

**Apad a kamat! – A csökkenő alapkamattrendek
hátttere Zérón innen és túl, az EKB
kamatpolitikájának tükrében**

**Országos Tudományos Diákköri Konferencia
Budapest, 2015**

Tartalomjegyzék

1.	BEVEZETÉS	4
2.	A KAMAT, AMELY IRÁNYT AD.....	6
2.1.	A KAMATDÖNTÉSI GYAKORLAT VEZÉRFONALA - A TAYLOR-SZABÁLY.....	10
2.2.	A SEMLEGES REÁLKAMATLÁB ÉS TERMÉSZETE(SSÉGE?)	15
2.3.	BALJÓS ÁRNYAK – A VÁLSÁG ÉS MEGLEPŐ KAMATTRENDJEI.....	18
2.4.	JELEK A MÉLYBŐL – AZ ÁRNYÉKKAMATOKRÓL.....	22
3.	APAD A KAMAT! - KÉT PÉLDA	26
3.1.	JAPÁN, A FELKELŐ NAP ÉS A LENYUGVÓ ÁRAK ORSZÁGA	26
3.2.	NEM PROBLÉMA, KIHÍVÁS! – A FEDERAL RESERVE STABILIZÁCIÓS TEVÉKENYSÉGE ÉS EREDMÉNYEI ZÉRÓ-SZINT ALATT	32
4.	A VÉN EURÓPA ÉS A TANULSÁGOK	42
5.	KONKLÚZIÓ.....	59
6.	IRODALOMJEGYZÉK	61

Táblázat- és ábrajegyzék

1. TÁBLÁZAT: GAZDASÁGI SOKKOK ÉS REAKCIÓK – HOGYAN HAT AZ INFLÁCIÓRA ÉS A KIBOCSÁTÁSRA?	9
1. ÁBRA: A TAYLOR-SZABÁLY (1999) ÉS AZ IRÁNYADÓ KAMATOK.....	12
2. ÁBRA: A FÖLD SZÁRAZFÖLD-DOMBORZATI TÉRKÉPE, VALAMINT A FÖLD TELJES DOMBORZATI TÉRKÉPE.....	18
3. ÁBRA: ÁRNYÉKKAMAT-HOZAMGÖRBÉK A FEDERAL RESERVE ESETÉBEN 2007-TŐL NAPJAINKIG	23
4. ÁBRA: A JAPÁN MAGINFLÁCIÓ ALAKULÁSA 1989-TŐL NAPJAINKIG.....	26
5. ÁBRA: AZ EGYESÜLT ÁLLAMOK MAGINFLÁCIÓJÁNAK ALAKULÁSA 2008-TÓL NAPJAINKIG	32
6. ÁBRA: ÁRNYÉKKAMAT-HOZAMGÖRBÉK A FEDERAL RESERVE ESETÉBEN 2007-TŐL NAPJAINKIG, VALAMINT A NEMKONVENCIONÁLIS MONETÁRIS POLITIKAI INTÉZKEDÉSEK IDŐPONTJAI	34
7. ÁBRA: SZEZONÁLISAN NEM SZŰRT INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK ALAKULÁSA 2008-TÓL NAPJAINKIG, HAVI BÁZISON, AZ EGYESÜLT ÁLLAMOKBAN, AZ UNIVERSITY OF MICHIGAN MÓDSZERE ALAPJÁN	36
8. ÁBRA: AZ AMERIKAI GDP ÉVES NÖVEKEDÉSI RÁTÁJA 2008-TÓL NAPJAINKIG.....	40
9. ÁBRA: AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK IRÁNYADÓ KAMATÁNAK PÁLYÁJA ÉS A TAYLOR-KAMATOK 1999-TŐL NAPJAINKIG.....	47
10. ÁBRA: AZ EKB BENCHMARK KAMATAINAK ALAKULÁSA 2013 OKTÓBERÉTŐL 2014 OKTÓBERÉIG	49
11. ÁBRA: AZ EUROZÓNA MAGINFLÁCIÓJA 2008-TÓL NAPJAINKIG.....	51
12. ÁBRA: AZ EUROZÓNA INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSAI 5 ÉVRE, 1 ÉVRE, A KÖVETKEZŐ ÉVRE 2000-TŐL NAPJAINKIG	51

1. BEVEZETÉS

Napjainkban már-már divattá vált korunkra úgy hivatkozni társadalmi-gazdasági megközelítésből, mint egy új korszak, melynek rajtpisztolya, gyújtózzsinórja a 2008-ban kitört globális gazdasági válság. A szakirodalom különböző adatsorok elemzésekor egyértelműen megkülönböztet „válság előtti” és „válság utáni” helyzetet, sőt egyes esetekben a válság olyannyira vízválasztó, hogy bizonyos típusú adatok vizsgálata a 2008-as évben hagyományos értelemben, hagyományos motivációval lehetetlenné is vált (Hakkio et al. 2014). A dolog filozófiája egyszerű és nagyon szép. Ezen gazdasági megközelítés szerint 2008-ban a globális pénzügyi rendszer és a piacok hosszan tartó, lappangó betegsége került a felszínre, miután a felszín alatt már visszafordíthatatlan rombolást okozott. Társadalmi szempontból egy morális válságról van szó, a globalizáció szükséges következményeként a piaci liberalizáció teret adott világszerte a szabályozottság – egyébként elengedhetetlen – lazításának és ezen keresztül jelentős teher nehezedett a Láthatatlan Kézhez tartozó vállra, melynek korrekciós munkálkodásai a jelek szerint nem lehetnek mindenhatóak. Amíg beszélhetünk „piaci hangulatról” valamint „fogyasztói preferenciák változásairól”, a rendszer problémáinak megoldására bár komplex, megoldás felé terelő javaslatok foganatosíthatóak, a valódi, egzakt megoldások kidolgozása problematikus marad. A megterhelt Láthatatlan Kezünk a gazdasági szereplők között felmerülő bővülő mozgásterű demoralizáló folyamatokra nem tudott megfelelő korrekciós választ adni, így csak egy lehetőség maradt: a teljes átstrukturálódás, vagy ahogy Daron Acemoglu és James A. Robinson kissé más kontextusban jellemez analóg szituációkat: a Teremtő Rombolás (Acemoglu et al. 2013). A Teremtő Rombolás törekvés a tabula rasara. Az életből vett példaként Teremtő Rombolás az is, amikor egy társasjátékban épp vesztesre álló kisgyerek egy mozdulattal lesöpri a tábláról a bábukat, megszüntetve a régi status quo-t, ami kedvezőtlen folyamatokat generált számára a játék előrehaladtával. Viszont ezzel a lesöpréssel utat ad egy új körnek, ahol az előző kudarcban szerzett új tapasztalatokkal gazdagodva ismét megragadhatja az esélyt, hogy ezúttal nagyobb odafigyeléssel, a felismert hibák tudatos kerülésével sikeresebb játékokra számíthasson (kiegészítő célként figyelhet arra is, hogy az ellenfél se kezdjen Teremtő Rombolásba, amennyiben főszereplőnk számára jól alakulnak a dolgok – mindezt analogizálva a helyzet igen messzire mutat).

Ebben a dolgozatban ezen folyamat monetáris politikai vetületével foglalkozom, bár az kérdéses marad, hogy még a rombolás fázisában vagyunk-e vagy már az „új kör” az, amit a Láthatatlan Kéz játszik velünk. Ami biztos: a kísérő jelenségek, a körülmények teljesen

megváltoztak. Legfontosabb feladatunk megérteni, befogadhatóvá tenni az új játékszabályt, majd ezt követően fenntartható, életképes és a társadalmi jóléti növekedést elősegítő stratégiákat kell kidolgozni, hogy méltó játékpартnerek legyünk. A körülmények adottak. Nekünk „csupán” alkalmazkodnunk kell.

2. A KAMAT, AMELY IRÁNYT AD

A monetáris politika legfőbb célja az árstabilitás elérése és fenntartása (MNB, 2014). A Magyar Nemzeti Bank árstabilitási definíciójában megfogalmazza, hogy az árstabilitás a gazdaságpolitika hosszú távú céljának beteljesítésében elengedhetetlen. Ez a cél a hosszú távú, fenntartható és stabil gazdasági növekedés biztosítása. Ki nem mondottan ekvivalensnek veszik ezt a célt az általános jóléti szint növekedésével. Ha ezen ki nem mondott konszenzusból közelítjük meg a jegybanki célt, az árstabilitás motivációi érthetővé válnak. Az árstabilitás általánosan nézve, kissé redundáns definícióval „stabil” árakat jelent. Ez a stabilitás magában foglalja, hogy a gazdasági szereplők számára a változékony, volatilis árak nem kívánt tényezők. A volatilis árak kiszámíthatatlanságot és bizonytalanságot okoznak fogyasztói, vállalati és kormányzati szinten, míg nehezen kvantifikálhatóságot és még komolyabb előrejelzési nehézségeket a közgazdászok számára. Az árak nagy volatilitása a szakirodalomban összeforrt a magas inflációs környezet fogalmával (SF Fed, 1998). Így az árstabilitási cél tartósan alacsony inflációs környezetet jelent, hiszen kiszámíthatóbbá teszi a fogyasztói, befektetési döntéseket. A monetáris politika feladata tehát az árak relatív stabilan tartása, relatív alacsony infláció mellett. Felvethető, hogy ha az infláció és az árvolatilitás mértéke korrelál egymással, akkor nem-e kifizetődőbb az infláció „relatív” alacsonyan tartása helyett az „abszolút 0-t” célozni. A válasz röviden: nem. Ennek technikai és elméleti oka is van (Virág, 2014). Kiemeltem az imént, hogy magas árvolatilitás mellett az ármechanizmusok mérhetősége megnehezedik a szakemberek számára, ám az alaphelyzet sem kedvező ebből a szempontból, az infláció mérése alacsony érték mellett sem egyszerű. A jegybanki kommunikációban az inflációs érték a fogyasztói árindexként válik transzparenssé a gazdasági szereplők számára. A fogyasztói árindex egy referencia-fogyasztói kosárban lévő termékek és szolgáltatások árváltozásainak hatása egy mutatóba sűrítve, ami jelzi a kosár értékének átlagos árváltozását egy adott időszak alatt. A probléma ezzel, hogy a kosárban lévő egyes elemek árai volatilisak és nagyon érzékenyen reagálnak egyes átmeneti sokkokra, míg más elemek nem, ennek megfelelően ezen aggregált árindex nem feltétlenül ad megbízható inflációs indexet az egész gazdaságra vonatkozóan (Gábrriel és tsai., 2013). A túlérzékenység miatt a fogyasztói árindex akár 1%-kal is tévedhet felfele a valós fogyasztói kosár árváltozásait illetően (Virág, 2014). Továbbá a mérési problémák adódhatnak a fogyasztói magatartás változásaiból, valamint a technológiai fejlődésből is (Virág, 2014). Az elméleti ellenérv a 0 %-os inflációs cél ellen a lefelé mutató nominális ár- és bérmeredvség, valamint az ebből következő félelmek a deflációs spirál jelenségétől, melyről még lesz szó a

továbbiakban. Ennek megfelelően egy kellően alacsony, de nem egy nullához közvetlen közeli inflációs célt kell kitűzni az árstabilitás elérésére. Virág Barnabás cikkének címe tökéletesen leírja az inflációs célérték fentebb leírt természetét: „Olaj vagy homokszem a gépezetben?” (Virág, 2014). Ennek megfelelően a stabil növekedéshez tehát egy „olajozó” célértéket kell találni. Ez az érték az ECB és a Fed esetében megközelítőleg 2%-os értéket jelent (ECB 2014, Fed 2014).

A monetáris politika legfőbb feladata tehát az árstabilitás elérése és fenntartása. A fent leírt kedvező inflációs környezet megteremtésére a jegybank legfőbb fegyvere az irányadó kamat, más terminológiák szerint alapkamat, mindkettő forma jól kifejezi annak megkülönböztetett szerepét a monetáris politikában. Definíció szerint a monetáris politika a klasszikus dichotómia elvének értelmében hosszú távon nem képes hatást kifejteni a reálgazdaságra, hatásköre a nominális mutatókra terjed ki, úgy mint a nominális kamatok a bankrendszerben, vagy a pénzmennyiség változtatása. Rövid- és középtávú hatásaival viszont támogatja a reálgazdaság működését, a megtakarítási és a beruházási kereslet befolyásolásával. Ezen hatásokat alapesetben csupán egyetlen tényező közvetlen koordinációjával éri el, adott kötelező tartalékráta mellett ez a tényező az irányadó kamat. Az irányadó kamat változtatása a transzmissziós mechanizmuson keresztül hat a gazdasági szereplők döntéseire, várakozásaira. A mechanizmust több csatorna építi fel, attól függően, hogy az alapkamat változásának a tovagyrúzó hatásai milyen szegmensekre hatva jutnak el a gazdasági szereplők döntéseinek befolyásolásáig. Ennek megfelelően beszélhetünk kamat-, hitel-, árfolyam-, eszközcsatornáról, valamint a várakozások csatornájáról (MNB 2012). Gazdaságoként a különböző csatornák érzékenysége más és más, ennek megfelelően megállapítható, hogy a monetáris politikában nincs univerzális recept, az országspecifikus tényezők egyéni megoldást kívánnak meg.

Nézzünk meg egy egyszerű példát, ami szemlélteti a kamatdöntések begyűrűző hatását a gazdaságba! A válság előtti, tankönyvi, általános gazdasági helyzetben, a célérték feletti aktuális inflációt kell leszorítanunk a célértékre. A kérdés az, hogy expanziós (lazító, dúsító) vagy restriktív (szűkülő, megszorító) lépéssel csökkenthetjük az inflációt a célzott értékre. Vizsgálódásunkat a kamat- és a hitelcsatornán végezzük el. Képzeljünk el egy országot, ahol a háztartások fogyasztanak és megtakarítanak, és ahol a vállalatok beruháznak, ami elősegíti közvetlenül a gazdasági növekedést. A beruházási kereslet példánkban együttmozog a hitelkereslettel, feltételezve, hogy amely vállalat a beruházás mellett dönt, az hitelt fog felvenni. Tehát a vállalatok hitelt vesznek fel és beruháznak. A hitelállományt a háztartások

biztosítják megtakarításaik révén. Feltételezzük, hogyha a fogyasztási kereslet valami miatt csökken, annak oka, hogy a fogyasztók valamilyen külső hatás miatt a jelenben lemondanak fogyasztásuk egy bizonyos hányadáról, annak érdekében, hogy a jövőben többet fogyaszthassanak. Mindez azt jelenti ebben a példában, hogy a fogyasztási kereslet csökkenésének oka a megnövekedett megtakarítási hajlandóság. Gondolkodjunk visszafelé! Célunk, hogy az árnövekedés üteme csökkenjen, az egyszerűség kedvéért vegyük úgy, hogy egyes fogyasztói kosárban lévő releváns hatású termékek árának csökkenését akarjuk előidézni. Az árak a fogyasztási javak piacán abban az esetben csökkennek, vagy kevésbé nőnek, ha a fogyasztási kereslet csökken. A fogyasztási kereslet akkor csökken, ha – a példa szerint –, nőtt előtte a megtakarítási hajlandóság. Megtakarítani abban az esetben éri meg egy korábbi időszakhoz képest, ha a diszkontált várható kamatkifizetés mértéke adott pillanatban nagyobb, mint az előző időszakban. Vagyis, amennyiben a banki betétkamatok nőnek, a fogyasztóknak megéri megtakarítaniuk jövedelmük egy részét, jobban megéri, mint az előző időszakban. Szintén az egyszerűség kedvéért a banki betéti és hitelkamatok között állandó kamatmarzsot feltételezünk. Ennek megfelelően, ha a lakossági betétkamatok nőttek, egyszerűsített példánkban, bár a hitelkínálat a vállalati szegmenst érinti, az állandó kamatkülönbözetnek megfelelően a hitelkamatok is nőttek. A megtakarítási döntésekkel ellentétben, de az ott tett megállapításra analóg módon, elmondhatjuk, hogy egy vállalatnak abban az esetben éri meg kevésbé hitelt felvenni egy előző időszakhoz képest, ha a diszkontált várható kamatbefizetési kötelezettség mértéke adott pillanatban nagyobb, mint az előző időszakban. A hitelkamatok növekedése tehát hitelfelvételi, hosszabb távon beruházási keresleti visszaeséshez vezet, ami az aggregált kínálat visszaesését generálja hosszú távon. A lecsökkent fogyasztási kereslet megnövekedett megtakarítási kedvvel az aggregált kereslet visszaeséséhez vezet. Lépegetssünk tovább a transzmissziós csatornán visszafelé! A kamatmarzs a hitelkamatláb és a betéti kamatláb különbségéből adódik. A megnövekedett hitelkamatláb azt sugallja, hogy a bankoknak nehezebbé vált finanszírozni a hiteleket. A bank forrásait a bankközi piacról (külső forrás), valamint a nála elhelyezett betétekből (saját forrás) szerzi (MNB 2012). A korábbiaknak megfelelően megérthető, hogy a banknak azért kellett növelnie a hitelkamatokat, mert a bankközi piacról a forrásait magasabb kamatok mellett tudta csak megszerezni (hallgatólagosan feltételezzük, hogy a jegybanknál elhelyezett kötelező tartalék arányára nem írt elő új értéket a jegybank). A bankközi piac rövid távú kamataira a jegybanki irányadó kamat változása hat első körben, ami legtöbbször egy rövid lejáratú, az adott jegybank ún. irányadó eszközének a kamatértéke. A hatás idővel begyűrűzik

a hosszabb lejáratú hozamokra is. Az ismertetett, egyszerűsített mechanizmus alapján leszűrhető, hogy az infláció leszorítására az irányadó kamat növelésén keresztül vezet az út. Tehát a célértéknél magasabb inflációs környezet esetén, érthető módon restriktív kamatpolitikát kell alkalmazni. A példa szemléltetése hasznos lesz a későbbiek során.

A monetáris intézkedések jellemzője, hogy középtávon érzékelhetőek adott lépés hatásai, ez általában 4-6 hónapot jelent (Lovics, 2010). Ez a tény a gazdaságot érő sokkokra való reakció kérdésében válaszút elé tereli a monetáris politikát a beavatkozás fontosságát illetően. Frederic S. Mishkin leírását követve a különböző típusú sokkoknál más és más stratégia lehet az ideális megoldás.

1. táblázat: Gazdasági sokkok és reakciók – Hogyan hat az inflációra és a kibocsátásra?
 Forrás: Frederic S. Mishkin: *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* p.624-633 – 2013.
 Pearson Education Inc. alapján

	Nincs beavatkozás (végállapot – a sokk előttihez mérve)	Beavatkozás monetáris restriktíóval (végállapot – a sokk előttihez mérve)	Beavatkozás monetáris expanzióval (végállapot – a sokk előttihez mérve)
Aggregált negatív keresleti sokk	<u>infláció</u> : csökken (nagy mértékben) <u>potenciális output</u> : nem változik (visszaáll)	--	<u>infláció</u> : nem változik (visszaáll) <u>pot. output</u> : nem változik (visszaáll)
Tartós negatív kínálati sokk	<u>infláció</u> : nő (nagy mértékben) <u>pot. output</u> : csökken (nagy mértékben)	<u>infláció</u> : nem változik (visszaáll) <u>pot. output</u> : csökken (nagy mértékben)	--
Átmeneti negatív kínálati sokk	<u>infláció</u> : nem változik (visszaáll) <u>pot. output</u> : nem változik (visszaáll)	<u>infláció</u> : nem változik (visszaáll) <u>pot. output</u> : nem változik (visszaáll, komoly visszaesés)	<u>infláció</u> : nő (nagy mértékben) <u>pot. output</u> : nem változik (visszaáll)

Láthatjuk, hogy a jegybanki célokat az externáliának tekintett gazdasági sokkok egyaránt támogathatják és hátráltathatják. Miután külső adottságnak tekintjük a sokkokat, önkbe

hullott szerencseként és hirtelen csapásként is érhet bennünket. A monetáris politika reagálási sebességétől függően kihasználhatja a hirtelen megváltozott körülményeket. Például amennyiben a fogyasztói árindex a célérték felett van, és a monetáris döntéshozók kamatemelést fontolgatnak, ideális esetben egy hirtelen jött, és időben azonosított aggregált keresleti sokk hosszú távon a potenciális output változtatása nélkül csökkenti az inflációt, ami mellett kisebb mértékű restrikciónak van csak szükség, esetleg el is maradhat. Amennyiben nem azonosítják a sokkot, akár a célérték alá is csökkenhet az infláció bizonyos mértékű kamatemeléssel. A sokkokra való reakció szükségességekor hallgatólagosan a monetáris politika klasszikus vitáját kerülgetjük, nevezetesen az aktivista – nemaktivista monetáris kormányzási típusok szembenállását. Ám a fentebb leírt szerencse – csapás helyzet felismerését és a reakciókészséget egy tényező erősen hátráltatja, ez a tényező pedig: az idő.

A monetáris döntéshozóknak időbe telik adatokat gyűjteni a jelenlegi gazdasági helyzetről, időbe telik megbizonyosodni, hogy mivel állnak szemben, továbbá a lépést követően időbe telik a hatás érvényesülése a gazdaságban (Mishkin, 2013). Ez problémássá teheti a sokkok kezelését azok korai szakaszában. A fel nem ismert sokkok egy-egy kamatdöntés hatását jelentős mértékben megnövelhetik, vagy lecsökkenthetik, torzult képet nyújtva ezzel a döntéshozóknak a monetáris politika hatásosságáról, ami nem hatékony monetáris politikai döntésekhez vezethet. Például egy expanzív hatást célzó kamatcsökkentés a fel nem ismert sokkokra is hatni fog, ennek megfelelően átmeneti kínálati sokk esetén az infláció a vártnál nagyobb mértékben fog megugrani. Ennek megfelelően egy restrikciónak célzó kamatemelés, a sokkot nem azonosítva, a potenciális kibocsátást fogja átmeneti és tartós kínálati sokk esetén, átmenetileg vagy tartósan, de a vártnál nagyobb mértékben visszavetni.

A különböző gazdasági sokkok hatásainak összefoglalása a dolgozat előrehaladtával még hasznunkra fog válni.

2.1. A kamatdöntési gyakorlat vezérfonala - a Taylor-szabály

Az eddigiekben tárgyalt monetáris politikai jellemzők bemutatták, hogy adott helyzetben milyen irányú alapkamat-változtatás indokolt. Ám miután az inflációs célérték is legtöbbször egy pontos, kvantifikált érték, nem elégedhetünk meg pusztán az irányokkal. A világ központi bankjai számos változó alapján modellezik az optimális kamatpolitika pályáját. Véletlen változó mindig van, pontos, ideális számérték megállapítására nincsen recept, így modellszámítások alapján kapott értékek adnak (feltehetően) jó közelítést az éppen optimális irányadó kamatszintről.

Ezen bizonytalanságok ellenére viszont az iránymutató modellérték kiszámítási módjára létezik egy több, mint két évtizede használt, globálisan alkalmazott módszer, melynek vizsgálata fog bennünket elvezetni a dolgozat kulcsproblémájához.

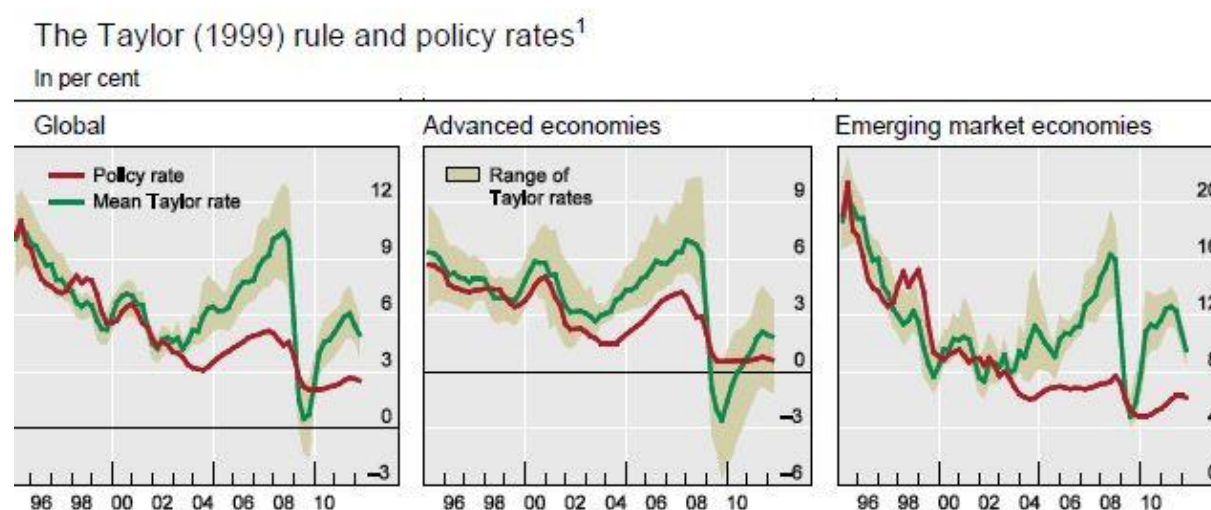
A Taylor-szabályról van szó, amely 1993-ban került megkonstruálásra, elsősorban egy mechanikus, informatív indikátorként a monetáris politika ajánlott irányára vonatkozóan először az amerikai Federal Reserve számára (Bogdanova et al. 2012). A szabály egy nagyon egyszerű formulát ír le, minimális adatszükséglettel, gyakorlatilag a Fisher-egyenlet kibővített, pontosított változatáról van szó. Az irányadó kamatlábat az egyenlet a hosszú távú vagy egyensúlyi reálkamatlábból, valamint az inflációs célértékből származtatja, majd eltérő súlyokkal beépíti az inflációs rést, azaz az aktuális és a cél-inflációs érték közti különbséget, valamint a kibocsátási rést, vagyis a gazdaság aktuális és potenciális kibocsátása közti különbséget. Az egyenlet 1993-as formája az USA-ra becsült koefficiensekkel:

$$i = r^* + \pi^* + 0,5 (\pi - \pi^*) + 0,5 y \quad (1)$$

ahol i jelöli az irányadó kamatlábat, r^* az egyensúlyi reálkamatlábat, π^* az inflációs célértéket, π az aktuális inflációs rátát, y pedig a kibocsátási rést (Bogdanova et al. 2012, Mishkin, 2013). Ez az egyenlet az aktuális optimális irányadó kamatra tesz javaslatot. Több változata is született ennek a formulának, maga Taylor is 1999-ben átstrukturálta a szabályt, nagyobb súlyt adva a kibocsátási résznek. Hakkio javaslatot tesz arra, hogy a Fed irányadó kamatának értéke (Fed Funds Rate) az eredeti Taylor-szabályt némileg módosítva kerüljön kiszámításra. Míg Taylor a módosított változatban a kibocsátási résznek adott nagyobb súlyt, Hakkio kiemelte a modellből azt, és egy munkapiaci indikátorral helyettesítette, azzal érvelve, hogy a Federal Reserve kettős mandátumával konzisztensebb így a szabály (az árstabilitás mellett a Fed célja a teljes foglalkoztatottság megteremtése is) (Hakkio et al. 2014).

A sok változat és az országspecifikus koefficiensek ellenére a Taylor-szabály a „válság előtti” időszakban a 2000-es évek elejéig nagyrészt konzisztensnek mutatkozott a világban (Bogdanova et al. 2012). A konzisztencia mértékét jól mutatja a Bilyana Bogdanova és Boris Hoffmann számításai alapján készült három grafikon, ami 1995-2012-ig mutatja be az irányadó kamatok alakulását a Taylor-szabály által javasolt szinthez képest. Vizsgálatuk azért különleges, mert elvégezték a globális összehasonlítást, képezték ezen kívül egy fejlett és egy

fejlődő országcsoporthat, mely csoportokra külön vizsgálták a rátadinamikát. Az itt bemutatott ábra az 1999-es módosított Taylor-egyenleten alapul.



1. ábra: A Taylor-szabály (1999) és az irányadó kamatok

Forrás: Boris Hoffmann – Bilyana Bodanova (2012) : *Taylor rules and monetary policy: a global “Great Deviation”?*

A 2000-es évek elejétől bekövetkező eltérés, pontosabban az átlagos Taylor-adatsor alatt elhelyezkedő valós irányadó kamatok dinamikája világosan látszik az ábrából, különösen a fejlődő országok grafikonján szembetűnő a különbség, ahol az irányadó kamatok gyakran még irányultságban is eltérnek a szabály által ajánlottól. Ez az egyik tényező, ami magyarázatra szorul. A másik tényező a fejlett országoknál megfigyelhető 2009-es „alábukás”, amikor is a Taylor-szabály által ajánlott ráta negatív tartományba fordult, és egyéb lehetőség nem lévén, az irányadó kamatok a lehetséges minimum szinten maradtak, azaz egy igen szűk, nulla feletti tartományban. Először próbáljunk meg választ találni a „Nagy Eltévelyedésre” (Bogdanova et al. 2012)!

Alapvetően a magyarázatokat két irányban kell keresni:

- a szabályt adotttnak tekintjük és okokat keresünk az eltérésekre,
- arra hivatkozunk, hogy a szabály nem ad megfelelő képet a helyes irányról többé.

2001 körül láthatóan valami megváltozott. Belátható, és a szakirodalom is alátámasztja, hogy amennyiben a szabályt adotttnak tekintjük, amely az egyensúlyi nominális alapkamatra tesz javaslatot, akkor a Taylor-kamatok alatt elhelyezkedő valós kamatértékek az egyensúlynál permanensen alacsonyabb kamatkörnyezetet mutatnak, ami „túlfűtött” gazdasági környezetet jelent, inflációs nyomással. Maga Taylor logikusnak látszó

magyarázattal szolgál erre. Véleménye szerint 2003-tól a korábbi „illeszkedő” időszakkal szemben, a hosszabb, szabályozottságra alapuló időszakot a diszkrecionalitás váltotta fel, tehát az aktivista politika lett nagy átlagban jellemző globálisan (Hakkio et al. 2014). Magától értetődő következtetésnek tűnik, hogy a szabálykövetést elhagyó politika irányadó kamata is „felhagy” a Taylor-szabály követésével. Később azzal érvel, hogy a diszkrecionalizmus természetesen makrogazdasági és pénzügyi instabilitáshoz vezet (Taylor 2012). Egyes tanulmányok szerint a diszkrecionális politika volt a közvetett oka a válság előtti egyensúlytalanságok kiépülésének (Taylor 2007, Ahrend et al., 2008), míg mások szerint sokkal inkább a szabályozási, és felügyeleti hibák voltak a fő okozók (Merrouche és Nier, 2010). Mindenesetre Nikolsko-Rzhevskyy, Papell és Prodan statisztikai tesztnek vetették alá a hipotézist a monetáris politika aktivista kormányzását illetően és arra jutottak, némileg eltérve Taylortól, mégis valamennyire alátámasztva a nézeteit, hogy 1985 második negyedétől 2001 első negyedévéig (tehát nem 2003-ban történt a váltás) a monetáris politikát a világban a szabályozottság jellemezte, míg 2001 második negyedétől a diszkréció vált uralkodóvá (Hakkio et al., 2014). Annak ellenére, hogy ez nem egzakt bizonyíték arra, hogy megtaláltuk az irányadó kamatok a Taylor-szabály által diktált érték alatti szintjének okát, amit megállapíthatunk, hogy az eltérés időszaka egybeesett az aktivista politika dominanciájának időszakával. Az aktivista politika önmagában is a merev szabálytartás helyett a rugalmas hozzáállást részesíti előnyben, hisz abban, hogy a piacok működésébe be kell avatkozni. A sokkok vizsgálata esetén láthattuk, hogy nem elvetendő akár a sokkokra való reakció sem, ami egyértelműen aktivista lépésnek minősül. Így, mégha nem is jelenthető ki biztosan, konzisztensnek tűnik a monetáris politikák Taylor szabálytól való eltérése a 2000-es évek elejétől.

Viszont a magyarázatok második csoportjának megfelelően, most tegyük fel, hogy a Taylor-szabály nem „mindenható”, azaz feltehetőleg valami olyan külső tényező vált nagyobb magyarázó erejűvé, ami a már ismert indikátorok által meghatározott egyenlet alatt helyezi el az új optimális szintet vagy egyszerűen a releváns mutatóink mérhetőségében történt valami változás, ami miatt újra kell gondolnunk az egyenletet felépítő változók számítását. Mindkét opció azt a feltételezést követi, hogy:

- a régi számítási mód nem megfelelő,
- az egyensúlyi reálkamatláb, amit tekinthetünk a Taylor-szabály „szívének”, lecsökkent, ami nem tükröződik az egyenletben.

A két pont nem zárja ki az előzőekben taglalt diszkrecionális politikát, mint okot. Bogdanova és Hoffmann külső, a 2000-es évek elejétől relevánssá váló tényezőként azonosítja a félelmet a pénzügyi instabilitástól, valamint a destabilizálódó tőkeáramlást ezen kívül az árfolyammozgásokat is (Bogdanova et al., 2012). Mind a három tényező a piaci liberalizációhoz kötődik, az integráció növekedéséhez, ezáltal erről az oldalról is alátámasztva a Taylor által támadott aktivista politika bűnbak szerepét. Ezt támogatják továbbá azon megfigyelések, amik bizonyítják, hogy a 2000-es évek eleje óta a monetáris politika túlnyomórészt azon sokkokra reagált, amik veszélyeztették az inflációs cél elérését (Borio és Lowe 2004, Ravn 2011). Legtöbbször ezek inflációt gerjesztő sokkok voltak, míg a deflációt okozókra történő reakció mértéke csekély volt, vagy a központi bankok nem is adtak rá választ (Bogdanova et al. 2012). Ez az aszimmetria egyre lejjebb nyomta az irányadó kamatozat, miközben nem támogatta annak növekedését. Ez világos magyarázatnak tűnik a Taylor-szabálytól való lefelé irányuló „eltévelyedésre”.

A fejlődő országok esetében volatilisabb és nagyobb kilengést láthattunk, érdemes azonosítanunk a lehetséges okokat, mert az eurozóna tárgyalásakor a periféria országok helyzetére nézve tanulságosak lehetnek a leszűrt következtetések. A növekvő piaci integráció miatt a fejlődő országok joggal tartanak az instabil, tervezhetetlen tőkeáramlással. Amennyiben nem valutaunióhoz tartoznak, az árfolyamuk rögzítettség esetén folyamatos le- és felértékelődési nyomásnak lesz kitéve, lebegő árfolyam esetén a folyamatos ingadozás jellemezheti az áraikat a külpiacon, kihívás elé állítva a külkereskedelmi stabilitásukat. Védelmet viszont nem csak a valutaunióba való belépés, esetleg egy Valutatanács-szerű horgonyzott árfolyam növelhet, van lehetőség implicite az irányadó kamatot is valamely globális hatású és/vagy erős kereskedelmi partnerország monetáris politikájához horgonyozni (Bogdanova 2012). Ennek megfelelően adott fejlődő országcsoporthoz tartozó ország nem csak a saját egyedi Taylor-adatsorától tér el lefelé a fentebb említett okok miatt, hanem a horgonyzással gyakorlatilag egy külső trendet is beépít kamatpolitikájába. Ez szépen magyarázhatja a Taylor-szabálytól való nem csak mennyiségi, hanem gyakran irányultsági eltérést is.

Bár több helyesnek tűnő magyarázat is létezik a „Nagy Eltévelyedésre”, valójában, az utóbbi vizsgált magyarázatcsoportba kapaszkodva, elképzelhető, hogy nincs is elhajlás. Egy társadalom alapú rendszer irányításában nem hagyatkozhatunk pusztán kvantitatív indikátorokra. A pusztán kvantitatív megközelítés cáfolatára két szemléletes példát érdemes felhozni.

Ben S. Bernanke, egykori Fed elnök, egy 2003-as washingtoni konferencián, beszédében az inflációs célkitűzés rendszerének előnyeit és hátrányait taglalta, valamint egyes elemeinek implementációját javasolta hosszabb távon a Federal Reserve politikájába (ami azóta meg is történt). Beszédében utalt a 60-as évek ún. sztochasztikus optimális kontroll fogalmára, ami jól jellemezte a kor matematizált monetáris kormányzását. Bernanke a gazdaságot a szemlélet szempontjából egy ballisztikus rakétaként írja le, ami a külső zavarok, komplex hatások ellenére töretlenül tartja a kitűzött irányt. Ezután viszont felhívja a figyelmet, hogy van egy lényeges különbség a rakéta és a gazdaság között. Mégpedig az, hogy a rakéta alkatrészei nem akarják megérteni és kiszámolni az őket ért hatásokat (Bernanke, 2003). Lényegében az objektív-szubjektív nézőpontokat állítja szembe: nem kezelhetjük úgy a gazdaság rendszerét, mintha rajta kívül, esetleg felette állók lennénk. A részei vagyunk, ennek megfelelően a pusztán objektív, leíró kvantitatív megoldások legfeljebb erősen torzult megoldásokhoz vezethetnek.

Ezt a megközelítést Mishkin épp a Taylor-szabárról alkotott véleményében fejti ki: „A monetáris politika irányítása éppen annyira művészet, mint amennyire tudomány, gondos elemzést és emberi ítélőképességet egyaránt kíván. A Taylor-szabály viszont mindent elhagy, ami művészet, ebből következően nem valószínű, hogy a legjobb monetáris eredményeket tudná produkálni.” (Mishkin, 2013). A matematizáltság melletti szükséges éberségre figyelmeztet továbbá Akerlof és Shiller *Animal Spirits* című, valamint Sedlacek *A Jó és a Rossz közgazdaságtana* című könyvében.

A tanulság tehát, hogy nem feltétlenül mi rontottuk el, ha az eddig alkalmazott receptünk „elromlik”. Viszont ennek mintájára szem előtt kell tartanunk a másik végletet is: „Ne a tükröt okold, ha a képed görbe.”. Ami biztos, a 2000-es évek elejétől valami megváltozott.

2.2. A semleges reálkamatláb és természete(ssége?)

Ahhoz, hogy a Taylor-szabály 2008-tól kezdődő ismét megváltozott dinamikáját elemezzük, közelítve a negatív optimális kamatok területét, meg kell előbb ismerkednünk egy fogalommal, mégpedig a semleges reálkamatláb fogalmával. Mint fentebb bemutatásra került, a Taylor-kamatok alatti valódi irányadó kamatok helyzetének egyik lehetséges magyarázata az, hogy az egyensúlyi reálkamatláb lecsökkent. Az érvelés 2008 után is kitart, amikor azzal szembesülünk, hogy a Taylor-kamatok a zero-érték alá buknak. Számos elemzés mutatja be az érdeklődőknek a semleges reálkamatot, mint egy olyan tényezőt, ami képes kezelni azt a feszültséget, hogy valójában nem tudjuk mi történik. Virág Barnabás definíciója szerint: „A

semleges reálkamat a gazdaságnak azon kamatszintje, ami mellett az infláció a jegybanki célokkal összhangban alakul, miközben a gazdaság a kínálati kapacitásokkal összhangban, egy fenntartható pályán növekszik.” (Virág, 2014). A kínálati kapacitásokkal összhangban, fenntartható pályán való növekedés gyakorlatilag azt jelenti számunkra, hogy a gazdaság a potenciális kibocsátási szintjén termel. Írjuk fel most a Taylor-szabályt paraméteres alakban, majd igazítsuk a semleges reálkamatláb definíciója által diktált feltételekhez, hogy pontosabb képet kapjunk, hogy miről is beszélünk:

$$i = r^* + \pi^* + \alpha (\pi - \pi^*) + \beta y \quad (2)$$

Ahol α az inflációs „gaphez” tartozó koefficiens, míg β a kibocsátási réshez tartozó koefficiens.

Az infláció a vizsgált pillanatban megegyezik a célértékkel, míg a kibocsátási szint a potenciális szintjén van. Ennek megfelelően a semleges reálkamatláb melletti irányadó kamatszint a következő módosított egyenletből adódik:

$$i = r^* + \pi^* \quad (3)$$

Ekkor a semleges reálkamatláb:

$$r^* = i - \pi^* \quad (4)$$

Ám mindez nem informál bennünket arról, hogy valójában hogyan adható meg a semleges reálkamatláb értéke, hiszen az irányadó nominális rátáról a monetáris politika döntéshozói döntenek, míg az inflációs célértéket bár a monetáris politika tűzi ki, közvetlenül nem befolyásolja a ráta alakulását, így nincs információja arról, hogy mi a célértéknek megfelelő irányadó ráta. Ebben az esetben ugyanis előre lehetne tudni, hogy mi az az alapkamatszint, ami egyensúlyt generál. Miután dinamikus rendszerről beszélünk, nyilvánvaló, hogy ez nem így működik.

Ezen fejtegetéssel kicsit közelebb is kerültünk a semleges reálkamat lényegéhez. Mint látjuk, szerepe az, hogy irányt mutasson, Taylor-szabály-szerű adottságokkal, annak ellenére,

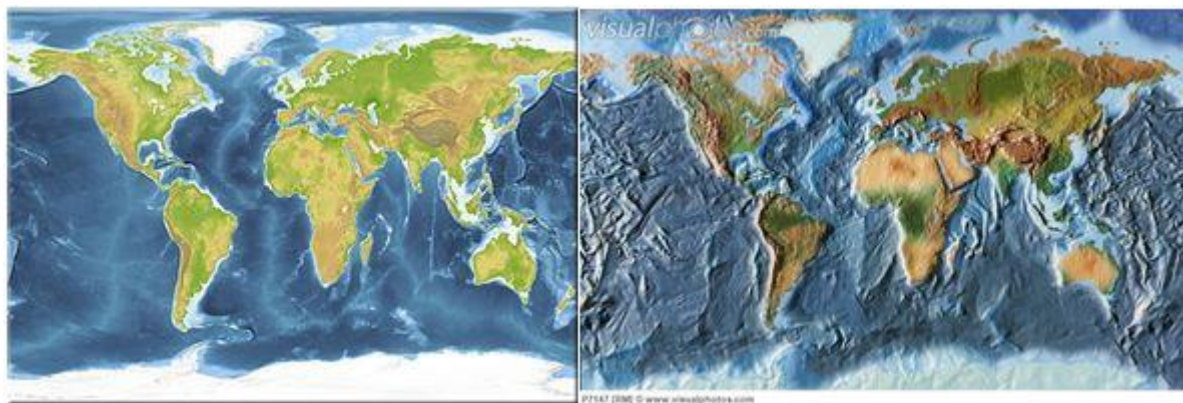
hogy nem igazán számszerűsíthető. Kijelenthető az, ami a Taylor-értékeknél is, ám ezúttal nem a nominális irányadó rátával, hanem az aktuális reálkamatlábbal kapcsolatban, hogy amennyiben a semleges reálkamatszint alatt helyezkedik el, a gazdaság „túlfűtött”, inflációs nyomással, és növekedés-élénküléssel, míg felette restriktív hatás érvényesül, csökkenő inflációval, lassuló növekedéssel (Virág, 2014). Míg a Taylor-szabálynál egy irányadó kamat-„gap” igyekszik informálni a gazdasági „fűtöttség” mértékéről, és arról, hogy merre lenne érdemes „mozgatni” az irányadó rátát, addig a semleges reálkamat a „reálkamat-gap”-en keresztül tenné ugyanezt. A probléma viszont abból adódik, hogy a reálkamatok „mozgatását” az irányadó, nominális kamat befolyásolásával érhetjük el adott inflációs ráta mellett. Így azon keynes-i megközelítésből kiindulva, hogy a reálkamatláb csupán a „deflált” nominális kamatlábnak felel meg (Vígh, 2004), a reálkamatláb a monetáris politika szintjén nem csak olyan belső tényező alapján határozódik meg, mint a kamatdöntések, hanem olyan külső tényező alapján is, mint az infláció mértéke. Így amellett, hogy a semleges reálkamatláb meghatározása igen ködös, informáló szerepe is annyiban kimerül, hogy jelenleg alatta vagy felette vagyunk-e. Szóval, bár izgalmas magyarázatnak tűnik, hogy a semleges reálkamatláb, mint természetes ráta az utóbbi időben lecsökkent, valójában ennél többet nem lehet megállapítani. A fogalom mégis azért csábít „megfoghatóságra”, mert egyes definíciók szerint a globális semleges reálkamatláb azon kamatszint, amely mellett a világ megtakarítási hajlandósága és beruházási kereslete megegyezik. Ám éppen ezért a semleges reálkamatláb inkább egy „elméleti egyensúlykoncepció”, melyet empirikusan nem lehet megfigyelni (Baksa és tsai., 2013). A megfigyelési probléma analóg a munkanélküliség természetes rátájának kiszámíthatatlanságára, amit Akerlof és Shiller egyenesen egy friedman-i bűvésztükknek tart, amelynek célja elhitetni, hogy értjük a gazdasági mechanizmusokat (Akerlof és Shiller, 2011). Ennek mintájára a semleges reálkamatláb fogalmát egy „természetes” reálkamatlábnak tekinthetjük, amit fenntartásokkal érdemes kezelni.

Viszont amennyiben feltesszük a kérdést, hogy a semleges reálkamatlábat meghatározó definitív tényezők valósultak-e már meg valaha valahol, a válasz meglepő lesz: igen. David Laidler kanadai közgazdász mutatja be az esetet, 2007-ben Kanadában a 2%-os inflációs cél, melyet 1995-ben tűztek ki, 12 év után elérésre került, nem véletlenszerűen, hanem stabil, fenntartható módon állt meg az inflációs ráta ezen a szinten. Eközben a foglalkoztatottság és a gazdaság kapacitáskihasználtsága évtizedek óta nem tapasztalt, magas szinteken állt (Laidler, 2011). A kanadai jegybank irányadó rátája az overnight kamat értékének felel meg. Definíció szerint tehát az ekkori overnight kamatszint a semleges nominális irányadó rátát

jelenti, míg ebből következően a reálkamatláb is a természetes rátájára került. Sokan gondolták ekkor, hogy a jegybank ezen szerencsés állapot megteremtésében tudatosan, nagyban közreműködött, segítve az aggregált keresletet ütköztetni a gazdaság potenciális szinten álló kínálatával (Laindler, 2011).

Bár mindez bekövetkezett, nem örülhettek sokáig a kanadaiak: a 2008-ban kitört globális gazdasági válság és az azt követő recesszió számos új eszköz bevezetését kívánta meg a kanadai központi banktól, ennek megfelelően az ideális feltételek nem álltak fenn többé (Laindler 2011). Vagyis a hosszú távú növekedés támogatása sajnos csődöt mondott. Laindler kritizálja a semleges reálkamat modellekbe való beépítését, ugyanis a modellekben egyszerűen adnak neki egy számértéket, amikor valójában ez majdhogynem kivitelezhetetlen. Állítása szerint semmi nem bizonyítja, hogy ez a semleges szint egy konstans szint lenne, nincs bizonyíték arra, hogy ez nem egy állandóan változó érték. Változó időpreferenciák, változó várakozások jellemzik a gazdaságot, ennek ellenére a gazdasági modellek a heterogén környezetet homogén rendszerként kezelik (Laindler, 2011). Az óvatosan levonható tanulság tehát az, hogy bár irányultságokat becsülhetünk, nem számszerűsített, „természetesített” mutatókat nem kezelhetünk referenciaként, mert a saját csapdánkba vezethet bennünket azzal, hogy egy általunk vélt és alkotott változótól várunk tanácsot a helyes irányra. Feltételezhető, hogy az általunk képzett mutató nem fog több információt adni, mint amennyi információ birtokában megalkottuk azt. A további vizsgálódásaimban tehát nem fogok hivatkozni a semleges reálkamatláb rejtett-sejtett változásaira, mindezt a tisztánlátás javításának érdekében.

2.3. Baljós árnyak – a Válság és meglepő kamattrendjei



2. ábra: A Föld szárazföld-domborzati térképe, valamint a Föld teljes domborzati térképe

Forrás: http://www.planetaryvisions.com/Texture_map.php?pid=4121

http://www.visualphotos.com/image/1x3747515/earth_topographical_world_map_relief-shaded

A Taylor-szabálytól való eltérési dinamikákat az elmúlt 10-13 évben korábban két szakaszra bontottuk. A 2000-es évek elejétől a 2008-ig tartó szakaszra, amikor a Bogdanova és Hoffmann által globálisan, valamint a fejlett és fejlődő országokra vizsgált irányadó kamatok tartósan az ezen csoportokra javasolt átlagos Taylor-kamatok alatt helyezkedtek el. Ezt a szakaszt hívjuk „Önszántunkból Eltévelyedésnek”. A második szakasz kezdete a globális pénzügyi válság 2008-as kitöréséhez köthető, annak ellenére, hogy a vizsgált jelenség 2009-ben következett be. A jelenség a fejlett országok csoportjában jelentkezett, de hatásai vitathatatlanul globálisak. A Bogdanova-Hoffmann-vizsgálat alapján elmondható, hogy a Taylor-szabály által javasolt alapkamatszint 2009-ben a 0 érték alá csökkent 2011-ig. Ezen időszakban a monetáris döntéshozók ha akarták volna, sem tudták volna követni a Taylor-szabály dinamikáját, hiszen az irányadó kamatláb nominális értéke zero alá nem csökkenthető. Így az alapkamat, a Taylor-kamat zero alatti mozgása ellenére képtelen volt reagálni ezekre. A trend globálisan megfigyelhető, a fejlett országok irányadó kamatainak közvetlen nulla feletti konstans szintje Bogdanova és Hoffman globális értékekre vonatkozó grafikonján is megjelenik egy némileg magasabb, ám konstans átlagos irányadó rátában, annak ellenére, hogy a Taylor-értékek átlaga globálisan nem csökkent nulla alá. Ezt a szakaszt nevezzük el „Kényszerű Eltévelyedésnek”.

A kétféle Föld-domborzattérkép segít szemléltetni, megérteni, remélhetőleg nem túl erőltetett módon a Zero alatti világ tulajdonságait. Analógiánkban a tengerszint feletti belátható domborzati viszonyok a monetáris politika mozgásterét jelképezik, amennyiben csak az irányadó kamat szolgál számára eszközként az árstabilitás elérésére. A tengerszint a Zero értéket jelenti. A baloldali ábra alapján a monetáris politika hagyományos eszközével, az irányadó rátával csak a tengerszint felett képes hatást kifejteni. Ennek megfelelően a baloldali ábra a konvencionális monetáris politika metaforája. A konvencionális monetáris politika számára a tengerszint, vagyis a zero-irányadó kamatláb az abszolút alsó határt jelenti, számára nem releváns, hogy a tengerszint alatt létezik-e bármi vagy valóban egy abszolút határról van szó.

Mielőtt áttérnénk a jobboldali ábrára, érdemes tisztázni, hogy valóban evidencia-e, hogy a nominális irányadó ráta nem csökkenhet nulla alá. A monetáris politika közvetlenül a rövid távú hozamokra hat a pénzpiacra oly módon, hogy irányadó eszköze jellemzően rövid távú eszköz (pl. Kanadánál, mint láttuk, az overnight-kötvény, Magyarországon a 2 hetes MNB-betét) és ennek hozama az irányadó kamat. A piaci szereplők rendelkeznek egy várakozással a rövid távú kamatokra, mely várakozások egyik fő befolyásolója az irányadó kamat szintje.

Amennyiben várakozásaik tartósan alacsony szintet jeleznek például részben a tartósnak gondolt zéró-közeli alapkamatnak köszönhetően, a hosszú távú hozamokra vonatkozó várakozásaik is csökkenni kezdenek, így csökkentve a megtakarítási hajlandóságot és növelve a beruházási/hitelfelvételi kedvet. Ez esetben a zéró-értékű alapkamat azt jelenti, hogy amennyiben egy kereskedelmi bank 2 hetes betétet akar nyitni a Magyar Nemzeti Banknál, nem számolhat hozammal a lejáratkor. Amennyiben viszont az alapkamat negatív értékre csökkenne, a lejáratkor a kereskedelmi bank a negatív kamattal „növelt” betétet kapná vissza, vagyis a betett pénzmennyiségnél kevesebb járna neki lejáratkor. Ilyen feltételekkel tehát érthető módon a heti meghirdetett tenderre jelentkezők száma szintén nullára csökkenne, hiszen a negatív kamatozású betétnél mindenképpen van jobb ajánlat a piacon. A kereskedelmi bank számára nyílik egy alternatív lehetőség. Ha feltesszük, hogy megtakarítás céljából nyitna betétet a jegybanknál, és ismert, hogy a „kifizetendő” kamat negatív, tehát „befizetést” kíván, jobban jár, ha pénzét készpénzre váltja. A készpénz, amennyiben nem számítjuk az elhasználódási költségeket, ez még hosszabb távon sem releváns költség, akkor gyakorlatilag egy olyan alternatív esetben, ahol a betéti kamatok negatív értéket vesznek fel, a gazdasági szereplőknek jobban megéri készpénzre váltással „megtakarítani”, ugyanis a készpénz 0 értékű kamatot kvázi „fizet”, ami mindenképpen nagyobb hozamot biztosít, mint a piacon elérhető betéti kamatok.

Ebből pedig egy dolog következik az ábránkhöz kapcsolódóan, mégpedig az, hogy a tengerszint létét, és áthatolhatatlanságát a készpénz léte biztosítja. Amennyiben a rendszer nem tartalmazna készpénzt, a negatív kamatok is versenyezhetnének egymással egy meglehetősen abszurd helyzetben, gyakorlatilag azon az alapon, hogy kinek kell kevesebbet fizetnie azért, hogy megtakaríthasson, univerzálisan: hogy hol magasabb a betéti kamatláb. Amennyiben a rendszer nem tartalmazna készpénzt, a jegybank irányadó kamatszintje, mint a monetáris politika legfőbb konvencionális eszköze nem ütközne falba, negatív tartományban is a céljának megfelelő piaci folyamatokat lenne képes generálni. Vagyis ha nem lenne tenger, a tengerfenék hegyeit is bátran megmászhatnánk. Ezt az esetet jelzi a jobb oldali térkép, mely a tenger alatti domborzatról is informál minket, a bal oldali térképhez képest.

Ez történné tehát, ha a gazdaságban nem lenne lehetőség készpénz tartására: a tengerszint alatti domborzatot a Taylor-egyenlet továbbra is helyesen becsülné és a monetáris politika sem lenne rászorulva nemkonvencionális eszközök bevetésére. Ám a helyzet más. Készpénztartás létezik, és a Taylor-szabály a beláthatatlan mélybe vezet, miközben a monetáris politika a tengerszinten megtorpan.

Érdemes tisztázni: mikor csökkent a jegybank alapkamatot? A válasz az eddig leírtak alapján is nyilvánvaló: akkor, ha a beruházási-/hitel-, illetve fogyasztói keresletet, egyszóval az aggregált keresletet szeretné növelni, hogy az árak növekedhessenek, vagyis növekedjen az infláció. Mindez érthető, ám mégis felvetődik egy kérdés: a 90-es évek végére a különböző monetáris politikai stílusok közül az inflációs célkitűzés rendszere emelkedett ki, mint a leghatékonyabb módszer az árstabilitás megteremtésére. A rendszer nem tökéletes, de nagyságrendekkel jobb eredményekhez vezetett, mint az árfolyamcélkitűzés rendszere, vagy akár korábban a monetáris aggregátumokra vonatkozó célkitűzések. A korszak általános célja volt a magas infláció leszorítása. A magas infláció nagyfokú árvolatilitással is jár, ami nehezebb tervezhetőséget jelent a piaci szereplők számára, mindez visszafogja a keresletet. Ennek megfelelően általános cél volt az inflációt a növekedést támogató, „olajozó” szintjére csökkenteni. Ez a csökkentés kamatpolitika szintjén kamatemelés esetén valósulhatott meg, ami restriktív monetáris politikát jelent. Mégis mi történik most?

Jelen esetben épp ellentétes folyamatoknak lehetünk szemtanúi, a célelérés szintjén gyakorlatilag átestünk a ló túloldalára, még ha ez nem is teljesen múltott közvetlenül rajtunk. A válság hatásaként a bizalom megtört, a felhalmozott adósságok törlesztésre szorulnak, a veszteségekkel el kell számolni, mindez egy jelentősen visszaesett globális keresletet jelent a válság előtti időszakhoz képest, és ez csökkenő, illetve stagnáló árszinthez vezetett. Az inflációs trendek világszerte alacsony szinten vannak, a korábbi olajozó szint feletti állapothoz képest jelenleg ezen szint alatt vagyunk, így egyetlen célunk lehet: az expanzív politika, vagyis az aggregált kereslet élénkítése. Erre elsődleges eszköz a kamatcsökkentés, ám mint látható volt, ez nem folytatható a végtelenségig. Oszvald Éva és Pete Péter mutatja be a likviditási csapda jelenségét Japánnal kapcsolatban, melynek lényege, hogy egyéb speciális feltételek adottsága esetén, nulla irányadó kamatszinten a monetáris politika érvényét veszti, a korábbiaktól eltérően nem képes többé hatni az aggregált kereslet alakulására, miközben a fiskális politika továbbra is hatásos marad (Oszvald-Pete, 2003). A jelenségről még szó lesz a későbbiekben.

Konvencionális esetben tehát nem releváns, hogy van-e „élet” a tengerszint alatt. Ám a kérdés égetővé válik, amint a monetáris politika a tengerszintbe ütközik. Más lehetőség nem lévén, a helyzethez alkalmazkodni kell, a hatásosság megőrzése érdekében „le kell merülni” a víz alá, az eszköztár ennek megfelelő bővítését követően. Az oxigénpalack és bűváruha szerepét a nemkonvencionális eszközök töltik be. A bűváruha, mint a támogató környezetet megteremtő védőfelszerelés megfelelője a kommunikációhoz kapcsolódik, az eszköz pedig az

előretekintő iránymutatás. Lényege a jegybanki kommunikációban explicit módon kifejezett elköteleződés kommunikálása a gazdasági szereplők felé a monetáris politika tervezett irányáról (Csontos-Lehmann, 2014). Ez a kamatdöntések esetén az alapkamatszint nulla közeli értéken tartása melletti elköteleződés kommunikációját jelenti, mint történt ez a Fed esetében is (Hakkio, 2014). Az előretekintő iránymutatás valóban védőruha-szerepet jelent, ugyanis a kamatpolitikához kapcsolódó várakozások ilyen jellegű rögzítése biztosítja a tengerszint alatti szabadabb mozgást. Az oxigénpalack funkcióját a konkrét, bevetett nemkonvencionális eszközök töltik be. A cél tehát az aggregált kereslet élénkítése, egy olyan környezetben, amikor az irányadó kamat már nem képes betölteni teljeskörűen a feladatát. A monetáris politikai döntéshozóknak számos módon vethetnek be nemkonvencionális eszközöket, viszont ha csoportosítani kell őket, a legnagyobb részt a mennyiségi lazítás (quantitative easing) csoportja teszi ki. Lényege, hogy a piacnak likviditást nyújt a központi bank, ezzel is támogatva az élénkülést. Világviszonylatban a legkidolgozottabb programot erre a Fed vezette be a válság során, melyről később még szintén szó fog esni (Lehmann-Mátrai-Pulai, 2013).

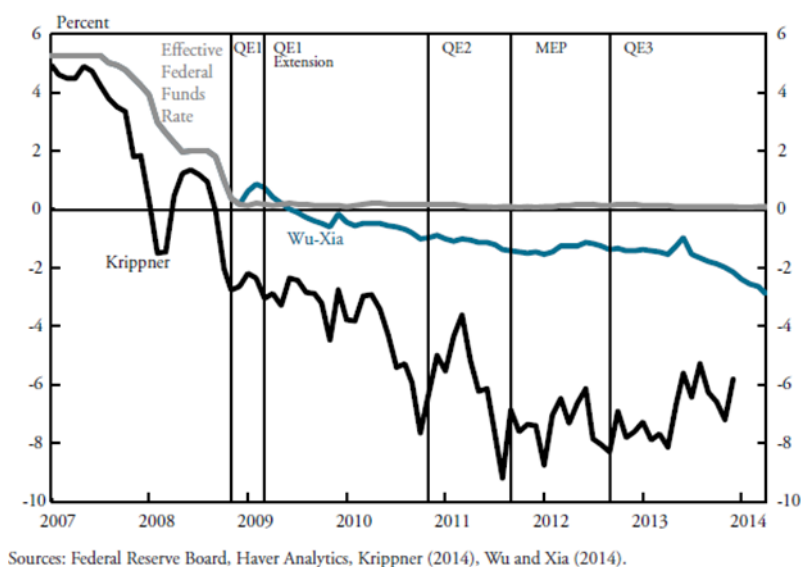
A Taylor-szabály tehát nulla alatti értékekre is számolható, ám maga a szabály feltételezi a pusztán az irányadó kamaton alapuló monetáris politikát. Míg a valós irányadó kamat tartósan közvetlenül a nulla szint felett áll, gyakorlatilag elvesztette információhordozó képességét a monetáris politika helyzetére vonatkozóan azzal, hogy a Taylor-kamat és a közte fennálló különbség, az irányadó kamat-gap gyakorlatilag elvesztette jelentőségét. Ennek megfelelően a Taylor-egyenlettel nem érdemes számolni zéró szint alatt, mert az nem ad koherens képet az aktuális monetáris politikáról. Egy olyan „hozamgörbére” van szükség, amely képes számolni a nemkonvencionális monetáris politikai eszközökkel is. Az igény nem zsákutcába vezet, ugyanis elérkeztünk az ún. árnyékkamatok témaköréhez.

2.4. Jelek a mélyből – az árnyékkamatokról

Tehát egy olyan adatsorra, hozamgörbére van szükségünk, amely valamilyen formában visszajelez a döntéshozóknak monetáris politikai lépéseik hatásosságáról egy olyan környezetben, ahol már csak a nemkonvencionális politikai eszközöknek van létjogosultságuk. A nemkonvencionális eszközök nem írhatóak le olyan egyszerűen, mint az irányadó kamatlábon keresztül vezérelt monetáris politika. Az eszközök sokfélék, így ha a hatásosságról képet szeretnénk kapni, a Taylor-szabálynál technikailag jóval komplexebb formulához kell folyamodnunk. Szerencsére többféle megoldás is született a döntéshozók „víz

alatti” tájékozódásának javítására. Dolgozatomban a Leo Krippner, valamint a Cynthia Wu-Fan Dora Xia által fejlesztett árnyékkamat-elméleteket mutatom be röviden.

Az ábra jól szemlélteti, hogy különböző megközelítésekről van szó. A Fed válságkezelési intézkedései is megjelennek a grafikonon, lehetőséget adva, hogy megvizsgáljuk, hogyan reagál a kétféle elmélet adott intézkedésekre. Amit rögtön leszűrhetünk, az az, hogy míg a Wu-Xia-módszernél egyértelmű, hogy a Fed első mennyiségi lazítást célzó komolyabb intézkedéséig a ráta együtt mozog pozitív tartományban a valódi irányadó kamatrátával, addig Krippner esetében ez a pozitív tartományban való „együttállás” egyáltalán nem alapvető, a Krippner-görbe jóval volatilisabb, és jelentős eltéréseket mutat már pozitív tartományban is.



3. ábra: Árnyékkamat-hozamgörbék a Federal Reserve esetében 2007-től napjainkig
Forrás: Craig S. Hakkio, George A. Kahn - *Evaluating Monetary Policy at the Zero Lower Bound* (2014)

Az árnyékkamatok elmélete nem újkeletű, a mai szakirodalom Black Fishernek tulajdonítja a fogalom megalkotását, melyet 1995-ben *Interest rates as options* című cikkében közölt (Krippner, 2014, Wu-Xia, 2014). Az elmélet aktualizálói, fejlesztői mind ráhivatkoznak, mint kiindulási alap. Black volt az, aki felismerte, hogy a nulla, mint alsó határ a nominális kamatok esetében a készpénz létezésének köszönhető, így alkotta meg az árnyék-rövidkamat-pályát, melyet nem befolyásolt a zéró szint (Christensen-Rodebusch, 2013). Ám lehetséges alkalmazhatóságra még nem tett javaslatot. Krippner viszont a japán adatokra egy speciális, opció-alapú árnyékkamat-görbét dolgozott ki, két kötvényárazási szituációt feltételezve: 1) amikor létezik készpénz, 2) amikor nem létezik készpénz a gazdaságban. A

két esetben számított hozamok összefüggésein keresztül számította ki az árnyékkamatok értékét (Christensen-Rodebusch, 2013). James Bullard a Saint Louis-i Federal Reserve elnöke hivatkozik Krippnerre egy 2012-es beszédében, az ő munkáján keresztül bemutatva az árnyékkamatok jelentőségét. Továbbá felhívja a figyelmet, hogy amennyiben számításba vesszük a nulla érték alatt is a Taylor-szabályt, úgy azt az eredményt kapjuk, hogy míg 2009-ben a Krippner-kamatok túl szigorú monetáris politikát mutattak, 2012 novemberében 300 bázisponttal a taylori kamatok alatt helyezkednek el, ami túl laza monetáris politikát jelenthet (Bullard, 2012).

A Wu-Xia-árnyékkamatok mintázata nagyban eltér a krippneritől. Ők a hozamok direkt leírása helyett diszkrét időpontokban analitikus megközelítésből becslik a forward rátákat, elősegítve ezzel a hozamgörbe „simítását”, és az átláthatóságot. Ez egyenesebb, tisztább becslést nyújt a monetáris politika döntéshozói számára (Francis-Jackson-Owyang, 2014). Az Egyesült Államok területén több szövetségi államban is dolgoznak a Wu-Xia-rátákkal a monetáris politika értékelésére, a Federal Reserve of Atlanta havonta közli a Wu-Xia-féle árnyékkamatokat, segítvén ezzel a monetáris politika transzparenciáját (Gill, 2014). A dolgozatban már többször hivatkozott Hakkio és Kahn, akik mindketten töltöttek be alelnöki tisztséget a kansasi Federal Reserve-nél szintén Wu és Xia modelljének használhatósága mellett érvelnek, érveik összecsengenek az eddig ismertetett előnyökkel. A Krippner-árnyékkamatok elleni érvekre hivatkozva teszik le voksukat a Wu-Xia-ráták mellett:

- a Krippner-i ráták volatilisak, ami inkonzisztensnek mutatkozik a monetáris politika valós, közép- és hosszabb távra terjedő működésével
- Túl gyorsan és mélyre esett a Krippner-kamat a Fed válságkezelő nemkonvencionális eszközeinek bevetésére
- a Krippner-görbe Zéró felett is eltér már az aktuális irányadó kamattól
- a Wu és Xia által becsült ráták havonta frissítésre kerülnek, míg Krippner rátái 2013 decemberéig informálnak a Federal Reserve monetáris politikájáról (Hakkio-Kahn, 2014)

Bár a Wu-Xia-árnyékkamatokat leginkább az USA-ra nézve alkalmazzák manapság, Wu letölthető adatbázissal támogatja a brit, valamint az európai unióbeli döntéshozókat a jövőbeni alkalmazásban (Gill, 2014). Ennek megfelelően az eurozóna esetében is beszámolok majd a

továbbiakban egy árnyékkamatbecslésről, melyet Wolfgang Lemke és Andrea Liliana Vladu tett közzé 2014. szeptember 7-én, szintén a Wu-Xia becslési eljárást alkalmazva (Lemke-Vladu, 2014).

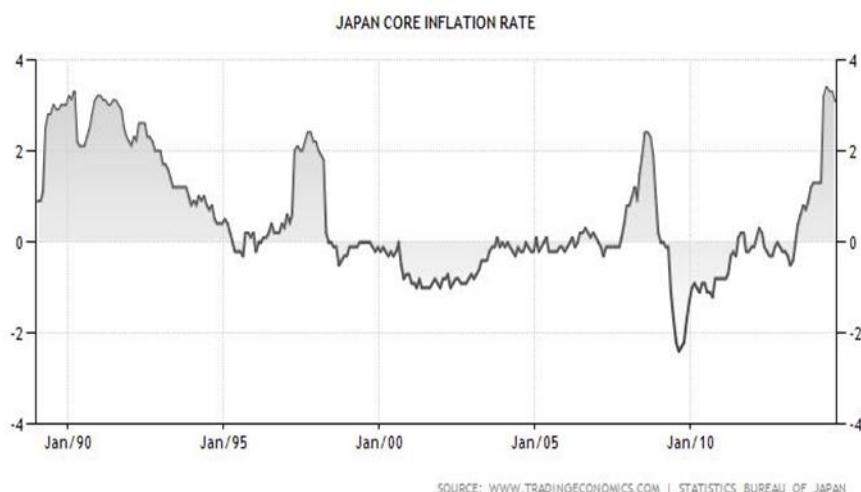
Az árnyékkamatok tehát lehetővé teszik a monetáris politika döntéshozóinak, hogy számszerű visszajelzést kapjanak politikájukról egy olyan környezetben, ahol hagyományos esetben „oxigénpalack” nélkül nem is lehetne életben maradni. Ám tudjuk, vízben nehezebb mozogni. Ennek megfelelően Krippner megjegyzi, hogy az árnyékkamattrendek jelzései alapján az irányadó ráta zéró értéke, valamint negatív árnyékkamatok adottsága esetén a monetáris expanzió hatása kevésbé képes érvényesülni negatív, mint pozitív tartományban. Mindez világosan megmutatkozik, ha az irányadó és az árnyékkamattrendeket például a Fed válságkezelési intézkedéseivel összevetve vizsgáljuk (Krippner, 2013).

Most, hogy áttekintettük nagyvonalakban az irányadó kamatláb jelentőségét és korlátait a monetáris politika legfőbb eszközeként az árstabilitás, mint legfőbb cél elérésére, a dolgozat következő részében a japán és amerikai tapasztalatok kerülnek röviden összefoglalásra. Mindkét esetben az alacsony kamatkörnyezetben futtatott monetáris politikák jellegzetességeit vizsgálom, hogy az eurozóna jelenlegi helyzetének elemzésébe már „teljes fegyvertárral” vágassak neki.

3. APAD A KAMAT! - KÉT PÉLDA

3.1. Japán, a Felkelő Nap és a Lenyugvó Árak Országá

A fejezetet érdemes az elmúlt 25 évben megfigyelt inflációs dinamika ábrázolásával kezdeni. A hitelesebb kép érdekében a diagram a maginflációt ábrázolja 1989-től napjainkig.



4. ábra: A japán maginfláció alakulása 1989-től napjainkig
Forrás: Japan Core Inflation Rate 1989-2014 – Trading Economics
<http://www.tradingeconomics.com/japan/core-inflation-rate>

Míg korábban a globális inflációs környezetre a válság előtti időszakban, mint magas inflációs környezet utaltam, Japánban ennek ellenkezője figyelhető meg. A grafikont nézve megállapíthatjuk, hogy Japán gyakorlatilag 1995-től kezdve küszködik olyan deflációs folyamatokkal, melyek globálisan csak a válság kitörésétől jelentenek problémát. Kézenfekvő tehát, hogy a mai globális deflációs trendek megértéséhez Japánt, mint iskolapéldát használjuk fel, azonosítva az okokat, a következményeket, miközben esetleg lehetőséget kapunk a hasonló elemeket azonosítani a mai európai helyzettel.

Mi történt Japánban? Mi vezethetett oda, hogy lassan két évtizede a gazdaságot csaknem állandó deflációs környezet jellemzi? Ha a korábban írtakra hivatkozunk, esetleg feltételezhető, hogy az aggregált kereslet az, ami valami miatt konstans alacsony szinten van, és melynek élénkítése a jelek szerint hosszú ideje sikertelen. Az ideig-óráig tartó pozitív inflációs környezet fennállása szinte nyilvánvaló az adatokat szemlélve, hogy drasztikus esést produkál a közeljövőben. Ezt megfigyelhetjük az ábrán a 90-es évek második felében, továbbá a válság kitörésének idején, a 2008-2009-es időszakban drámai árszínvonal zuhanást

mutatott. Nem determinált, hogy most is ez következik, mindenesetre ijesztő, hogy a napjainkat jelző adatok a grafikon jobb végén relatív normális inflációs értéket mutatnak, ám az értékek épp éles esésnek indultak. Amennyiben a monetáris politikát szeretnénk értékelni, a Taylor-szabállyal sajnos nem megyünk sokra Japánban. A Bank of Japan monetáris politikájára ugyanis leginkább monetáris aggregátumok növelése, továbbá eszközvásárlások a jellemzőek (BoJ, 2014). Az irányadó kamatnak hosszú idő óta nem jut szerep, 1996 óta a legmagasabb értéke 0,5% volt, 2010 végétől 0%-on áll (Trading Economics, 2014). Ennek ellenére születtek becslések japán árnyékkamatrátaakra, Christensen és Rudebusch a japán nullaközeli kötvényhozamokból Krippner opcióalapú árnyékkamat-számításait használta fel az ún. Nelson-Siegel-féle arbitrázsmentes modell kombinálásával. Ám konklúziójuk szerint, miután túl sok az árnyékkamatokat befolyásoló tényező, eredményeiket nem ajánlják közvetlen felhasználásra (Christensen-Rudebusch, 2013). Ezen bevezető után tekintsük át a hosszú ideje fennálló helyzet kialakulását, valamint vizsgáljuk meg a lehetséges okokat!

A nagymértékű növekedés utáni drámai zuhanás trendje, amit az elmúlt 20 év japán inflációs adatain többször is megfigyelhattunk nem egyedülálló jelenség. A japán problémák kezdetekor éppen ugyanez történt. 1985 szeptemberében az USA-dollár túlzott felértékelődését megszüntetendő, került megkötésre az ún. Pláza Egyezmény, mely Japánra nézve azt jelentette, hogy a jen dollárhoz való rögzítettsége megszűnt (Oszvald-Pete, 2003). A japán valuta az ekkor igen termékeny gazdasági helyzetéből következően erős felértékelődéssel válaszolt. A felértékelődés oka az volt, hogy a 80-as évek elején Japán külkereskedelmi többlete hatalmas volt, ennek megfelelően az árfolyam-rögzítettség megszűnéséből következő automata mechanizmus azonnal ezt a nyomást igyekezett csillapítani. A felértékelődés az ország külpiaci pozícióit kínálati oldalon rontotta, miközben erősítette az importtermékek iránti keresletet az országban. Viszont a belföldi kereslet és a hazai kínálat közötti kapcsolat javításának érdekében is tenni kellett valamit. Ennek megfelelően és az árfolyamsokkra válaszul Japán monetáris lazítással válaszolt, mely a piaci deregulációs folyamatok mellett hatalmas keresletnövekedést indukált, mely a beruházási javak árainak felfűvódásához vezetett, miközben az elmélettel szemben állva, a fogyasztói és termelői árakba mindez nem gyűrűzött be, ezen szegmensekben nem beszélhetünk jelentős árnövekedésről. Ennek egyik, de semmiképpen sem teljeskörű magyarázata lehet Oszvald és Pete szerint, hogy az erős jen miatt, az előbb ismertetett külkereskedelmi piaci pozíció-változás okán, a nyersanyagbehozatal, amelyre jelentős mértékben épít Japán gazdasága, sokkal olcsóbb lett, miközben az olaj világpiaci ára globálisan is igen alacsony volt.

A japán monetáris politika ebben az időszakban is az árstabilitást célozta a fogyasztói árindexen keresztül. Az előbbieket alapján a fogyasztói árindex nem mutatott nagymértékű változást, miközben a beruházási javak, amikkel az index nem számol folyamatosan nőttek. A beruházási hitelkereslet egyre növekedett, és az elégtelen banki felügyelet miatt a bankok kockázatmérlegelési készsége is bőven hagyott kívánni valót maga után. A rendszerből tehát hiányzott a fék, ami csitíthatja az elszabadult piaci hangulatot, az eufóriát, így az ingatlan- és az értékpapírpiacon buborékok alakultak ki. 1989-ben a központi bank bevetette a buborék ellen a „tüskét”: kamatot emelt. A Trading Economics adatbázisa szerint, az emelés számokban: 1989 júniusától 1990 augusztus-szeptemberéig tartott, gyakorlatilag kicsivel több, mint egy év alatt mindez 2,5%-ról 6%-ra való növekedést jelentett. Majd csaknem egy évig ezen a 6%-os értéken is maradt az irányadó kamatláb (Trading Economics, 2014). A buborék kipukkadása hatalmas mértékben vezetett rossz, nem teljesítő banki portfóliók kialakulásához, melyek következtében a bankok 570 milliárd dollárnyi jent veszítettek összességében (Oszvald-Pete, 2003). Ezek a rossz banki portfóliók a hiteladósok számának drámai növekedésével korrelálnak, az ingatlanbuborék kipukkadása a fedezetként szolgáló ingatlanok elértéktelenedésén keresztül gyakorlatilag elfedezetlenítette a hiteleket, csődbe juttatva ezzel rengeteg vállalatot és magukat a bankokat is. Mindez a buborék kipukkadásának következménye, ám az ok a buborék felfúvódásának az okaiban keresendő, a kipukkadást okozó kamatemelés szükséges volt, ugyanis annak halogatása megsokszorozta volna a veszteségköltségeket. Oszvald és Pete két alapvető hibát azonosít a restriktív korszakában, ami nemhogy segítette a gyógyulást, sokkal inkább a vegetáció állapotába sodorta Japánt. Annak ellenére azonosítják hibáknak a következőkben bemutatott két reakciót, hogy nyilvánvaló, hogy utólag minden egyszerűbbnek és magától értetődőnek tűnik, abban a korban viszont Japán a lehetőségeihez mérten igyekezett cselekedni.

- Ahogy Japán elkésett a restriktív megkezdésével, úgy késett el a monetáris politika újralazításának megkezdésével is. A döntéshozók, adott információk mellett teljesen jogosan, úgy hitték, hogy a buborék kipukkadása után, esetleg jelentősebb lábadozási fázis után, de élénkíteni fog a gazdaság. Ez nem történt meg, és erre segíthetett rá az utólag megkésettnek tűnő „visszalazítás” is.
- A fiskális politika hosszú ideig háttérben maradt, a monetáris politikának kellett a kereslet fellendítésének feladatát csaknem teljes egészében magára vállalnia. Ez egyértelműen módszertani hiba, ám a jegybanki függetlenség elve bár a 70-es évek

óta ismert volt Kydland és Prescott munkájából, a gyakorlati megvalósulása ebben az időszakban még nem volt magától értetődő.

1995-ben aztán a fiskális és a monetáris politika karöltve a gyógyulás szempontjából releváns lépéseket tett, míg a kormány költségvetési tervezetével ösztönzőleg kívánt hatni, a monetáris politika 0,5%-ra csökkentette az irányadó kamatot, melyet 1998-ig így is tartott, hogy aztán 0-ra csökkentse azt. Ez az intézkedéscsomag jelentősebb GDP növekedéshez vezetett, a reál GDP 4,63%-kal nőtt (Oszvald-Pete, 2003). Miután mindenki a gyógyulásra várt, az első jelek, melyek utalhattak erre, a szakértők és a döntéshozók körében érthető módon a bizonyosságot jelentették, hogy Japán kilábal a valószínűtlenül hosszú ideje tartó recesszióból. Ez esetben visszatekintve túl korán örültek és túl gyorsan léptek. Fiskális megszorítást, adóemelést hajtottak végre a költségvetés megreformálása céljából. Az aggregált kereslet azonnal visszaesett, 1998-ban a reál GDP már 3%-kal csökkent. Mindemellett a bankrendszer megtisztítása sem következett be, így 1997-ben egy bank és egy nagy forgalmú értékpapírkereskedelmet lebonyolító vállalat került csődbe, így a betétesek kivonták betétjeiket a bankokból, eszközpiazi aktivitásuk minimalizálódott, veszélybe sodorva ezzel a Japán pénzügyi rendszert (Oszvald-Pete, 2003). Az államnak sikerült cselekednie feltökésítéssel, valamint bankfúziókat hozott létre a japán bankokból, amely ha nem is minőségi, de nagyságából adódó stabilitást adhatott a pénzügyi piacoknak, a „too big to fail” elv felemás stabilizáló erejével.

A japán gazdasági adottságoknak köszönhetően a bank- és a tőzsdei válság sokszorosan sújtotta az országot, jóval nagyobb mértékben, mint ahogy más országoknál ilyen esetekben megfigyelhető. Ennek egyik oka, hogy növekvő árak mellett jóval könnyebb banki portfóliókat tisztogatni, mint egy deflációs környezetben. A deflációs környezet gyakorlatilag megálljt parancsol a stabilizációnak, a gyógyulásnak. Egy „beragadt”, stagnáló, vegetációs állapotot generál az „olajozó” szint alatt álló inflációs érték. Az irányadó kamat erre az időszakra már az alsó korlátjánál járt, így kamatdöntéssel az élénkülés jeleiig nem léphetett a monetáris politika.

A japán kormány elhasználta ütőkártyáját azzal, hogy a pénzügyi rendszert, és a kereslet fellendülését a költségvetés rovására támogatta, ami csitította a visszaesést, ám csitításon kívül mást nem ért el. Eközben ennek hatására az államadósság növekedése nem tette lehetővé a további fiskális élénkítő akciókat. A 2000 augusztusában a monetáris döntéshozók tettek kísérletet 0,25%-os kamatemelésre a másfél éve tartó 0%-os szintről, ám év végére már

ismét deflációs tünetek mutatkoztak, így a monetáris politika innentől kezdve csak a mennyiségi lazítás elvében bízhatott (Oszvald-Pete, 2003). A banki portfóliók nem tisztultak, a hitelkihelyezések minősége továbbra is gyenge banki felügyeletről árulkodott. A gazdasági mutatók egyre romlottak, és már olyan veszélyek is fenyegetővé váltak, mint a pénzügyi krízistől való félelem önbeteljesítő képessége, mely a gazdasági szereplők várakozásaiban jelenik meg. Erre hatni pedig sokkal komplexebb feladat a politikai döntéshozók számára. Olyan nem konvencionális eszközök kerültek bevezetésre, melyeknek hatása kérdéses volt, némelyike csak átmeneti javítást nyújthatott, ilyen volt a központi bank által a „bajba jutott nagybankok” tartott részvényeinek megvásárlása és a költségvetési hiány nagyobb mértékű monetizálása (Oszvald-Pete, 2003). Minden japán stabilizációs akció szélmalomharcnak tűnik ha rátekintünk a fejezetet nyitó japán maginflációs változásokat bemutató ábrára. A defláció állandósult, majd a válság előtt egy gyors és nagymértékű áremelkedés megközelítőleg kétszer akkora zuhanást eredményezett a válság kitörésekor, ismét deflációba sodorva a gazdaságot.

Mi történt? Miért eredménytelen minden politikai lépés Japánban? A magyarázat az eurozóna elemzésénél még igen hasznosnak bizonyulhat. Anélkül, hogy az Oszvald-Pete-féle elméleti levezetést ismertetném, röviden be kell mutatnom a likviditási csapda valamint a deflációs spirál fogalmakat.

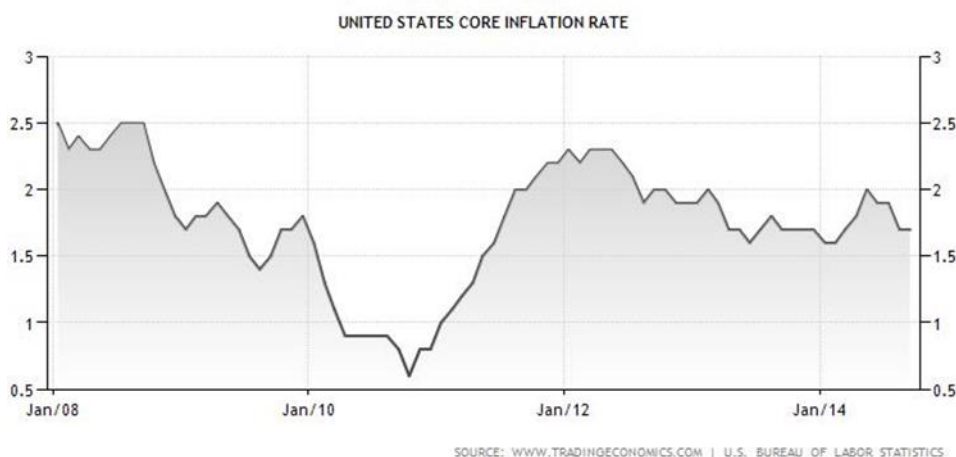
Japánban az aggregált kereslet 25 éve tartó gyengélkedéseit figyelhetjük meg, amely nem biztos, hogy a kezdeti recesszió negyedévszázados elhúzódásaként azonosítható. Visszakanyarodva a dolgozat elejére, amikor a sokkok Mishkin által bemutatott hatásait ismertettem, a táblázatból kikereshető az a sokk, ami leginkább jellemzőnek látszik a helyzetre. Amennyiben egy tartós sokkról van szó, ezen sokk hatásait szenved Japán. A negatív keresleti sokkról van szó. A táblázat szerint, amennyiben nincs politikai válasz a sokkra, az nagymértékű inflációesést és visszaeső, de végül az alaphelyzetbe, a potenciális szintre visszaállló kibocsátást generál. Megfelelő mértékű expanzív monetáris politikával, amit most kamatsökkentésként képzelünk el, az inflációs érték is visszaállítható a kiindulási állapotba. Viszont Oszvald és Pete felteszik a kérdést, hogy mi történik, ha a sokk olyan nagy mértékű, hogy az árak visszafordítására az irányadó kamatot nulla alá kellene csökkenteni ahhoz, hogy megfordítsa a trendet (Oszvald-Pete, 2003)? Ebben az esetben a kamatláb csak a nulla szintig csökkenhet, miközben az árak nem fognak a kívánt szintre emelkedni. Nulla szintű irányadó kamatlábbal a monetáris politika gyakorlatilag hatástalanná válik a következő szempontból: indokolt lenne a kamatláb továbbcsökkenése, de nem csökkenhet tovább, többé

nem hathat az infláció növelésére. A mennyiségi lazítás, „pénzpumpálás” a nominális változókat mozgatja, de hosszú távon nem hathat az aggregált keresletre. A 2000 utáni japán gazdasági helyzettel kapcsolatban feltűnhetett egy veszélyes tényező: „a pénzügyi krízistől való félelem önbeteljesítő képessége”. Ez a kifejezés nem szól másról, mint a várakozások szerepéről. Míg változókat mozgathat a monetáris és a fiskális politika, a fogyasztók preferenciái, attitűdjei nehezen befolyásolhatóak. A korábbiakra visszautalva: nem elég a gazdasági szereplőket egy ballisztikus rakéta alkatrészeinek tekinteni, hiszen a különbség éppen az, hogy ezek az alkatrészek önálló értékítéllettel és gazdasági preferenciákkal rendelkeznek. A likviditási csapda és a deflációs spirál szempontjából tehát a várakozások szerepe a kulcstényező. Amennyiben a gazdasági szereplők árcsökkenést észlelnek, méghozzá olyan nagymértékűt, hogy joggal számíthatnak további csökkenésre, a kamatcsökkentés bizonyos mértékig hatástalan lesz döntéseikre, ha a további árcsökkenésre való várakozás motivációja sokkal nagyobb, hiszen ugyanazon termékhez a jövőben várhatóan kisebb ráfordítással juthatnak hozzá. Amennyiben ilyen körülmények között az irányadó kamat eléri a nulla szintet, a gazdasági szereplők számára megszűnik ellenerőnek lenni. Az árcsökkenés miatt visszafogott jelenbeli fogyasztás önbeteljesítő módon további árcsökkenést generál, ami termelői szinten is árcsökkenést jelent, és összességében a gazdasági növekedés fog visszaesni, esetleg megállni, a gazdaság kibocsátása beszűkül, összezsugorodik. Ez a deflációs spirál jelenségének lényege, a deflációs folyamatok a várakozások változásán keresztül további lefelé mutató deflációs nyomást generálnak, miközben a monetáris politika nem hat többé az inflációra. Eközben az irányadó kamat a piaci kamatokat is lenyomja, hosszú távon futamidőtől függetlenül is érvényesül ez a hatás, így a már korábban ismertetett folyamat alapján nulla-közeli betéti kamatok esetén inkább megéri készpénzben tartani a pénzünket, ez viszont a bankok likvid eszközeinek elapadásához vezet, ami az irányadó kamat „tehetetlenségéből” következően, szintén csaknem visszafordíthatatlan folyamat. Ezt nevezzük a likviditási csapda jelenségének.

A 2003-as japán helyzet érdekessége abban áll, hogy amellet, hogy a monetáris politika hatástalanná vált, a fiskális politika is érvényét veszítette a fiskális ösztönzés által generált csaknem kezelhetetlenné váló államadósság-növekedés miatt, amely nem tette lehetővé további ösztönző reformprogramok bevezetését. A reménytelen kilábalási lépéseket szemlélve, valamint azt belátva, hogy a két ismertetett fogalom ellen elméletben nincs orvosság teljes strukturális átalakítás nélkül, kísért a gondolat, hogy Japán 25 éve tartó beteg gazdaságában e két fogalmat ismerjük fel, mint mozgató tényezők.

Figyelmünk nem lankadhat, a likviditási csapda és a deflációs spirál jelensége manapság rendszeresen előfordul az Eurozóna jövőjét felvázoló egyes prognózisokban.

3.2. Nem Probléma, Kihívás! – a Federal Reserve stabilizációs tevékenysége és eredményei Zéró-szint alatt



5. ábra: Az Egyesült Államok maginflációjának alakulása 2008-tól napjainkig

Forrás: Trading Economics - <http://www.tradingeconomics.com/united-states/core-inflation-rate>

Az előző fejezethez hasonlóan érdemes ismét a maginflációs mutatókat vázolni 2008-tól kezdve napjainkig, hiszen így gyakorlatilag a globális pénzügyi válság során bekövetkezett árváltozásokat kísérhetjük nyomon. Több speciális tényező is adott az USA-ban, amit feltétlenül ismertetni szükséges, mielőtt belekezdenénk a tapasztalatok összefoglalásába. Amennyiben az irányadó kamat alakulását valamint a monetáris politika lehetőségeit szeretnénk vizsgálni a válság során és tanulságokat szűrni le, először is tisztáznunk kell, hogyan is áll a Federal Reserve a korábbi Föld-tenger-domborzat metaforánk fényében a lemerülés ügyében.

- A világgazdasági válság az Egyesült Államokból indult, mégpedig a jelzálogpiacokról, az ingatlanbuborék kipukkadásával.
- Az Egyesült Államok pénzügyi rendszerében a tőkepiacnak kiemelt szerepe van

- A Federal Reserve kettős mandátumú monetáris politikát folytat, az árstabilitás megteremtése mellett célja a teljes foglalkoztatottság megteremtése, továbbá támogatja a pénzügyi stabilitás fenntartását (Fed, 2012)
- 2008 decemberétől a Federal Reserve irányadó kamatát (Fed Funds Rate) 0,25%-on tartja
- 2012 januárjától a Federal Reserve számszerű inflációs célt tűzött ki, mely a fogyasztói árindexből (CPI) kapható meg, a célérték 2% (Fed, 2012)
- Előrejelzések és az előretekintő iránymutatás alapján az irányadó kamat emelése, vagyis a laza monetáris politika befejezését jelző lépés 2015 első félévének végén várható (Alexander-Caranci, 2014)

Míg Japán tárgyalásánál a tapasztalat azt mutatja, hogy a zéró irányadó kamatlábszint elérésével a mennyiségi lazításban megtestesülő monetáris politika a jelek szerint továbbra is legfeljebb halvány érdemeket tudhat magáénak az árstabilitásra való törekvésként, az Egyesült Államoknál egészen más a helyzet. A Federal Reserve a jelek szerint, ha nem is fejlesztett ki tökéletes oxigénpalackot, semmiképpen sem ütközött falba a 0,25%-ra beállított irányadó kamattal. Nemkonvencionális eszközei igen komplex módon kidolgozottak, és bár kísért a gondolat, hogy a komplexitásban professzionalizmust lássunk, az eredmények nem cáfolják ezt, különösen ha később az ECB stratégiáját vetjük össze vele.

A Federal Reserve fennállása során számos, példaértékű, esetleg más monetáris rendszerben meg sem valósítható lépést tett, és az eredmények legtöbbször őt igazolták. Megalakulása óta például a pénzügyi stabilitásért vállalt felelősség alapvető céljai között van, miközben például Ottmar Issing a Central Bank Paradise Lost című munkájában európai szemléletet képviselve határozottan érvel az ellen, hogy a központi banknak beavatkozási joga legyen a pénzügyi piacokon (Issing, 2012). Az USA-ban ez mégis működik, ráadásul a kezdetektől a rendszer része. Kétmandátumos modellt alkalmaz, ami szintén elentétes az európai szemlélettel, hiszen

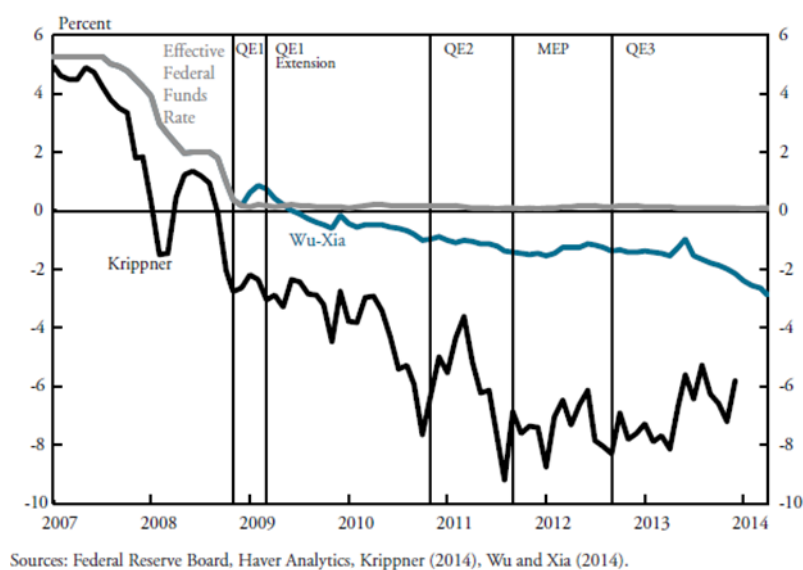
- a kétmandátumos monetáris politikában létezik az árstabilitás-cél számára egy konkurens cél, amelyre való törekvés bizonyos esetekben háttérbe szoríthatja az árstabilitás megteremtését, így a jegybanknak házon belül kell érdekellentétekkel szembesülnie.

- a Phillips-görbe bár mutat összefüggést a munkanélküliségi ráta és az infláció között, hosszú távon az összefüggés nem áll fenn, így felesleges a jegybank hosszú távú szemléletét és célélérését rövid távú összefüggő mintázatok felismerésével és értékelésével megzavarni.

A Federal Reserve megtehetette, hogy 2012-ig nem tűzött ki számszerű inflációs célt, majd mikor kitűzte, gyakorlatilag ennek kommunikálásával is a lépés egy nemkonvencionális eszköznek bizonyult, világosan azonosítható pozitív hatással.

Mindennek a kulcsa a transzparencia elve, az intézmény hitelessége, a működésébe vetett bizalom a kezdetektől a legfontosabb segítője az amerikai monetáris döntéshozóknak. Ami Japán esetében a legveszélyesebb pontot jelentette, az Egyesült Államok esetében a példátlan siker kulcsa: a ballisztikus rakéta alkatrészei, vagyis a várakozásokkal rendelkező gazdasági szereplők. Alapvetően világosnak látszik, hogy nincs jó monetáris politikai lépés, amennyiben a gazdasági szereplők várakozásaikkal, attitűdjükkel nem validálják azt döntéseik által. A kulcs ez, és az ECB esetében ebben fog rejleni az egyik legnagyobb tanulság.

Tekintsük át tehát, hogyan boldogult a Federal Reserve a tengerszint alatti világban! Emlékeztetőül érdemes az USA-ra számított kétféle árnyékkamatrátákhoz és az irányadó ráta változásaihoz kapcsolódó grafikont itt is megsejmelni, hiszen az ábra a Fed nemkonvencionális eszközeinek bevezetési időpontjait is tartalmazza, ezáltal lehetőséget ad az intézkedések hatásait is felmérni. További következtetéseket levonni a fejezetet nyitó maginflációs diagram segíthet.



6. ábra: Árnýékkamat-hozamgörbék a Federal Reserve esetében 2007-től napjainkig valamint a nemkonvencionális monetáris politikai intézkedések időpontjai
Forrás: Craig S. Hakkio, George A. Kahn - Evaluating Monetary Policy at the Zero Lower Bound (2014)

Az ábrán szereplő nemkonvencionális monetáris eszközökön kívül az előretekintő iránymutatás, valamint az inflációs célérték kitűzésének hatásait igyekszem bemutatni.

Korábbi metaforánknál maradva az előretekintő iránymutatást a „védőruha” vagy bűváruha névvel illelhetjük. A transzparencia ilyen megnyilvánulása megteremti a lehetőséget kellő hitelesség adottsága esetén, hogy megváltozott környezetben is nyugodtan, bátran dolgozzák ki a döntéshozók a szükséges monetáris lépéseket. Kommunikációjukkal a gazdasági szereplők várakozásait is horgonyozzák, segítenek, hogy a jegybank hitelessége töretlen maradjon. Alapvető cél az, hogy a megváltozott környezetben is ugyanolyan fokú hitelességgel bírjon a monetáris politika, mint a bejelentést megelőzően. Az USA-ban ez a csatorna hagyományosan jól működik, mint korábban ez már kiderült.

A Fed előreemutató iránymutatásában a kamatdöntésre irányuló lépéseket érdemes kiemelni, hiszen ez által tájékozódhattak a gazdasági szereplők, hogy előreláthatóan a döntéshozók mikor tervezik befejezni válságkezelő, expanzív nemkonvencionális monetáris politikájukat. Az irányadó Fed Funds Rate 2008 decemberében lett 0,25%-os értékre beállítva (Mishkin, 2013). Ezt követően a várakozások horgonyzására és a mozgástér biztosítására a Fed az előretekintő iránymutatás több formáját alkalmazta: a kamatdöntést követően az ún. időfüggő iránymutatást alkalmazta kommunikációjában, az irányadó kamat szinten tartásának időtávjára az „egy ideig” („for some time”) kifejezést használta. 2009 márciusában ez „tartós ideig”-re változott („for extended period”), majd 2011 augusztusában, stílust váltva az ún. nyíltvégű iránymutatást kezdték alkalmazni, „legalább 2013-ig” szövegezték a kamatszint tartásának ígérete. 2012 januárjában, amikor „legalább 2014 végéig”-re változott az iránymutatás, első alkalommal kerültek publikálásra a döntéshozók „kamatra vonatkozó feltételes előrejelzései” is. 2012 szeptemberétől kezdve jelenleg is a „legalább 2015 közepéig” („at least throughout mid-2015”) van érvényben (Csontos-Lehmann, 2014). Ám tartalmi elemmel is bővült az iránymutatás, a 2014 februárjától a Fed elnöki posztját betöltő Janet Yellen igyekezett hangsúlyozni kommunikációjában, hogy az expanzív monetáris politikát támogató eszközvásárlások kivezetése után is alacsony szinten fog maradni az alapkamat, és növelésének megkezdéséről több tényező alapján döntenek majd (Csontos-Lehmann, 2014).

A várakozások befolyásolásának ilyen iránya előreláthatóan sikeresnek bizonyul, bár kérdéses, hogy idővel a nyíltvégű iránymutatás nyílt végének állandó „továbbtolása”, nem-e csorbítja majd előbb-utóbb a Fed hitelességét, hiszen a mindig újabb időpont azt is kommunikálja, hogy „dolgozunk az ügyön, de még nem vagyunk készen”. Mindez azért ronthatja a kilátásokat.

Ezek után térjünk át a nemkonvencionális monetáris politika, mint oxigénpalack működésének rövid ismertetőjére!



7. ábra: Szezonálisan nem szűrt inflációs várakozások alakulása 2008-tól napjainkig, havi bázison, az Egyesült Államokban, az University of Michigan módszere alapján
 Forrás: Economic Research – Federal Reserve Saint Louis - <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/MICH>

A hatások vizsgálatához az maginfláció és az árnyékkamatok változásán kívül a rendszer stabilitása szempontjából a legfontosabb tényező, az inflációs várakozások alakulását is érdemes figyelembe venni. Az ábra Michigani Egyetem által számított, felmért inflációs várakozásokat tükrözi, nagyobb eltérést mutat számokban a maginfláció alakulásától, ez betudható annak, hogy itt az adatok nem tisztítottak szezonális hatásoktól, továbbá a várakozások a fogyasztói árindexen alapuló inflációs értékekre vonatkoznak. A dinamika mégis sokat elárulhat az adott döntések hatásairól.

Az első jelentősebb volumenű intézkedés, amely részben az irányadó kamat szerepét volt hivatott kiváltani az ún. nagy volumenű eszközvásárlások néven futott (Large-Scale Asset Purchases - LSAP), amelyet a grafikon a QE1, vagyis a „mennyiségi lazítás 1” programként

jelöl. 2008. november 25-én került meghirdetésre, elsődleges cél a hitelpiacok „felébresztése”, a hitelfelvétel iránti bizalom visszaállítása volt. 2008 decemberétől 2010 márciusáig tartott a program, Az eszközvásárlás 1400 milliárd dollárnyi jelzálogfedezetű értékpapírból és 300 milliárd dollárnyi állampapírból állt. A hitelezési kedv helyreállítását tehát a Federal Reserve likviditással és ezen keresztül a piacokon a kockázati prémium csökkentésével kívánta elérni. Bár QE rövidítéssel fémjelzett a program, a döntéshozók sokkal inkább a Credit Easing kifejezéshez ragaszkodtak, jelezve ezzel, hogy nem a mennyiség növelését célozzák, hanem az összetétel minőségének javítását, ez esetben a hitelez „könnyítését” (Lehmann-Mátrai-Pulai, 2013). Nézzük most meg a program hogyan hatott az árnyékkamatrátaakra, valamint a maginflációra! Amennyiben várunk valamilyen hatást, az árnyékkamatokban csökkenésre számítunk, ami jó esetben nem fordul kis idő után növekedésbe, míg a maginflációnál fél-egyéves késéssel inflációs növekedést várunk. Míg a Krippner-árnyékkamatok jelentős mértékű csökkenést mutatnak, a Wu-Xia-féle mutatók szintén, de a csökkenés esetükben mindenképpen szolidabb, és kevésbé volatilis. A maginfláció esetében a grafikont nézve nem láthatunk középtávon növekedést. Lehmann, Mátrai és Pulai hatásként az inflációs várakozások növekedését említi, a várakozások volatilitásának csökkenését, miközben a hosszú lejáratú papírok kockázati prémiumai 100 bázisponttal csökkentek (Lehmann-Mátrai-Pulai, 2013). A Michigani Egyetem mutatói a várakozásokban a QE1 ideje alatt (2008 decemberétől 2010 novemberéig) szolid növekedést mutatnak, korábbi adatokhoz nem mérve, Lehmann-Mátrai-Pulai következtetésével ellentétben volatilis várakozásokat figyelhetünk meg, ám emelkedés-esés szintjén a mutató 1%-os értéken belül változik.

A következő időszak a 2010 novembere és 2011 júniusa közötti időszak, a QE2 program ideje. A program keretében a Federal Reserve 600 milliárd dollár értékben vásárolt állampapírt vásárolt, és a jelzáloglevelek hozamát visszaforgatta további állampapírok vásárlásába, így tartva szinten a jegybanki mérlegét (Lehmann-Mátrai-Pulai, 2013). Az állampapír-fókuszú második lazító eszközvásárlási program a hosszú lejáratú állampapírok hozamát 18 bázisponttal csökkentette, az inflációra kifejtett hatás egyes szakemberek szerint elhanyagolhatóan kis mértékű volt (Chen et al. 2012). Azonosítsuk ábráinkon a hatásokat! A maginfláció feltehetőleg a QE1 és QE2 kummulatív hatásaként a QE2 időszakát követő idősakra csaknem 1,5%-nyit növekedett, 0,6%-körüli értékről indulva. Az árnyékkamatoknál, míg a Wu-Xia-féle metódusú értékek kis meredekséggel, de folyamatosan, kilengés nélkül csökkennek, a Krippner-féle árnyékkamatoknak a program első negyedében

egy nagyobb volumenű pozitív kiugrása figyelhető meg, feltételezhetően valamilyen rövid távú antiinflációs hatásnak köszönhetően. Ezt követően a teljes vizsgált időszak legnagyobb esését produkálják a Krippner-kamatok, -9%-ra esnek a program végére. A Michigani inflációs várakozások-index a program meghirdetésekor az inflációs várakozások kb. 2%-os hirtelen növekedését jelzi, majd a program végére az érték 1%-kal visszaesik, feltételezhetően a vártnál kisebb mértékű javulás megtapasztalásának köszönhetően. Összességében mégis az inflációs várakozások növekedését figyelhetjük meg.

A jelek szerint a QE2-program nagy volumenű kedvező irányú változásokat generált, amelyek a kezdeti nagy kilengések csitulása után is alapvetően a kívánt irányba mutattak.

A piacok minőségi javítását célzó mennyiségi politikát, egy sokkal inkább minőségi, mint mennyiségi változást célzó strukturális lépés követte, mely elméletileg szintén az irányadó kamat szerepét helyettesíti, mégis alternatív megoldásnak tekinthető. A hatások vizsgálata tehát még érdekesebb ez esetben.

A MEP (Maturity Extension Program) 2012 szeptemberében került meghirdetésre. Leginkább Lejáratú Kiterjesztés-Programnak lehetne fordítani. A program elsődlegesen a jegybank mérlegének átstrukturálását célozza oly módon, hogy a jellemzően rövid távú értékpapírjait (legfeljebb 3 év futamidejű), portfóliójában hosszú távúakra cseréli (6-30 év futamidejű) (Lehmann-Mátrai-Pulai, 2013). Elad papírokat és vásárol. Tehát az eddigi programokkal ellentétben nem a piaci likviditás bővítése áll középpontban, így nem is célzottan az infláció növekedésében kell keresnünk a hatást. Az irányadó kamat, mely egy benchmark rövidtávú hozamértéket jelez, tartós fennállása esetén a hosszú lejáratú hozamvárakozásokat is csökkenti, így tartósan élénkülhet a beruházási/hitelfelvételi kedv. A lépés lényege itt, irányadó kamatérték hiányában, éppen ugyanez, a hosszú távú hozamelvárásokat leszorítani. Azzal, hogy a Federal Reserve hosszú lejáratú papírokat vásárol, míg mérlegében növekszik a hosszú lejáratú eszközök állománya, a piacon csökken, miközben relatíve a rövid lejáratú papírok száma jelentősen növekszik. Ezt a hatást erősíti a Fed azzal, hogy el is ad rövid lejáratú papírokat, tovább növelve a hosszú lejáratúakkal szemben az arányt. Az adok-veszek stratégia a mérlegérték változatlanosságát szolgálja, a strukturális változás következménye viszont, hogy míg a piacon csökkent a magas kamatkockázatú papírok állománya, a Fed portfóliójában nőtt. A piacok tehát mentesítve lettek a rendszerkockázat egy részétől, ami a hosszú hozamok csökkenését is támogatta. A program eredetileg 2012 júniusáig volt meghirdetve 400 milliárd értékű kötvény cseréjére, de

a programot meghosszabbították (Lehmann-Mátrai-Pulai, 2013). Nézzük meg ábráinkon a hatásokat!

Árnyékkamataink a program bejelentésétől napjainkig nézve a dinamikát, némileg ellentmondó eredményeket diktálnak, egymásnak is, és az elméletnek is. A hozamok csökkenését várjuk, olyan irányú hatást, mint amerre az irányadó kamat csökkentése mutatna. Míg a Wu-Xia-mutatóban némileg megtorpant, de lassú folyamatos csökkenést láthatunk, a Krippner-mutató kis tartományban volatilis, és trendje enyhén felfele kezd mutatni. Az inflációs mutatóink viszont a sejtésünknek megfelelően alakulnak, a maginfláció kisebb növekedés, majd még kisebb csökkenés után egy egyértelműen azonosítható konstans szint körül kezd kis mértékben ingadozni. A várakozásoknál szintén ez figyelhető meg, a kilengés mértéke csitul, és egy érték köré kezdenek a várakozások csoportosulni. Ennek magyarázata a következő lépés bemutatásához vezet, melynek okai tulajdonképpen logikusnak tűnnek.

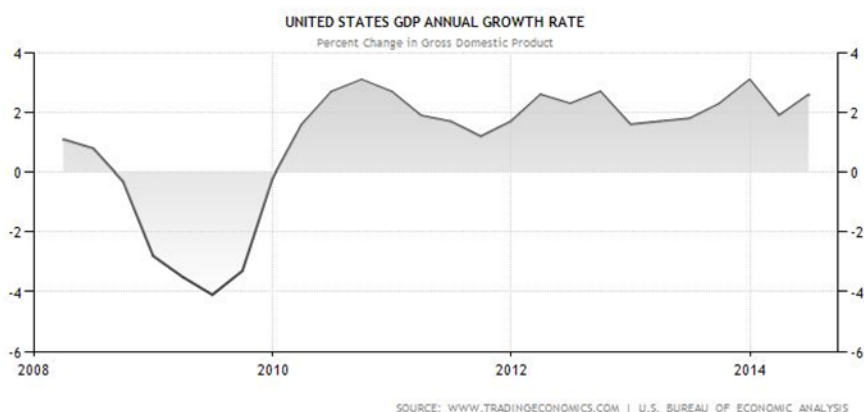
Az értékpapírpiacon eszközeinek átlagos lejárata csökkent, a hozamok csökkentek, a Fed mérlegegyenlege nem változott, pusztán a kockázatos eszközök részaránya nőtt, míg a piacon csökkent. Ez a lépés nem nyújtott likviditást a piacoknak, tehát mint korábban megállapíthattuk, az infláció dinamikájában a program hatására nem vártunk jelentős változást. Ám Ben Bernanke a Federal Reserve akkori elnöke nem „hagyta magára” az árstabilitás megteremtését, mint elsődleges célt. 2012 januárjában a MEP-program ideje alatt számszerű célt tűzött ki az inflációra, az inflációs célkitűzés rendszerének legfontosabb elemét implementálva (Bernanke, 2012). Korábban a nagyfokú hitelesség érdekében nem volt szükség a számszerűsítésre, így most a konkrét célkitűzés egy bizalomnövelő lépésként hatott a gazdasági szereplők számára, a számszerű cél kitűzését a Fed gyakorlatilag egy nemkonvencionális stabilizáló eszközként vethette be, mint „titkos fegyvert”. Az infláció tehát nem maradt egyedül, azonnali hatásként a 2%-os célnak megfelelően a maginflációs értékekben és az inflációs várakozásokban azonnali igazodást fedezhetünk fel egy fix értékhez, ami a mérési különbségek miatt tér el a 2-es értéktől. Az inflációs várakozások horgonyzásával gyakorlatilag a felépülésnek „ágyazott meg” a Fed, hiszen az árdinamikák az árstabilitáshoz szükséges kitűzött értékhez kezdtek tendálni.

Az utolsó itt bemutatott program a QE3, melyet 2012 szeptemberében hirdettek meg nyíltvégű programként, nem tűztek ki határidőt és összeghatárt se, rugalmasan alkalmazhatóvá téve ezzel a programot. A korábbi módszert alkalmazva a jelzáloglevelek és a MEP hozamait újra befektetve, továbbá a havi 40 milliárd dollár értékben vásárolt jelzálog fedezetű értékpapírok mellett a Fed tovább folytatta a hosszú lejáratú és kockázatos papírok

„elszívását” a piacokról, tovább csökkentve a hozamokat, és élénkítve a növekedést. Portfóliójában havonta 85 milliárddal emelkedett a hosszú lejáratú papírok állománya. Ennek fényében nézzük meg a kifejtett hatásokat!

A maginfláció és az inflációs várakozások közül különösen az utóbbi mutat még simább tendenciát a korábbihoz képest, a maginfláció is igazodik egy értékhez, de 2014-ben mutatott egy gyors, fél százalékos növekedést, ami aztán egy kissé magasabb szintre csökkent vissza jelenlegi állás szerint. Az árnyék kamatok esetében a Krippner-értékek továbbra is volatilisak és növekedést mutatnak, a Wu-Xia-kamatok viszont feltételezhetően az intézkedések kumulatív hatásaként, a feltételezett hatásmechanizmusnak köszönhetően nagyobb mértékű csökkenésbe kezdett a QE3 meghirdetése óta, megközelítőleg -3%-ra csökkent az értéke kb. 1%-os változás eredményeként. Ez 2008 decemberétől a Wu-Xia-értékekben 3%-os csökkenést jelent az intézkedések hatásaként.

A hatások értékeléseként vizsgáljuk meg, hogyan változott az amerikai GDP éves növekedési rátája!



8. ábra: Az amerikai GDP éves növekedési rátája 2008-tól napjainkig

Forrás: Trading Economics - <http://www.tradingeconomics.com/united-states/gdp-growth-annual>

A Federal Reserve irányadó kamat-helyettesítő nemkonvencionális eszközeinek hatását szemlélve levonhatjuk, hogy bár nem generáltak gyors javulást, hatásuk összességében midnenképpen a kívánt irányba mutat. A GDP éves növekedési ráta 2009-es -4%-os értéke megfordult és látható módon, egy konstans, 2%-os növekedési szint körül mozog mára. Ez nagy eredmény, hiszen Japánnál láthattuk, hogy egy gyógyítónak szánt lépés gyakran utólag csupán felületi kezelésnek bizonyult, és a gyors változás utána mutatók esetleg még

mélyebbre is estek vissza, mint az intézkedés előtt. A Federal Reserve, mely a világon a monetáris politika hitelességének tekintetében és ennek megfelelően annak hatékonyságában is az élen jár, válságkezelő politikájával, melyet 0,25%-os irányadó kamat mellett kellett, és kell a mai napig is véghezvinnie, láthatóan nem felületi kezelést hajtott végre. Lehetőségeit és hitelességi politikáját okosan felhasználva nagyban hozzájárult az amerikai gazdaságban a jelenlegi állapothoz, mely remélhetőleg a világgazdaságba is szép lassan begyűrűzik majd: a lassú gyógyulás állapotához.

4. A VÉN EURÓPA ÉS A TANULSÁGOK

A dolgozat zárófejezetéhez érkeztünk, ami - rendhagyó módon -, a lényegi résznek felel meg. Céлом az volt, hogy az elméleti háttér bemutatásával, valamint az irányadó kamat szempontjából két, hasonló helyzetben lévő ország eltérő eredményeit ismertetve és a tanulságokat levonva, megteremtsem azt a keretrendszert, amely mentén az Európai Központi Bank kamat-, jobban mondva „kamatnélküli”-politikáját értékelhetem, remélve, hogyha újdonságra nem is bukkanok, legalább egy korrekt, kiterjedt összefoglalását vezethessem le az Eurozóna aktuális helyzetének, továbbá a jövőbe mutató kilátásainak.

Hogy az eddig leírtak mindenképpen hasznosuljanak valahogy, a fejezetet azon szempontok felírásával kezdeném, amik mentén haladva elvégezhető az összefoglalás.

Legelőször az Európai Monetáris Unióra vonatkozó egyes érveket és ellenérveket foglalom össze, Paul Krugman-Murice Obstfeld valamint Paul De Grauwe véleményeit ismertetve. Itt a sokkokról írtakra lesz szükségünk. Ezek után, ignorálva a semleges reálkamatok csökkenését, mint magyarázó tényezőt, az Eurozóna egésze és az egyes tagországok Taylor-kamatgörbéivel foglalkozom, amely érdekes tanulságokkal szolgál az EKB monetáris politikai hatásosságát illetően. Ezek után a Wu-Xia módszer által becsült árnyékkamatokról írok. Ezt követően összefoglalom a japán válság és az Eurozóna 2008 utáni helyzetének közös pontjait, koncentrálni a deflációs félelmekre. Majd jó példaként a Fed zéró-kamat melletti politikájából leszűrhető tanulságokra mutatok rá, annak fényében, hogy az EKB milyen módon igyekezett a válságot kezelni. Végül megteesszük a konklúzió konklúzióját, értékelem a leírtakat, és igyekszem a leszűrtekből egy irányt meghatározni, ami a növekedést és az Európai Unió jóléti helyzetét támogathatja.

Mint korábban láthattuk, a „víz alá merüléshez” szükséges megfelelő eszköztár kifejlesztése napjaink monetáris politikáinak a legnagyobb kihívása. A nullára csökkent, korábban legfontosabb monetáris politikai iránymutató érték nem képes többé irányt mutatni a gazdasági szereplőknek az árstabilitás felé. Így szerepét a nemkonvencionális monetáris politikai eszközök igyekeznek kiváltani. Japán és az Egyesült Államok esetében gyakorlatilag egy-egy ország problémájáról beszélhettünk. Az Egyesült Államoknál bár a szövetségi államok külön entitással rendelkeznek, összességében egy országot alkotnak, így az egységes politika is célravezető. Fejezetünk alanya viszont sokkal nehezebb helyzetben van. Az Európai Unió és azon belül is az Eurozóna eltérő nyelvű, kultúrájú, érdekű országok egysége. Ebből következően a közös célok kitűzéséhez nagy kompromisszumkészségre van szükség

egyes tagállamok részéről, továbbá számítani lehet arra, hogy az eltérő érdekek miatt a közös célok valamiféle átlagolt, mindenkinek jó-típusú konszenzust takarnak. Ez veszélyes dolog egy működő rendszerre nézve. Az eltérő háttérű tagállamok eltérő problémákkal is küszködnek, amelyekre eltérő, országspecifikus megoldásokra lenne szükség.

Az Európai Központi Bank célja középtávon az árstabilitás fenntartása, amely ösztönző funkciójával támogatja a gazdasági aktivitást. Ezen kívül segítené a befektetési aktivitást, a munkahelyteremtést és a potenciális növekedést is (Draghi, 2014). Az Eurozóna monetáris unióként működik, közös valutája az Euro. A fiskális politika tagállami hatáskör, miközben a monetáris politikáért az Európai Központi Bank felel, mint a közös valuta kibocsátója. Nézzük meg mit jelent mindez a tagállamokra nézve!

Az euroövezet 1999-es megalapítása után nem sokkal Paul Krugman és Maurice Obstfeld írt egy esettanulmányt arról, hogy az eurozóna optimális valutaövezetnek számít-e. Létrehozott egy egyszerű elméletet, melyet a GG-LL-rendszernek nevezett. Az elmélet arra mutat rá, hogy egy országnak mikor érdemes belépnie egy monetáris unióba. A pozitív meredekségű GG-görbe az ún. pénzügyihatékonyság-nyereség mértékét jelzi a csatlakozó ország és a valutaövezet gazdasági integrációjának függvényében, míg a negatív meredekségű LL-görbe az ún. gazdaságistabilitás-veszteséget jelzi, szintén az integráltság mértékétől függően (Krugman-Obstfeld, 2003). Az elmélet szerint akkor érdemes belépni egy valutaunióba, amennyiben a két görbe metszéspontján, vagy attól jobbra helyezkedik el az ország, ugyanis ezen esetekben a belépéssel realizálható pénzügyihatékonyság-nyereség meghaladja a gazdasági-stabilitás veszteség szintjét, de minimum egy vele.

Krugman és Obstfeld értékelése szerint kereskedelem szempontjából a tagországok közötti kapcsolat jóval elmaradt az Egyesült Államok régióközi kereskedelmétől, és az árkonvergencia is csak bizonyos termékek piacán volt tapasztalható az országok között. A nyelvi eltérések miatt a munkamobilitás csak korlátozottan valósult meg. A két szerző további két tényezőt is említ, mint a valutaövezet optimalitási feltétele: a gazdasági szerkezet hasonlósága és a költségvetési föderalizmus. A gazdasági szerkezet hasonlóságát, mint a sokkok gyakoriságát csökkentő tényezőt emelik ki, ennek az eurozóna nem felel meg, hiszen régióként egészen mások a tőkeellátottsági körülmények, a technológiai fejlettség, stb. A gazdasági föderalizmus feltételez egy összesített költségvetéselszámolást, Krugman és Obstfeld az Egyesült Államokat hozza fel példának, ahol a bajba jutott, szegényebb szövetségi államokat Washington automatikusan a többi, egészséges állam adóbevételeiből segíti ki (Krugman-Obstfeld, 2003). Fiskális unió hiányában ez nem valósult meg az

eurozónában. Ezek fényében Krugman és Obstfeld nem tekintik optimális övezetnek az eurozónát, sokkal inkább egy kísérletnek, amely később politikailag is egyesítheti a tagállamokat, egységes Európát létrehozva, az Amerikai Egyesült Államok mintájára. A két szerző az aszimmetrikus gazdasági fejlődést nem tekinti egységes monetáris politikával és egységes kamatokkal kezelhetőnek. Megemlítik, hogy a monetáris unió megkívánja a politikai uniót is, de az eltérő érdekek mellett ezt nagyon nehéz feladat megvalósítani, továbbá probléma az is, hogy az EKB gyakorlatilag „múlt nélkül” kezdte meg működését. Ez a Federal Reserve-vel szembeállítva nagy veszélyt jelent a jövőre nézve, hiszen mint korábban levontuk a következtetést, miszerint nincs helyes monetáris politikai lépés megfelelő (nagy) mértékű hitelesség jelenléte nélkül. A munkaerő rugalmatlansága a nyelvi akadályok miatt nem valószínű, hogy virágzásnak indulna az eurozónában és ez, továbbá az országspecifikus fiskális politikai tényezők gátat szabhatnak az optimális működésnek.

A szerzők az Egyesült Államokkal összehasonlítva három szükséges strukturális lépést javasolnak ami elengedhetetlen az euroövezet megfelelő működéséhez:

- a munkaerőpiac rugalmasságának növelése,
- a teljes költségvetési rendszer reformja,
- a politikai egység felé való elmozdulás (Krugman-Obstfeld, 2003).

Paul De Grauwe 2011-ben nagyon hasonló következtetésekre jut *The Governance of a Fragile Eurozone* című munkájában. Írásának bevezető problémájaként arra az ellentmondásra világít rá, hogy ha az Egyesült Királyság államadóssága 17%-kal magasabb a spanyolénál (89%-72%), államkötvényeik hozama miért a spanyol esetben tartalmaz nagyobb kockázati prémiumot? Következtetése a sokkokra való monetáris politikai reakciókészségben talál okot a jelenségre, aláhúzza, hogy nem ellentmondás, a kisebb államadósság ellenére valóban nagyobb kockázatot hordoznak a spanyol állampapírok (De Grauwe, 2011). Ugyanis míg az önálló valutával rendelkező Egyesült Királyság egy keresleti sokk esetén, magas adósság mellett végső esetben vásárolhat állampapírt, jegybankja csökkenthet kamatot, befolyásolhatja a külpiaci kereslet csökkenése nem csökkenti az angol Font mennyiségét, addig a Spanyolországból sokk hatására kiáramló Euro más tagállamok piacára vándorolhat, az országnak nincs önálló valutája, melyet megfelelően megválasztott árfolyampolitika segítségével stabilizálhat, és miután az EKB monetáris unió egészére kiterjedő döntéseket

hozhat csak, nincs lehetőség arra, hogy spanyol állampapírokat kezdjen felvásárolni, csak kivételes esetben, rendszerszintű válság esetén (Draghi, 2014). Ebből következően a védőháló szerepű valutaunióban államcsőd szempontjából egyes tagállamok nagyobb veszélyben vannak, mint az önálló monetáris politikával rendelkező, valutaunió kívüli országban. Ugyanakkor a várakozások szerepére rávilágítva ki kell emelni, hogy Spanyolország leginkább a befektetői hangulat önbeteljesítő hatásaitól fenyegetett, amely a fentebb leírt körülmények miatt különösen veszélyes. Amennyiben a befektetők körében elterjed, hogy az országot államcsőd fenyegeti, épp ezért fogják kivonni pénzüket, eladva az állampapírokat, ami még feljebb hajtja a hozamokat, ami finanszírozatlanná és finanszírozhatatlanná teszi az államadósságot, valóban államcsődöt okozva (De Grauwe, 2011). Mindez az ország bankrendszerét viheti csődbe, hiszen a rendszerből az önműködő stabilizáló mechanizmusok maradnak ki (De Grauwe, 2011). Így De Grauwe szerint egy nagyobb keresleti sokk a perifériaországok kockázati szintjére taszíthat tagállamokat. A védelem növelésére Krugmanhoz és Obstfeldhez hasonlóan ő is a politikai unió kis lépésekben történő kiépítését szorgalmazza, miután belátja, hogy jelenlegi formában elképzelhetetlen, hogy ez egységes közös érdeké váljon. Ezen veszélyes hatásokat mindenképpen meg kell szüntetni, hiszen bár politikai unió nincs, a növekvő gazdasági integráció miatt egy-egy csődközel állapot továbbfertőzhet az euroövezeten belül, veszélybe sodorva ezzel az egész rendszert. Továbbá a bajba jutott országok megsegítési mechanizmusával is egyértelmű gondok akadnak: 189 német közgazdász a moral hazard veszélyeire hivatkozva tiltakozott a 2013-ban megalakult European Stability Mechanism (ESM) ellen, amely mentőalapként szolgál a bajba jutott országok számára. Az önérték érthető, Németországnak, az EU motorjaként, nyilvánvalóan arányosan többet kell befizetnie ebbe az alapba az adófizetők pénzéből. Ugyanakkor, bár a moral hazard veszélye fennállt például Görögország esetében, alapvetően nem vették figyelembe, hogy léteznek veszélyes csődbetaszító mechanizmusok az eurozónában (De Grauwe, 2011). Ennek megfelelően tehát az amerikai mintájú, jól működő gazdasági föderalizmus rendszerének kialakítása, amelyet Krugman és Obstfeld elengedhetetlennek tartott 10 évvel ezelőtt, a mai napig igen merész, és idealista álomnak tűnik.

De Grauwe három lépést lát szükségesnek a valóban védőhálót kialakító politikai unió megvalósításához:

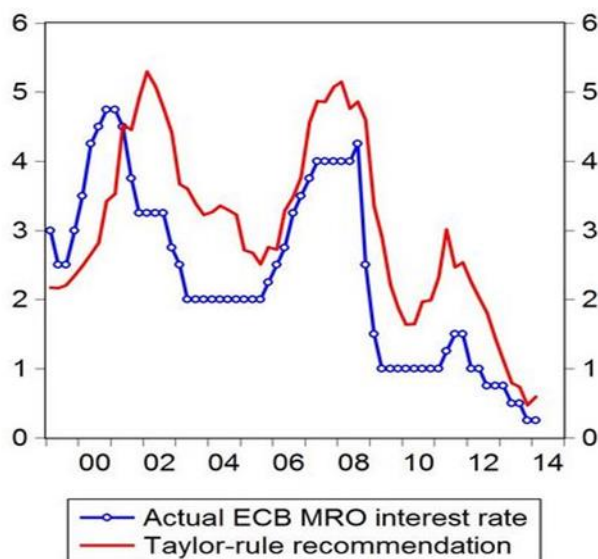
- Az IMF mintájára egy Európai Monetáris Alap megalkotása – a 2013-ban megalakult ESM ezt a célt szolgálja - De Grauwe szerint: egyelőre közel sem ütőképes intézmény

- Eurokötvények kibocsátása – kihívás: a) felszámolni az adósságfelhalmozásra irányuló moral hazard kockázatokat, valamint b) megteremteni a lehetőségét, hogy a jobb besorolású országok is profitáljanak a kötvényekből c) eltérő kötvényárak – De Grauwe szerint: a) kritériumok a kötvényprogramba való belépéshez, továbbá b) besorolástól függő ún. „kék” illetve „piros” kötvények bevezetése c) adott ország adósság szintjétől függő kötvényárakra van szükség
- Gazdaságpolitikák koordinációja – óvatosan lehetőséget adni az EKB-nak a pénzügyi stabilitásra hivatkozva, hogy egyes államokban megjelenő esetleg túlzott hitelfelvételi kedvet célzottan leszűkítse, megelőzve ezzel esetleges buborékok kialakulását adott autonóm piacon – végső cél: a fiskális ügyek átvétele (De Grauwe, 2011)

A kérdés az, hogy utóbbi valóban cél-e. A rendszer stabilitása szempontjából elengedhetetlennek tűnik. De vajon van-e az európai polgároknak ekkora elkötelezettség? Bár kultúrájukat nyelvüket nem, de országuk költségvetését, gazdaságpolitikáját fel kellene adniuk a valóban Egységes Európa megteremtésére. 2014-ben mindez teljességgel lehetetlennek tűnik, tekintve, hogy alapvetően nem az Egyesült Államokhoz hasonló kedvező adottsággal rendelkezik az Európai Unió az egység megteremtésének terén. A Krugman-Obstfeld és De Grauwe által ajánlott 3-3 pont közül csupán a munkaerő szabad áramlására vonatkozó szintén igen problémás kritérium nem a közös költségvetési politika megteremtését szorgalmazza. Ezen kedvezőtlen adottságok a monetáris politika sikeres működtetését nagy mértékben veszélyeztetik, hiszen amennyiben a tanulság az az európai polgárok számára, hogy a rendszer egysége és jövője szempontjából elengedhetetlen, hogy az önálló fiskális politikáról is lemondjanak, érdekükkel azonnal szembehelyezkedik az Eurozóna fenntartásának ügye. Így ezen logikát követve a Federal Reserve hitelességéhez hasonló a megfelelő működést elősegítő szint elérésére nagyon kevés az esély jelen körülmények között. Ez pedig nagyon rossz hír az EKB számára.

Az EKB működési környezetének, korlátainak bemutatása után tekintsük át az irányadó kamat alakulását ezúttal az Eurozóna megalakulásától napjainkig, a grafikonra vetítve a Taylor-értékeket is! Mint láthatjuk, az Eurozóna irányadó kamatai a megalakulásától kezdve a Taylor-szabállyal összhangban mozognak, a görbe alatt, szinte a kamatpálya a Taylor-görbe lejjebb tolt változatának felel meg. Az eltérések okairól már beszéltünk korábban, de ezen mintázat arra utalhat, hogy az egyenlet konstansa a valós számításokban alacsonyabb értéknek volt véve. Ez pedig az egyensúlyi reálkamatlábak számítására vonatkozó eltérő nézetekre

utalhat. Megfigyelhetjük, hogy az irányadó kamat 2014 szeptemberétől áll 0,05%-on, gyakorlatilag napjainkban érte el tehát az Európai Központi Bank konvencionális mozgásterének alsó határát, most érte el a „tengerszintet”. Ám a Fed esetétől eltérően, itt a válság során egy igen érdekes mintázatot figyelhetünk meg: 2011 márciusa és júniusa között az EKB kétszer is kamatot emelt. Ennek okairól a nemkonvencionális politika tárgyalásakor számolok be.



9. ábra: Az Európai Központi Bank irányadó kamatának pályája és a Taylor-kamatok 1999-től napjainkig
 Forrás: Zsolt Darvas: Taylor-rule interest rates for euro area countries: diversity remains – 2014. április 2. - <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1292-taylor-rule-interest-rates-for-euro-area-countries-diversity-remains/>

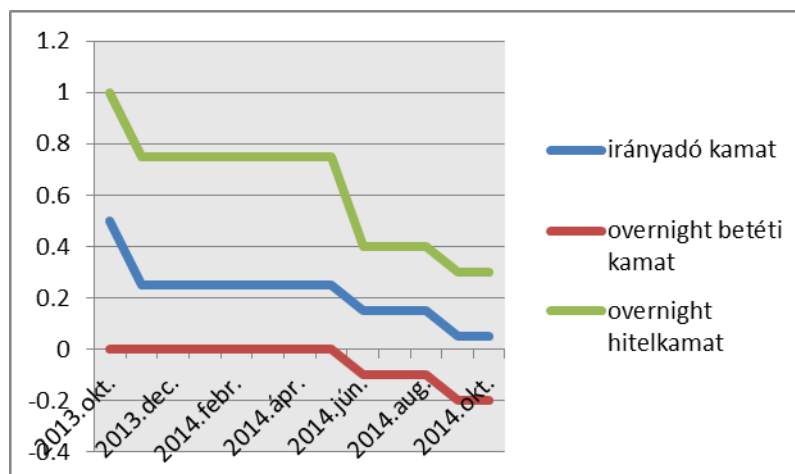
Tejasvi Srivangipuram 2012-ben végzett kutatást arra vonatkozóan, hogy az Eurozóna tagállamaira számolt specifikus Taylor-görbékre hogyan passzol az EKB irányadó kamatpályája, a kibocsátási rés helyett a foglalkoztatottsági rést alkalmazva az egyenletben. Ezen kívül a tagállamokra úgynevezett stressz-szintet is számolt melyet az egyes EKB döntéseket követő adatokból számolt. Eredményei azt mutatják, hogy a kamatdöntések a legnagyobb gazdaságok Taylor-szabályaihoz igazodnak leginkább: Németorszáéhoz, Franciaorszáéhoz és Olaszorszáéhoz. Eközben a perifériaországok specifikus környezete által igényelt monetáris politikai irányokat összességében, láthatóan nem támogatják a kamatdöntések. Ez kritikaként is jól hangozhat, és méltón illeszkedne az egyébként is borús képhez, ám az ítélet helyett érdemes a dolgok mélyére nézni: az egész Eurozónára vázolt

Taylor-görbe magyarázatot ad a hátrányos mintára. A görbe ugyanis, mint ahogy az ábrán is látszik, amennyiben az Eurozóna egésze számára a legjobbhoz közelítő, számszerűsíthető eredményt nyújtja, akkor be kell látnunk, hogy az EKB jól dönt, amikor a saját Taylor-szabályát követi. A három említett ország túlsúlya szükséges statisztikai kísérőelem, hiszen az olyan változó, mint például a foglalkoztatottsági rés/kibocsátási rés számolásakor, gazdasági szerepüknek megfelelően, adataik jóval nagyobb súlyt képviselnek az egyenletben a perifériaországok adatainál. Viszont ismét a De Grauwe által vázolt fő problémával találjuk szembe magunkat: a perifériaországok érdekeinek érvényesülésére kevés esély van monetáris politika terén. Megoldás az lehet, hogy az EKB szándékosan eltér a rendszer számára optimálisközel Taylor-szabálytól, de ez nem lenne racionális lépés, vagy olyanfokú integrációt kell elérni, hogy a perifériaországokban is a központi országok trendjei váljanak uralkodóvá. Ez viszont éppen a periféria-lét, a „külvilággal” való közvetlen érintkezés miatt nem lehetséges. Srivangipuram a stressz-szintre vonatkozólag annak folyamatos emelkedéséről ír 2007 közepétől kezdődően (Srivangipuram, 2012).

Az irányadó és a Taylor-kamatok jelzései alapján az EKB-nak jelenlegi feladatai közül az egyik legfontosabb, hogy a majdnem „lenullázott” alapkamat melletti monetáris politika működési kereteit a transzparencia erősítésével alapozza meg. Ez elengedhetetlen, hiszen ahogy a Fed az előretekintő iránymutatással megteremtette a „védőruhát”, az EKB számára is szükséges ez. Ennek megfelelően az Eurozóna monetáris politikája számára a legfontosabb kamattértékeket érdemes bemutatni, valamint alakulásukat figyelni a 2014-es évben.

Az EKB három iránymutató kamatrátája:

- az irányadó eszköz, a fő forrásnyújtási műveletek kamata (MRO), az EKB főleg ezen kamatláb mellett nyújt likviditást a bankrendszer számára
- az overnight betéti kamat, ezen rátával nyitnak a bankok az EKB-nál overnight betéteket
- az overnight hitelkamat, ezen rátával nyújt az EKB overnight hiteleket a bankok számára



10. ábra: Az EKB benchmark kamatainak alakulása 2013 októberétől 2014 októberéig
Adatok forrása: EKB-adatbázis - <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>

Míg az Egyesült Államokban a zéró kamatkörnyezet már 2008-ban bekövetkezett, az EKB esetében a kamatpolitikát illetően, jól látható előkészítés után, 2014 szeptemberében kétségtelenül az irányadó kamat elérte a minimum szintet. Ezen lépésre a legerősebben „rákészítő” lépés a 2014 júniusi kamatdöntés volt, amikor az overnight betéti kamat -0,10%-os értékre csökkent. Gyakorlatilag ez a lépés azt kommunikálta a bankok felé, hogy az overnight betételhelyezés lehetősége megszűnt, miközben az overnight hitel kamata nagyobb mértékben lett megvágva, mint a betéti kamat. A lépés ezen oldala tehát egyértelmű üzenet a bankok számára, hogy használják az overnight hitelfelvétel által biztosított likviditást, bízva az ezen „ultrarövid”-távú hatás begyűrűzésében a hosszabb távú hitelkamatokra. Eközben az irányadó kamat is csökkent, melynek 2014 szeptemberi csökkentése csak utólag tűnik nyilvánvalónak, az Európai Bankszövetség számára például már a kamatfolyosó júniusi szűkülésének hatására is „betelt a pohár”. Robert Priester, a Bankszövetség elnöke az EKB június 5-i döntését követő napon nyílt levélben foglalt állást a döntéssel kapcsolatban. A lépést történelmi lépésnek minősíti, de szimbolikusnak is, ezen keresztül legfeljebb csak rövid távon hatásosnak, amely semmiképpen sem ösztönözheti a hitelkeresletet. Magyarázata szerint az euróövezeti pénzpiacok továbbra is sérülékenynek mutatkoznak, ennek megfelelően a bankok ezen sérülékenység járulékos költségeit is a hitelfelvevőkre fogják hárítani. Ezért nem látja értelmét, hogy a bankok profitabilitása sérüljön azért, mert pénzüket az EKB-nál parkoltatják (EFB, 2014).

A felvetett probléma lényege, hogy a Bankszövetség számára nem világos, hogy mi értelme van a hitelkínálat bővítését célzó lépést tenni, amikor a tagállamokban nincs ennek

megfelelő hitelkereslet. Így a bankoknak sem éri meg hitelt felvenniük az Európai Központi Banktól. A kérdés olyannyira jogos, hogy a 2014. október 2-i nápolyi EKB sajtókonferencián, ahol történetesen a nagy volumenű eszközvásárlások részleteinek bejelentése történt meg, Mario Draghi EKB-elnöknek is feltették. A kérdés úgy szólt, hogy „Miért kellene a bankoknak több hitelt felvenniük, (...), ha nem látnak javulást a kereslet és a növekedés terén?”. A válasz több tekintetben is tartalmazza az eddig leírtak tanulságait. Draghi azt mondja, hogy az EKB azt teszi amire hatásköre van. A legfőbb feladat a rendszer átstrukturálása, így a hitelkínálati oldalán teszi meg a szükségesnek ítélt változtatásokat. Elmondása szerint a hitelkínálati körülmények átalakítását követően a kereslet élénkülését már csak „ki kell várni”, kiemelve, hogy a tagállamoknak meg van a lehetőségük fiskális politikájukon keresztül a keresletet élénkíteni, adócsökkentésekkel, tőkeráfordítás-növeléssel, stb. (Draghi, 2014). Ezzel implicite rámutat arra, hogy a tagállamok vezetői fűzhetik szorosabbra az euroövezet iránti együttműködést oly módon, hogy az EKB döntéseit kiegészítve, a fiskális politika szintjén is megteszik a szükséges lépéseket. Ilyen formában egy-egy akció keretében gyakorlatilag megvalósulhatnak mini-politikai uniók.

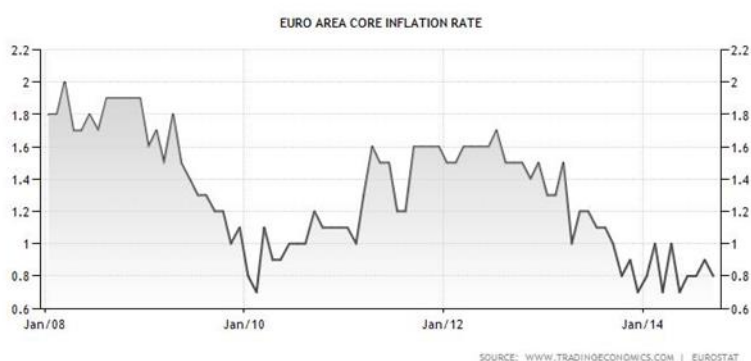
A bankok ellenállása mögött egy további ki nem mondott félelem is áll, jelenleg a portfóliójuk tisztítása zajlik, vagyis igyekeznek megszabadulni a felhalmozódott nem teljesítő hitelektől, ezáltal a saját adósságuktól is (HVG, 2014). Ennek megfelelően Robert Priester szavaival élve a még „sérülékeny” pénzpiacok veszélyt jelentenek a bankokra nézve olyan szempontból, hogy nem szívesen növelik tisztuló portfóliójuk kockázatát növekvő hitelkihelyezéssel.

Az EKB tehát kínálati oldalon igyekezett mindent megtenni a rendszer gyógyítása érdekében.

Az árnyékkamatok terén egy nagyon friss (2014. szeptemberi) munka igyekszik feltárni a hosszabb távú hozamok reakcióját a 0-közeli „effektív alsó határt” elérő rövid hozamokra. A becslést Lemke és Vladu végezte, megállapítva, hogy azért különösen egyedi az eset, mert megfigyelhetően csökkent zéró alá az overnight betéti kamat, ami gyakorlatilag fényre emelte az árnyékot. Megfigyeléseik szerint (ők 2011 októbere és 2014 áprilisa között vizsgálták a hozamokat), a rövidlejáratú spotkamatok egy ponton a vizsgált időszakban elkezdtek kisimulni és egy értékhez kezdtek lecsökkent volatilitással konvergálni, ez jelezte az effektív alsó korlátot, eközben a hosszú lejáratú spotkamatok volatilitása nem csökkent. Továbbá a forward-hozamgörbék rövid- és középtávú hozamai is kisimultak, feltehetően az alsó határra vonatkozó piaci várakozások következtében (Lemke-Vladu, 2014). A Wu-Xia-modellel

becsülték a hozamok dinamikáját és alsó határát. Az irányadó kamat árnyékkamatairól, mint a monetáris politikai intézkedések hatásainak indikátorairól, várhatóan a közeljövőben születnek meg az első becslések, hiszen a 0,05-ös irányadó kamatértéket látva csaknem biztosan kijelenthetjük, hogy az alapkamat elérte a „tengerszintet”.

Most, hogy bemutatásra került az EKB általános és jelenlegi döntési környezete, ugorjunk vissza az időben, és hasonlítsuk össze az EKB és a BoJ működési környezetét, eredményeit abból a szempontból vizsgálva, hogy vajon a deflációs-spirál réme ott lebeg-e az Eurozóna felett!



11. ábra: Az Eurozóna maginflációja 2008-tól napjainkig

Forrás: Trading Economics - <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/core-inflation-rate>



Source: ECB survey of professional forecasters. Data up to January 2014.

12. ábra: Az Eurozóna inflációs várakozásai 5 évre, 1 évre, következő évre 2000-től napjainkig

Forrás: J.P.Morgan – Asset Management – *Monthly Investment Outlook (March, 2014)*
<http://insights.jpmorgan.co.uk/assetmanager/commentary-and-analysis/monthly-investment-outlook-march-2014/>

Az EKB inflációs célját a „valamivel 2% alatti” kifejezéssel írja le (EKB, 2014). Látható a két grafikonból, hogy mind a maginflációs mutató, mind a rövid- és középtávú várakozások igen nagy változékonyságot mutatnak 2008-tól, azt a hatást keltve, hogy az infláció kordában tartására nincs kifinomult eszköze jelenleg az EKB-nak. Egyedüli reményt az nyújthat, hogy a hosszú távú, 5 évre szóló inflációs várakozások a kitűzött középtávú célnak megfelelően alakulnak. Ezek után érdemes végigkövetni a japán folyamatokra párhuzamos, és attól más irányba mutató trendeket! Az összefoglalást Hajnal Mihály 2014. augusztusi cikke alapján végzem.

Az Eurozóna stabilitásának szempontjából kulcskérdés lenne a perifériaországok stabilitása. Ám a rendszerben megbúvó paradoxonok miatt éppen ők hordozzák a rendszerre nézve a legnagyobb kockázatokat. A japán és az európai helyzet összehasonlításában is az lesz a jellemző, hogy a veszélyes tényezők legtöbbször a perifériaországokban bukkannak fel először.

Ahogy a japán válság is, úgy a Gazdasági Világválság is eszközárbuborékok felfúvódásával, majd kipukkadásával, ebből következően az ingatlan- és az eszközárak meredek esésével kezdődött. Az Eurozónában elsősorban ez a spanyol és ír piacokon volt megfigyelhető. A pénzügyi integráltság következtében a fertőzés gyorsan kihatott az EMU pénzügyi piacaira is. Ez hatalmas adósságok felhalmozódásához, és a banki portfóliók nagymértékű minőségi romlásához vezetett. Ez a hitelkínálati és a hitelkeresleti kedvet is jelentősen visszavetette, miközben az árak hatalmasat zuhantak (az 5 éves várakozások bár kis tartományban, de volatilisak váltak, jelezvén a gazdasági szereplők bizonytalanságát). Míg a japán helyzetben a kezdeti időkben a monetáris politika felelt leginkább a kereslet befolyásolásáért, az euroövezetben az eladósodott országok restriktív fiskális politikái nagyban hatottak az aggregált keresletre, negatív irányban. Az ökonóméterek Japán és az Eurozóna esetében is tulajdonítanak magyarázó erőt a negatív demográfiai hatásoknak, mindkét esetben előregedő társadalomról van szó, az eltartottak számának növekedése mindkét esetben párhuzamot mutat a befektetési hajlandóság csökkenésével. Messziremenő következtetést nem szabad ezen adatokból levonni, de nem lehetetlen magyarázat. Árfolyamdinamikában az Euro is felértékelődött, ám sokkal kisebb mértékben, mint anno a japán Yen. Az eladósodottság és a csökkenő árak a perifériaországokban jellemzőek, ezt a tényt kombinálva azzal, hogy a hosszú távú inflációs várakozások konstans módon az inflációs célon állnak, elmondhatjuk, hogy nem fenyeget a „negatív ár-bér spirál” (Hajnal, 2014). Ám a piacok integráltsága továbbra is gyorsan közvetítheti a fertőzéseket, aktuális

(2014. októberi) hírek szerint Németország gazdasága váratlanul gyengeségeket mutat, amit az Európai Központi Bank döntéshozói vehetnek vészjelzésként, annak ellenére, hogy az EKB és Németország hasonló monetáris politikai igényei lehetővé teszik az EKB számára, hogy az egész rendszert érintő lépésként pozitív irányba „gyógyítgassa” Németországot.

Hajnal szerint a deflációs veszélyekre az Európai Központi Bank Japánnal ellentétben időben válaszolt (Hajnal, 2014). Ezen állítást bizonyítva a dolgozat záróakkordjaként tekintsük át az euroövezeti monetáris politika fontosabb válság alatti nemkonvencionális politikáit, megjegyezve, hogy az EKB ezen idő alatt az irányadó kamatot is használhatta konvencionális eszközként a stabilizációra.

Az Eurozónát tehát eltérő szerkezetéből adódóan is másként érintette a válság, mint az Egyesült Államokat. A problémák felbukkanására mindig a periféria irányából lehetett számítani. Az EKB legfontosabb feladatai a válság során tekintve a mai napig tartó intézkedéseit:

- A bankrendszer stabilizációja, a hitelezési/beruházási kedv növelése a bankok hitelkínálatának megerősítésével és átstrukturálásával
- Az adósságválságba került államok stabilizációjának támogatása az állampapírhozamok, és egyben a kockázati prémiumok csökkentésével

Első lépésként a meglévő rendszert az új környezethez kellett igazítani. Először az MRO-tenderek korlátlan rendelkezésre állását vezette be az Európai Központi Bank, vagyis az alapkamat melletti 1 hetes futamidejű likviditást nyújtó repóügylet korlátlanul elérhetővé vált a bankrendszer számára. A lépés hatására az MRO-k igénybevétele 150 milliárd euróval növekedett (Lehmann-Mátrai-Pulai, 2013). Ezen túl a 6, a 3 valamint az 1 hónapos hiteltenderek korlátlan rendelkezésre állásáról is döntött 2008 októberében az EKB. Az előremutató iránymutatás alkalmazásaként 2009 májusában bejelentésre került, hogy június és december között 3 alkalommal 1 éves lejáratú hiteltenderek kerülnek lebonyolításra. Az első kettő tender esetében az aktuális irányadó kamatot hirdették meg, míg az utolsóra az időszakban fennálló alapkamatértékek átlagát. Ezen előrejelzéssel horgonyozták az 1 éves hozamvárakozásokat. 2011 októberében ismét két 1 éves lejáratú tendert hirdettek meg korlátlan rendelkezésre állás mellett még azon évre, majd a másodikat 3 éves lejáratúra változtatták. 2012 februárjában ismét egy 3 éves hiteltendert hirdettek a döntéshozók (Lehmann-Mátrai-Pulai, 2013). Mindez a banki portfóliók tisztítását célozta, a bankrendszer

kockázatának mérséklését és a hitelkínálati oldal helyreállítását. A bankok a kapott likviditást teljes egészében portfóliójuk tisztítására használták fel, így a hitelfelvétel nem növekedett jelentősen az időszakban, viszont a bankrendszer terhei is mérséklődtek. A perifériaországok állampapírhozamait mindez viszont csak átmenetileg csökkentette (Lehmann-Mátrai-Pulai, 2013).

2009 májusában az 1 éves hiteltenderek meghirdetése mellett az alapkamat is 1%-os értékre lett csökkentve, ezen kívül az EKB bejelentette a Fedezettkötvény-vásárlási Programját (CBPP). A fedezett kötvények piaca egy speciális értékpapírpia, ahol a kibocsátott kötvények mögött fedezet áll, növelve a rendszer biztonságát. Az EKB tehát célzottan ezt a piacot akarta meggyógyítani és fejleszteni, hiszen ezzel a befektetési kultúrát is hosszú távon alakíthatja. A kockázati felárak mérséklését tűzte ki célul, likviditást juttatott a piacra a kibocsátás ösztönzése végett. Mérlegébe 60 milliárd eurónyi fedezett kötvényt emelt be, a piaci hosszú hozamok csökkentése érdekében főként a hosszú lejáratú papírokból, nem sterilizálva azt, így a bankrendszer likviditását közvetlen módon növelte (Lehmann-Mátrai-Pulai, 2013). Ez a nagy volumenű program a fedezett kötvények piacának állapotán átmenetileg nagy mértékben javított, ám 2011-re ismét emelkedni kezdtek a felárak, bár a kibocsátási hajlandóság magas szinten maradt (Lehmann-Mátrai-Pulai, 2013). A hosszabb távon nem kiugró hatású program ilyen eredménye a rendszerben forgó perifériaállamkötvényeknek volt köszönhető. Az inflációs mutatók és várakozások változatlan alapkamat mellett jelentős növekedést mutattak a programok sűrű és kombinált meghirdetésének és véghezvitelének köszönhetően a válságkezelés első időszakában. A bankrendszer állapota látványosan javult, miközben a perifériaországok adósságállományában nem következett be jelentős változás (Lehmann-Mátrai-Pulai, 2013).

2011 októberében az EKB meghirdette a második fedezettkötvény-vásárlási programját (CBPP2), ám, feltehetőleg, a várakozások alkalmazkodása miatt is, nem ért el a program kiugró javulást a piacokon, a kis mértékű, nem is biztosan ennek a programnak hatásaként bekövetkező, hozamemelkedés rövid időn belül ismét lecsökkent, majd 2012 júniusában a meghirdetettnél jóval kisebb értékű kötvény felvásárlásával a program befejezésre került (Lehmann-Mátrai-Pulai, 2013). 2010 májusában a perifériaországok 10 éves lejáratú állampapír hozamai 1 hét alatt másfélszeresükre növekedtek. Ennek hatására az EKB megkezdte értékpapírpia programját, betéti tenderekkel sterilizálva a több, mint 200 milliárd euro értékű állampapírvásárlásait. Tartósan ismét nem tudott hatni a perifériaországok hozamaira, sőt azok a program előtti szint többszörösére növekedtek 2 éven belül. A hosszú

állampapírok vásárlásainak hatástalansága megmutatta, hogy az euroövezet központi bankja önmagában nem képes a perifériaországok iránti piaci bizalmat helyreállítani. Így 2012 szeptemberétől az EKB már csak 3 éves lejáratú állampapírokat vásárlását hirdette meg, az Eurozóna szóródó hozamfelárainak némi konvergenciáját, továbbá a transzmissziós mechanizmus javítását célozva. Ám a kritériumoknak a magas hozamfelárú országok nem feleltek meg, így gyakorlatilag egy verbális jelzésként értendő az intézkedés, miszerint bizonyos fiskális kondíciók adottsága esetén az Európai Központi Bank készen áll a gyengélkedő országok kisegítésére (Lehmann-Mátrai-Pulai, 2013).

Az Európai Központi Bank válságkezelését végigkövetve, több jellegzetességre is felfigyelhetünk. Amennyiben a válságkezelő intézkedéseket a bankrendszer, valamint az adósságválságba került országok stabilizációját célzó programok szerint csoportosítjuk, észrevehetjük, hogy az EKB lépései hatékonyak bizonyultak,

- amikor komplex, összehangolt programokkal egyszerre „lepte meg” a piacokat
- amikor a bankrendszer stabilizációját célzó első programokat indította

Ennek megfelelően a válságkezelés első időszakához mérten az EKB lépéseit nem tekinthetjük hatékonyak, amikor

- egy-egy elsőre bevált program második fázisával próbálkozott
- amikor állampapírok vásárlásával kívánta csökkenteni a perifériaországok rendszerkockázatait

A válságkezelés második szakasza nem tudott gátat szabni a zuhanó áraknak, a rövid- és középtávú inflációs várakozások esésének, ebből következően ahhoz képest, hogy az első, 2011-ig tartó szakasz zárásaként kamatot is emelhetett, napjainkban az irányadó kamat elérte a saját abszolút nulla szintjét a 0,05%-os értékkel. Mi okozta mégis az Európai Központi Bank válságkezelési politikájának a 2012-től megfigyelhető sikertelenségi hullámát? A válasz a fent vázolt 2x2 pontban rejtőzhet:

- A politika akkor volt sikeres, amikor hirtelen, szinte követhetetlen egymásutánságban, de kétségbevonhatatlanul hatékonyan támadta meg a válság gócpontjait.
- A politika akkor volt sikeres, amikor a Bankok Bankja a bankközi piacokat célozta programjaival.

- A politika akkor volt sikertelen, amikor adott program várható hatásai kiszámíthatóak, ismertek voltak.
- A politika akkor volt sikertelen, amikor eredeti hatáskörébe nem tartozó területen rendszerkockázatot kívánt csökkenteni.

Univerzális tanulsághoz érkeztünk el... Ben Bernanke és az ő általa emlegetett ballisztikus rakéták gondolkodó alkatrészeiről van szó. Mario Draghi állítása szerint a kedvező kínálati feltételeket megteremtették napjainkra a hitelpiacokon. A keresletet most már csak ki kell várni. Nincs helyes monetáris politikai döntés, ha nem áll mögötte a hitelesség. Egy monetáris politikai döntés lehet bármennyire technikailag komplex módon összeállított, minél több indikátort figyelembe vevő, önmagában nem ér semmit, ha a keresleti feltételek nem adóttak. Ha az „alkatrészek”, a gazdasági szereplők gondolkoznak és hisznek, onnantól kezdve egyáltalán nem biztos, hogy a Rakéta arra fog repülni, amerre az Alkotó azt megálmodta. Az Európai Központi Bank esetében nem a lépések jól vagy rosszul megkonstruált léte hozott eredményt vagy eredménytelenséget, hanem a keresleti oldal attitűdje, a Várározások. Amikor a gazdasági szereplőket a rövid idő alatt levezényelt sok intézkedés meglepte, észlelték, hogy itt történik valami, és bizakodni kezdtek. Ennek megfelelően az irányadó kamat stabilan tartása mellett az infláció nagy mértékben növekedhetett. Az Európai Monetáris Unió De Grauwe valamint Krugman és Obstfeld által felvetett egyik fenntarthatósági kritériuma a politikai unió megteremtésében rejlik. A számos különböző tagállam, mint entitás esetében viszont az autonómia feladása csaknem lehetetlen szcenárió. Így a közvélemény számára az Európai Központi Bank feladata a monetáris politika vitele, az árstabilitás megteremtése, a pénzügyi stabilitás támogatása, de semmiképpen sem csődközeli államok kimentése, a fiskális politikába való, akár segítő célú beavatkozás. Ezen érvelés következménye lehet az, hogy azon hirtelen intézkedések vezettek kiugró eredményekre, melyek a bankrendszer stabilizációját célozták meg, hiszen az EKB azt tette, „ami a dolga”. A befektetők akkor fognak több állampapírt vásárolni, ha látják, hogy a bajba jutott állam például önerőből talpra áll, vagy bármilyen emberi jellegű tényezővel kivívja a piac bizalmát. Ha az Európai Központi Bank, tőkeerős befektető szerepét játszva egy perifériaállam állampapírjait kezdi el vásárolni, hogy lenyomja azok kockázati felárát, míg a gondolatmenet matematikailag helytálló (ezért a rövid távú hatás), valójában azt fogja kommunikálni a piac felé, hogy „épp mentőakció folyik, nincs itt semmi látnivaló”. Egy frissen kimentett állam pedig nem a megnövekedett bizalom szinonimája.

A sikertelenség utolsó oka a programok folytatásainak meghirdetése volt. A piac a szélsőséges hangulatok színtere. Különösen a válság tette világossá, hogy a piacokon egyfajta vezérlőelemként, nagyon könnyen eluralkodhat a pánik vagy az eufória (De Grauwe, 2011). Ennek megfelelően, amit az EKB első, rövid idő alatt végigvitt, nagy intézkedéscsomagja tartalmazott, az nem a tartalma miatt, hanem sokkal inkább a gazdasági szereplők meglepettsége, és paradox módon, az eredményre vonatkozó információk hiánya által generált bizalom, eufória miatt vált sikeressé. Ennek megfelelően a CBPP2 programnak bár lehet némi horgonyhatása, már azzal is, hogy a gazdasági szereplők látták az első program lefutását, kevésbé bizonytalanok a végeredményt illetően, így a megalapozatlan, önbeteljesítő eufória sem fog eluralkodni a piacokon.

Záró momentumként röviden 3, az Európai Központi Bank által meghirdetett, még be nem vezetett program leendő sikerességét becsülném meg az előbb bemutatott kereslet oldali meghatározottság-keretrendszerének megfelelően.

- Az Európai Központi Bank 2014. szeptemberi bejelentése alapján, megkezdte az úgynevezett ABS-vásárlási programot, ami eszközfedezetű értékpapírok megvásárlását jelenti. A program célja ismét a perifériaországok állampapír-felárainak csökkentése, és vonzóvá tétele a piacokon. – A fentebbi bátor kijelentések alapján, legfeljebb halvány javulás várható hosszú távon az állampapír hozamráta csökkenése terén a program hatására. További hátráltató tényező lehet az utóbbi hetek (2014 októbere) Németország gazdaságának gyengélkedéséről szóló hírek.
- Az eszközvásárlási program folytatásaként kihirdetésre került a CBPP3-program, amely ismét a fedezettkötvény-piac élénkítését veszi célba. – A program 3 évvel a CBPP2 után került meghirdetésre, feltehetőleg az akkorihoz képest megváltozott piaci környezetben, hatása erősebb lehet a második programnál, de az elsónél mindenképpen gyengébb piaci reakció feltételezhető.
- A Bankunió létrehozása – a korábbi tapasztalatok összefoglalása által ihletett spekulatív előrejelzés szerint a Bankunió létrehozását a közvélemény tarthatja az EKB feladataival konzisztens célkitűzésnek, továbbá miután a válságkezelés első komolyabb sikerei a bankszektor stabilizációjának terén jelentkeztek, erre alapozva ez a lépés határozottan hitelességnövelő, és a várakozások által támogatott lépés lehet. Különösen a 2014. október 26-án publikált eredmény támaszthatja alá mindezt, miszerint az Eurozóna 130 nagybankjának stressztesztjén csupán 25 bank bukott el,

ami 80,77%-os eredmény (Portfolio.hu, 2014). Ez a leendő Bankunió számára mindenképpen egy jó ajánlólevél.

A fenti három programot Mario Draghi a 2014 júniusi kamatdöntéskor (0,15%) alkalmazott előretétekintő iránymutatása támogatja, amely az irányadó kamatot „tartós ideig” annak lehető legalsó határán rögzíti (majd 2014 szeptemberében az irányadó kamatot 0,05%-ra csökkentik).

5. KONKLÚZIÓ

Dolgozatomban a monetáris politika legfőbb konvencionális eszközének, az irányadó kamatnak napjainkban, a válság kitörése óta megfigyelhető alacsony, nullához közeli trendjének okait és következményeit igyekeztem felvázolni. Az irányadó kamat „eltűnése” következtében, amely a dolgozat elején bemutatott egyes gazdasági sokkok következményeként is jelentkezhethet, a megváltozott jegybanki mozgástérben megtett monetáris politikai lépések irányultsága is változik. Ebben a környezetben az elsődleges cél az alacsony infláció célértékig való emelése, de miután ez a transzmissziós mechanizmuson keresztül kamatdöntéssel nem érhető el többé, a beruházási, illetve hitelfelvételi kedv élénkítését kell elérni nulla alatti környezetben a legváltozatosabb nemkonvencionális eszközökkel. A nulla feletti tartományban a kvantitatív módon irányt kitűző formula a Taylor-szabály, az irányadó kamat kiiktatásával viszont más módszerekhez kell folyamodnunk. Ezután, kis kitérőként, az ún. semleges reálkamatok ellen érveltem, melynek vélt csökkenése okozza sokak szerint globálisan a kamatok csökkenését. Zéró alatti tartományban a monetáris intézkedések hatásáról konzisztens visszajelzést jelen tudásunk szerint az ún. árnyékkamatok adnak, melyek opció alapon valamint analitikusan is becsülhetők. Előbbire példaként a Krippner-árnyékkamatokat mutattam be, melyeket élénk reakciókészség, nagy kilengések és volatilitás jellemez, míg utóbbira a Wu-Xia-féle rátákat hoztam példának, melyek kisimult trendet mutatnak, és sokkal inkább emlékeztetnek valós alapkamattrendekre, továbbá a dolgozatban levont későbbi tanulságok alapján, a monetáris politikai lépésekre az elmélet által diktált módon reagáltak. Ezek után Pete Péter cikke alapján bemutattam Japán 25 éve tartó gazdasági stagnálásának körülményeit, ahol egy különleges helyzetben mind a monetáris, mind a fiskális politika hatástalanná vált. Ismertettem a deflációs spirál és a likviditási csapda fogalmakat jelentését, kialakulásuk fő okaként az önbeteljesítő várakozásokat jelöltem meg. Ezt követően a Federal Reserve 2008 decemberétől 0,25%-os irányadó kamat mellett futtatott válságkezelő, nemkonvencionális monetáris politikájának főbb lépéseit mutattam be, a maginfláció, az inflációs várakozások, az árnyékkamatok, valamint az éves GDP-növekedési ráták ábrázolása mellett mutattam rá a hatásmechanizmusokra. A Fed esetében kiemeltem, hogy a monetáris politika példátlan hatékonyságát az intézménybe vetett bizalom alapozza meg, a hitelesség az, ami sikeresé teszi a konvencionálistól jelentősen eltérő lépéseket is. Ezzel óvatosan közelítettem a monetáris politika kereslet oldali meghatározottságának elvéhez, amely gondolatmenetet az Eurozóna kapcsán vittem végig. Az Eurozóna, mint nem optimális valutaövezet azonosítása után Paul Krugman, Maurice Obstfeld, valamint Paul De

Grauwe véleményein keresztül foglaltam össze az EMU fenntarthatóságának legfőbb problémáit, valamint ismertettem az általuk ajánlott helyes utat. A munkaerőpiac mobilitásának növelésén kívül a politikai unió kialakítása vezethet a gazdaságilag, politikailag Egységes Európa eszméjéhez. Rámutattam, hogy a Taylor-szabály trendjei alapján az Eurozóna perifériaországai azok, ahol az egységes monetáris politika sosem lehet igazán hatékony, továbbá ebből következően arra is, hogy az Eurozóna főbb zavarainak, sokkjainak a perifériaországok felől kell érkezniük. Miután az EKB irányadó kamata 2014 szeptemberében érte el effektív alsó határát, árnyékkamatok a pénzpiaci különböző lejáratú hozamokra becslődtek csak, azon feltevéssel élve, hogy egyes hozamok elérték az alsó korlátjukat. Az irányadó kamatok árnyékkamataira vonatkozó becslések publikálása a következő időszakban várható. Ezt követően az EKB tapasztalatait a japán tapasztalatokkal hasonlítottam össze Hajnal Mihály cikke alapján, arra nézve, hogy van-e deflációs veszély az Eurozónában. A következtetés szerint nincs, az ezt támogató legfőbb érv, hogy az 5 éves inflációs várakozások (1,8%) az EKB inflációs célja szerint alakulnak. Végül az EKB válságkezelő politikáját ismertettem, hatásait figyelve a kamatdöntéseken, a maginfláción továbbá az inflációs várakozásokon. Az Európai Központi Bank válságkezelő politikáját két szakaszra osztottam: sikeres és kevésbé sikeres szakaszra, az első szakasz végét 2011 végében megjelölve, míg a kevésbé sikeres szakasz napjainkban is tart. Igyekeztem azonosítani a sikeresség és a sikertelenség kulcsait, eredményeim alapján arra jutottam, hogy azon monetáris politikai lépések voltak sikeresek, amik vagy a hitelességet erősítették a gazdasági szereplők alapfeltevéseinek igazolásával (az EKB azt tette, „ami a dolga” - a Bankok Bankja bankot ment), vagy a gazdasági szereplőket meglepve, eufória-hatást váltottak ki, ami önbeteljesítő jóslatként stabilizációt generált. Az azonosított sikertelenségi faktorok vezettek az irányadó kamat legalsó határának eléréséhez (kiszámítható hatású lépések, a bizonytalanság csökkenése csökkent az önbeteljesítő, vakon eufórikus hangulatot □ hatékonyságcsökkenés, továbbá „az EKB államot ment”). Következtetésem szerint a monetáris politika sikerességét nem a komplex intézkedések, sokkal inkább a kereslet oldali attitűdök, preferenciák, várakozások határozzák meg. Ezért sikeres a Federal Reserve és ezért van sokkal nehezebb dolga az Európai Központi Banknak. Végezetül ezen gondolatmenet levezetése után három, a jövőben bevezetendő, stabilizációt célzó intézkedés sikerességét illetően adtam becslést, mely intézkedések immár az effektív alsó korlátján elhelyezkedő irányadó kamatláb mellett fognak hatályba lépni.

6. IRODALOMJEGYZÉK

- Acemoglu, Daron – Robinson, James A. (2013) : Miért buknak el a nemzetek? – A hatalom, a jólét és a szegénység eredete – HVG-könyvek – Fordította: Garamvölgyi Andrea - 2013
- Ahrend, R, B Cournede and R Price (2008): Monetary policy, market excesses and financial turmoil - OECD Economics Department Working Papers, no 597. – hivatkozva Bogdanova et al. (2012)
- Akerlof, A. George – Shiller, J. Robert (2011) : Animal Spirits, avagy a lelki tényezők szerepe a gazdaságban és a globális kapitalizmusban - 72.o — Corvina Kiadó – Fordította: Felcsuti Péter - 2011
- Bank of Japan (2014) : Statement on Monetary Policy - https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2014/k141007a.pdf - October 7, 2014
- Bernanke, Ben S. (2003) : A Perspective on Inflation Targeting - Remarks at the Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists - Washington, D.C. - March 25, 2003
- Bogdanova, Bilyana – Hoffmann, Boris (2012) : Taylor rules and monetary policy: a global “Great Deviation”? – BIS Quarterly Review p.37-49 - September 2012
- Borlo, C – Lowe, P (2004): “Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?”, BIS Working Papers, no 156. – hivatkozva: Bogdanova et. al. (2012)
- Bullard, James (2012) : Shadow Interest Rates and the Stance of U.S. Monetary Policy - Center for Finance and Accounting Research Annual Corporate Finance Conference Olin Business School Washington University in St. Louis – 8 November 2012
- Christensen, Jens H.E. – Rudebusch, Glenn D. (2013) : Estimating Shadow-Rate Term Structure Models with Near-Zero Yields – June 28, 2013
- Craig, Alexander – Caranci, Beata (2014) : Divergent Views on Neutral Interest Rates – TD Economics – Special Report – September 10, 2014

- Csontos Orsolya – Lehmann Kristóf (2014) : Az előrettekintő iránymutatás bemutatása a Federal Reserve gyakorlatán keresztül – Portfolio.hu – 2014. május 16.
- De Grauwe, Paul (2011) : The Governance of a Fragile Eurozone – CEPS Working Document, No.346. May 2011
- European Banking Federation (2014) : EBF statement on decision 5 June 2014 – EBF_008915 – Brussels, 6 June 2014
- European Central Bank (2014) : Introductory statement to the press conference (with Q&A) - Mario Draghi, President of the ECB - <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is140904.en.html> - Frankfurt am Main, 4 September 2014
- European Central Bank (2014) : Introductory statement to the press conference (with Q&A) - Mario Draghi, President of the ECB - <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is141002.en.html> - Naples, 2 October 2014
- Federal Reserve (2012) : Transcript of Chairman Bernanke's Press Conference - <http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20120125.pdf> - January 25, 2012
- Federal Reserve of San Francisco (1998) - Does inflation hurt long-run economic growth? – Education – June 1998
- Francis, R. Neville – Jackson, E. Laura – Owyang, T. Michael (2014) : How Has Empirical Monetary Policy Analysis Changed After the Financial Crisis? - Research Division Federal Reserve Bank of St. Louis - Working Paper Series - Working Paper 2014-019A <http://research.stlouisfed.org/wp/2014/2014-019.pdf> - July 2014
- Gábrriel Péter–Molnár György–Rariga Judit: Az inflációs alapmutatók használata a jegybanki gyakorlatban – MNB-Szemle – 2013.október 30.
- Hajnal Mihály (2014) : Az európai inflációs folyamatok a japán tanulságok tükrében – Magyar Nemzeti Bank – Legfrissebb kiadványok - http://bankszemle.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/inflacio/Europai_infl_folyamatok_vs_Japan.pdf - 2014. augusztus 21.

- Hakkio, Craig S. – Kahn, George A. (2014) : Evaluating Monetary Policy at the Zero Lower Bound – Federal Reserve Bank of Kansas City – 2014.
- HVG (2014) : Tanuló pénzek – 43.szám, 56.o. – 2014. október 25.
- Issing, Otmar (2012) : Central Banks – Paradise Lost - Mayekawa Lecture - Institute for Monetary and Economic Studies - Bank of Japan, Tokyo – May 30, 2012
- Krippner, Leo (2012) - Measuring the stance of monetary policy in zero lower bound environments – Reserve Bank of New Zealand – Discuss Paper DP2012/04 – August 2012
- Krippner, Leo (2012) : A model for interest rates near the zero lower bound: An overview and discussion – Reserve Bank of New Zealand Analytical Notes AN 2012/05 – September 2012
- Krugman, Paul – Obstfeld, Maurice (2003) : Nemzetközi gazdaságtan – Elmélet és gazdaságpolitika – 704-718.o – Panem Könyvkiadó Kft. – 5. kiadás – Fordította: Koroknai Péter – 2003
- Kydland, F. - Prescott, E. (1977) : Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans - Journal of Political Economy - June 1977.
- Laidler, David (2011) : Natural Hazards: Some Pitfalls on the Path to a Neutral Interest Rate – C.D.Howe Institute – Backgrounder – No.140. – July 2011
- Lehmann Kristóf – Mátrai Róbert – Pulai György (2013) : A Federal Reserve System és az Európai Központi Bank válság során alkalmazott intézkedéseinek bemutatása – MNB Szemle Különszám – 2013. október
- Lemke, Wolfgang – Vladu, Andreea Liliana (2014) : A Shadow-Rate Term Structure Model for the Euro Area – September 7, 2014
- Lovics Gábor (2010) : Közgazdaságtan II. – 4. dia – ELTE – Közgazdaságtudományi Tanszék - 2010. június
- Magyar Nemzeti Bank (2012) : Monetáris Politika Magyarországon - 2012
- Merrouche, O and E Nier (2010): What caused the global financial crisis? - Evidence on the drivers of financial imbalances 1999–2007”, IMF Working Paper, no WP/10/265, December. – hivatkozva: Bogdanova et al. (2012)

- Mishkin, S. Frederic (2013) : The Economics of Money, Banking and Financial Markets - p.460, 624-632 – Pearson Education Inc. - Global Edition – Tenth Edition – 2013
- Nikolsko-Rzhevskyy, Alex, David H. Papell, and Ruxandra Prodan. (2013) : (Taylor) Rules versus Discretion in U.S. Monetary Policy - working paper, September 2. – hivatkozta Hakkio et al. (2014)
- Oszvald Éva – Pete Péter (2003) : A japán gazdasági válság – likviditási csapda az új évezredben? – Közgazdasági Szemle, L. évf., 2003. július-augusztus (571-589.o.)
- Portfolio.hu (2014) : Itt a nagy bejelentés: 24 bank bukott meg! – 2014. október 26. 12:07
- Ravn, S (2011): “Has the Fed reacted asymmetrically to stock prices?”, - Danmarks Nationalbank Working Paper, no 75/2011. – hivatkozta: Bogdanova et. al. (2012)
- Srivangipuram, Tejasvi (2012) : Monetary Policy in the Eurozone: Evaluating the European Central Bank’s interest rate decisions and the needs of member states using a Taylor rule – Undergraduate Honors Thesis – University of California, Berkeley – Department of Economics – Thesis Advisor: Maurice Obstfeld
- Taylor, John (2007) : “Housing and monetary policy”, in Housing, housing finance, and monetary policy, proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole, September – hivatkozta: Bogdanova et al. (2012)
- Taylor, John B. (2012) : Monetary Policy Rules Work and Discretion Doesn’t: A Tale of Two Eras - Journal of Money, Credit and Banking, vol. 44, no. 6, pp.1017-1032. – hivatkozta Hakkio et al. (2014)
- Vigh László (2004) : Pénzgazdaság és naturálgazdaság megkülönböztetése a keynesi elméletben - 2004
- Virág Barnabás (2014) : Az alacsony kamatok kora? – 2014. június 2.
- Virág Barnabás (2014) : Olaj vagy homokszem a gépezetben? – Világgazdaság - 2014. július 1.
- Wu, Jing Cynthia – Xia, Fan Dora (2014) : Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound – May 6, 2014