

OTDK-Dolgozat

2015

Egy új konszenzus hajnalán?

– A nominális GDP célkövetés lehetősége a monetáris politikában

Examining the possibility of Nominal GDP Targeting in Monetary Policy

Kézirat lezárva: 2013. március 20.

Tartalomjegyzék

I. BEVEZETÉS.....	1
II. AZ INFLÁCIÓS CÉLKÖVETÉS ÉS A LIKVIDITÁSI CSAPDA	3
II.1. Az inflációs célkövetés kialakulása	3
II.1.1 Keynesiánusok és monetaristák.....	4
II.1.2. Stagfláció és a volckeri fordulat.....	5
II.1.3. Az új-keynesi konszenzus	6
II.1.4.Az új-keynesi monetáris politika.....	7
II.2. A válság és a likviditási csapda	9
II.2.1. A likviditási csapda modern elmélete.....	10
II.2.2. Likviditási csapda a gyakorlatban – a Fed tapasztalatai.....	11
III. NOMINÁLIS GDP CÉLKÖVETÉS.....	15
III.1. „Desperate times call for desperate measures”.....	15
III.1.1. A nominális GDP.....	16
III.1.2. A jegybank tehetetlensége	18
III.2. A nominális GDP célkövetés rendszere	18
III.2.1. A legjobb forgatókönyv	20
III.2.2. Az nGDP célkövetés előnyei	21
III.2.3. Az nGDP célkövetés hátrányai	23
IV. KONKLÚZIÓ	26
V. IRODALOMJEGYZÉK.....	27

I. Bevezetés

A 2008 óta tartó válság alapjaiban rengette meg a világgazdaságot: az addig prosperáló fejlett országok recesszióba süllyedtek, a munkanélküliség nagyon rég nem látott magasságokba emelkedett. Több ország csődközei helyzetbe került, és az emberek életszínvonala is jelentősen romlott. A monetáris és fiskális politika eszköztára kimerülni látszik, hiszen a világot immár fél évtizede sújtó válságból eddig még nem sikerült megtalálni a kiutat. Mindezen problémák a gazdaság-, nemzetközi és monetáris politika, illetve a makroökonómia újragondolásához vezetnek. A mindennapi politikában, a blogszférában és a közgazdászok között pezsgő vita bontakozott ki a súlyos nehézségekre való megoldásokat keresve.

Dolgozatunkban ezen viták egy szűkebb területére, a monetáris politikára fókuszálunk. Mióta Paul Volcker, amerikai jegybankelnök az 1980-as évek elején megreformálta a jegybanki politikát, majd az inflációs célkövetés elterjedésével korábban soha nem tapasztalt gazdasági válság köszöntött be, úgy tűnt a jegybankok tökéletesen képesek a gazdaság kilengéseinek csillapítására, a munkanélküliség csökkentésére és az infláció kordában tartására. Napjainkban azonban több fejlett ország (például az Egyesült Államok, Japán vagy Nagy-Britannia) is likviditási csapdával küzd, aminek megoldásában – eddig úgy tűnik – a központi bankok kudarcot vallottak. Emiatt rengeteg kritika éri a jegybankokat és azok vezetőit.

A legélesebb kritikák az amerikai központi bankot, a Federal Reserve-t (a továbbiakban: Fed) érték, mely nem konvencionális eszközök sorát vetette be a gazdaság élénkítésére, mindeddig mérsékelt sikerrel. Egyre élesebbek azok a hangok, amelyek az inflációs célkövetés rendszerének feladását tanácsolják a jegybankoknak, és egy alternatív monetáris politikai rendszert vezetnének be. Dolgozatunkban ezen alternatívák egyikének, a nominális GDP-célkövetés rendszerének elemzésére teszünk kísérletet. Fókuszunkban az Egyesült Államok monetáris politikája áll.

A monetáris makroökonómia történelmi fejlődésének vizsgálatával bemutatjuk, hogyan alakult ki a korábban egyhangú, ma egyre többek által megkérdőjelezett inflációs célkövető konszenzus. Megpróbálunk rávilágítani az inflációs célkövetés rendszerének azon hiányosságaira, amelyekre a nominális GDP-célkövetés megoldással szolgálhat. A rendszer működésének pontos elemzésével arra a konklúzióra jutottunk, hogy bár az inflációs

célkövetés rendszerének javítása elengedhetetlen a válság legyőzéséhez, egy radikális váltás a monetáris politikában ma még túl sok kockázatot rejt magában.

Vizsgálódásunkat a monetáris politika fejlődésének áttekintésével kezdjük, majd napjaink súlyos problémájának, a likviditási csapdának elemzésével folytatjuk. Megkíséreljük felfedni azokat a tényezőket, amelyek miatt a jegybanki intézkedések hatékonysága az utóbbi években radikális lecsökkent. Dolgozatunk második felében a nominális GDP-célkövetés rendszerének működését taglaljuk, felfedve annak pozitív és negatív oldalait. Végül gondolatainkat összegezve értékeljük a két, egymástól igen eltérő rendszert.

II. Az inflációs célkövetés és a likviditási csapda

A 2008-09-es válságot megelőzően úgy tűnt, a makroökonómia célba ért. A nagy, elméleti viták lezárultak, a gazdaság működéséről vallott nézőpontok konvergáltak. A kibocsátás nagyobb kilengések nélkül, néhány lokális krízist leszámítva töretlenül növekedett (Krugman, 2009). Ezt az alacsony infláció és stabil növekedés jellemezte, közel negyedszázados periódust az angol szakirodalomban *Great Moderation*¹ként emlegetik. Ezen időszak eredményeit a közgazdászok többsége, köztük maguk a jegybankárok is jelentős részben a monetáris politika eredményének tudták be (Blanchard, 2010). Az Amerikai Egyesült Államok jegybankja, a Fed és a világ számos más jegybankja kimondva vagy kimondatlanul az inflációt tették meg fókuszuknak, és szerte a világon sikereket értek el (Sumner, 2011). A jegybankok, különösen a Fed mindenhatóságába vetett hitet jól jellemezhetjük Paul Krugman, későbbi Nobel-díjas közgazdász egy korabeli kijelentésével: a jövőbeli munkanélküliség előrejelzésére legjobb modellként ugyanis azt ajánlotta, vegyük egyszerűen annyinak, „amennyinek Alan Greenspan² akarja, plusz-mínusz valami véletlen eltérés, mert azért még ő sem teljesen Isten”(Krugman, 1997). Napjainkban azonban számos tekintélyes, főáramú közgazdász kemény kritikával illeti az inflációs célkövetés rendszerét. Vajon valóban lenne megfelelőbb monetáris politikai rezsim? Az alábbiakban röviden áttekintjük, hogyan alakult ki a jegybankok inflációs célkövető konszenzusa, majd sorra vesszük a jelenlegi zéró kamatkörnyezet kihívásait. A dolgozat második részében bemutatunk egy lehetséges monetáris politikai alternatívát, amely sokak szerint alkalmasabb keret lenne a jegybankok számára: a nominális GDP célkövetés rendszerét.

II.1. Az inflációs célkövetés kialakulása

Ha a monetáris politika fejlődését kívánjuk bemutatni, érdemes a makroökonómia origójánál, az 1929-33-as Nagy Válságnál kezdeni. A korábban külön tudományágként nem létezett makroökonómia értelmezési keretét a Válság után alapvetően John Maynard Keynes 1936-ban megjelent műve, *A foglalkoztatás, kamat, és a pénz általános elmélete* c. műve adta.

¹ magyarul többnyire Nagy Megnyugvásnak fordítják

² a Fed Kormányzótanácsának elnöke 1987 és 2006 között

Széleskörű egyetértés mutatkozott abban, hogy a depresszió oka a kereslet hiánya volt. A keynesiánusok által használt komplex modellekben a gazdaság stabilizálásában a kormányzat fiskális beavatkozásai voltak előtérben, a monetáris politika csak másodlagos szerepet játszott (Avent, 2012).

II.1.1 Keynesiánusok és monetaristák

Az 1960-as évekig a keynesi iskola dominálta a gazdaságpolitikát, sikere töretlen volt. A kormányzati tanácsadók és gazdasági szakemberek számára a keresletmenedzsment mindennapi rutinná vált. A '60-as évektől kezdve azonban repedések jelentek meg a keynesi konszenzus építményén, melyek aláásták a mainstream makroökonómiába vetett bizalmat. Egyes közgazdászok, akiket később monetaristáknak neveztek, újra a Válság előtti, ún. neoklasszikus tanok felé fordultak.

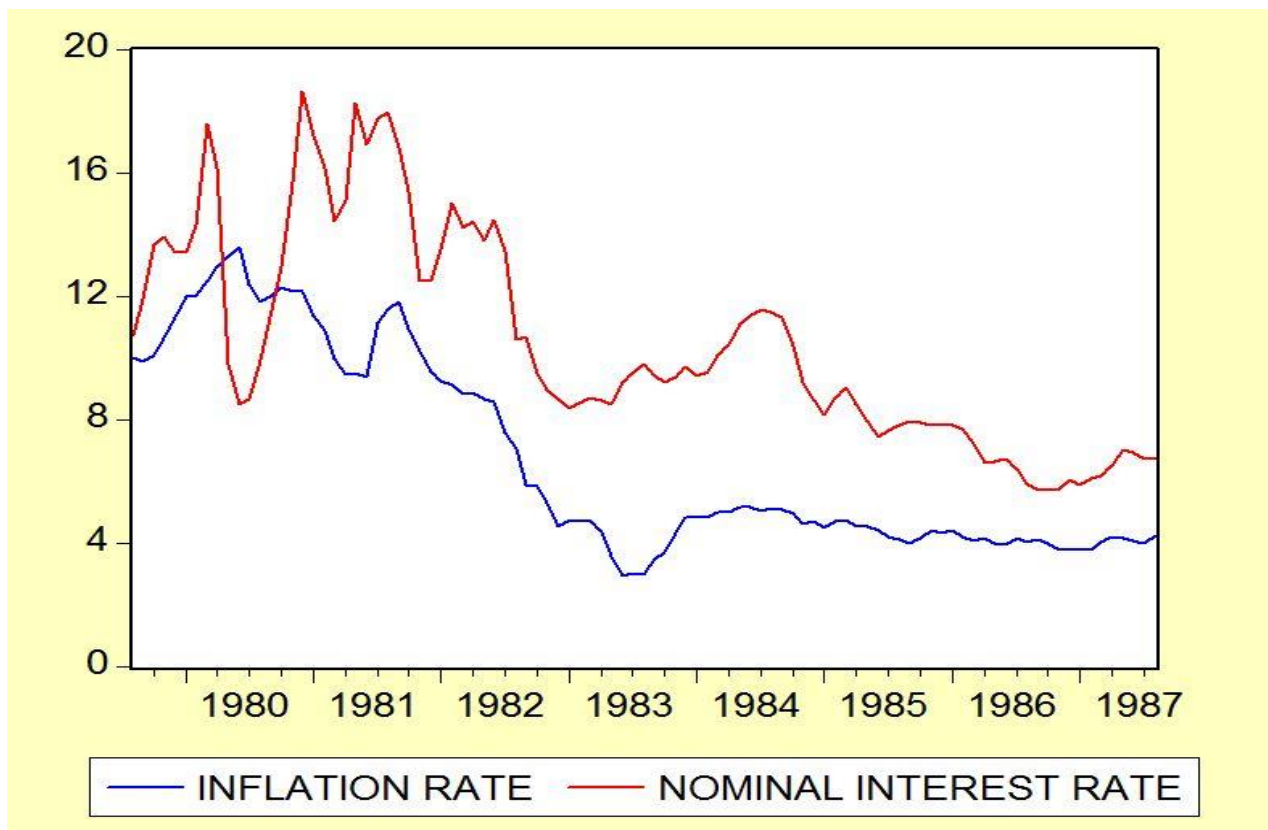
Legjelesebb képviselőjük Milton Friedman volt, aki 1957-es, permanens jövedelemről, valamint 1963-as, monetáris politikáról szóló tanulmányával támadást intézett a keynesi makroökonómiai konszenzus ellen. A permanens jövedelem elmélete értelmében a háztartások igyekeznek simítani fogyasztásukat, és a fogyasztásuk nagysága az egész életükre várható jövedelem függvénye. Ez azért jelentős állítás, mert megkérdőjelezi a keynesi kormányzati keresletösztönzés relevanciáját. Friedman szerint a fogyasztók tudják, hogy a jelenlegi adócsökkentést később elvonást követi, ezért ennek a jövedelemnek a fogyasztási határhajlandósága alacsony. A fiskális politika hatása az egyensúlyi jövedelemre tehát sokkal kisebb, mint azt a keynesiánusok hitték. (Mankiw, 2006) Friedman és a monetaristák azt is állították, hogy a gazdaságnak csak kismértékű és jól behatárolt kormányzati beavatkozásra van szüksége a recessziók elkerüléséhez: nevezetesen arra, hogy a központi bankok feladatául a gazdaság pénzkínálatának egyenletesen növekvő pályán tartását szabják. Friedman és szerzőtársa, Anna Schwartz egyenesen kijelentették, hogy maga a Nagy Válság is elkerülhető lett volna, ha a Fed rendesen végzi a munkáját (Krugman, 2009).

Friedman az Amerikai Közgazdász Szövetség 1968-as gyűlésén, elnöki beiktatásakor mondott beszédében támadást intézett a keynesi konszenzusba Samuelson és Solow által bevezetett, a munkanélküliség és az infláció között negatív irányú kapcsolatot kimutató Phillips-görbe ellen is. Érvelése szerint az infláció és munkanélküliség közötti átváltás hosszú távon nem állhat fenn, amennyiben a pénz semlegességére vonatkozó klasszikus elvek érvényesek (Friedman, 1968). A makroökonómia története szempontjából ezen állítás jelentős

eredménye a várakozások központba emelése volt (Mankiw, 2006). Friedman érvelése szerint a Nagy Válság megmutatta, hogy a monetáris politika rendkívül hatásos eszköz. A jegybankok befolyással bírnak a pénzkínálatra, ezáltal rövidtávon a reálgazdaságra. A keynesiánusok tiltakoztak. Nem értettek egyet azzal, hogy az infláció teljesen a központi bankok ellenőrzése alatt állna. Úgy tartották, a gazdaságban létező „kereslet” nem áll közvetlenül kapcsolatban a monetáris politikával. Valamint azt is gondolták, hogy a fiskális- és monetáris politikát használhatjuk folyamatos keresletélénkítésre infláció generálása nélkül mindaddig, amíg a kínálati oldalon kontroll alatt tartjuk az emelkedő árak okait: például a magas szakszervezeti bérköveteléseket és az opportunista üzletemberek áremeléseit. Ez az érvelés nem volt tovább tartható a '70-es évektől kezdve (Avent, 2012).

II.1.2. Stagfláció és a volckeri fordulat

Friedman korábban megjósolta, hogy amennyiben a kormány továbbra is az ún. természetes rátája alá próbálja leszorítani a munkanélküliséget túlzott mértékű expansionista fiskális politikával, annak eredménye magas infláció és magas munkanélküliség egyidejű megjelenése lesz. Ez a kombináció a hagyományos Phillips-görbe alapján elképzelhetetlen volt, hiszen ugyanis ha az infláció nő, a munkanélküliségnek csökkennie kell. A monetarista jóslat később mégis valóra vált: az 1970-es években a világ számos nagy gazdaságát stagfláció (magas munkanélküliség és magas infláció egy időben) sújtotta. Ez nagymértékben növelte az anti-keynesiánus mozgalom hitelességét (Krugman, 2009). A keynesiánusok ugyanis azt sugallták, hogy a probléma megoldható ár- és bérkorlátozásokkal, míg Friedman monetaristái azzal érveltek, hogy csak a jegybankok képesek letörni az elszabadult inflációt. Az intellektuális mérkőzést a monetaristák nyerték meg, jórészt azért, mert az árkorlátozások hasztalannak bizonyultak a gyors ütemű áremelkedések megfékezésében. Később, mikor Paul Volcker lett a Fed Kormányzótanácsának elnöke, és a kamatok drasztikus emelésével elfogadható szintre hozta le az inflációt, a monetaristák elmélete a gyakorlatban is sikeresnek bizonyult (Avent, 2012).



1. ábra. Infláció (%) és nominális kamatláb (%) a Volcker-érában. Saját ábra, adatforrás: OECD

Mit tett Volcker? 1979-es beiktatásakor az infláció évi 10% felett szárnyalt, és a Fed fokozatos kamatemelései nem segítettek. Az új elnök a monetaristákra tanaira támaszkodva azt állította, hogy mivel az infláció a pénzkínálattól függ, ha a Fed egy új monetáris politikai keretrendszerben explicit módon a pénzkínálat nagyságát célozza, az emberek várakozásait letörve az infláció megfékezhető. Az intézkedés fájdalmas volt: a kamatok példátlan szintekre emelkedtek, a munkanélküliség meghaladta a 10%-ot. Volckert súlyosan kritizálta a közvélemény, azonban az új keretrendszer működött: az infláció az 1979-es 11%-ról 1983-ra 3%-ra esett, és a munkanélküliség is visszatért a normális szintekre (Romer, 2011).

II.1.3. Az új-keynesi konszenzus

A Fed tehát sikeresen letörte a szárnyaló, a '70-es évek világgazdaságát nyomasztó inflációt, az emberek várakozásait pedig lehorgonyozta: ebben a környezetben alakult ki és maradt napjainkig a makroökómia főárama az ún. új-keynes-i konszenzus, mely a keynesi közgazdaságtant értelmezte újra, de mélyen a monetarizmusban gyökeredzik. Nem minden közgazdász hagyta el ugyanis a keynesiánus tanokat a monetaristák intellektuális győzelmét

követően. Az újabb keynesi generációk kidolgozták az általános egyensúlytalanság elméletét, mely segítségével az erőforrások eloszlását vizsgálták abban az esetben, ha a piacok nem tisztulnak meg. Az elméletbe később beépítették a racionális várakozások elméletét is. (Mankiw, 2006). Kydland és Prescott (1982) emblemikus cikkének hatására a monetaristák tanait követő neoklasszikusok időközben egy mikroökonómiai alapú modellezési megközelítést hoztak létre, melyet konjunktúraciklusok reálméletének (real business cycles – RBC) neveztek. Friedman modelljeihez hasonlóan ez az elmélet az árak kereslethez és kínálathoz való azonnali alkalmazkodására épül - jelentős különbség a keynesi iskolához viszonyítva. Kiegészítve az RBC-modellt eszközeit nominális rigiditásokkal (ragadós árak, bérek) és tökéletlen piaccal létrejött az új-keynesi elmélet.

Ez a kategória nagyon tág, számos különböző modellt és közgazdászt illetnek e jelzővel. A közös vonás az új-keynesiánusokban az a feltételezés, hogy a gazdaság fluktuációit nem a gazdaság szereplőinek sokkokra adott optimális reakciói okozzák, hanem piaci kudarcok és rigiditások. A keynesi elméletek leggyakoribb, volatilitásért okolt piaci kudarc az, hogy az árak és bérek nem alkalmazkodnak azonnal a kereslet és kínálat egyensúlya érdekében. (Mankiw, 1990). Ez a tulajdonság teszi lehetővé, hogy a monetáris politika hatást gyakoroljon a reálgazdaságra: az árak és bérek ragadósak, így a nominális kamatláb változtatásával az infláción keresztül hatást képesek gyakorolni a reálbérekre, ennek függvényében pedig a kibocsátásra. Azonban csak rövidtávon: Barro és Gordon (1983) megmutatták, hogy a jegybankok csak akkor képesek élénkíteni a gazdaságot (azaz változtatni a reálbéreken és ezáltal a munkanélküliségen), ha nem várt inflációt generálnak. Mivel racionális embereket szisztematikus monetáris politikával lehetetlen meglepni, a gazdaságot stabilizálni szándékozó szisztematikus monetáris politika nem lehet hatásos. Mivel a jegybank lépései beépülnek a várakozásokba, pusztán magasabb infláció lesz az eredménye, reálgazdasági hatás nélkül. Hosszú távon ennek fényében tehát a monetáris politika fókuszra stabil árszínvonal biztosítása és az emberek inflációs várakozásainak lehorgonyozása kell, hogy legyen.

II.1.4. Az új-keynesi monetáris politika

A következőkben röviden bemutatjuk a jegybankok által jellemzően használt új-keynesi monetáris politika eddig megszokott modellezési kereteit, majd rátérünk arra, milyen akadályt jelent a likviditási csapda, és miért merült fel megoldásként a nominális GDP célkövetésre

való átállás. Az új-keynesi modellek dinamikus általános egyensúlyi modellek, melyek integrálják a keynesi elemeket (nominális rigiditások, tökéletlen piac) az RBC-keretbe. A korábbi megközelítéshez képest újdonság a keynesi megközelítés mikroökonómiai alapokra helyezése: az aggregált változók egyensúlyi értékei a fogyasztók és vállalatok racionális, optimalizáló döntéseinek függvényei, a piacok szimultán megtisztulása mellett. Ebben a keretben a pénz számít, de csak rövidtávon. A vállalkozások annak tudatában szabják meg áraikat a jelenben, hogy valószínűleg több időszakra áraznak, nem feltétlenül tudnak alkalmazkodni a gazdaság volatilitásához (Galí, 2002). Ezt általában Calvo (1983) árazási módszerével építik be a modellekbe: a vállalatok minden évben adott valószínűséggel változtathatnak árat, ennek tudatában optimalizálnak. Ebből fakadnak azok a torzítások, amelyeket a monetáris politikának minimalizálnia kell. A vállalatok döntéseiben fontos szerepet játszanak a jövőbeli árszintre vonatkozó várakozások, hangsúlyos tehát az infláció előretekintő természete. Ez az új-keynesi Phillips-görbében jelenik meg, ahol az inflációt a jövőre vonatkozó várakozások és a kibocsátási rés (*output gap*) nagysága határozza meg.

A kibocsátási rés, azaz a kibocsátás eltérése attól az egyensúlyi állapottól amit rugalmas árak jelenléte mellett érne el, a ragadós árakkal operáló modellekben fontos szerepet játszik. A kibocsátási rés egyszerre képezheti az inflációs változások előidézőjét, valamint a monetáris politika célváltozóját. Az infláció és a kibocsátási rés között ebben a modellkeretben nincsen átváltás, az optimális monetáris politika egyszerre stabilizálja az inflációt és a kibocsátási rést (Galí, 2002). Ezt a jelenséget a szakirodalomban „isteni egybeesés” (*divine coincidence*) néven emlegetik (Blanchard, Galí, 2007). A jegybanknak tehát elegendő csak az egyik változót céloznia, mégpedig a gyakorlatban könnyebben megfigyelhető inflációt. Ezt pedig egy egyszerű, transzparens, előrelátható szabály – explicit vagy implicit –használatával viszi véghez. A transzparencia és a kiszámíthatóság nagyon fontos témák a válság előtti monetáris politika szakirodalmában, a várakozások lehorgonyzásában játszanak ugyanis nagy szerepet. Ilyen szabály például a Taylor-szabály, mely a nominális kamatlábat egy egyszerű egyenlet alapján az adott időszak gazdasági környezete, azaz az infláció és a kibocsátási rés alapján határozza meg.

Az a nézet alakult tehát ki, hogy a központi bank feladata az infláció stabil szinten tartása. Az infláció kontrollálásának legoptimálisabb módja pedig az, ha alacsony, stabil és kiszámítható, elkerülve mind a Nagy Válság során tapasztalt deflációt és a '70-es évek túlzottan magas inflációját (Avent, 2012). Noha a modellek optimális inflációként 0%-ot

jelöltek meg, a gyakorlatban a jegybankok általában 2-3%-os inflációs inflációt céloztak. Eszközül pedig a nominális rövidtávú kamatlábat választották: a kamat emelkedett, ha az infláció meghaladta a célt, és csökkent, ha alatta maradt. Egnél több eszköz használata - például a beavatkozás a rövid- és hosszótávú kötvények piacán is- nem merült fel, ezt redundáns és inkonzistens politikának tekintették. (Blanchard, 2010).

A jegybankárok tehát tudták mi a teendő, és a következő majd negyedszázados periódusban, a *Great Moderation* során úgy tűnt, a recept működik: a gazdasági stabilitás addig nem látott időszaka következett. Ebben a környezetben nem tűntek túlzásnak Paul Krugman fentebb idézett, Alan Greenspant mindenhatóként bemutató sorai. Noha a '90-es években az új-keynes-i konszenzus építményén is megjelentek az első repedések: Japán az évtized eleje óta stagnálással és deflációval küszködik. Ekkor azonban még nem merült fel a fennálló konszenzus és az inflációs célkövetés hibáztatása. A főáramú közgazdászok Ben Bernanke-val voltak egy véleményen, aki akkor a Princeton University professzora volt, ma a Fed elnöke. Bernanke azzal vádolta a japán jegybankot (*Bank of Japan*), hogy „saját maga okozta bénulásban³” (Bernanke, 2000) szenved – azaz segíthetne a gazdaságon, ha akarna: mennyiségi lazítással, leértékeléssel és más agresszív expanziós monetáris eszközökkel. Egyszerűen csak rosszul alkalmazza az inflációs célkövetés nyújtotta kereteket.

II.2. A válság és a likviditási csapda

Napjainkban azonban a Fed és a világ jelentős jegybankjai ugyanazzal a problémával szembesülnek, amivel Japán a '90-es években vagy a világgazdaság a '30-as években. A recesszióból való kilábaláshoz további monetáris lazításra lenne szükség, azonban a reálkamat az alacsony inflációs cél miatt még a 0%-os nominális kamattal is túlságosan magas (Csermely; Tóth, 2012). Ezt a helyzetet nevezte Keynes (idézi: Bernanke, 2000) „likviditási csapdának” (*liquidity trap*). A keynesi elméletben a pénz mennyiségi elmélete alapján a pénzkínálat a rövidtávú nominális kamatlábon keresztül hat az árakra és a kibocsátásra. A pénzkeresleti egyenlet alapján a pénzkínálat növelése csökkenti a kamatlábat. A likviditási csapda akkor áll elő, ha a jegybank olyan szintre emelte a pénzkínálatot, ahol már 0%-os a rövidtávú nominális kamatláb. A nominális kamatláb nem eshet 0% alá, hiszen az arbitrázst eredményezne: senki nem fog ugyanis 1 dollárt kölcsönadni, ha kevesebb, mint 1 dollárt kap

³ *self-induced paralysis* (saját ford.)

majd vissza. Az emberek inkább készpénzben tartják a vagyoniukat, hogy ne szenvedjék el a negatív kamat költségét. Ebben a helyzetben a jegybank tehetetlen: nem számít, mennyi pénzt pumpál a gazdaságba, nem lesz hatással sem az árakra, sem a kibocsátásra. A Nagy Válság során hasonló helyzet állt elő: 1933-ban (az általában nominális rövidtávú kamatlábként értelmezett) háromhónapos kincstárjegy hozama 0,05 % volt.

II.2.1. A likviditási csapda modern elmélete

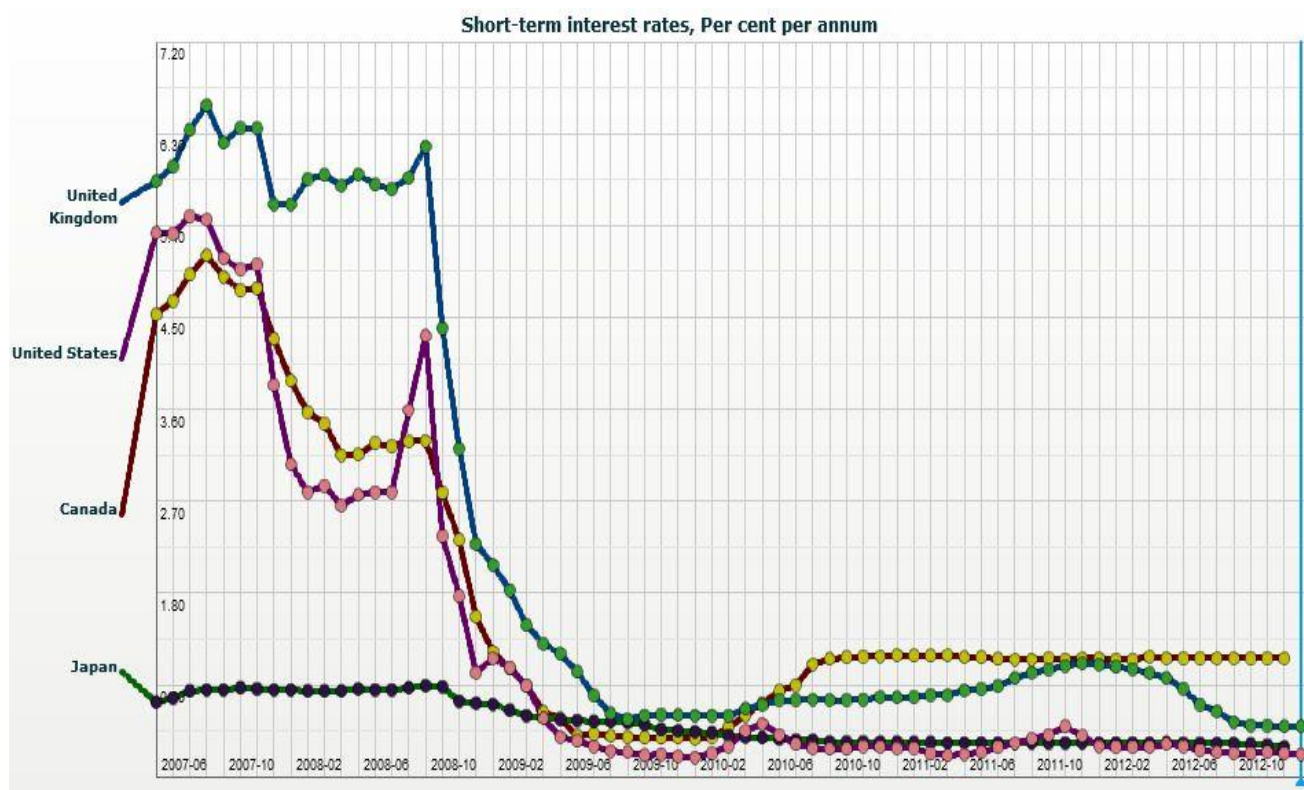
A likviditási csapda modern értelmezése valamelyest eltér a fentebb leírt keynes-i képtől. Ma akkor beszélünk likviditási csapdáról, ha a 0%-os rövidtávú nominális kamatláb megakadályozza a jegybankot abban, hogy megfelelő nagyságú kamatcsökkentéssel alkalmazkodjon egy negatív keresleti sokkhoz (Eggertson, 2008). Formalizáltan ezt egy intertemporális sztochasztikus általános egyensúlyi modellben lehet levezetni, melyben az aggregált kereslet a jelenlegi és a várt reálkamatlábtól függ. Azzal a megkötéssel, hogy a nominális kamat nem csökkenhet nulla alá, az eddig lineáris modellkeretbe bekerül egy nonlinearitás, és megjelenik az átváltás a kibocsátási rés és az infláció között (megszűnik az „isteni egybeesés”) (Galí,2002). Tehát az infláció stabilizálása nem vezet el automatikusan a kibocsátási rés stabilizálásához. A stabil infláció a stabil kibocsátási rés melléktermékeként jön létre. Azonban a kibocsátási rés stabilizálásához likviditási csapda esetén átmenetileg magasabb infláció vezet (Motyovszki, 2012).

Ha a jegybank nem akar magasabb inflációt vállalni (az inflációs célkövető rendszerben erre az inflációs cél megemelésével lenne lehetőség), létezik még egy alternatíva a gazdaság élénkítésére. A fogyasztás ebben a modellkeretben ugyanis nem csak a rövidtávú kamatlábtól függ. Mivel a hosszú távú kamatláb a jelenlegi és a várt rövidtávú kamatoktól függ, ezt az eredményt úgy is értelmezhetjük, hogy a fogyasztás a hosszú távú kamatlábtól függ. A hagyományos keynes-i felfogással szemben a monetáris politika így nem feltétlenül hatástalan zéró kamatkörnyezet mellett. Az expanzív monetáris politikát folytatni kívánó jegybanknak meg kell változtatnia az emberek várakozásait a jövőbeli kamatokról addig a pontig, ahol a zéró kamatláb már nem fog korlátozni (Adam és Billi, 2006).

Az elmélet szerint tehát a gazdaság élénkítése vagy átmenetileg magasabb infláció tolerálásával, vagy a jövőbeli kamatokra vonatkozó várakozások befolyásolásán keresztül lehetséges. A várakozások formálásakor azonban a gazdaság szereplői azt is számításba veszik, hogyan viselkedik a jegybank. Feltételezik ugyanis, hogy a jegybank a jövőben is az

árstabilitást tartja majd elsődleges feladatának, így ha a jegybank azt mondja, hogy a jövőben is alacsonyok maradnak a kamatok, valójában rossz gazdasági növekedésre és alacsony inflációra számít. Így az aktivitás növelése helyett inkább visszafogják keresletüket. Arra van szükség tehát, hogy a gazdasági szereplők elhiggyék, az alacsony kamatkörnyezet akkor is fenn fog maradni, ha a fellendülés megindul (Csermely, Tóth, 2013). Ez azonban komoly időinkonzisztencia problémába ütközik. Ha a jegybank megígéri, hogy hosszabb időtávon alacsonyan tartja a nominális kamatlábat, az inflációs várakozások növekednek, a jelenlegi jövőbeli reálkamatlábak csökkennek, élénkítve a gazdaságot. Amint a gazdaság kilábal a recesszióból, a megígért alacsony kamat „túlélénkíti” a gazdaságot, magasabb inflációt és pozitív kibocsátási rést idézve elő. Ebből következően, ha a jegybank hitelessége megkérdőjelezhető, a gazdasági szereplők nem fogják elhinni, hogy betartja az ígérését, és nem regálnak az ígéretre (Bodenstein et al., 2012).

II.2.2. Likviditási csapda a gyakorlatban – a Fed tapasztalatai



2. ábra. Néhány fejlett ország (UK,US, CAN,JAP) nominális kamatlábjának (%) alakulása a válság során (2007 - 2013)
forrás:OECD

A 2008-as pénzügyi válság kitörését követően a világ jelentős jegybankjainál a kamatok hamar 0% közelébe kerültek, miközben a gazdaság recesszióba esett (2.ábra). A jegybankok

így nem élénkíthették a gazdaságot megszokott eszközükkel, a nominális kamatláb további csökkentésével. Az Európai Központi Bank, a brit jegybank (*Bank of England*), és a japán jegybank (*Bank of Japan*) is különböző, ún. nemkonvenciális eszközökkel (azaz nem a kamatláb változtatásával) igyekezett expanzív monetáris politikával kilépni a likviditási csapdából és segíteni a gazdaság kilábalását a recesszióból. Dolgozatunkban továbbra is az Egyesült Államok példájánál maradunk, az alábbiakban bemutatjuk a Fed által alkalmazott eszközöket és ezek hatását.

A Fed monetáris politikáról döntő tanácsa, a Federal Open Market Comitee (FOMC) 2008 decemberében csökkentette gyakorlatilag nullára a rövidtávú nominális kamatlábat (*federal funds rate*). Mivel a gazdaság további élénkítésre szorult volna, a Fed úgy döntött, nemkonvencionális jegybanksi eszközökhöz fordult. A két legfontosabb ilyen eszközt mutatjuk be a következőkben: a jövőbeli monetáris politikára vonatkozó elköteleződést, illetve az eszközvásárlási programokat. A fentebb felvázoltaknak megfelelően mindkét eszköz célja a várakozások befolyásolásán keresztül a hosszú távú kamatláb csökkentése, ezáltal élénkítve a gazdaságot a 0%-os rövidtávú kamatláb mellett.

Az FOMC minden ülése után kiad egy jelentést, melyben megindokolja az aktuális kamatdöntést, és láttelepet ad a gazdaság állapotáról, valamint kijelölheti a monetáris politika várható jövőbeli alakulását (Williams, 2012). Ennek az előrejelzésnek gyakran nagyobb hatása van a gazdasági szereplők döntéseire, mint magának a kamatdöntésnek, (Gürkaynak et al., 2005). Ez nem meglepő, hiszen a jövőbeli kamatláb valószínű alakulása relevánsabb információ lehet az általában hosszútávú finanszírozási igényekkel rendelkező háztartások, vállalatok és befektetők számára, mint az épp aktuális rövidtávú nominális kamatláb. A jövőre vonatkozó elköteleződés nem teljesen új elem ezekben a jelentésekben, de 2011 óta jóval explicitebbé vált. A Fed először 2011 augusztusában jelentette be, hogy a nominális kamatláb legalább 2013 közepéig kivételesen alacsony szinteken marad. Ezt követően előbb 2012. januárban, majd szeptemberben módosítottak az alacsony kamatkörnyezet fennmaradására vonatkozó előrejelzéseken: először 2014 végére, majd 2015 közepére módosítva a leghamarabbi várható kamatemelést időpontját (Williams, 2012). Az FOMC ezenfelül kijelentette, hogy a „*gazdasági kilábalás megkezdődése után is jelentős ideig*” (Federal Reserve System, 2012) fenntartja az alacsony kamatkörnyezetet, hogy ne gátolja a kilábalást.

Az eszközvásárlási program (közismertebb nevén mennyiségi lazítás, angol rövidítéssel QE) célja ugyanaz, mint a konvencionális monetáris politikai eszközök vagy a jövőre

vonatkozó elköteleződés célja: csökkenteni a hosszú távú kamatlábat, ezáltal élénkíteni a gazdaságot. A mennyiségi lazítás hatása a pénzpiacok azon tökéletlenségén alapul, amit Modigliani és Tobin nyomán „preferált lejáratok”-nak (*preferred habitats*) nevezzük (idézi Williams, 2012). Egyes piaci szereplők előnyben részesíthetnek bizonyos típusú befektetéseket, így nem kizárólag a jövőbeli hozamok diszkontált értékét veszik figyelembe befektetési döntéseiknél. Például a nyugdíjalapok hajlamosak lehetnek előnyben részesíteni a hosszú távú értékpapírokat, mivel kötelezettségeik is hosszú távon jelentkeznek. Így ezen értékpapírok kereslete és kínálata képes befolyásolni az árakat, hiszen egy nyugdíjalap nem fog rövidtávú értékpapírok vásárlásába fogni, ha a hosszú távú értékpapír drágább lesz. Ha a Fed nagymennyiségű hosszú távú kincstárjegyet, illetve jelzálog alapú értékpapírt vásárol, ezen értékpapírok ára növekedni kezd, a hozamok pedig csökkennek. A hatás más hosszú távú értékpapírokra is áterjed. Így a mennyiségi lazítás csökkenti a hosszú távú kamatlábak széles körét. A hitelek olcsóbbá válnak, a háztartások és vállalatok növelik gazdasági aktivitásukat, így élénkítve a gazdaságot. A Fed 2008 óta három eszközvásárlási programot jelentett be: előbb 1,7 trillió (QE1), majd 600 milliárd dollár (QE2) értékben, legutóbb, 2012. szeptemberében pedig egy újabb, havi 40 milliárd dolláros (QE3) programot jelentett be (Williams, 2012).

A nem konvencionális eszközök nem voltak hatástalanok. A monetáris politika explicit elköteleződése az alacsony kamatkörnyezet fenntartására körülbelül 0,15 és 0,20 százalékpont közötti értékkel csökkenti a 10 éves állampapírok kamatlábát (Gürkaynak et al., 2005), és a QE2 körülbelül ugyanekkora hatást ért el (Krishnamurth - Vissing-Jorgensen, 2011). A kritikusok ugyanakkor felhívják a figyelmet arra a tényre, hogy ha a munkanélküliség hét évig a természetes rátája felett marad (azaz a válság 2008-as kitörésétől a Fed aktuális várakozása szerint 2015 közepéig), és a recesszióból való kilábalás jóval gyengébb a vártnál, akkor okkal kérdőjelezhetjük meg a monetáris politika vezetésének helyességét (Avent, 2013). Úgy tűnik, a jelenlegi inflációs célkövető rendszer nem tudja kezelni a likviditási csapda helyzetét: az inflációs várakozásokat nem tudja hitelesen megemelni, az átmenetileg magasabb infláció pedig a rendszer alapvető céljával ellenkezik.

A közgazdászok között 2008-at követően megindult a vita arról, vajon az inflációs célkövető rendszer jelenlegi formájában tényleg a legalkalmasabb keret-e a monetáris politika számára. Számos alternatív javaslat felmerült, például Olivier Blanchard, a Nemzetközi Valutaalap vezető közgazdásza azt javasolta, hogy a jegybankoknak magasabb, 3-4%-os

inflációt kellene célozniuk (Blanchard, 2010). Az alábbiakban bemutatunk egy, az inflációs célkövetés lehetséges alternatívájaként emlegetett koncepciót: a nominális GDP célkövetésre való átállást.

III. Nominális GDP célkövetés

A nominális GDP célkövetés nem új ötlet, az 1980-as évektől fogva foglalkoztatta a közgazdászokat⁴. Az inflációs célkövető rezsím komoly alternatívájaként azonban csak a közelmúltban merült fel. A vita a nominális célkövetés rendszeréről a közgazdasági blogoszférában indult, Scott Sumner (2011) blogbejegyzésével. Az ötletet hamar olyan neves, főáramú közgazdászok vették pártogásukba, mint Paul Krugman (2011), Christina Romer (2011) vagy Ryan Avent (2012). Nem mindenki értett egyet velük, az ellenzők táborába tartozik például Greg Ip (2011), vagy a Fed elnöke, Ben Bernanke, aki kitart az inflációs célkövetés mellett. Dolgozatunk következő részében bemutatjuk, hogyan is működne a nominális GDP célkövetés mint monetáris politikai rezsím. Sorra vesszük mindkét oldal érveit, és megvizsgáljuk a rendszer alkalmazhatóságát.

III.1. „Desperate times call for desperate measures”⁵

Mint fentebb bemutattuk, a világ jelentős jegybankjai nem találják a megfelelő eszközt a likviditási csapdából való kikerülésre, a fejlett országok több éve szenvednek a recessziótól, a magas munkanélküliségtől, az alacsony hitelezéstől és a beruházások pangásától. Számos elméleti javaslat érkezett elismert szakemberektől, és a Fed már a gyakorlatban is különböző, sokszor nem konvencionális intézkedésekkel próbált javítani a gazdaság helyzetén, de – mint ahogy arra korábban is kitértünk – ezek egyike sem jelentett biztos gyógyírt a válságra. A sajtóban és a blogoszférában felmerült számos megoldási javaslat közül a következőkben azok álláspontját fogjuk bemutatni, akik (egyre többen és egyre gyakrabban) egyfajta rezsímváltást javasolnak a monetáris politika számára: szerintük a jegybanknak az elmúlt 30 évben szinte egyhangú konszenzusként a világ jelentős jegybankjai által alkalmazott inflációs célkövetés rendszeréről egy másik nominális változó, a nominális GDP (nGDP) szintjének célzására kell áttérnie. Úgy gondolják, hogy az a monetáris rezsímváltás megoldást jelentene a most megoldhatatlannak tűnő problémákra, hiszen az nGDP célkövetés rendelkezik az inflációs célkövetés minden előnyével, és az előbb említett problémák hatékony kezelése

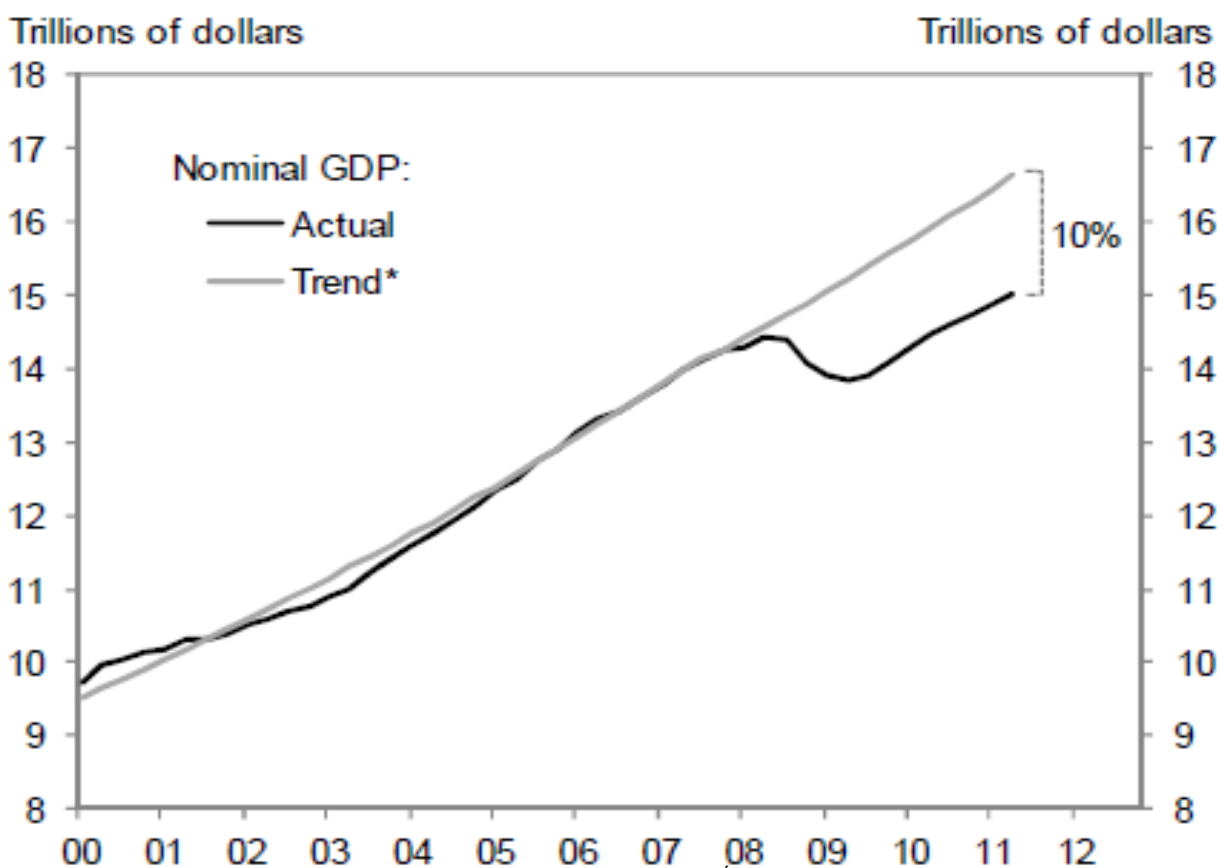
⁴ lásd például Mankiw (1994)

⁵ Reménytelen idők kétségbeesett lépésekért kiáltanak /saját ford./

mellett a likviditási csapdából való kikerülésre is megoldást jelentene. Alkalmas ugyanis arra, hogy a jegybank átmenetileg magasabb inflációt toleráljon hitelessége elvesztése nélkül, valamint az inflációs várakozásokat is hatékonyabban tudja megemelni. Az ötlet támogatói hangsúlyozzák, hogy a monetáris politika története során mindig válságokon keresztül fejlődött, valamint hogy a jelenlegi reménytelen időkben merész lépésekre van szükség (Romer, 2011).

III.1.1. A nominális GDP

Exhibit 1: Nominal GDP Languishes Far Below the Pre-2007 Trend



3.ábra – A nominális GDP trendtől való eltérése az USA-ban, forrás: Hatzius et al., 2011

Mielőtt nekilátnánk az nGDP célkövetés rendszerének pontosabb elemzéséhez, érdemes megvizsgálni, mi is a nominális GDP, és hogy miért érdemes egyáltalán figyelni a mozgására? A nominális GDP mind a reálgazdaság teljesítményét, mind az inflációt magában foglalja, hiszen a nominális GDP változása a reál GDP változásának és az infláció összegének

eredménye (a nominális GDP szintje pedig a reál GDP és az árszínvonal szorzatával egyenlő). Ez a nominális változó tehát egyszerre mutatja annak a két változónak a mozgását, amelyeknek a központi bankok külön-külön kiemelt figyelmet szentelnek, hiszen ezen mutatók viselkedését figyelve teljes képet kaphatnak a gazdaság működéséről rövid és hosszú távon egyaránt.

Ugyan a gazdasági döntéshozók kevés figyelmet szentelnek a két mutató kombinációjának, azaz a nominális GDP-nek, mégis érdemes egy pillantást vetni az elmúlt évekbeli alakulására. Az 3. ábrán megfigyelhető, hogy az Egyesült Államok nominális kibocsátásának növekedése a válság előtt egy stabil körülbelül. évi 4,5 százalékos pályát követett. Ez a növekedési pálya megfelel egy viszonylag állandó, 2,5 százalékos reálgazdasági növekedés és a Fed által célzott 2 százalékos infláció összegének. A válság hatására azonban a nominális GDP rendkívüli mértékben esett, és azóta sem sikerült visszatérnie a hosszú távú trendjéhez, így napjainkra egy 10-12 százalékos rés mutatkozik a trend és a valós szint között (Hatzius et al., 2011).

Miért jelent ekkora problémát a nominális GDP ilyen mértékű visszaesése? Scott Sumner (2011) egyenesen a válság közvetlen okaként jelöli meg a nominális GDP visszaesését. Érvelése szerint a nominális kiadások 2008 és 2009 között a Nagy Válság óta nem látott mértékben estek, azonban a Fed nem lépett, mivel a maginfláció nem adott erre okot. Mivel az árak nem tudnak rövidtávon alkalmazkodni, a nominális GDP csökkenés magával vonta a reál GDP zuhanását – azaz egy súlyos válságot. Így, noha a recesszió közvetett oka az ingatlanpiaci válság volt, a közvetlen ok a nominális kibocsátás visszaesése.

Az infláció 2008 augusztusa és szeptembere között esett vissza nagyobb mértékben, ezáltal jelezve a jegybanknak a beavatkozás szükségességét. Sumner állítása szerint a jegybank azonban elkésett: sokkal korábban reagálnia kellett volna, ami csak azáltal lett volna lehetséges, hogy az infláció helyett a nominális GDP szintjét vizsgálja. Az utóbbi ugyanis már előbb, 2008 elején előrevetítette a recesszió súlyosságát (Sumner, 2011).

Erős érv az nGDP célkövető rendszer mellett az inflációs célkövetéssel szemben a múltfüggőség. Míg az inflációs célkövető rendszerben az inflációs cél akkor sem változik, ha „*az aktuális célnál átmenetileg magasabb infláció alakul ki*” (Csermely-Tóth, 2013, p5), addig az nGDP rendszerben - ha a nominális GDP nem a trendjén mozog -, akkor alá/fölé kell lőni a jövőben, amíg a követett változó vissza nem tér eredeti pályájára. Ebből a

múltfüggőségből adódik, hogy az nGDP célkövetés rendszere hatékonyabban tudja befolyásolni a jövőre vonatkozó várakozásokat⁶.(Csermely-Tóth, 2013)

A nominális GDP nem azonban csak az előrejelzésre alkalmas. A válság súlyosságát is jól jelzi, hiszen visszaesése megnöveli a magán- és államadósságok terheit, mivel az adósság törlesztését a gazdasági szereplők nominális jövedelmeikből fedezik (Economist, 2011).

III.1.2. A jegybank tehetetlensége

Az elmúlt időszakban a Fed és a jelentős központi bankok nem konvencionális lépéseiből (zéró kamatláb, mennyiségi lazító csomagok) sokan arra következtetnek, hogy a jegybankok átmenetileg magasabb infláció megengedésével találnák meg a válságból való kiutat. Ahogy Charles Evans, a Federal Reserve Bank of Chicago elnöke 2011. októberi beszédében fogalmazott: *„tekintve, hogy milyen rosszul teljesítünk a foglalkoztatási mandátumunk terén, rövid távon érdemes megkockáztatunk a magasabb inflációt”* (idézi Evans, 2011).

Az eddig bevetett eszközök azonban nem voltak elég hatékonyak az inflációs várakozások befolyásolásában. Ha a gazdaság szereplői azt látják, hogy a jegybank továbbra is kitart a zéró kamatláb és a lazító csomagok mellett, akkor abból logikusan vonják le azt a következtetést, hogy a központi bank a jövőben rossz növekedésre és alacsony inflációra számít, ezért nem bízva a fellendülésben, továbbra is visszafogják költekezéseiket. (Csermely-Tóth, 2013) Az inflációs várakozások befolyásolása azonban elengedhetetlen a kereslet élénkítéséhez. A Fisher-szabály⁷ alapján a magasabb infláció tovább csökkentené a reálkamatokat, így olcsóbbá téve a hitelezést és a beruházásokat, ami ezáltal magasabb költekezésre ösztönözné a gazdaság szereplőit.

III.2. A nominális GDP célkövetés rendszere

Lássuk hát, hogyan működne az inflációs célkövetés rendszer alternatívája! Christina Romer (2011) megfogalmazása szerint az nGDP célkövetés rendszere a következőképpen kerülhetne bevezetésre: a Fed választ egy évet, mikor az Egyesült Államok gazdasága a teljes

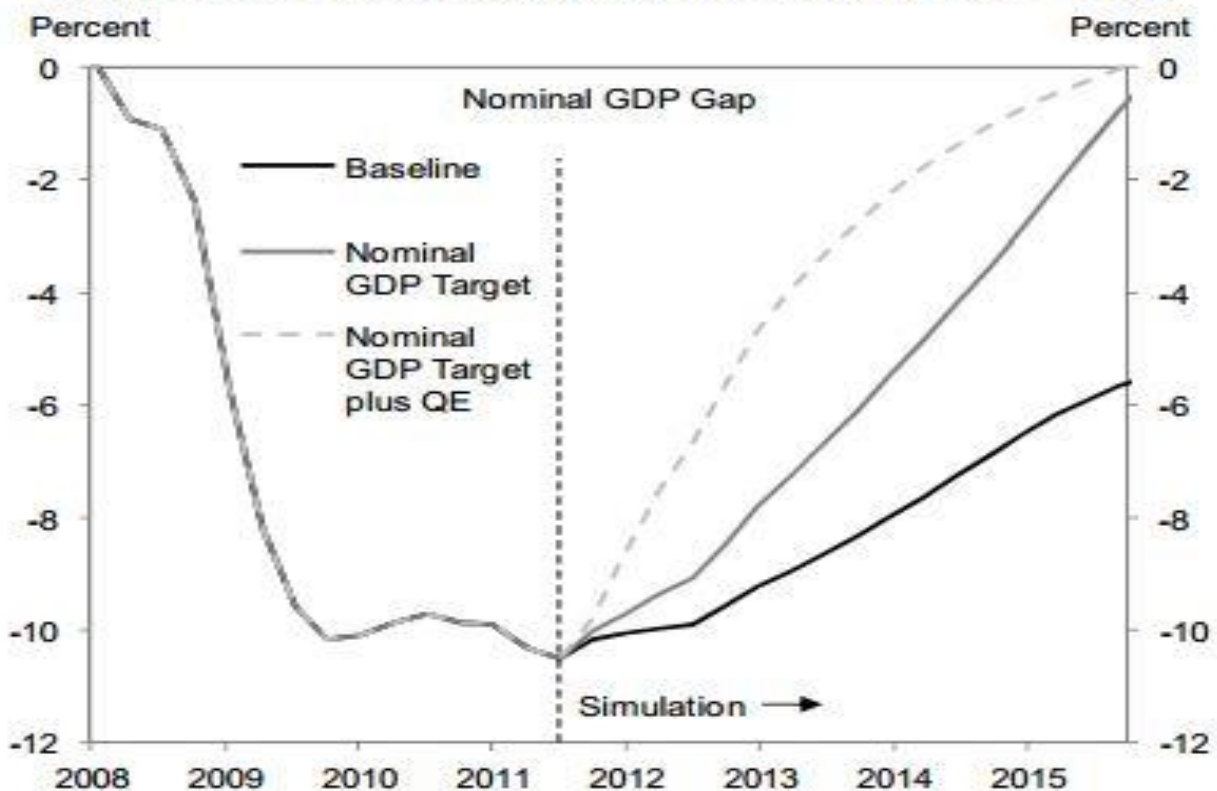
⁶ Ez a múltfüggőség különbözteti meg a '80-as években is felmerült, hasonló kezdeményezéstől. Akkoriban a nominális GDP szintje helyett annak változásának célzását javasolták a jegybank számára. Utóbbiban azonban ugyanúgy nem áll fenn a múltfüggőség, mint az IT rendszerben, ezáltal nem is képes hatékonyan befolyásolni a várakozásokat – ami miatt egyáltalán felmerült a bevezetése (Csermely-Tóth, 2013)

⁷ A reálkamatláb megközelítően a nominális kamatláb és az infláció különbsége

foglalkoztatottság és a potenciális kibocsátás közelében volt (például 2007-et). Ha feltesszük, hogy az infláció kívánatos mértéke 2 százalék és a reálgazdaság potenciálja szerint évi átlagosan 2,5 százalékkal nő, akkor ennek egy 4,5 százalékos nGDP növekedési ütemet feleltethetünk meg. Ezzel a monetáris politikaváltással elméletileg megszüntethető lenne a már korábban említett 10-12 százalékos kibocsátási rés.

A nGDP célkövetés rendszerének átvételével csupán a követendő mutató változna (infláció helyett nGDP), a jegybank eszközei ugyanazok maradnának. Ha a nominális GDP a trendje alatt helyezkedik el, a jegybank kamatvágással vagy - zéró kamatlábak mellett -

Exhibit 6: Unwinding the Nominal GDP Gap



Source: GS Global ECS Research.

4. ábra: A nominális GDP rés alakulásának modellezése (IT, nGDP és nGDP célkövetés mennyiségi lazítással). forrás: Hatzius et al. (2011)

mennyiségi lazítással enyhítene a monetáris politikán, ha a cél felett mozog, akkor pedig szigorítana (Economist, 2011). Az nGDP célkövetés rendszerének működéséhez azonban elengedhetetlen, hogy a monetáris rezsimváltás a gazdasági szereplők szemében egy hiteles lépés legyen, csak így lenne ugyanis lehetséges az inflációs várakozások befolyásolása. Az

nGDP rendszer bevezetésével ugyanis a Fed lényegében „ígéretet” tenne arra, hogy a nominális kamatláb még az infláció emelkedése után is 0% lesz (még magasabb infláció esetén is egészen addig, amíg a nominális GDP el nem éri trendjét), ezáltal pedig a reálkamatlábak is hosszabb távon kellően alacsonyak maradnának a hitelezés beindulásához. (Romer, 2011).

III.2.1. A legjobb forgatókönyv

A nGDP célkövetés rendszere (feltéve, hogy ezeket további mennyiségi lazító csomagok is kísérik) az inflációs célkövetés megfelelő alternatíváját nyújtja, tekintve, hogy sokkal hamarabb válna lehetővé a mostani magas munkanélküliségi ráta (az Egyesült Államokban közel 8 százalék⁸⁸) csökkentése, az infláció emelése, illetve a gazdaság tartós növekedési pályára való állítása. Az nGDP célkövetés a recesszióból való kilábalás után sem veszélyeztetné a gazdaság stabilitásának megtartását, sőt a szakemberek szerint a nominális GDP célzásával a monetáris politika olyan problémák kezelésére is képes lenne, amelyek megoldására az inflációs célkövető rendszer kevésnek bizonyult (kínálati sokkok, eszközárbuborékok – *ennek magyarázatára később térünk ki*).

A recesszióból való kilábalás alapvető feltétele a kereslet és a beruházások növekedése, ami a reálkamatlábak hatékony csökkentésében rejlik. A nominális kamatláb emelésére még az infláció növekedése esetén sem kerülne egyből sor. Hatzius et al. (2011) szimulációja szerint a jegybanknak az első kamatemelést 2016-ban kell először meglépnie. Ez a késleltetés az inflációs várakozások hatékony befolyásolása által olyan alacsony szintre csökkentené a reálkamatlábakat, ami kellően olcsóvá teszi a hiteleket, lehetővé téve a kereslet és beruházások megindulását. Mindez maga után vonná a reálgazdaság növekedését és a magasabb inflációt. A gazdasági növekedés a foglalkoztatás növekedéséhez is vezet, így a munkanélküliségi ráta is csökkenni fog. A reálgazdasági növekedés és a magasabb infláció által a nominális GDP növekedésnek indul, mindaddig, amíg be nem zárul a nominális GDP valós szintje és a trend közötti 10-12 százalékos rés (az elemzők ezt 2016-ra teszik – 2. ábra). Amint ez megtörténik a jegybank kamatemelésekkel szigorít politikáján, ezáltal megelőzve a hiperinfláció veszélyét. A 4. ábrán a Goldman Sachs elemzői csoportjának egy szimulációja

⁸⁸ forrás: Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Data,
[http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?s\[1\]\[id\]=UNRATE](http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?s[1][id]=UNRATE)

látható: hogyan alakulna a valós nominális GDP és a trend közötti rés inflációs célkövetés, nGDP célkövetés, valamint nGDP célkövetés és mennyiségi lazítás esetén.

A nGDP célkövetés rendszere tehát összeegyeztethető a Fed kettős mandátumával (teljes foglalkoztatás elérése és az árstabilitás fenntartása). Ahogy azt már korábban is említettük, a nominális GDP a reál GDP és az árszínvonal szorzata, Okun törvénye⁹ szerint pedig a reál GDP változása és a munkanélküliség változása között megfigyelhető egy lineáris összefüggés. Tehát a jegybankok által alkalmazott Taylor-szabály¹⁰ szerinti kamatpolitika Okun törvényén keresztül összefüggésbe hozható a nominális GDP-vel (Hatzius et al., 2011). Ezáltal egy másik változó szintjének (nominális GDP) célzása miatt nem állna fenn az a veszély, hogy a jegybank kevesebb figyelmet szentel a gazdaság stabilitását erősen meghatározó változókra, az árszínvonalra és a munkanélküliségre.

III.2.2. Az nGDP célkövetés előnyei

Az nGDP célkövetés rendszerével a jegybank egy olyan politika mellett határozná el magát, amely egyformán reagálna a kibocsátás és az árszint ideálisnak tekintett értékétől való eltérésre (Csermely-Tóth, 2013). A cél ugyanis a kibocsátási rés bezárása lenne, a reálgazdasági növekedés és az infláció valamilyen kombinációjával. Ezáltal a központi bank megengedhetné magának az agresszívabb monetáris politikát, amely akár egy fellendülés után is lehetővé tenné a magasabb inflációt, ezáltal befolyásolva a várakozásokat (Evans, 2011). A hosszú távon magas infláció továbbra sem lenne kívánatos, azonban a nGDP célkövető rendszerben nagyobb teret engedne a jegybankoknak a gazdaság élénkítésre. Miután bezárul a kibocsátási rés, a jegybank a korábbi eszközével – kamatemelés – megfékezheti az inflációt, ami visszaállva a 2 százalékos szintjére, immár stabilan hozzájárulna a kb. 4,5 százalékos nominális GDP-növekedéshez (Romer, 2011).

A nGDP célkövetés egy másik terhet is levenne a központi bank válláról, amelyet az eddigi kommunikációs stratégiájuknak köszönhetnek. A Fed elméletben elérhetné a magasabb inflációt azáltal is, hogy a 2 százalékos szintről 3-4 százalékra növeli a célt. De ennek politikai elfogadtatása sokkal nehezebb lenne, mint egy új stratégia bevezetése. Már a

⁹ ha a reál GDP 2 százalékkal csökken, a munkanélküliség 1 százalékkal nő

¹⁰ a kívánnál magasabb infláció esetén a központi bank kamatemelést, alacsonyabb infláció esetén kamatvágást eszközöl

menyiségi lazító csomagok bejelentése előtt rengeteg kritika érte a központi bankot, amiért fokozni akarja az inflációt. Az emberek szemében az infláció ellenség, mert a saját nominális jövedelmüket adottnak tekintik, amikor a magasabb árak hatásáról gondolkoznak. Így az inflációt úgy érzélik, mint az életszínvonaluk csökkenését. Valójában azonban egy, a monetáris politikai lazítás hatására bekövetkező árszínvonal-emelkedés rövid távon pont az ellenkező hatással bír¹¹. Vegyük például azt az esetet, amikor a lassú kilábalás során a nominális kibocsátás évi 4,3%-os növekedési ütemét a Fed 6,3%-ra növeli. Ekkor az extra nominális jövedelem egy része inflációként jelentkezne, míg egy része a reálkibocsátást növelné – hiszen a stimulus nem tud olyan gyorsan hatni az inflációra, mint a kibocsátásra. Ezért ha a monetáris politika a nominális GDP követését tűzné ki célul, akkor a nGDP trendhez való felzárkózása ugyanúgy a magasabb infláció, mint a magasabb reálgazdasági kibocsátás eredménye volna. Ezáltal a Fed képes lenne szélesebb körben elfogadtatni intézkedéseit. (Sumner, 2011). Ahogy Krugman (2011) fogalmaz: „*ne átverésként tekintsünk rá, hívjuk inkább kommunikációs stratégiának*”¹².

A nGDP célkövetés rendszerének van egy másik, a kommunikációból eredő előnye. Ha a jegybank hitelesen kötelezi el magát az új rezsim mellett, az már önmagában is megnövelné a gazdasági szereplők bizalmát a fellendülésben. Hiszen felismerik, hogy a jegybank bármi áron visszatereli a nominális GDP szintjét a krízis előtti pályájára, így a következő időszakokban számíthatnak a gazdasági fellendülésre, a munkanélküliségi ráta csökkenésére, így már ma növelik a fogyasztásukat, hiszen a jövőben magasabb nominális bérekre számíthatnak. A várt keresletnövekedés pedig a vállalatokat a beruházások megindítására/növelésére ösztönözné (Romer, 2011).

A nGDP célkövetés azonban - az inflációs célkövető-rendszerrel ellentétben - a kínálati sokkokat is hatékonyan tudná kezelni. Vizsgáljuk meg elsőként azt a problémát, amikor a gazdaságot egy negatív kínálati sokk éri (pl. olajársokk). Ebben az esetben csökken a termelékenység, az infláció pedig nő. Az inflációt célzó jegybank ezért szigorítással ugyan csökkentheti az inflációs veszélyt, de ezáltal még tovább rontaná a már amúgy is rossz növekedési kilátásokon (Sumner, 2012). Ezzel szemben egy, a nominális GDP-t célzó

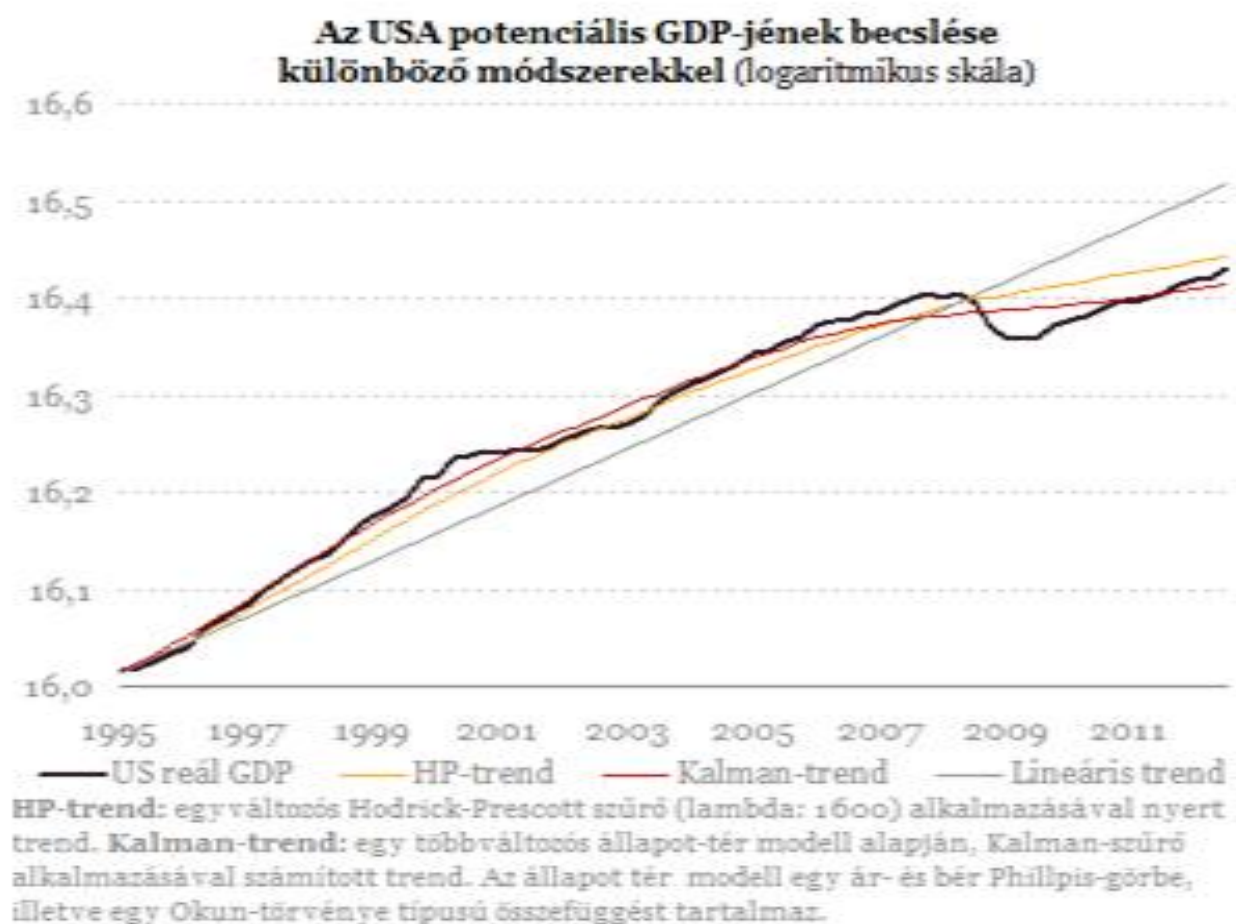
¹¹ Rövid távon az árak lassan alkalmazkodnak. Így lehetséges például a rövid távú átváltás az infláció és a munkanélküliség között.

jegybank akár lazább kondíciókat is fenntarthatna, hiszen egy negatív kínálati sokk után a nominális GDP valamivel stabilabban alakul, mint az infláció (Csermely-Tóth, 2011). Ezáltal nem állna fenn az a veszély, hogy a jegybanki politika tovább rontaná az amúgy is negatív növekedési kilátásokat.

Ezzel szemben, ha a gazdaságot egy pozitív kínálati sokk (pl. technológiai fejlődés) éri, az inflációt célzó jegybank túl laza politikát folytatna, ezzel nagyobb teret engedve az eszközárbuborkékok kialakulásának. Ebben az esetben ugyanis a reálgazdaság növekvő, az infláció pedig csökkenő pályára állna. Az nGDP rendszerben azonban a jegybank igyekezne stabilan tartani a nominális GDP szintjét, ezáltal csökkentve az eszközárbuborékok kialakulásának veszélyét. Az eszközárbuborékok kialakulása pedig a jelenlegi rendszer egyik nagy hibája, ahogy azt a 2007-es ingatlanpiaci válság óta tudjuk (Economist, 2011).

Scott Sumner (2012) arra is felhívja a figyelmet, hogy kínálati sokkok esetén az nGDP rendszerrel elkerülhető lenne az igazságtalan transzfer hitelezők és kölcsönvevők között. Egy, a termelékenységben bekövetkező változás módosítja az emberek életszínvonalát is, ezzel változtatva a magatartásukon. Egy várható pozitív sokk esetén például – hangsúlyozza Sumner – a hitelező magasabb hozamot vár, amit egyébként az adós meg is engedhet magának. Ha azonban a sokk váratlanul éri a gazdaságot az alkalmazkodás lassabban megy végbe, és a kamatlábak csak egy bizonyos idő elteltével emelkednek. Ilyenkor a kölcsönadó drágábban is adhatta volna a kölcsönt, de ahelyett, hogy mindkét fél jobban járt volna, az egyikük, a kölcsön felvevője sokkal jobban jár, mint a hitelező. Hogy pontosan szemléltessük, hogyan tudná az nGDP követés kezelni ezt a problémát, vizsgáljunk meg egy konkrét példát! Tegyük fel, hogy a nominális kamatláb 5 százalék, és egy negatív kínálati sokk éri a gazdaságot, aminek következtében az infláció 2-ről 5 százalékra nő, a reál GDP növekedése pedig 3-ról 0 százalékra csökken. Ebben az esetben, ha a jegybank az nGDP rendszer szerint működik, nem változtat a kamatokon, hiszen a sokk ellenére a nGDP a pályáján marad (ugyanúgy követve az 5 százalékos növekedési ütemet). 0 százalékos reálnövekedéssel nincs extra jövedelem, amit fel lehet osztani hitelező és adós között.

III.2.3. Az nGDP célkövetés hátrányai



5.ábra. forrás: Csermely-Tóth, 2013

Az nGDP célkövetés legtöbbször hangoztatott hátránya, hogy jelenleg egyik ország sincs birtokában annak a statisztikai háttérnek, ami pontosan meg tudná becsülni, mekkora a potenciális kibocsátása egy országnak. Ha a potenciális kibocsátás szintjét felülbecslik, annak következménye kizárólag az elszabaduló infláció lenne, reálgazdasági növekedés nélkül, alulbecslése pedig indokolatlanul szigorú monetáris politikát, ezáltal reálgazdasági károkat, esetleg deflációt is eredményezne. Különböző statisztikai módszereket használva a potenciális kibocsátás becslésében jelentős eltérések látszanak (3.ábra). (Csermely-Tóth, 2011)

Azonban nem csak a gazdaság potenciális kibocsátásának mérése, hanem a nominális GDP szintje is nehezen mérhető. A nominális GDP-adatok jellemzően csak negyedévente, de akkor is késéssel jelennek meg, és még ilyenkor is gyakori a múltbeli adatok korrekciója az időközben beérkező új adatok miatt. „A GDP visszamenőleges revíziói újra és újra felülírhatják a gazdaság kiinduló helyzetét, és ezzel a kitűzött gazdasági pályára való visszatéréshez szükséges kamatpályát”.(Csermely-Tóth, 2013)

Egy másik érv a rezsimváltás ellen, hogy az nGDP célkövetéssel a Fed politikája túlságosan volatilisná válna, emiatt pedig rontana a hitelességén. „Normál” időkben, mikor a gazdaság működését egészségesnek mondhatjuk, hogyan reagálna a nominális GDP-t célzó Fed egy esetleges inflációs veszélyre? Hogy a nominális GDP-t a pályáján tartsa, valószínűleg szigorítana politikáján. Emiatt a kibocsátás is csökkenne, ami maga után vonná az infláció csökkenését, ami miatt a nominális GDP ismét a pályája alá kerülne. Ekkor a Fed lazítana a monetáris kondíciókon. Ezzel a politikával az infláció és a reálgazdaság növekedése is annyira volatilisná válna, hogy mindkettőt eltérítené a hosszú távú pályájától. (hiv.). A Fed ezen kockázat vállalásával azonban feladná kettős mandátumának egyikét, az árstabilitás megőrzését (Evans, 2011).

Nehézséget okozhat az nGDP célkövetés esetén, hogy az inflációs mutatóhoz képest a nominális GDP egy, a gazdasági szereplők számára sokkal bonyolultabb, nehezebben megfogható változó. Emiatt tűnik bizonytalannak az nGDP követés mellett legtöbbet hangoztatott érv, miszerint hatékonyabban tudná befolyásolni az inflációs várakozásokat, mint az inflációt célzó monetáris politika (Motyovszki, 2012).

IV. Konklúzió

Dolgozatunkban arra kérdésre kerestük a választ, hogy a nominális GDP-célkövetés mennyire bizonyulhat alkalmasnak az inflációs célkövető politika felváltására. Ennek érdekében körbejártuk a monetáris politika fejlődésének történetét ezáltal azt szemlélítve, hogy a monetáris makroökómia a történelem során a megoldásra váró problémákra reagálva, fokozatosan fejlődött. Napjainkban a gazdasági válság egy, a korábbi fordulópontokhoz hasonló helyzetbe sodorta a világot, ezáltal okozva dilemmát a jelen közgazdászainak. Az inflációs célkövető rendszert folytató jegybankok ugyanis már több éve, hasztalanul küzdenek a likviditási csapdával. Miután feltártuk az ebből a küzdelemből fakadó nehézségeket, megvizsgáltuk, hogy az nGDP rendszer milyen megoldásokkal szolgálna a likviditási csapda kezelésére, illetve hogy milyen előnyei és hátrányai vannak az inflációs célkövető rendszerhez képest. Vizsgálódásunk során arra jutottunk, hogy az nGDP célkövetés által a jegybank hatékonyabban tudná befolyásolni az inflációs várakozásokat, ami kellően alacsony szintre csökkentené a reálkamatlábakat, ezáltal generálva magasabb keresletet a gazdaságban. Az új rezsim bevezetése azonban több olyan kérdést is felvet, amelyek miatt a jegybankoknak érdemes megfontolniuk a már évtizedek óta szinte a jelenlegi zéó kamatkörnyezetet leszámítva kielégítően működő inflációt célzó politikájuk feladását.

Az nGDP célkövetés rendszerét napjainkban nem csak elméleti síkon tárgyalják. A Bank of England leendő elnöke, Mark Carney beszédeiben többször is megfontolásra érdemes javaslatként beszélt az nGDP célkövetés bevezetéséről, és ezzel párhuzamosan az inflációs célkövetés feladásáról. Mivel napjaink gazdasági válságára egyelőre még nem létezik biztos megoldás, minden felmerülő ötlet megfontolásra érdemes. Végző soron pedig az is előfordulhat, hogy a monetáris politika egy újabb „volckeri fordulatot” él meg, kihúzva ezzel a gazdaságot a recesszióból.

V. Irodalomjegyzék

ADAM, KLAUS; BILLI, ROBERTO. M. (2006): Optimal monetary policy under commitment with a zero bound on nominal interest rates. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38(7), 1877-1905.

AVENT, RYAN (2012): *Re-Thinking Macro*, In: The Economist, 2012.07.26

http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2012/07/monetary-policy-9?fsrc=gn_ep

(Letöltve: 2013.03.17.)

AVENT, RYAN (2013): *Unconventional Policy Forever*, In: The Economist, 2013.03.20

<http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2013/03/monetary-policy-2>

(Letöltve: 2013.03.23.)

BARRO, R. J.; GORDON, D. B. (1983): *Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy.* *Journal of monetary economics*, 12(1), 101-121.

BERNANKE, B. S. (2000): *Japanese monetary policy: a case of self-induced paralysis?* In: Japan's financial crisis and its parallels to US experience, 149-66.

BLANCHARD, OLIVIER; GALI, JORDÍ. (2007): Real wage rigidities and the New Keynesian model. *Journal of Money, Credit and Banking*, 39, 35-65.

BLANCHARD, OLIVIER J., DELL'ARICCIA, G., MAURO, P. (2010): Rethinking macroeconomic policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, 199-215.

BODENSTEIN, M., HEBDEN, J., & NUNES, R. (2012). Imperfect credibility and the zero lower bound. *Journal of Monetary Economics*.

CALVO, GUILLERMO, A. (1983): *Staggered prices in a utility-maximizing framework. Journal of monetary Economics*, 12(3), 383-398.

CSERMELY, ÁGNES; TÓTH, MÁTÉ B. (2013): *Infláció? Növekedés? Mire figyeljen a jegybank?*
In: portfolio.hu, 2013.01.22.

http://site.securities.com/doc.html?pc=HU&doc_id=392159405&auto=1&query=mire%3Afigyeljen%3Ajegybank%3A&db=hu_1y_d&hlc=hu&range=365&sort_by=Date

(Letöltve: 2013.03.17.)

EGGERTSSON, GUTI H. (2008): *Liquidity trap*, In: The New Palgrave Dictionary of Economics Online, 2nd Edition

<http://www.newyorkfed.org/research/economists/eggertsson/palgrave.pdf>

(Letöltve: 2013.03.17.)

EVANS, KELLY (2011): *What is NGDP?* In: Wall Street Journal, 2011.11.27.

<http://blogs.wsj.com/economics/2011/10/27/what-is-ngdp/>

(Letöltve: 2013.03.20.)

FEDERAL RESERVE SYSTEM (2012): *Press Release*, Federal Reserve System, 2012. 09.13.

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm>

(Letöltve: 2013.03.23.)

FRIEDMAN, MILTON (1968): *A monetáris politika szerepe.* In: Friedman (1986):*Infláció, munkanélküliség, monetarizmus. Válogatott tanulmányok.* Budapest:Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó

GALÍ, JORDÍ (2002): *New perspectives on monetary policy, inflation, and the business cycle;* National Bureau of Economic Research.

GÜRKAYNAK, REFET S., BRIAN SACK, ERIC T. SWANSON. (2005):*Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements.*;International Journal of Central Banking 1(1), p. 55–93.

HALL, ROBERT E., MANKIW, GREGORY N. (1994). *Nominal income targeting.* In: Monetary Policy (pp. 71-94). The University of Chicago Press.

HATZIUS, JAN; PANDL, ZACH; PHILLIPS, ALEC; STEHN, SVEN JARI; TILTON, ANDREW; WU, SHUYAN; ACOSTA-CRUZ, MARIA (2011): *The Case for a Nominal GDP Level Target.* Goldman Sachs US Economics Analyst, Issue No: 11/41, 2011.10.14.

<http://www.goldmansachs.com/our-thinking/archive/archive-pdfs/case-for-nominal-gdp-level-target.pdf>

(Letöltve: 2013.03.08.)

IP, GREG (2011): *NGDP targeting will not provide a Volcker moment,* In: The Economist, 2011.11.01.

<http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2011/11/case-against-case-nominal-gdp-target>

(Letöltve: 2013.03.23.)

KRISHNAMURTHY, ARVIND;VISSING-JORGENSEN, ANNETTE. (2011):*The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy.* Brookings Papers on Economic Activity 43(2), p. 215–287.

KRUGMAN, PAUL (1997): *Vulgar Keynesians - A penny spent is not a penny earned?* In: The dismal science

<http://web.mit.edu/krugman/www/vulgar.html>

(Letölve: 2013.03.16.)

KRUGMAN, PAUL (2009): *How Did Economists Get It So Wrong?* In: New York Times, 2009.09.15

<http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html/>

(Letöltve: 2013.03.15.)

KRUGMAN, PAUL (2011): *A Volcker Moment Indeed (Slightly Wonkish).* In: The New York Times, 2011.10.30.

<http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/10/30/a-volcker-moment-indeed-slightly-wonkish/>

(Letölve: 2013.03.16.)

KYDLAND, FINN – PRESCOTT, EDWARD (1982): *Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans.* In: Journal of Political Economy, 85, 473-490.

MANKIW, N. GREGORY (1990): *A Quick Refresher Course in Macroeconomics.*

In: Journal of Economic Literature, 28, október, 1645-1652.

MANKIW, N. GREGORY (2006): *The Macroeconomist as Scientist and Engineer*. In: Harvard Institute of Economic Research Working Papers, 2121, Harvard -Institute of Economic Research. 1-5.

MOTYOVSZKI, GERGŐ (2012): *Nominális GDP-célkövetés*, In: szuveren.hu, 2012.09.27.

<http://szuveren.hu/gazdasag/nominalis-gdp-celkovetes>

(Letölve: 2013.03.20.)

ROMER, CHRISTINA D. (2011): *Dear Ben: It's Time for your Volcker Moment*. In: New York Times, 2011.10.29.

http://www.nytimes.com/2011/10/30/business/economy/ben-bernanke-needs-a-volcker-moment.html?_r=0

(Letölve: 2013.03.17.)

SUMNER, SCOTT (2011): *Re-Targeting the Fed*, In: National Review, 2011, Vol. 9,

<http://www.nationalaffairs.com/publications/detail/re-targeting-the-fed>

(Letölve: 2013.03.16.)

SUMNER, SCOTT (2012): *The Case for Nominal GDP Targeting*, , 2 Working Paper,, Mercatus Centre, George Mason University, Fairfax, VA.

THE ECONOMIST (2011): *Changing target – Should the Fed Target Nominal GDP?* In: the Economist, 2011.08.27.

<http://www.economist.com/node/21526886>

(Letölve: 2013.03.16.)

Williams, John C. (2012): *The Federal Reserve's Unconventional Policies*; The Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2012-34, 2012.11.12.

<http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2012/el2012-34.html>

(Letölve: 2013.03.20.)