

VÁLOGATÁS A KÖZPONTI BANKOK HELYZETÉRŐL SZÓLÓ CIKKEKBŐL

Esszé

Soós Károly Attila¹

ABSZTRAKT

A fejlett világ központi bankjait 2022–2023-ban szokatlan és nehéz helyzetbe hozta az, hogy egyszerre futott el az infláció, nőtt meg jelentősen számos ország államadóssága és egyúttal a bankrendszerek magánadósoknak való kitettsége is. Így a kamatokat egyszerre kellene növelni (az infláció letörése érdekében) és csökkenteni (az államadósságok növekedésének megfékezése érdekében – ezt nevezzük fiskális dominanciának), és/vagy a bankok veszteségektől való megkímélése érdekében – ez a financiális dominancia. Vajon a központi bankoknak el kell-e fogadniuk a fiskális és/vagy a financiális dominanciát? És egyáltalán, hogy jutottunk ide? Hibáztathatók-e a központi bankok az idevezető folyamatokban, és ha igen, milyen értelemben? Mit értettünk félre a munkanélküliség és az infláció üteme közötti összefüggésben? Vajon helyes volt-e számos központi bank mennyiségi könnyítéssel (QE) való reagálása arra, hogy a kamatcsökkentéssel való gazdaságösztönzési lehetőségek kimerültek? Lehet, hogy ennél jobb eredményekre vezethet az előretékintő iránymutatás? Vagy esetleg a központi bank működési módjának ideiglenes megváltoztatása? Ezek tűnnek a legérdekesebb kérdéseknek azok közül, amelyekkel IMF-szakértők által fölkért, volt és jelenlegi központibank-vezetők és szakértők foglalkoztak a *Finance & Development* című folyóirat idei márciusi számában. Megvitatott válaszok talán évek múlva lesznek a kérdésekre, de néhány karakteres véleménnyel érdemes megismerkednie az olvasónak.

JEL-kódok: E5, E6, F4

Kulcsszavak: monetary policy, public debt, macroeconomic fluctuations

¹ Soós Károly Attila a budapesti Közgazdaságtudományi Intézet emeritus tud. főmunkatársa, a Pécsi Tudományegyetem tiszteletbeli tanára. E-mail: soos.karoly.attila@krtk.hu.

1. BEVEZETÉS

Napjainkban a vezető piacgazdaságú országok központi bankjai rég nem látott, összetett és nehéz föladatokkal kerültek szembe. Az 1980-as években kemény szigorító intézkedésekkel sikeresen megfékeztek az inflációnak a legutóbbi időkhöz utolsó hullámát. Ezt azután a Great Moderation másfél évtizedes aranykora, majd az utóbbit követő pénzügyi válság meg a Covid19-válság alatt már csaknem el is felejtettünk. Voltak, akik azt remélték, hogy végleg legyőztük a papirosalapú pénznek ezt a rákfénjét, de akik ezt nem gondolták, általában azokat is meglepte a 2021 végén fölgyorsult áremelkedés. (Az EU mai 27 tagállamában 2021 átlagában 2,9 százalékkal emelkedtek a fogyasztói árak – nem igazán gyorsan, de többel, mint az előző két évben összesen, és ezen belül az utolsó negyedévben 2020 utolsó negyedévéhez képest már 10,1 százalékkal, megelőlegezve a tavalyi 9,9 százalékos átlagot).

A magas infláció csak részben egyszeri tényezők – energia- és élelmiszer-áremelkedés – következménye, tehát nyilvánvalóan monetáris szigorításért (a kamatok emeléséért és a pénzmennyiség csökkentéséért) kiáltana. Ámde, merőben szokatlan módon, az infláció gyorsulásával egyidejűleg mutatkoznak aggasztó pénzügyi jelenségek egyszerre két területen is. Egyfelől magasra szöktek az államadósságok, amelyek kamata (hozama) közpénzekből fizetendő; végső soron a GDP-t terheli. Az USA tavalyi év végi államadóssága a GDP-jének a 124 százaléka volt; 1979-ben, amikor a központi bank utoljára kényszerült a kamatok jelentős mértékű emelésére, 32 százalék volt a megfelelő adat.² Persze a hitelezők, akik tisztában vannak a dollár világpénzszerepével, nem fognak ettől különösebben megijedni. Azonban másutt, például néhány eurózóna-tagországban ennél nyugtalanítóbb a helyzet. Az eurózóna átlagában 2022-ben 93,6% volt az államadósság/GDP hányados, de ezen belül például Olaszországban 144,6 (1979-ben 56,5), Spanyolországban 114,0 (1979-ben 14,3), Belgiumban 106,2 (1979-ben 66,2), Portugáliában 105,3 százalék (1979-ben 35,2).³ Ezeknek az országoknak komoly gondokat okozhat a kamatok emelkedése.

Másfelől a fiskális rendszer mellett a pénzügyi rendszerben – a bankoknál és a pénzügyi szektor más területein – is erős a félelem a kamatok várható emelkedése miatt. Ez először a jelentősebb bankok közül egy olyanál mutatkozott meg, amely másoknál nagyobb lejárattanszformációs és kamatkockázatot vállalt (Silicon Valley Bank), és egy olyanál, amelyet az elmúlt időszakban súlyos vesz-

2 <https://fiscaldata.treasury.gov/americas-finance-guide/national-debt>.

3 https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-research-and-databases/economic-databases/ameco-database_en.

teségek, leírni kényszerült kihelyezések gyöngítettek meg (Credit Suisse). Azután kételyek vetődtek föl a Deutsche Bankkal és más bankokkal kapcsolatosan, és maga az a tény is, hogy a szakemberek a további terjedésére számítanak (no meg a tőzsdék is pesszimisták: a nagy nemzetközi bankok részvényárfolyamai március eleje és vége között körülbelül 10 százalékkal csökkentek – *The Economist*, 2023), a további terjedés okává válhat.

Márciust követően az ijedtség enyhült, azonban fennmaradt a kamatok emelésének és egyúttal csökkentésüknek a szükségessége, és így a kettő közötti feszültség is. További bonyodalmat okoz – az egyes országok különböző helyzeteinek kezelését nehezíti – a világban erősödő pénzügyi integráció, a kamatváltozások nemzetközi terjedése⁴, amely miatt a nagyobb központi bankok döntései nemcsak Magyarországon, hanem másutt is fontos következményekkel járnak, és járhatnak válságos következményekkel is.

Ez a különleges, új helyzet készítette az IMF által kiadott *Finance & Development* folyóirat szerkesztőit arra, hogy idei márciusi számukban közöljék volt és jelenlegi központi banki vezetők és más kiváló szakértők írásait (New Directions for Monetary Policy, 2023) arról, hogyan jutottunk ide, és melyek most – és/vagy a most szerzett tapasztalatok alapján a jövőben általában – a központi bankok teendői.

2. HOGYAN JUTOTTUNK IDE, ÉS HOGYAN NE ISMÉTELJÜK EZT MEG?

A kialakult helyzet okai között természetesen minden szerző elismeri a *pandémia* szerepét. *Claudio Borio*, a bázeli Bank of International Settlements monetáris és gazdasági osztályának vezetője a Covid19 szerepét három tényezővel magyarázza. Egyrészt 2021-ben, a járvány lankadásával a világméretű összkereslet meglepő erősséggel ugrott meg; részben korábbi mesterséges visszaszorításának természetes folytatásaként, részben az üzleti aktivitás és a jövedelmek támogatására irányuló, példátlanul erős fiskális és monetáris politikák hatására. Másrészt a globális kereslet összetételében a szolgáltatásokkal szemben a termékek javára végbement változás váratlanul tartósnak bizonyult, és szűk keresztmetszeteket idézett elő. Harmadrészt a globális kínálat nem tudott lépést tartani a kereslettel.

4 Az erősödő nemzetközi pénzügyi integráció legfőltűnőbb jelensége éppen a kamatoknak az „erősebb” valuták kamataihoz való nemzetközi igazodása, amely növekvő mértékben egészíti ki, részben föl is váltja az árfolyamváltozással történő alkalmazkodást (lásd például GOURINCHAS-REY-SAUZET, 2019; PHILIP-MILESI-FERRETTI, 2018).

További fontos tényező volt a tavaly februári ukrajnai orosz invázió, amely új szintekre emelte az energia- és élelmiszerárakat.

Ezekon az egyszerű tényezőkön kívül azonban szóba kerülnek *szakmánk modelljei* is, pontosabban e modellek olyan gyöngéi, amelyek nehezítették az infláció gyorsulásának előrelátását. Borio rámutat arra, hogy a létező makrogazdasági modelleket hosszú ideig lassú és stabil infláció körülményei között használták. A modellek így hajlamosak föltételezni azt, hogy az infláció magától visszatér a célba vett, évi két százalék körüli pályára. Emellett föltételezik azt, hogy az infláció ütemének változásai nem befolyásolják a modellek alapját adó közgazdasági összefüggéseket, így a bérek és az árak érzékenységét a gazdaság kihasználatlan termelési tényezőinek nagyságára.

A szerző ehelyett egy másik, a valóságra jobban ráébresztő megközelítést kínál. Ebben a megközelítésben kétféle inflációs rezsim van – egy alacsony és egy magas inflációs –, és önmagát erősítő folyamat visz át az előbbiből az utóbbiba. A két rezsimben az infláció nagyon eltérően viselkedik.

Amikor az infláció alacsony szinten állapodik meg, akkor azok, amiket az általános árszínvonal emelkedéseként mérünk, legnagyobb részben olyan különféle ágazatokban megvalósuló árváltozások, amelyek csak lazán függenek össze egymással. Ezek a változások csupán ideiglenes nyomot hagynak az általános inflációs rátán. És az is fontos, hogy a bérek és az árak, amelyek az inflációs folyamat magjait alkotják, csak lazán kapcsolódnak össze egymással. Mindezek miatt az ilyen alacsony inflációnak vannak bizonyos önstabilizáló tulajdonságai.

Ezzel szemben a magas inflációs rezsimnek ilyen tulajdonságai nincsenek. Az árváltozások közös összetevőjének itt sokkal nagyobb a jelentősége, a bérek és az árak lényegesen szorosabban kapcsolódnak össze egymással, és az infláció sokkal érzékenyebb a gyakori változásra hajlamos árakra – amilyenek az élelmiszer- és energiaárak –, valamint a valutaárfolyam mozgására.

A rezsimváltás önmagát erősítő folyamat, és ennek több oka is van. Az egyik az, hogy az infláció kilép a racionális elhanyagolás zónájából – ahol a vállalkozások és a háztartások alig veszik azt észre –, és a figyelem középpontjába kerül. Ráadásul reprezentatívabbá válik: az árak változásai hasonlóak és inkább egyidejűek lesznek; az infláció ezzel fókuszpontként viselkedik, egyfajta „koordináló eszközként” az üzleti és a háztartási döntések számára. Ezzel nő az infláció alapját alkotó bér-ár spirál kialakulásának valószínűsége.

Gita Gopinath, az IMF igazgatójának első helyettese elsősorban az inflációnak a munkanélküliséggel való összefüggését hangsúlyozza (amelyet *Phillips-görbéként* is ismerünk). Úgy látja, hogy az összefüggés valódi természetét félreértettük, és ezért okozott az infláció gyorsulása meglepetést.

A pandémia előtt azt tapasztaltuk, hogy a munkanélküliségnek az alkalmazott pénzügyi ösztönzők hatására történt erős csökkenése nem gyorsította az inflációt: akkor a Phillips-görbe nagyon csekély meredekségűnek bizonyult. A szokásos Phillips-görbe az inflációt a munkanélküliségi réssel – a tényleges munkanélküliségnek az inflációt nem gyorsító szintű munkanélküliségtől (NAIRU) való eltéréseivel – hozza összefüggésbe.

Azonban legújában a foglalkoztatottság gyors helyreállása jelentős szerepet játszhatott az infláció alakulásában, amiből az következik, hogy a „sebességhatásoknak” lényegesebb szerepe lehet, mint ahogy korábban gondoltuk. Lehetnek számottevő nemlineáris szakaszok a Phillips-görbe lejtésében: a csökkenő munkanélküliség által az árakra és a bérekre gyakorolt nyomás erősebb lesz akkor, amikor a gazdaság teljes gőzzel megy, mint akkor, amikor nincs teljes foglalkoztatottság. Végül, az áruk árainak megugró növekedése a konjunkturális föllendülés idején – akkor, amikor a szolgáltatáskereslet és -kínálat korlátai miatt erős ösztönzés nehezedett az áruk termelésére és piacára – a kapacitáskorlátok fontosságát mutatja az egyes szektorok szintjén és aggregált szinten is. A gazdaság teljes gőzzel való működéséből fakadó inflációs kockázatok így lehetnek sokkal nagyobbak, mint azt korábban gondoltuk.

Gopinath szól a fölgyorsult infláció még egy, további szerzőinknél is fölmerülő okáról is. Ez az a korábban általánosan elfogadott vélekedés, hogy a központi bank – az infláció korlátok között tartásában szerzett hitelessége alapján – „keresztülnézhet” az *ideiglenes kínálati sokkokon*, például megugró olajárakon, föltételezve, hogy az árak emelésére irányuló hatásuk átmeneti jellegű. A pandémia megmutatta, hogy az ilyen sokkoknak széles körű és tartós inflációs hatása lehet. Az ideiglenes sokkokon való keresztülnézés problémákat okozhat akkor, ha az infláció magas.

Az eddig tárgyalt, „mi tévesztett meg bennünket” kérdésre adott válaszokon túlmenően persze azon is el lehet gondolkozni, hogy elkövettek-e a makrogazdasági döntésekért felelős állami vezetők, illetve közöttük a bennünket itt foglalkoztató központibank-vezetők olyan hibákat, amelyeket *meglévő ismereteik alapján* föl kellett volna ismerniük, *el kellett volna kerülniük*. Ezt a kérdést a szerzők közül egyedül *Raghuram Rajan*, a Chicagói Egyetem tanára, az Indiai Tartalékbank (központi bank) volt kormányzója teszi föl, és meglehetősen árnyalt választ ad rá. Kiindulópontja az ismeretek korlátozottsága, amellyel kapcsolatban persze nem vethető föl az erkölcsi felelősség: a bankvezetők a defláció ellen harcoltak, nem váltottak. Na de ki tudta, hogy az idők épp változóban voltak?

És ha megvolt is az előrelátás, mit lehetett volna tenni? A valóságos folyamatokban még nem látható feszültségek elhárítására szolgáló, megelőző kamatemelések, amelyek lassították volna a növekedést, a nagyközönség szemében nélkülöz-

ték volna a legitimitást – különösen akkor, ha az infláció növekedése sikeresen leállt volna, és persze még inkább akkor, ha a konjunktúrával tobzódó pénzügyi-eszköz-árak csökkentek volna. Persze a központi bankok vezetői nem folytatnak választási kampányt, de tevékenységük sikeréhez tekintély, hitelesség, elfogadottság kell; nagyon problematikus lett volna ilyen kockázatot vállalni.

Ezzel azonban Rajan szerint a dolognak nincs vége. Noha a bankvezetők joggal hivatkozhatnak arra, hogy a legújabb folyamatok meglepték őket, mégis volt nekik is szerepük saját mozgásterük korlátozásában, és ez a szerepük nem szorítkozott az eddig mondottakra.

Ha hosszú ideig alacsonyak a kamatlábak és magas a likviditás, az mindig az eszközárak emelkedéséhez és az eladósodottság növekedéséhez vezet. És most mind a kormányzati, mind a magánszektor eladósodott. Természetesen, a pandémia és *Putyin* háborúja növelte a kormányzati kiadásokat. Azonban növelték azokat az ultraalacsony hosszú lejáratú kamatlábak és az is, hogy a kötvénypiacot fájdalommentessé tették olyan központi banki akciókkal, mint a mennyiségi könnyítés (quantitative easing, QE). Igaz, szükség volt célzott kormányzati kiadásokra, amelyeket hosszú lejáratú hitelek fölvételével kellett fedezni. Csakhogy azok a közgazdászok, akik a kiadásnövelési javaslatokat tették, nem vizsgálták meg tüzetesen a szükséges kiadások határait, és a szétüregesített politikai közeg oda hatott, hogy csak olyan kiadásnövelés kerülhetett jóváhagyásra, amely mindenkinek adott valamit.

A központi bankok tetézték a problémát azzal, hogy államkötvények vásárlását egynapos betétekkel szerzett alapokból finanszírozták, amivel lerövidítették a kormány és a központi bank konszolidált mérlegének finanszírozási lejáratát. Ez Rajan szerint azt jelenti, hogy a kamatlábak növekedésével a kormányzati pénzügyek – különösen a lassú növekedésű országokban – valószínűleg problematikusabbá válnak. Fiskális megfontolások már most is nyomást gyakorolnak néhány központi bank politikájára. Például az Európai Központi Bank aggódik monetáris akcióinak a „fragmentációra” való hatása miatt – amiatt, hogy a fiskális szempontból gyöngébb országok adósságainak hozama gyorsabban növekszik az erősebb országokéhoz képest. A központi bankoknak legalábbis föl kellett volna ismerniük a politikai szféra változó természetét, amely valószínűbbé tette azt, hogy a sokkokra a kormányok féktelen költekezéssel reagálnak – akkor is, ha maguk nem látták előre a sokkokat. Ez nagyobb megfontoltságra készíthette volna őket a hosszú lejáratú kamatlábak eltörlését és a hosszú időre vállalt alacsony kamatokat illetően.

Az alacsony kamatok és a pénzbőség körülményei nemcsak az államkincstárak, hanem a magánszektor: a háztartások és a vállalkozások erős eladósodásának is kedveztek.

3. A KÖZPONTI BANKOK FŐLADATKÖRÉNEK TORZULÁSA: ANTIINFLÁCIÓS ÉS KONJUNKTÚRA-POLITIKA MELLETT/ HELYETT FINANCIÁLIS ÉS FISKÁLIS FÜGGŐSÉG

A kormányok és a központi bankok elhibázott politikája olyan teendőkre kényszeríti bele a központi bankokat, amelyek néha kisebb, néha nagyobb mértékben zavarják alapvető, a gazdaság működéséhez szilárd pénz (emellett gyakran a megfelelő foglalkoztatottság szintjét is) biztosítani hivatott szerepük betöltését. Először, politikájuknak hozzá kell járulnia ahhoz, hogy az állami adósságterhek növekedése olyan korlátok között maradjon, amelyek mellett sem az adósságszolgálati kötelezettségek teljesítésében és ezzel a kormányzat hitelképességében, sem az elsődleges (nem adósságszolgálati) kiadási kötelezettségek alakításában és teljesítésében nincsenek súlyos zavarok, és az adóztatás mértéke is józan határok között tartható (*fiskális függőség*). Másodsor, kamat- és pénzmennyiség-politikájuknak el kell háritania a (magán) pénzügyi rendszer működésének zavarait (*finansziális függőség*). Végül harmadszor, a magánszektor bőséges pénzellátás idején magasra szökött és azután csak lassan csökkenő likviditási igényét ki kell elégíteni (*likviditási függőség*, amit a szerzők egy része a finansziális függőség egyik elemének tekint).

Markus K. Brunnermeier, a Princeton Egyetem tanára a központi bankok normális helyzetét úgy írja le, hogy abban ők mintegy a gazdaság irányítói, akik a kamatlábak megállapításával stabilizálják az inflációt; emellett gyakran még a teljes foglalkoztatottság elérésének, fönntartásának támogatása is hozzátartozik a mandátumukhoz. Az ilyen megközelítésnek, amelyet monetáris dominanciának nevezhetünk, lényeges sarokköve a *központi bankok függetlensége*. De jure függetlenség akkor áll fenn, ha a központi bank jogi értelemben a kormány beavatkozási lehetősége nélkül, önállóan határozhatja meg a kamatlábat. Azonban de facto függetlenségre is szükség van. Ez az utóbbi akkor van biztosítva, ha a banki döntéshozóknak nem kell aggódniuk amiatt, hogy az emelni szándékozott kamat növeli az államadósságot vagy a kormányzat fizetéseképtelenné válásának kockázatát. Amikor a kamatemelés miatt a kormánynak nagyobb összegű adósságszolgálatot kell fizetnie, akkor a remény az, hogy a kormány csökkenti az elsődleges kiadásokat, amivel hűti a konjunktúrát, és csökkenti az inflációs nyomást. Nehéz időkben a központi bankoknak a monetáris politika meghatározására és a gazdaság kontrollálására való képességét csak a függetlenségük tudja megalapozni.

A 2008-as válságot követő időszakot a monetáris dominancia jellemezte. A központi bankok szabadon, a fiskális politikától függetlenül állapították meg a kamatlábakat, és követték saját céljaikat. Akkor a fő problémát nem az árak emelkedésében látták, hanem abban, hogy a kereslet gyöngesége erős deflációhoz

vezethetett volna. Ezért tevékenységüket olyan monetáris politikai eszközök kialakítására koncentrálták, amelyekkel a gazdaság élénkülését ösztönözheték.

Azután a pandémia időszaka megmutatta, hogy az inflációt a monetáris mellett a fiskális politika is befolyásolja. A fiskális ösztönzők erőteljes használatával azonban nagy államadósságok halmozódtak föl, és a (merev, nem megnyirbálható) adósságszolgálati terhek növekedésével nehezebbé vált a kiadások korlátozása. Míg korábban, az alacsony államadósság és a növekedést ösztönző politikák szükségessége idején a központi bankok és a kormányok jól tudtak együttműködni, addig az új helyzet szembeállíthatja őket egymással.

Ha a központi bank az infláció megfékezéséhez szükséges kamatemelés elmulasztásával enyhíti a kormányzat adósságszolgálati terheit és/vagy monetizálja az államadósságot, akkor a monetáris dominancia helyébe a fiskális dominancia lép. Adott esetben ezt lehet elkerülhetetlennek, mintegy adottságnak tekinteni. Brunnermeier – a cikkgyűjtemény többi szerzőjétől eltérően – elveti ezt. Szerinte a központi bank nem fogadhat el fiskális dominanciát. Az alkalmazkodás – a kiadások csökkentésével és/vagy a bevételek növelésével – a kormányzat föladata. Azért, hogy a központi bank könnyebben ellenállhasson a nyomásnak, és erre irányuló szándékát hitelesen tudja deklarálni, szükségesnek tartja a bank megfelelő föltőkésítettségét is.

A fiskális dominanciával gyakran – országok széles körében most is – párhuzamosan jelentkező és ahhoz hasonló másik helyzet a financiaális dominancia. Ebben arról van szó, hogy a kamatok infláció letörésére irányuló emelése veszélyezteti a pénzügyi rendszer, elsősorban a bankok stabilitását, mert passzív műveleteik kamatai általában gyorsabban nőnek, mint ahogy kihelyezéseik kamatait növelni tudják. Ezért a központi bank habozik, késlekedik a kamatemeléssel. Ezzel kapcsolatban óvatosabb, nem elutasító Brunnermeier álláspontja, vélhetően azért, mert itt – szemben a fiskális dominanciával – nincs alternatíva a helyzet kezelésére. (Az állami kiadások csökkentése csak alig segít, mert önmagában nem elég az infláció letöréséhez; bármi egyéb még annyira sem.)

A financiaális dominancia mértéke függ a bankrendszer föltőkésítettségétől (veszteségtűrő képességétől), és függ attól is, hogy milyenek a csődkezelés szabályai.

Ezek a problémák szükségessé teszik a monetáris politika és a pénzügyi stabilitás közötti kölcsönhatások újragondolását. Nagyon fontos, hogy a központi bankok most fokozatosan vezessék be újra az árjellegű jelzéseket azokon a piacokon, amelyeken a közelmúltban kiterjedt mennyiségi beavatkozásokat folytattak. És azt is el kell ismerniük, hogy mindig vannak átváltási összefüggések árstabilitási és pénzügyi stabilitási céljaik között: akkor is, ha a feszültség csak hosszabb távon mutatkozik meg. Saját mérlegük fölhizlalása pénzügyi torzításokat idéz elő, és korlátozza jövőbeni tevékenységüket. Ezt a feszültséget nekik előre kell látniuk

és szigorúbb makroprudenciális felügyeletet kell gyakorolniuk. Tehát szabályozó tevékenységük során nemcsak az egyes pénzügyi intézmények működőképességére kell figyelniük – ami történetileg a pénzügyi szabályozás célja volt –, hanem a pénzügyi rendszer egészének működőképességét is biztosítaniuk kell.

Brunnermeier itt kivonatolt tárgyalásában a pénzügyi dominancia oka az, hogy a hosszú ideig alacsonyan tartott kamatok körülményei között a pénzügyi szektor (elsősorban a bankrendszer) csak nagyon korlátozottan, lassan képes alkalmazkodni a kamatok emeléséhez. A pénzügyi dominancia problémájával más szerzőink is foglalkoznak, köztük a fentebb már idézett Rajan, aki rámutat a pénzügyi dominancia két további okára. Az egyik a pénzügyeszköz-árak magasra szökése, amely nem véletlenül ugyancsak az alacsony kamatok időszakában következik be (és amelyek esetleges gyors csökkenése súlyos bajok kockázatával jár). A másik ilyen ok a bankrendszer likviditásfüggőségének a kialakulása. Ez is az alacsony kamatok, a jó konjunktúra időszakában alakul ki, különös erővel akkor, ha a monetáris politika a kamatcsökkentés mellett még mennyiségi könnyítéssel is operál. Ilyenkor ugyanis a bankok könnyű szívvel osztogatnak hitelkereteket, likviditási ígéretekkel üzleti partnereiknek, amelyeket azután nem tudnak könnyen visszavonni. Természetesen, ha a pénzügyi dominancia mögé több okot állítunk, attól a következménye ugyanaz marad: a központi bank habozik, késlekedik a kamatemeléssel (és a pénzmennyiség korlátozásával). Ezt Rajan úgy mondja, hogy aszimmetrikusan viselkedik, hiszen a lazító, növekedést ösztönző politika bevezetésekor nincs oka effajta lassúságra.

A központi bank effajta, a pénzügyi dominanciából fakadó, aszimmetrikus viselkedését a magánszektor is ismeri; nagyobb baj az a tény, hogy ez az ismeret befolyásolja a várakozásait. Így napjainkban, attól függetlenül, hogy az amerikai központi bank (Fed) akar-e engedni vagy sem a pénzügyi dominanciának, a magánszektorban uralkodó előrejelzések, amelyek szerint a Fed úgyis kénytelen lesz gyorsan csökkenteni a kamatokat, nehezebbé tették azt a feladatát, hogy megszabaduljon a pénzügyi dominanciától. Keményebben kell kamatot emelnie, és hosszabb ideig tartania a magas kamatot, mint akkor kellene, ha a magánszektorban nem lennének ilyen várakozásai. Ez súlyosabb következményeket jelent a nemzetközi konjunktúrára nézve. És azt is jelenti, hogy amikor majd az eszközárak elérik új egyensúlyi szintjüket, akkor a háztartások, a nyugdíjalapok és a biztosítótársaságok jelentős veszteségeket fognak elkönyvelni – ők pedig gyakran nem azok, akik ezeknek az áraknak a korábbi emelkedésén nyertek. Tehát az eszközár-emelkedés olyan problematikus elosztási következményekhez vezet, amelyekért a központi bank bizonyos mértékű felelősséget visel.

4. A KAMATLÁB NULLA ALSÓ HATÁRA ÉS HÁROM VITATOTT KEZDEMÉNYEZÉS: MENNYISÉGI KÖNNYÍTÉS, ELŐRETEKINTŐ IRÁNYMUTATÁS ÉS A KÖZPONTI BANK MŰKÖDÉSÉNEK IDŐBEN EGYMÁST VÁLTÓ KÉT REZSIMJE

Az alcímben szereplő három kezdeményezésben közös az, hogy mindhárom az elmúlt néhány év terméke (az elsőt és a másodikat a gyakorlatban is alkalmazzák; a harmadik javaslat).

A „great moderation” aranykorát követő 2008-as válság után hosszú ideig nem gyorsult, nulla százalék közelében maradt az infláció és a „nulla alsó határba” (*zero lower bound, ZLB*) ütközött a kamatláb – amelyet nulla százalék alá, különösképpen mélyen nulla alá nem lehet csökkenteni, ezért elvesztette ösztönző szerepét. Így nulla közelében maradt a gazdasági növekedés is, amin fiskális ösztönzők bevetése sem tudott sokat változtatni. Ezért több tudományos és gyakorlati monetáris műhelyben is elkezdtek gondolkozni és/vagy gyakorlati lépéseket megvalósítani annak érdekében, hogy az ilyen periódusban az inflációt – és persze főleg a gazdasági növekedést – elmozdítsák a holtpontról. Éspedig tegyék ezt a monetáris politika eszközeivel, olyanokkal, amelyek helyett persze másokat kell alkalmazni akkor, amikor az infláció mégis fölgyorsul, és a letörése válik föladattá. Három különböző kezdeményezés született, közülük a második és a harmadik lényegében azonos egymással.

Az egyik ilyen kezdeményezés a *menyiségi könnyítés* (*quantitative easing, QE*), amelynek során egy központi bank értékpapírokat (elsősorban vagy kizárólag állampapírokat, de a szokásos nyílt piaci műveletektől eltérően nemcsak rövid, hanem hosszú lejáratúakat is) vásárol a nyílt piacon azért, hogy csökkentse a kamatokat (a hosszabb lejáratúakat, amelyek nulla százalék fölött maradtak), és növelje a pénzkínálatot. A QE elvben számos olyan hatással jár, amelyeket az alkalmazásakor fönnálló pénzügyi-gazdasági helyzetben kedvezőeknek tartunk. Így például növeli a pénzügyi eszközök árát, ami az őket birtokló gazdasági szereplőket több költekezésre buzdítja. Az eszközök hozamának ezzel párhuzamos csökkenésével és a pénztömeg növelésével a nemzeti valuta leértékelődésének irányába hat. Növeli a hitelkínálatot. Az állampapírok kínálatának csökkentésével a befektetőket más eszközök vásárlásának irányába tereli. És így tovább.

Empirikus tapasztalatok alátámasztják azt, hogy a QE ilyen hatásokkal jár, például Amerikában átlagosan 20 százalékkal csökkentette a bankok által a hitel-fölvevőknek fölszámolt kamatfölarakat; a kockázatosabb hitelek kamatfölarait nagyobb mértékben, mint a kevésbé kockázatosakét (*Shen–Wang, 2023*). Érdemi pozitív jelentősége azonban csak annak lenne, ha a QE – ilyen és más hatások közvetítésével – a végső célt, a gazdasági növekedés gyorsítását is előmozdítaná. Aminek az ellenőrzését megnehezíti az, hogy a legtöbb olyan országban, ahol al-

kalmazták a QE-t, ezt nagyon hamar elkezdték azt követően, hogy kamatlábaik a 2008-ban kezdődött pénzügyi válsággal a lényegében alsó határt jelentő szintre, nulla százalék közelébe estek. Az egyetlen kivétel Japán, ahol ez a probléma már 2000-ben megjelent, de a megoldására szánt QE bevezetése csak jóval később, 2013 után követte. Cikkgyűjteményünkben *Sirakava Maszaki*, a Bank of Japan kormányzója ír erről.

A szerző hangsúlyozza, hogy 2000 és 2012 között a japán gazdasági növekedéssel – magával ezzel a növekedéssel – nem volt baj. Az egy lakosra jutó GDP alakulása megfelelt a G7-országsoport átlagának, az egy munkaképes korú személyre jutó GDP növekedése pedig a legmagasabb volt a G7-en belül. A GDP mégis megfigyelhető stagnálását, amelyet valójában strukturális tényezők – a népesség gyors öregedése és csökkenése – okoztak, tévesen tulajdonították ciklikus (konjunkturális) gyöngeségnek. Azóta pedig, hogy 2013-ban Japán „nagy monetáris kísérlete”, a QE elkezdődött, a központi bank mérlegfőösszege a GDP 30 százalékáról 120-ra nőtt. Ennek inflációs és reálnövekedési hatása egyaránt igen szerénynek bizonyult.

E tapasztalatok alapján Sirakava mellett Rajan is szerencsétlen kísérletezésnek tartja a QE-t. Amihez ő azt is hozzáteszi, hogy az meghamisítja a hitelképességet, eltorzítja az eszközárakat és a likviditást, és nehéz belőle kilépni.⁵

Egy másik kezdeményezés, az *előretékintő iránymutatás* (forward guidance, FG) esetében a központi bank kommunikációjáról, elköteleződéséről van szó, az előbb tárgyalthoz hasonlóan olyan helyzetben, amikor az általa kontrollált kamatlábak megragadnak nulla százalékon vagy annak közelében, és ezeket nem tudják/akarják a negatív tartományba vinni. Ebbe a helyzetbe került a nagyobb központi bankok közül például az Európai Központi Bank és az amerikai Fed a 2008-as pénzügyi válságot követően. Ekkor – mint Brunnermeier írja – egyes érintett központi bankok biztonságosnak gondolták azt, ha a kereslet ösztönzése és az inflációs várakozások saját inflációs céljukhoz való közelítése (főmelése) érdekében előretékintő iránymutatásként ígéretet tesznek arra, hogy a kamatlábakat a távoli jövőig terjedően alacsonyan tartják. Ugyanis valószínűtlennek tűnt számukra az, hogy az ilyen kötelezettségvállalások akár csak hosszú távon is inflációs következményekkel járnak majd. Azonban Brunnermeier szerint az ilyen

⁵ A kilépés nehézségéről RAJAN másik cikkében olvashatunk bővebben. A QE időszakában a kereskedelmi bankok bőségesen nyitottak hitelkereteket, és más módokon is biztosítottak likviditást a vállalatoknak. Ilyen kötelezettségvállalásaikat csak lassan csökkentették – gyorsan nem is tudták volna a 2017-es mennyiségi csökkentés után. Így a bankok, különösen a kisebb tőkeerejük, érzékenyekké váltak a potenciális likviditási sokkokra, és a Fed 2019-ben, majd 2020-ban ismét kénytelen volt likviditási segítséget nyújtani (lásd ACHARYA–CHAUHAN–RAJAN–STEFFEN, 2023).

elköteleződések zavart okoznak a várakozásokban, ha a központi bankok később nem tudják betartani őket.

A harmadik kezdeményezés a bázeli Bank of International Settlementsben (BIS) született. Ez a *központi bank működésének kétféle működési rezsimje, módja* (Borio–Lombardi–Yetman–Zakrajšek, 2023), amely az infláció két rezsimjéhez kapcsolódik. Az utóbbit főntebb ismerttettem Boriónak, a BIS monetáris és közgazdasági osztályvezetőjének az írása alapján.

Az elképzelés, szemben azzal a hagyományos fölfogással, hogy a központi banknak mindig egy működési módot – például inflációs célkövetést – kell gyakorolnia, más rezsimet, működési módot javasol lassú és mást gyors inflációs rezsim esetére. Lassú inflációs rezsimben, amikor az infláció minden ársokk ellenére lassú marad, szükség lehet arra, hogy a bank elköteleződjön amellett, hogy a jövőben toleránsabb lesz az inflációval szemben, annak érdekében, hogy az inflációt (és vele a gazdasági növekedést) rövid távon gyorsítsa. És megfordítva: gyors inflációs rezsimben, amikor minden áremelkedés kivált egy másikat, a banknak arra kell kötelezettséget vállalnia, hogy letöri az inflációt, amilyen gyorsan csak lehet.

Rajan vitatja ezt az elképzelést. A kétféle elköteleződés természetesen ellentmond egymásnak, és a központi bankok nem váltogathatják elkötelezéseiket rezsim alapján, mert ezzel elveszítik az elköteleződés lényegét: az erejét. Ez az ellenvetés – persze nem meglepő módon – alapjában véve azonos azzal, amit fönt az előre tekintő iránymutatással (FG) kapcsolatban Brunnermeiertől idéztem.

Rajan szerint a központi banknak ehelyett egyféle működési módra, rezsimre van szüksége, éspedig a kockázatok mérlegelése alapján a magas infláció elleni harcot kell hangsúlyoznia és azt folytatnia hagyományos eszközökkel, mint amilyen a kamatpolitika. Itt a kérdés persze az, mit kell tenni, ha az infláció túl lassú. Talán meg kell tanulnunk együttélni ezzel úgy, ahogy megtanultunk együttélni a Covid19-cel. Lassú infláció mellett, ameddig az nem torkollik deflációs spirálba, nem kellene törekedni a gyorsítására. Az viszont jó lenne, ha bővülne a központi bankok felelősségi köre azzal, hogy erősebb mandátumot kapnának a tevékenységük által mindenképpen erősen befolyásolt pénzügyi stabilitás fönntartásának elősegítésére.

HIVATKOZÁSOK

- ACHARYA, V. V. – CHAUHAN, R. S. – RAJAN, R. G. – STEFFEN, S. (2023): Liquidity Dependence and the Waxing and Waning of Central Bank Balance Sheets. University of Chicago, Becker Friedman Institute for Economics Working Paper No. 38, 2023
- BORIO, C. – LOMBARDI, M. – YETMAN, J. – ZAKRAJŠEK, E. (2023), The two-regime view of inflation. BIS Papers No. 133, Bank of International Settlements, Bazel.
- Economist, The* (2023), Will the recent banking chaos lead to an economic crash? 2023.03.28, <https://www.economist.com/finance-and-economics/2023/03/28/will-the-recent-banking-chaos-lead-to-an-economic-crash>.
- GOURINCHAS, P. O. – REY, H. – SAUZET, M. (2019), The International Monetary and Financial System. NBER Working Paper No. 25782, National Bureau of Economic Research, Cambridge (Mass.)
- Finance & Development* (2023): *New Directions for Monetary Policy*, March 2023, IMF.
- PHILIP, R. L. – MILESI-FERRETTI, G-M. (2018), The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis. *IMF Economic Review*, 66, 189–222, <https://doi.org/10.1057/s41308-017-0048-y>.
- SHEN, Y. – WANG, G. (2023), Did Quantitative Easing Reduce the Borrowing Costs of Firms? The Risk-Taking Channel. *Accounting and Finance*, 63(1), 507–536, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/acfi.13059> (letöltve: 2023.09.14.).