkedése, valamint a potenciális tőkemenekülés, amelyet elsősorban a pénzügyi közvetítők rohamosan csökkenő bizalma váltott ki.

MONETÁRIS POLITIKAI DILEMMÁK

Az inflációs célt követő központi bankok – elsősorban a feltörekvő piacú gazdaságokban – jelentős dilemmával állnak szemben. Egyrészt amellet, hogy megfelelő hitelellátottság biztosításával kell ellensúlyozniuk a pénzügyi szektor likviditási igényét, arra kényszerülnek, hogy a várható gazdasági visszaesésre való tekintettel lazító monetáris politikát folytassa-

6 Ilyen kényszerítő nyomást nem csupán a kormány gyakorolhatott (Thaiföld), hanem a törvényhozás (Chile) vagy az üzleti közösség is (Magyarország).

7 Az inflációs cél megemeléséről szóló döntést követően június első hetében 200 bázisponttal emelkedtek Törökország hosszú lejáratú államkötvények szpredjei.

nak. Ez áll a legtöbb fejlett gazdaságban és néhány feltörekvő piacú gazdaságban (például Dél-Koreában) végrehajtott legutóbbi alapkamat-csökkentés hátterében.

Másrészt – beleértve az inflációs célkövető rendszereket – nem hagyhatók figyelmen kívül az emelkedő kockázati prémiumok sem. Ezért a nyersanyagársokkók által kiváltott hatást illető aggodalmakat felváltotta az az igény, hogy a kockázati megítélés beépüljön a hazai kamatlábakba. Ezt mutatják a feltörekvő piacú gazdaságokban végrehajtott alapkamat-emelések, amelyek különösen a potenciális valutaválsággal szembenező országokban figyelhetők meg. Ezen kívül szükségessé vált az alapkamat agresszív emelése egy olyan fejlett gazdaságban is (Izland), ahol átfogó pénzügyi válság tört ki.

A FED SZEREPE

A Fed már 2007 nyarától olyan hatalmas kihívással küzd, amilyenre még nem volt példa a modern monetáris történelemben. A súlyos hitelösszehúzóadás és a várható recesszió kettős problémájának kezelése céljából a Fed gyors likviditási injekciók és agresszív kamatvágások sorozata mellett döntött; e döntés helyességét azonban több oldalról is megkérdőjelezték. Egyfelől elhangzott az az érv, hogy a monetáris élénkítés nem a helyes módszer a lakáspiaci és pénzügyi szektorok strukturális változásainak kezelésére.⁸ A másik vád az volt, hogy az expanzív fiskális és monetáris politikák hozzájárulnak a globális infláció felerősödéséhez.⁹ A legkeményebb kritika talán azért érte a Fedet, mert politikai nyomásra olyan túlzott mértékű kamatvágások mellett döntött, amelyekre a hivatalt (kettős) küldetése szempontjából is nehéz ésszerű magyarázatot adni.¹⁰

A Fed kétségkívül abban a nem túl irigylésre méltó helyzetben van, hogy többféle célra kell összpontosítania, miközben kevés eszköz áll rendelkezésére. És ha ez nem lenne elég nagy feladat, általában úgy tekintenek rá, mint a világ központi bankjára, amely jelentős szerepet játszik a globális pénzügyi stabilitás biztosításában is. A múlt év vége felé valóban teljesítette is ilyen irányú kötelezettségét a világ több központi bankjának nyújtott dollárswapsomag révén – beleértve Brazíliát, Dániát, Dél-Koreát, Mexikót, Szingapúrt.

Másfelől felmerülhet az a vád, hogy a válság korai szakaszában a Fed intézkedései járulékos károkat idéztek elő más gazdaságokban azáltal, hogy a kezdeti inflációs kockázatok ellensúlyozására kevesebb figyelmet fordított. Számos jel mutat arra, hogy a jelzálogpiaci válságra reagáló, elhamarkodott kamatcsökkentések szerepet játszottak a fejlődő piacgazdaságokba irányuló, nagyszabású tőkebeáramlásban (főképpen a „carry trade” befektetőkön keresztül) és az alapvető nyersanyagárak drasztikus felszökésében (a lazán szabályozott indexalapokon keresztül történő befektetések ösztönzésével).¹¹ A fenti fejlemények tanulsá-

8 Lásd PHELPS, E. S.: U. S. Monetary Policy and the Prospective Structural Slump. BIS Conference on Monetary Policy, Luzern, 2008. június 26–27. (<http://www.bis.org/events/conf080626/phelps.pdf>).

9 Lásd ROGOFF, K.: The world cannot grow its way out of this slowdown. *Financial Times*, 2008. július 30.

10 Lásd BUTTER, W. H.: Central Banks and Financial Crises. Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on Maintaining Stability in a Changing Financial System, Jackson Hole, 2008. augusztus 21–23.

11 Ennek beható elemzéséről lásd FRANKEL, J.: The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices. Megjelent: CAMPBELL, J. (szerk.): *Asset Prices and Monetary Policy*, University of Chicago Press, 2008. A legfrissebb becslések szerint a Fed monetáris lazítása felelős az olajárak emelkedésének egynegyedéért a 2007 augusztusa és 2008 áprilisa között eltelt időszakban. Erről lásd ANZUINI, A.–PAGANO, P.: *Commodity Prices, Monetary Shocks, Speculative Bubbles: A Note*. Banca d'Italia (kiadatlan kézirat), 2008. június 14.

ga az, hogy – bár bizonyos járulékos károk elkerülhetetlenek – idővel, a recessziós félelmek elcsitulása után a Fednek nagyobb figyelmet kell majd fordítania tetteinek globális inflációs következményeire.

VÁLASZRA VÁRÓ KÉRDÉSEK

Az előttünk álló időszakban két alapvető kérdést kell megválaszolni. Az első kérdés az inflációs célt követő központi bankokra, a második pedig a világ vezető jegybankjaira vonatkozik. Az új realitásokhoz alkalmazkodva, megmarad-e a jövőben az inflációs célkövetés rendszere, vagy más, a második világháború utáni monetáris rendszerekhez (hitelkeretek, monetáris célkövetés) hasonlóan, ez is eltűnik? A recessziós hullám elvonulásával vajon átváltak-e a főbb jegybankok és a Fed egy összehangolt, antiinflációs üzemmódra, vagy győz a kísértés, hogy a fiskális expanzióval párhuzamosan a kelleténél tovább tartásuk fenn a lazító monetáris politikát? A fenti kérdésekre adott válasz fogja meghatározni a világ árstabilitásra vonatkozó kilátásait az elkövetkező években. Tudniillik nemzetközi szinten is érvényes *Milton Friedman* állítása, amely szerint az infláció végső soron monetáris jelenség.

Inflációs célt követő országok: válogatott mutatók, 2008. október vége (éves ráta, vagy százalékos változás az előző év azonos időszakához képest)

	Inflációs ráta		Alapkamat		Árfolyam-felértékelődés		Szpred
	Cél (%)	Szept. (%)	Szint (%)	Változás (bázispont)	Aug. vége (% USD)	Okt. vége (% USD)	Tízéves CDS (bázispont)
<i>Fejlett gazdaságok</i>							
Ausztrália	2–3	5,0	6,00	–50	10,4	–28,0	78
Kanada	1–3	3,4	2,25	–225	1,0	–22,8	...
Izland	2,5	15,9	18,00	470	–21,9	–49,7	745
Új-Zéland	1–3	5,1	6,50	–175	–3,7	–24,0	42
Norvégia	2,5	5,3	4,75	–25	8,6	–19,7	37
Svédország	2 (+/–1)	4,4	3,75	–25	7,5	–17,2	72
Svájc	<2	2,9	2,50	–25	9,1	1,8	...
Egyesült Királyság	2	5,2	4,50	–125	–7,4	–21,3	64

	Inflációs ráta		Alapkamat		Árfolyam-felértékelődés		Szpred
	Cél (%)	Szept. (%)	Szint (%)	Változás (bázispont)	Aug. vége (% USD)	Okt. vége (% USD)	Tízéves CDS (bázispont)
<i>Feltörekvő ázsiai gazdaságok</i>							
Korea	2,5–3,5	5,1	4,25	–75	–13,1	–36,9	369
Indonézia	5 (+/–1)	11,0	9,50	125	2,8	–15,8	830
Fülöp-szigetek	4 (+/–1)	11,9	6,00	25	4,1	–11,2	511
Thaiföld (cél: mag CPI)	0–3,5	6,0	3,75	50	0,6	–2,6	219
<i>Feltörekvő európai gazdaságok</i>							
Cseh Köztársaság	3 (+/–1)	6,6	3,50	25	22,8	0,5	183
Magyarország	3 (+/–1)	5,7	11,50	400	18,1	–12,6	330
Lengyelország	2,5 (+/–1)	4,5	6,00	125	23,8	–9,1	185
Szlovákia	2	5,4	3,75	0	25,6	–3,0	134
Románia	4	7,3	10,25	275	–0,4	–19,8	475
Törökország	4	12,6	16,75	0	10,9	–23,0	446
<i>Latin-Amerika</i>							
Brazília	4,5 (+/– 2,5)	6,3	13,75	250	22,8	–18,3	283
Chile	3	9,2	8,25	250	2,3	–26,0	263
Kolumbia	3,5–4,5	7,6	10,00	75	14,8	–16,2	350
Mexikó	3	5,5	8,25	75	10,0	–17,1	330
Peru	2 (+/–1)	6,2	6,50	150	12,5	–3,2	350
<i>Egyéb feltörekvő piacú gazdaságok</i>							
Izrael	1–3	5,5	3,50	–50	15,4	4,2	216
Dél-Afrika (cél: CPIX)	3–6	13,1	12,00	150	–6,6	–34,6	337
<i>Referenciaországok</i>							
Euroövezet		3,6	3,75	–25	7,4	–11,5	
Egyesült Államok		4,9	1,00	–350	–	–	42

Források: nemzeti hatóságok, IMF, Thomson Datastream