

BUDAPESTI CORVINUS EGYETEM

**Motyovszki Gergő**

**Kell-e a jegybankoknak az  
eszközárak alakulására reagálnia?**

A monetáris politika szerepe a subprime válság  
kialakulásában

Tudományos Diákköri Konferencia

Budapest, 2009. március



**T A R T A L O M J E G Y Z É K**

<b>BEVEZETŐ</b> .....	<b>1</b>
<b>1. A másodlagos jelzálogpiaci válság kialakulása Amerikában</b> .....	<b>3</b>
<b>2. Olcsó pénz a subprime válság előtt – a monetáris politika szerepe</b> .....	<b>10</b>
2. 1. Alacsony amerikai kamatkörnyezet a dotcom válság után és Greenspan „talánya”	10
2. 2. Savings glut .....	14
<b>3. Kell-e a monetáris politikának az eszközökre reagálnia?</b> .....	<b>18</b>
3. 1. A monetáris stabilitás és a pénzügyi stabilitás kapcsolata .....	20
3. 2. Az eszközök szerepe a monetáris transzmissziós mechanizmusban .....	23
3. 3. „Leaning against the wind” .....	25
3. 4. „Mop up the mess” .....	29
3. 5. Szintézis? .....	32
<b>KONKLÚZIÓ</b> .....	<b>36</b>
<b>HIVATKOZÁSJEGYZÉK</b> .....	<b>38</b>
<b>FELHASZNÁLT IRODALOM</b> .....	<b>40</b>

## B E V E Z E T Ő

A jegybankárok élete nem unalmas mostanában. Az elmúlt időszakban kirobbant pénzügyi válság jelentős fejtörést okoz nekik, és számos kérdést felvet eddig munkájukkal, valamint jövőbeli teendőikkel, politikájukkal kapcsolatban. 2007 nyarán ugyanis egy addig viszonylag nyugodt és stabil időszaka ért véget a fejlett világ gazdaságának, mely mára már szinte az egész világgazdaságot érinti valamilyen szinten. Az amerikai másodlagos jelzálogpiaci válság által kirobbantott pénzügyi válságot az utóbbi évtizedek legsúlyosabb gazdasági krízisének tartják a szakértők.

2007 augusztusában az addig szárnyaló amerikai ingatlanpiacon országszerte bekövetkezett áresés miatt egyre több subprime jelzálog-felvétel vált fizetésképtelenné az Egyesült Államokban. A 2000-es évek során elterjedő és rohamosan fejlődő pénzügyi innovációknak köszönhetően ezek a jelzálogok számos bonyolult értékpapírnak voltak a fedezetei, melyek a pénzügyi szféra legkülönbözőbb szereplőinél bonyolult kapcsolatokat alkotva jelentek meg. A jelzálogok bedőlésével ezeknek a papíroknak az értéke drasztikusan zuhanni kezdett, és a bizonytalanság velük szemben rohamosan nőtt. A befektetési bankok, melyek ezen értékpapírok jelentős részét birtokolták, egyre nagyobb veszteségeket kellett hogy leírjanak, és így egymással szemben is bizalmatlanná váltak: a bankközi piacokon visszaesett a hitelezés, miközben egyes bankokat már a csödveszély fenyegetett. A globális pénzügyi rendszer nagyfokú integráltsága miatt az így kialakuló likviditásszűke hamarosan a világ többi részére is átterjedt, megingatva az ottani pénzpiacokat is. Az érintett országok kormányai sorra kényszerültek beavatkozni a gazdaságba dollármilliárdos bankmentő csomagokkal, hogy életben tartsák a pénzügyi piacokat és a hitelezést. A tartós hitelszűke – vagy netalán a pénzügyi rendszer összeomlása – ugyanis rendkívül negatív reál gazdasági hatásokat von maga után. A fejlett világ országai 2008 második felére már így is egy recessziós időszakba léptek, a feltörekvő gazdaságok növekedése pedig jelentős mértékben lelassult.

Ilyen körülmények között sokan teszik fel a kérdést: hogyan törtéhetett ez meg? Elvben a liberalizált piacok működnek a leghatékonyabban, a „láthatatlan kéz” oda allokálja az erőforrásokat, ahol a leg produktívabban használhatók. A pénzügyi piacokon pedig a leglátványosabb méreteket öltötte a dereguláció és a globalizálódás, mégis kitört a krízis. Ezek szerint akkor mégsem lehet magára hagyni a piacot? Sokan az állam és a piac szerepének újragondolásáról, a kettő közti határvonal újrarendezéséről beszélnek. Ilyen körülmények közepette felmerül a kérdés a makrogazdasági stabilitás felett őrködő

jegybankok szerepérol. Vajon megfelelő politikát folytattak-e a központi bankok az elmúlt időszakban? A '70-es évek inflációs időszaka után a világgazdaság viszonylag nyugodt korszaka következett, melyet csak néha szakítottak félbe kisebb, enyhébb visszaesések és megtorpanások. Az infláció alacsony szinten stabilizálódott, és stabil gazdasági növekedés vette kezdetét. Az érdem jelentős része a jegybankoké, melyek megtanulták kordában tartani az inflációt. A függetlenedő és inflációs célkövetést bevezető központi bankok hiteles politikát tudtak folytatni az infláció ellen, így letörték az inflációs várakozásokat, melyek a '70-es években elszabadították az árakat. Az így biztosított stabil makrokörnyezet többé-kevésbé napjainkig tartott, már-már misztikus státuszt szerezve ezáltal a jegybankoknak. Alan Greenspan, az amerikai Fed elnöke szinte isteni magasságokba emelkedett, aki tetszése szerint korlátozza az inflációt... Mára ez a hírnév került veszélybe. Vajon tényleg jól csinálták-e a jegybankok, sikerül-e az eddig megszerzett hírnevet és hitelességet megtartani? Kellett-e volna valamit máshogyan csinálni, és ha igen, akkor mit?

Dolgozatomban ezekre a kérdésekre keresem a választ. Az első részben jelen pénzügyi válság gyökereit, hátterét és kialakulását mutatom be; azt, hogy hogyan és milyen okok vezettek a krízis kirobbanásához. Itt röviden sorra veszem a pénzpiacok megváltozásától, pénzügyi innovációk kialakulásától kezdve a globális tényezőkön és előzményeken át az állami szabályozás és monetáris politika szerepéig és hatásáig a főbb tényezőket, melyek hozzájárultak a jelen állapotok kialakulásához. A második rész ezen rövid összefoglaló után azokat a tényezőket veszi tüzetesebben szemügyre, melyek a monetáris politikával kapcsolatosak. Milyen csatornákon keresztül és milyen mértékben hatottak a jegybankok a válság kialakulására. A harmadik rész pedig azt a célt tűzi ki maga elé, hogy megválaszolja a dolgozat fő kérdését: a hasonló válságok jövőbeli elkerülése érdekében kell-e a központi bankoknak az inflációt kívül az ingatlan- és tőkepiaci árakat is céloznak, azok változására reagálniuk? Mennyiben kell a jelenlegi inflációs célkövetés rendszerét kiterjeszteni vagy módosítani? Ha a dolgozat ezen ambíciózus kérdésekre nem is ad konkrét választ, a probléma – jelenlegi relevanciája miatt – érdemes az elemzésre és a további kutatások tárgyát alkotni.

Fontosnak tartom kiemelni, hogy a problémát globálisan vizsgálom, az amerikai nézőpont esetleges dominanciájával, és nem térek ki külön speciális esetekre, mint a feltörekvő gazdaságok vagy magyarországi vonatkozások; ezek egy külön dolgozat témáját alkothatják. Továbbá hangsúlyoznám, hogy a kérdéskörrel kapcsolatban számos egyéb elemzési lehetőség felmerül (pl. szabályozó hatóságok szerepe), én azonban kifejezetten csak a monetáris politikával foglalkozom.

## 1. A másodlagos jelzálogpiaci válság kialakulása Amerikában

A subprime válságnak vagy credit crunch-nak<sup>1</sup> nevezett krízis kirobbanásáért számos tényezőt tesznek felelőssé. A bankárok kapzsiságától kezdve okolták a pénzügyi innovációk túlburjánzsát, a pénzpiacok túlzott liberalizálását és elégtelen szabályozását, a hitelminősítők hibáit, a politikusok lakáspolitikáját, valamint a túlzottan olcsó pénzt is. Először tekintsük meg, hogy mi is történt, hogyan is alakult ki pontosan a válság, majd megvizsgáljuk, hogy melyik tényező mennyiben járult hozzá a krízishez.

A 2000-es évtized első felét, a dotcom válság<sup>2</sup> utáni időszakot nagyon alacsony hozamok jellemzétek az amerikai pénz- és tőkepiacokon. A befektetők így kevésbé fektettek államkötvényekbe, inkább alternatív befektetéseket választottak, melyek nagyobb hozammal kecsegtettek. A kamatozás alacsony szintje a hitelfelvételt is olcsóvá tette, így a profit megsokszorozása érdekben a befektetők – főleg befektetési bankok – egyre csak növelték a tőkeáttételüket. A kevésbé biztonságos befektetések arányának emelkedése párosulva a tőkeáttétel drasztikus növekedésével rendkívüli kockázatokat rejtett magában, ám ezt akkor még nem látták. De mik is voltak ezek az alternatív, nagyobb hozamú befektetések?

Egy viszonylag újkeltű folyamat során, melyet értékpapírosításnak hívnak, a befektetési bankok összekötötték a befektetőket a lakástulajdonosokkal – a jelzálogjaikon keresztül. A folyamat a következőképpen nézett ki: a lakást kereső család egy brókeren keresztül kapcsolatba került egy bankkal, aki megfelelő önrész és jövedelemigazolás után jelzálogkölcsönt folyósított nekik. A család megvette a házat, a bróker megkapta a díját, a bank pedig folyamatosan kapta a törlesztőrészleteket és a kamatozásokat. Az eddig szokványos folyamat ott folytatódott, hogy egy wall street-i befektetési bank megvette a kölcsönadó banktól a jelzálogkövetelést. Valójában hatalmas tőkeáttétel segítségével rengeteg ilyen jelzálogot vásároltak meg a befektetési bankok, majd értékpapírrá csomagolták őket. Ezt az értékpapírt elnevezték CDO-nak (collateralized debt obligation), melynek fedezetét a számos mögötte álló jelzálog adta, amikből folyamatosan folyt be a pénz. A CDO-kat a befektetési bankok három részre osztották, biztonságos, átlagos és kockázatos részre, melyekre ennek megfelelően különböző hozamokat ígértek. A biztonságos részre egy kis díjért biztosítást is kötöttek a mögötte álló jelzálogok bedőlése esetére (credit default swap –CDS), majd a hitelminősítő ügynökségekkel minősítették őket. A biztonságos részek (főleg a rájuk kötött

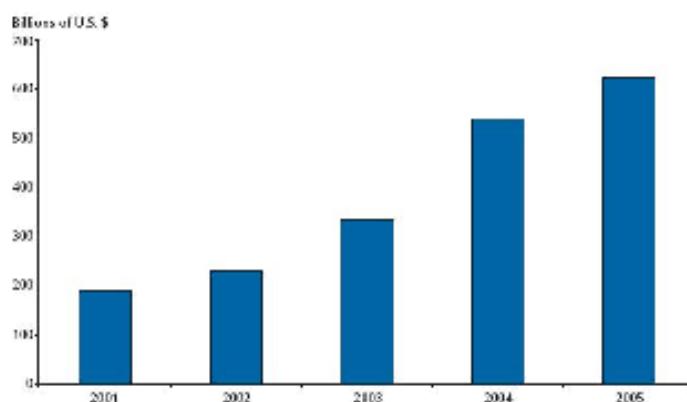
<sup>1</sup> Credit crunch kifejezéssel azt a helyzetet illetik, mikor a pénzpiacokon radikálisan visszaesik a hitelezés. Nevének fordítása is erre utal: „hitel összeroppanás” (saját ford.)

<sup>2</sup> A dotcom válság a 2000-es évek eleji internetpiaci lufi kidurranására utal, mely az amerikai NASDAQ tőzsdeindex zuhanásával kezdődött

biztosítás miatt) jórészt megkapták a legmegbízhatóbb AAA minősítést. Ezután a befektetési bankok eladták a CDO-k különböző részeit különböző kockázatéhségű ügyfeleknek, befektetőknek – nyugdíjalapoknak vagy fedezeti alapoknak (hedge funds). Mindeközben az évtized első felében a lakásárak Amerika-szerte emelkedtek, így a jelzálogok bedőlése esetén sem kellett nagy veszteségektől tartani, hiszen a jelzálog mögött ott állt fedezetként a növekvő értékű ház. mindenki jól járt, rengeteg pénzt lehetett keresni. A befektetők sokkal jobb hozamot érhettek el, mint államkötvényekkel, a befektetési bankárok a hiteleik visszafizetése után is milliárdokat realizáltak, a kölcsönadó bank és a bróker is megkaptá a saját díját, a család pedig lakáshoz jutott, melynek értéke ráadásul folyamatosan nőtt.

Az elérhető nagy hozamokat látva a befektetők még több CDO-t akartak, az elsődleges jelzálogpiac (prime mortgage market<sup>3</sup>) azonban telítődött: mindenki, akinek biztonságosan lehetett hitelezni, már rendelkezett jelzáloggal. És itt jött el a fordulópont: mivel az emelkedő lakásárak miatt a bankok nem féltek a jelzálogot felvevő család csődjétől (hiszen majd úgyis eladják a házát), elkezdtek kevésbé megbízható ügyfeleknek hitelezni, megugrott a subprime jelzáloghitelezés<sup>4</sup>. A subprime kölcsönfelvétel rossz hiteltörténettel rendelkezik, magasabb

Subprime Mortgage Originations, Annual Volume



SOURCE: Data are from Inside Mortgage Finance, as published in the 2006 Mortgage Market Statistical Annual, Vol. 1.

**1. ábra: A subprime-fedezetű termékek (forrás: Mizen, 2008, 537. o.)** subprime hitelezést, mint korábban, és a nagyobb hozamok iránti vágy a fokozottabb kockázatvállalást is ösztönözte (Mizen, 2008). Ráadásul a fentebb leírt láncban a kockázatot tovább lehetett adni, onnantól kezdve, hogy valaki eladta a kockázatos CDO-t, az már a vevő problémája volt. A bankok pedig egy újabb innováció, a SIV-ek (structured investment vehicle) segítségével bizonyos kockázatos eszközöket el tudtak tüntetni könyveikből, és leányvállalataik mérlegébe tenni őket, ami csökkentette az eszközállomány kockázatát és így a megkövetelt sajáttőkét is (The

kockázatú, és egyéb körülmények között nem is kapna hitelt, csak jelentős felárral. A folyamatosan növekvő ingatlanárak – illetve az ez irányba mutató várakozások – azonban sokkal vonzóbb befektetéssé tették a

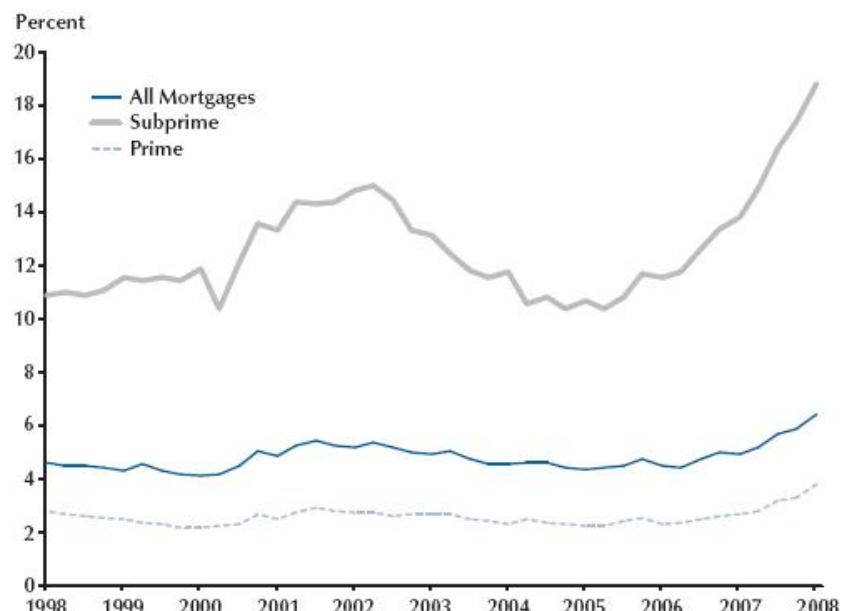
<sup>3</sup> A prime piac a hitelképes ügyfelek piacát jelenti, akiknek normál körülmények közepette hiteleznek a bankok, hiszen megbízható hiteltörténetük van, és stabil jövedelmük.

<sup>4</sup> Jelen válság neve a másodlagos amerikai jelzálogpiac angol „subprime mortgage market” fordításából fakad. Ez az elnevezés a rosszabb hiteltörténettel rendelkező, kevésbé hitelképes ügyfelekre utal.

Economist, 2008c). Amíg azonban az ingatlanárak emelkedtek, nem is volt semmi gond: ha egy kölcsönfelvétő nem fizetett, eladták a házát, és nem volt veszteség.

A subprime adósok közül azonban egyre többen és többen jelentettek fizetésképtelenséget, és a piacon egyre több házat kezdték eladásra kínálni, ami elkezdte lenyomni az árakat. A csökkenő lakásárak még a rendszeresen fizető családokat is arra ösztönöztek, hogy elsétáljanak házuktól: miért fizessék tovább a drága jelzálogot, ha a házuk már nem is ér annyit? CDO-k mögül így eltűnt a fedezet, nem érkeztek a törlesztőrészletek, az ingatlanpiaci túlkínálat miatt pedig csak nagyon olcsón lehetett a házakat értékesíteni, ha

### U.S. Residential Mortgage Delinquency Rates



SOURCE: Mortgage Bankers Association/Haver Analytics.

**2. ábra: Jelzálog-fizetésképtelenségi ráták az USA-ban (forrás: Mizen, 2008, 540. o.)**  
 lehetett egyáltalán. Ezt látva a hitelminősítők felülvizsgálták eddigi minősítéseiket, és hirtelen nagyon megnőtt a bizonytalanság a subprime fedezetű termékekkel szemben. Nem lehetett megszabadulni tőlük, hiszen senki nem akarta venni őket, és az elégteren kereskedési mennyiség, valamint az átláthatatlan komplexitás következtében szinte teljesen értékelhetetlené váltak. A bankok kényetlenek voltak visszavenni mérlegükbe ezen értékpapírokat, és azok után, amik mögött már nem volt fedezet, leírni a veszteséget. Senki nem volt biztos benne, hogy ki mennyi veszteséget tart a könyvében, így a bankok egymással szembeni bizalmatlansága végül oda vezetett, hogy a bankközi piacon szinte teljesen felszáradt a likviditás, és a kamatlábak az égbe szöktek, kialakult a „credit crunch” (Mizen, 2008). A pénzügyi rendszerben elkezdtek hatalmas veszteségek felhalmozódni, a nagy

tőkeáttételű befektetési bankok nem tudták hiteleiket visszafizetni, a befektetések jó része pedig elértektelenedett.

A történtek rövid áttekintése után most vizsgáljuk meg, milyen okai voltak annak, hogy az események idáig fajultak. Az alábbiakban a túlzott pénzpiaci deregulációt, az alacsony kamatkörnyezetet, a kormányzati politikát, a helytelen ösztönzőket, valamint ezek eredője és kombinációjaként a subprime jelzáloghitelezés megugrását vesszük sorra, továbbá kitérünk arra is, hogy milyen szerepe lehetett a túlzott és irrealis várakozásoknak, valamint historikus kockázatértékelési modelleknek.

Nézzük először a pénzpiaci liberalizációt! A 2000-es években a pénzügyi rendszer és a pénzpiacok radikális változásokon mentek keresztül. Kezdett kialakulni egy bizonyos „új pénzügy”, mely főleg a technológiai fejlődés és nagyfokú computerizáltság által lehetővé tett ún. pénzügyi innovációk kialakulásában, valamint a derivatív ügyletek elszaporodásában öltött testet. A volt Fed elnök, Paul Volcker nevezte ezt „bright new finance”<sup>5</sup> néven (The Economist, 2008c). Mi is ez pontosan? A már meglévő szabályozást kikerülni vágyó pénzpiaci szereplők a fejlődő számítógépes technika segítségével teljesen új, bonyolult pénzügyi termékeket hoztak létre. Újdonságukból fakadóan nem létezett semmilyen szabályozott keret vagy korlátozás a használatukat és kereskedésüket illetően; tulajdonképpen pont a szabályozás megkerülése végett hozták őket létre leleményes befektetési bankárok. Például bizonyos hiteleket össze lehetett csomagolni és értékpapírosítani, majd ezeket a hitelek által fedezett értékpapírokat árulni és venni vagy tovább csomagolni. A csomagokat kockázat szerint részekre lehetett bontani és a nagyobb kockázatú részeket egy újabb csomagba csomagolni, és így tovább... Ezen kívül ugrásszerűen megnőtt a derivatív ügyletek értéke, mely növekedés nagy részét a CDS ügyletek (credit-default swap) adták. Így volt lehetséges, hogy a fenti eseményekben kulcsszerepet játszó pénzügyi innovációk (pl. CDO, SIV) létrejöhettek, és a szabályozó hatóságok korlátozása nélkül terjedhettek. A pénzügyi innovációkon kívül kezdett kialakulni egy teljesen új, szintén szabályozáson kívüli ún. „árnyékbankrendszer” is (pl. hedge fundok), akikre nem vonatkoztak a szövetségi előírások, tőkekötélmények, és korlátok nélkül vehettek kockázatos befektetéseket. Mint fentebb láttuk, jellemző erre az időszakra a tőkeáttétel drasztikus növekedése is. A bankok eszközeik nagy részét külső forrásból finanszírozták, és a minimális tőkekötélményeket is igyekeztek kikerülni (ebben segítettek nekik pl. a SIV-ek), ami rendkívül sebezhetővé tette őket egy esetleges pénzpiaci turbulencia esetére. Pontosan ez az, ami történt is: a nagy tőkeáttétel miatt

---

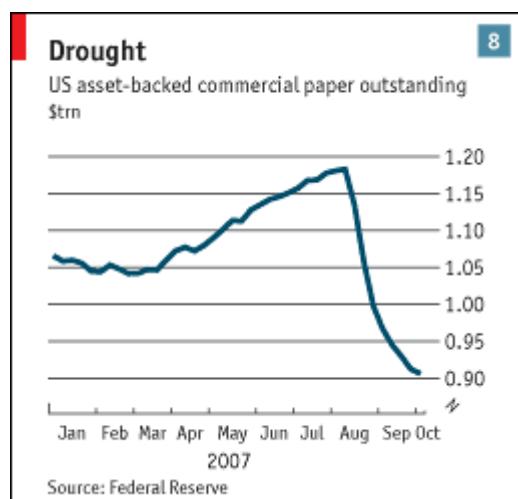
<sup>5</sup> „ragyogó új pénzügy” saját ford.

viszonylag kis realizált veszteség arányaiban sokkal nagyobb tőkeveszteséget okozott, és csődbe juttatott számos nagy befektetési bankot.

Vegyük az okok közül másodszor a 2000-es évek első felének alacsony amerikai kamatkörnyezetét, mely egyre fokozottabb étvágyat teremtett a nagyobb hozamú befektetések iránt („search for yield”), egyre többen fektettek például ingatlanba, amely a lakásárak felfutását eredményezte. A nagyobb hozamok iránti vágy ösztönözte a fokozottabb kockázatvállalást és a kockázatosabb befektetések népszerűvé válását, az olcsó hitel pedig könnyebben tette a nagy tőkeáttétel kialakítását. Láthatjuk, hogy ez a helyzet – a pénz túlzott olcsósága – szintén közvetlenül hozzájárult a válság kialakulásának fent leírt feltételeihez.

Harmadrészt a kormányzati politika is valószínűleg elősegítette a krízis kirobbanását az „affordable housing”<sup>6</sup> politika jegyében, melynek keretében a kormány ösztönözni próbálta a lakosság saját tulajdonú házhoz jutását: a kormányzati hátterű Freddie Mac és Fannie Mae jelzálogügynökségek 2004 után rohamléptékben kezdték subprime jelzálogokat vásárolni (The Economist, 2008c). Ez szintén hozzájárult a subprime jelzálogpiacnak a kockázatos ügyfelek arányának fokozott emelkedéséhez, valamint még korábban a prime piac telítődéséhez.

Negyedszer egészen biztos, hogy a piaci szereplők ösztönzői sem voltak teljesen optimálisak. Ezeket a jelzálogszterződéseket olyan brókerek kötötték, akik csak a szerződések mennyiségeinek növelésében voltak érdekeltek, hiszen ehhez kötődött díjazásuk is. A hitelfelvétőt egyáltalán nem vizsgálták meg alaposan, és a bankok különben sem féltek annyira a fizetésképtelenség kockázatától, mert a lakásárak folyamatosan nőttek. Így jövedelemigazolás nélkül is szinte bárki kaphatott hitelt, akár ingatlanja értékének 120%-ra!



3. ábra: Fedezett értékpapírok forgalma  
(forrás: The Economist, 2007e, 26. o.)

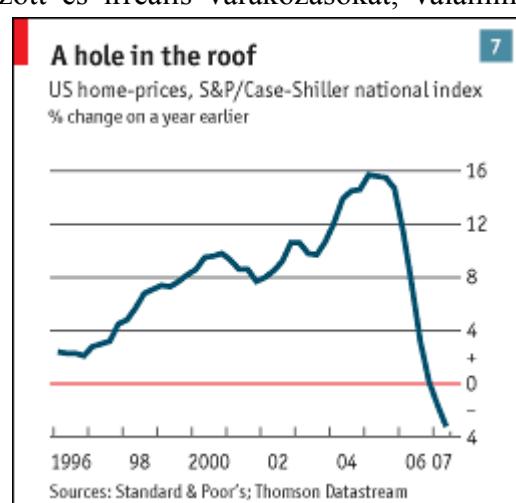
Ezen kívül rosszak voltak az ösztönzők a hitelminősítő intézetek esetében is, hiszen nekik éppen azok a bankok voltak a megbízóik, akik magát az értékpapírt kibocsátották. Így nem csoda, hogy esetleg olyan értékpapírok is megbízható besorolást kaptak, akiknek egyébként ezt nem adták volna meg. Továbbá egy alapvető probléma volt a kockázatok könnyű átháríthatósága. Ahogy a láncban a következő szereplőhöz került a kockázatos értékpapír, addigi tulajdonosát már nem

<sup>6</sup> megfizethető lakhatás (saját ford.)

érdekelte, hogy az milyen veszélyeket rejt, éppen ezért nem is nagyon törődött azzal, hogy megfelelő biztonságú papírt hozzon létre vagy vegyen. mindenki úgy gondolta, hogy ha esetleg baj lesz, majd gyorsan eladják pl. CDO-ikat. A bankoknak ráadásul a náluk maradt kockázatos eszközeiket sem kellett a könyveikben tartaniuk, hanem SIV-ek segítségével „könnyen eltüntethették” őket, így aztán tényleg nem érdekelte a hitelintézeteket, hogy milyen kockázatos ügyfélnek adnak kölcsön.

A fenti tényezők együttes jelenléte megteremtette a subprime jelzáloghitelezés feltételeit, ilyen körülmények közepette ezek egyre vonzóbb befektetéssé váltak. Az alacsony kamatkörnyezetben a nagyobb hozamok iránti vágy, a fokozottabb kockázatvállalási kedv és a rossz ösztönzők az indokot szolgáltatták e megnövekedett keresletre, a szabályozatlan pénzügyi innovációk és a kockázatterítés párosulva az olcsón növelhető tőkeáttétellel és a szárnyaló lakásárakkal pedig az eszközöket és a lehetőséget jelentették ezen folyamat kialakulásához. Így terjedhettek el a piacon a válság kirobbanását közvetlenül előidéző rendkívül kockázatos subprime jelzáloghitelek.

Utolsó okként szeretném még tárgyalni a túlzott és irreális várakozásokat, valamint felvetni a historikus kockázatértékelési modellek használhatóságát. Mint korábban említettem, a liberalizált piacok elvben biztosítják, hogy a pénz oda folyjon, ahol a leg produktívabban lehet hasznosítani, a pénzügyi innovációk pedig segítenek szétteríteni a rendszerben a kockázatokat. Ez serkenti a gazdasági növekedést és a jólétet, valamint csökkenti a pénz árát, könnyebb lesz

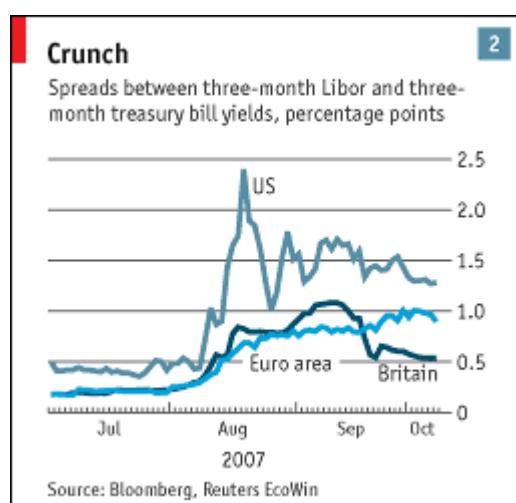


4. ábra: Az ingatlanárak változása az Egyesült Államokban (forrás: The Economist, 2007c, 18. o.)

hitelhez jutni, ami a sokkokra való rugalmásabb reagálást teszi lehetővé. A fejlett hitelezés segítségével ugyanis a sokok során nem ingadozik annyira a fogyasztás és sokkal egyenletesebbek a gazdasági ciklusok (The Economist, 2008c). Most mégsem ez történt, a liberalizált piacok nem a gazdaság rugalmasságát növelték, hanem a sérülékenységéhez járultak hozzá, hiszen a hitelezés a simító hatás helyett erősen prociklikus volt: a boom<sup>7</sup> alatt az olcsó hitel pumpálta az ingatlanlufit, a kidurranás után pedig a bankok a hitelezés és a tőkeáttétel gyors csökkentésével válaszoltak, ami csak felerősítette a durranás hatásait (The Economist, 2008c). Mi lehet ennek az oka? Az ingatlanpiaci árnövekedés nem fundamentális

<sup>7</sup> Fellendülő gazdasági ciklus elnevezése – angol eredetű

okok miatt történt, hanem csak egy buborék volt, ami ki is durrant. Ez pedig egyszerre hozta felszínre a pénzügyi rendszerben addig halmozódó feszültségeket és rejtett kockázatokat. Az új termékek és a mögöttük álló jelzálogok tehát valójában nem voltak biztonságosak, mert értékük szorosan az ingatlanárak változásához kötődött. A komplex termékekben így alapvetően félreárazta a kockázatokat a piac. Egyszerűen szinte senki nem látta át, hogy mi van mögöttük, másrészt egy valószerűtlen és vak hit által vezérelve úgy gondolták, hogy a lakásárak csak felfelé mehetnek (Mizen, 2008), illetve, hogy legalább egyszerre országszerte úgysem fognak esni, és átlagban növekedést vagy legfeljebb stagnálást fog mutatni a lakáspiac. Ezek az irreális várakozások és a kockázatok ilyen mértékű félreárazása felvetik a kérdést, hogy megfelelőek-e az eddigi historikus adatokon alapuló kockázatértékelési



5. ábra: Kamatkülönbözet a 3 hónapos államkötvények és LIBOR közt (forrás: The Economist, 2007b, 6. o.)

valószínűségeket az eddigi események alapján számolja. Ez az ún. „known unknown”<sup>8</sup> (Rumsfeld, 2002), azaz „Knightian risk”<sup>9</sup> (Knight, 1921). A jövőben azonban olyan események is előfordulhatnak, amiről nem is tudjuk, hogy egyáltalán létezhet, ez az ún. „unknown unknown”<sup>10</sup> (Rumsfeld, 2002), azaz „Knightian uncertainty”<sup>11</sup> (Knight, 1921).

A kiváltó okok között tehát nyilván ott van az új pénzügyi innovációk területén a szabályozás hiánya és a túlzott liberalizáció. Bár ezek hozzájárultak a válság kirobbanásához, ez egyáltalán nem jelenti azt, hogy ezeket az innovációkat be kell tiltani, és az egész pénzügyi rendszert sokkal szigorúbban leszabályozni; viszont bizonyos helyeken tényleg szükség lesz a fokozottabb felügyeletre. Azokban az érvelésekben is van igazság, mely szerint az ösztönzők

modellek. A befektetők ugyanis azt hitték, hogy hatékonyan terítik a kockázatokat, amely normál pénzpiaci fluktuációkra rendben is lett volna, ám valójában egy nagyon erős korrelációt és prociklikusságot hoztak létre az extrém események esetére: amikor egy ilyen jellegű sokk érte a pénzpiacokat, az összes felhalmozódott kockázat egyszerre jött a felszínre. Ennek oka az lehet, hogy bármilyen historikus adatokon alapuló

kockázatértékelési rendszer csak a kiszámítható valószínűségeket képes figyelembe venni, mely

valószínűségeket az eddigi események alapján számolja. Ez az ún. „known unknown”<sup>8</sup> (Rumsfeld, 2002), azaz „Knightian risk”<sup>9</sup> (Knight, 1921). A jövőben azonban olyan események is előfordulhatnak, amiről nem is tudjuk, hogy egyáltalán létezhet, ez az ún. „unknown unknown”<sup>10</sup> (Rumsfeld, 2002), azaz „Knightian uncertainty”<sup>11</sup> (Knight, 1921).

<sup>8</sup> ismert ismeretlen (saját ford.)

<sup>9</sup> Knight-i kockázat (saját ford.)

<sup>10</sup> ismeretlen ismeretlen (saját ford.)

<sup>11</sup> Knight-i bizonytlanság (saját ford.)

voltak rosszak. A politikusok is felvállalhatnak magukra egy kis szerepet a Fraddie Mac és Fannie Mae jelzálogügynökségek tevékenysége nyomán. Érdemes megvizsgálni a piaci várakozások szerepét, illetve a kockázatértékelő modellek használhatóságát is. Ezen okokat nagyon sokáig lehetne elemezni, hogy milyen mértékben felelősek, mennyire járultak hozzá a krízishez. Azt leszögezhetjük, hogy valamilyen szinten mindenki hibáztatható és nem lehet csupán egyetlen tényező nyakába varjni minden. Ebben a dolgozatban azonban csak azt az okot próbálom körüljárni, mely a monetáris politikához a leginkább köthető: az olcsó pénzt. Az állami szabályozáson és a pénzügyi innovációkon kívül ugyanis ez volt a válság egy másik nagyon fontos alapja. Az olcsó pénzhez a monetáris politika lazaságán és a stabil makrokörnyezeten kívül globális tényezők és előzmények is hozzájárultak, mint például a savings glut<sup>12</sup> vagy a dotcom válság hatásai. Ezekről szól a következő fejezet.

## **2. Olcsó pénz a subprime válság előtt – a monetáris politika szerepe**

### **2. 1. Alacsony amerikai kamatkörnyezet a dotcom válság után és Greenspan „talánya”**

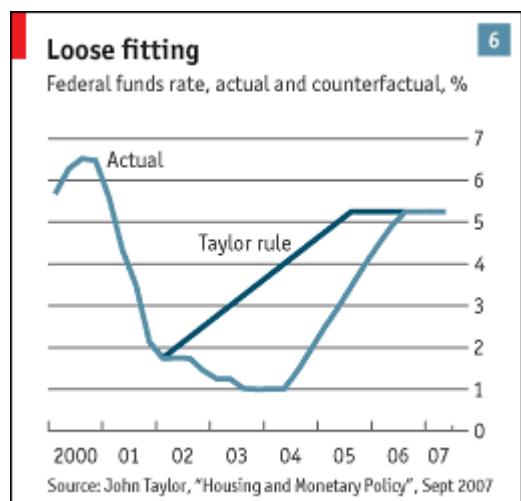
Az előző részben láttuk tehát, hogy az olcsó pénzt eredményező alacsony kamatok hogyan járultak hozzá a subprime krízis kialakulásához. Az alacsony reálkamatok olcsóvá tették a hiteleket, a befektetők pedig inkább az ingatlanvásárlást választották a kis hozamú pénzpiacok helyett – a lakásárak az egekbe emelkedtek. Az emelkedő árak később sem fogták vissza a keresletet, mert az ingatlanokat befektetési céllal vásárolták, és mindenki további áremelkedésre számított. A nagy hozamok iránti vágy és az új pénzügyi innovációk a fokozottabb kockázatvállalást ösztönözték. Mindezek a tényezők vezettek a kockázatosabb subprime jelzáloghitelek rohamos terjedéséhez (olcsóbb hitel a felvétőnek, növekvő lakásárak miatt biztonságosnak tűnő nagyobb hozam a befektetőnek). Mi tette ilyen olcsóvá a pénzt, miért voltak ilyen alacsonyak a kamatok Amerikában?

A dotcom lufi 2001-es kidurranása után a Federal Reserve 2003-ig 6,5%-ról 1%-ra csökkentette az irányadó kamatlábat és egy teljes éven át ott is hagyta azt (The Economist, 2007c). Túlságosan laza volt a monetáris politika? Alan Greenspan, a Fed akkori elnöke azzal indokolta a lépést, hogy tőzsdei összeomlás visszahúzóan hat a gazdaságra, sőt, fennáll a japához hasonló defláció kialakulásának veszélye is. A monetáris lazítás ezt a folyamatot próbálta megelőzni, és akkoriban nagyon pozitívan fogadták a piacok. És bár defláció, valamint jelentősebb gazdasági visszaesés tényleg nem következett be, ezek az alacsony kamatok elkezdték táplálni a kialakulóban lévő jelzálogpiaci buborékot. A Taylor-szabály

---

<sup>12</sup>A savings glut (megtakarítási bőség – saját ford.) kifejezéssel a 2. 2. alfejezetben leírt jelenséget illeti a szakma

alapján durván becsülhető, hogy a monetáris politika historikus viselkedésével összhangban álló szinten vannak-e a kamatok egy gazdaságban; ez azt mondja ki, hogy ha nincs output-



6. ábra: A Fed irányadó kamatlábai és a Taylor-szabály (forrás: The Economist, 2007c, 18. o.)

Taylor-szabály és az aktuális kamatszint között. Ha a Taylor-szabály alapján határozták volna meg a kamatokat, akkor az ingatlanpiaci boom valószínűleg hamarabb és alacsonyabb szinten tetőzött volna (Taylor, 2007).

Megtévesztő lehet azonban pusztán a Taylor-szabály alapján megítélni a Fed monetáris politikájának helyességét. A Taylor-szabály ugyanis historikus adatokon alapszik, és a Fed eddigi viselkedését, reakciót foglalja egy olyan becsült egyenletbe, mely jól illeszkedik az eddigi kamatdöntésekre az infláció és a kibocsátási rés ismeretében. A jövőben azonban egyáltalán nem biztos, hogy az az optimális, ami a múltban volt, főleg ha közben alapvetően megváltoznak a körülmények. Ex post lehet, hogy egyértelműen tűnik a Fed bírálata, de ex ante lehet, hogy tényleg ez volt a legkívánatosabb döntés, főleg a japánhoz hasonló deflációtól való fokozott félelem fényében. A kis valószínűség – nagy költség páros könnyen indokolhatta az intenzív monetáris lazítást.

A Taylor-szabályon kívül azonban másvalamivel is indokolhatjuk, hogy miért volt túl laza az amerikai monetáris politika, mégpedig a globalizáció dezinflációs szerepével. Eszerint a feltörekvő országok világgazdaságba való bekapcsolódásával a világpiacot elárasztotta az olcsó munkaerő, és ez a pozitív munkakínálati sokk lejebb mozdította az egyensúlyi inflációs szintet (NAIRU)<sup>14</sup>. A Fed-nek (és a Taylor-szabálynak is) tehát egy alacsonyabb inflációs

gap<sup>13</sup> és az infláció a jegybank által meghatározott célérték körül van, akkor olyan kamatszintre van szükség, ami se nem gyorsítja, se nem lassítja a gazdaságot (The Economist 2007c). Bár ez egy durva becslés, a nagy eltérések mindenképpen észrevehetők vele. Ha ez alapján vizsgáljuk a Fed irányadó rátáját, akkor azt kapjuk, hogy már 2002-ben el kellett volna kezdeni emelni a kamatokat, miközben azok a valóságban még 2003-ig csökkentek, és csak 2004-ben kezdtek emelkedni újra. Eddigre azonban már 3%-os rés mutatkozott a

<sup>13</sup> Az output gap angol kifejezés a kibocsátás potenciális szinttől való eltérésére utal. A kifejezést többé-kevésbé már a magyar szaknyelv is átvette. Szó szerint: „kibocsátási rés” (saját ford.)

<sup>14</sup> NAIRU – Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment – Az inflációtól az az egyensúlyi szintje, amely mellett a gazdaság a potenciális kibocsátás szintjén termel, a foglalkoztatás a természetes munkanélküliség szintjén áll, és az infláció stabil.

szintet kellett volna céloznia, amely kevésbé intenzív kamatsökkentést és hamarabbi emelést vont volna maga után. Bár itt is felhozhatjuk a deflációtól való *ex ante* félelem érvét, egy ilyen sokk lehet átmeneti, és ha a jegybank hitelesen célozza a – bár alacsonyabb – inflációs célját, akkor az árcsökkenés nem épül be a várakozásokba, és nem kell deflációs spiráltól tartani. A Fed valószínűleg ezt is csinálta, csakhogy egy magasabb inflációs szintet célozva. Ez az indokoltnál valószínűleg lazább monetáris kondíciókat eredményezett, és meglehet, hogy a buborék kialakulása eddigre már olyan lendületet vett, hogy az elkezdődő kamatemelések sem tudták megállítani. Valószínűbb azonban az a magyarázat, miszerint az ingatlan- és hitelpiaci boom azért nem hagyott alább, mert a jelzáloghitelezésben számító hosszú távú kamatok a Fed rövid távú kamatokat emelő lépései hatására sem emelkedtek.

A hozamgörbére vonatkozó várakozások elmélete szerint egy több perióduson át tartott kötvény hozama egyenlő kell legyen az ugyanezen az időszakon át tartott egyperiódusú kötvények átlagos hozamával plusz a hosszabb távért felszámolt likviditási prémiummal. Ennek értelmében, ha a rövid távú kamatok nőnek, akkor a hosszú távúaknak is nőnie kell (Whelan, 2007b) – feltéve, hogy az inflációs várakozások horgonyzottak. Ugyanis meglepetés kamatemelések hatására az inflációs várakozások is módosulhatnak (lefelé), így azonos reálkamatot feltételezve a hosszú távú kötvények nominális hozama az inflációs várakozásokkal együtt éppen hogy csökkenni fog. A Federal Reserve 2004 júniusa és 2005 januárja között 1,5%-al emelte irányadó rátáját, és a tízéves államkötvények hozama majdnem 1%-al csökkent. Itt azonban nem beszélhetünk meglepetésről. A kamatdöntések jó előre be voltak jelentve, és úgy kommunikálták őket, mint az egyensúlyi inflációhoz való visszatérés szükséges útját; az inflációs várakozások ez idő alatt a felmérések szerint is horgonyzottak voltak Amerikában, és ennek ellenére nem teljesült a pozitív kapcsolat a rövid és hosszú távú kamatok között. A központi bank további kamatemelései hatására sem kezdtek növekedni a hosszú távú kamatok, így a jelzálogpiacon a kondíciók továbbra is lazák maradtak. A jelenség merőben szokatlan volt, és szinte senki sem értette, Greenspan a kongresszus előtt mondott beszédében „talánynak” (conundrum)<sup>15</sup> nevezte, melyre akkor nem tudott kielégítő magyarázatot adni (Backus & Wright, 2007).

Számos vélemény született a greenspani talány magyarázatára. Az egyik a hitelességi paradoxonnal<sup>16</sup> függ össze. Eszerint, ha a jegybankok sikeresek az infláció megfékezésében (hitelesen fékezik meg az inflációs várakozásokat), és ezzel egy stabil makrokörnyezet

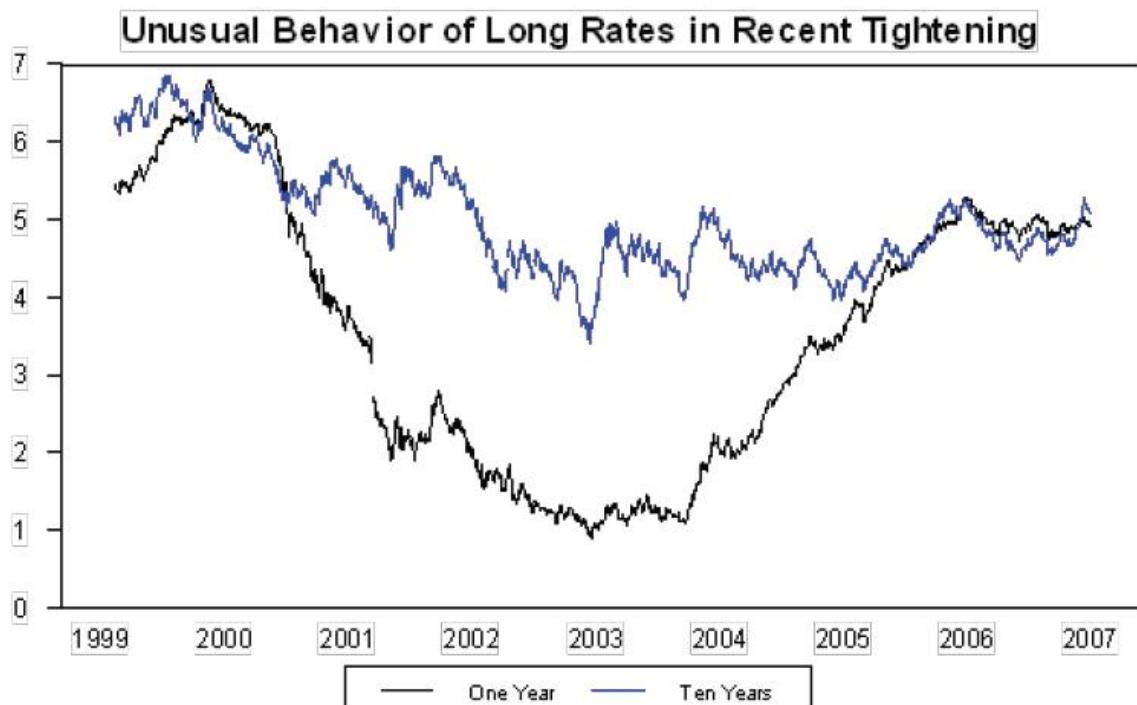
---

<sup>15</sup> „For the moment, the broadly unanticipated behaviour of world bond markets remains a conundrum.” (Alan Greenspan-t idézi Backus & Wright, 2007) – „A világ kötvénypiacainak nagyjában váratlan viselkedése pillanatnyilag egy rejtély.” (saját ford.)

<sup>16</sup> Paradox of credibility (saját ford.)

biztosításában, az növeli a pénzügyi egyensúlytalanságok kialakulásának a veszélyét (Fisher & Lund, 2004). Az emberek ugyanis hozzászoknak a stabilan alacsony inflációhoz, és ezzel az árak ragadósabbá válnak, az inflációs várakozások pedig jelentősen csökkennek. A jövőbeli bizonytalanság csökkenése a kockázatokat is csökkenti. Ezek a tényezők az időszaki prémium csökkenésén keresztül csökkentik a hosszú távú és a rövid távú kamatok közötti különbözetet. A Federal Reserve az utóbbi évtizedekben rendkívül sikeres volt az infláció elleni harcban, és a gazdaság stabil növekedést és árakat tapasztalt már jó ideje. Az ún. „Great Moderation”<sup>17</sup> nevű időszak tehát könnyen előidézhette a hitelességi paradoxon kialakulását, és az időszaki prémium csökkenésén keresztül magyarázhatja, hogy a hosszú távú kamatok miért nem kezdték el nöni, mikor a Fed emelni kezdte a rövid távú irányadó kamatrátját (Backus & Wright 2007).

Ezen kívül arra is magyarázattal szolgálhat a hitelességi paradoxon, hogy miért nem érzékelte a Fed, hogy alacsonyabb inflációs célt kéne célozni. A Fed által célzott inflációs szint a vélhetőleg alacsonyabb NAIRU mellett a gazdaság felpörgetéséhez, potenciális ütemtől való eltéréséhez és gyorsuló inflációhoz kellett volna, hogy vezessen. A gazdasági felfűtődés valószínűleg el is indult (az eszközök szárnyalásában, hitelállomány-növekedésben, fogyasztásban vannak erre utaló jelek), ám a kialakuló túlkereslet a hiteles jegybanki politika által eredményezett ragadósabb árak miatt nem tükrözött annyira



7. ábra: Greenspan „talánya”: rövid és hosszú távú kamatlábak az USA-ban (forrás: Whelan, 2007a, 8. o.)

<sup>17</sup> „Nagy Mérséklődés” (saját ford.)

gyorsan és intenzíven az infláció gyorsulásában, így a Fed nem is reagált időben.

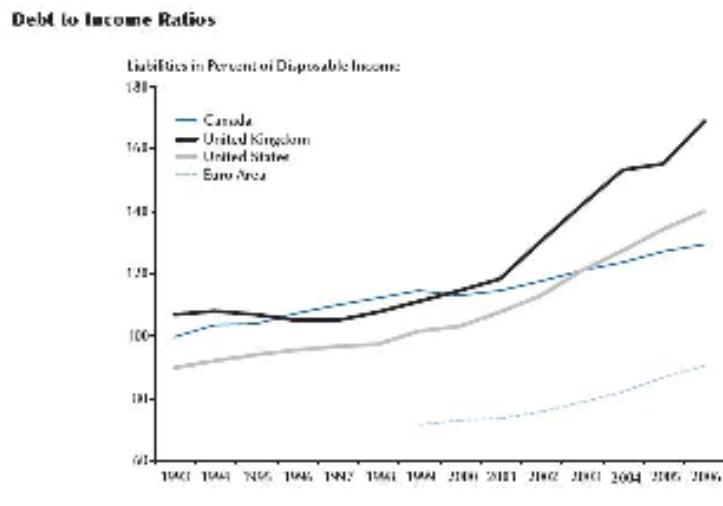
Egy másik magyarázat a greenspani talányra a hosszú távú kötvények iránt megnövekedett igény (árfolyam nő, hozam csökken). A dotcom válság után a részvényekben általánosan megrendült a bizalom, és a befektetők nemcsak ingatlanvásárlásba menekültek, hanem egy részük megelégedett a részvények helyett az alacsonyabb hozamú államkötvényekkel – ilyenek voltak jellemzően a nyugdíjalapok. Bár nem valószínű, hogy ennyire szisztematikusan és ilyen mértékben jelentkezett volna a hatása, de az időszaki prémium csökkenésében szerepet játszhatott az irracionális befektetői magatartás is.

## 2. 2. Savings glut

Az amerikai jegybankárok által legtöbbet hangoztatott magyarázat Greenspan talányára azonban az ún. „savings glut”. Eszerint a globális megtakarítási egyensúlytalanságok nyomták le a hosszú távú kamatokat a fejlett világban.

A közgazdasági elmélet alapján az a természetes, ha a fejlett, tőkében gazdag országok tőkét exportálnak, azaz folyó fizetési mérleg többletük van, míg a tőkében relatíve szegényebb, feltörekvő gazdaságok, akikben nagy növekedési potenciál van tőkét importálnak, vagyis folyó fizetési mérlegük deficites (Hornok et al, 2006). Jelen esetben azonban éppen fordítva történtek a dolgok. Nézzük meg, hogyan is alakult ki a savings glut!

Az egyensúlytalanságok kialakulásának egyik oldala a fejlett világban, főleg az Egyesült Államokban kialakuló folyó fizetési mérleg deficitek. Ezek megjelenése a '90-es évek második felére tehető, amikor is az amerikai gazdaságban megfigyelhető termelékenységnövekedés a beruházások bővülésén keresztül okozott hiányt. Bár a háztartások is egyre jobban eladósodtak, ezt egyelőre ellensúlyozta a fegyelmezett fiskális politika (Hornok et al, 2006). Míg ez a hiány, a termelékenységnövekedésre adott egyensúlyi válasznak tekinthető, addig a 2000-es évek eleje óta tovább romló folyó fizetési mérleg már nem a bővülő beruházásoknak (amik eddigre



8. ábra: Az eladósodottság mértéke a rendelkezésre álló jövedelem arányában (forrás: Mizen, 2008, 535. o.)

visszaestek) köszönhető, hanem a lakosság mellett szintén egyre jobban eladósodó kormányzatnak (pl. iraki háború) – bár itt meg kell jegyezni, hogy elsősorban a háztartások eladósodása a domináns tényező, viszont az már korábban is megfigyelhető volt. A lakosság többletfogyasztása nem a jövőben várható nagyobb jövedelmen alapult, hanem csupán átmeneti eszközár-emelkedésből származó vagyoni hatáson, így ez a deficit már nem tekinthető egyensúlyinak (Hornok et al, 2006).

A mérleg másik oldalán a feltörekvő gazdaságok, elsősorban az olajexportáló és a kelet-ázsiai országok folyómérleg többlete áll. Az 1998-as ázsiai válság után a térség országaiban jelentősen visszaesett a beruházás, mely a megtakarítások növekedésének irányába hatott. Az ázsiai országok a jövőbeni hasonló krízisek elleni védekezés céljából hatalmas devizatartalékokat kezdték el felhalmozni. Az emelkedő nyersanyagárak csak növelték exportbevételeiket, melyet nagyrészt eltartalékoltak. Az export növekedését azáltal is igyekeztek ösztönözni, hogy valutájukat nem engedték felértékelődni. Az exportbevételei által nagy dollártartalékokat felhalmozó országok folyó fizetési mérlege többletet mutat, azaz az ország globális szempontból nettó megtakarító. Az elmélet szerint a folyómérleg többletet mutató országok valutájának fel kell értékelődni, ahogyan az országba áramló dollárok ból túlkínálat keletkezik; a dollár így gyengül mondjuk a jüanhöz képest, és ennek megfelelően a jüan erősödik a dollárhoz képest. Az erősödő valuta visszafogja az exportot és ösztönzi az importot, ezáltal fizetési mérlegek globális szintű kiegyenlítődésének irányába hatva. A kínai kormány azonban nem akarta, hogy exportja visszaessen, így valutáját nem engedte felértékelődni, hanem megpróbálta azt a dollárhoz rögzíteni.

A Bretton Woods II-nek<sup>18</sup> is nevezett rendszer (The Economist, 2008a) úgy működött, hogy a kínai exportörökhöz áramló dollárokat a kínai jegybank felvásárolta, megszüntetve ezzel a dollár túlkínálatát és többé-kevésbé rögzítve a nominális árfolyamot. Az egyensúlytalanságok kialakulása tehát tovább folytatódott, Ázsia tovább halmozta megtakarításait exportbevételeiből, a fejlett világban – különösen Amerikában – pedig nőtt a folyó-fizetési mérleg hiánya (Bernanke, 2005). Az ázsiaiak ezen megtakarításait főként hosszú távú amerikai államkötvényekbe fektették. Az egyesült államokbeli állampapírpiac több mint 50%-át távol-keleti országok jelentették (Backus & Wright, 2007). Az államkötvények iránt megnövekedett kereslet felhajtotta az árfolyamukat és lenyomta a hozamszinteket. Az ázsiaiak kereslete azonban továbbra sem lankadt, hiszen pl. Kínát nem a dollárjain elért nagy hozam érdekelte, hanem csupán a biztonságos elhelyezés, így egy

<sup>18</sup> Az eredetileg Bretton Woods-inak nevezett rendszer a nyugati világ második világháború utáni nemzetközi valutarendszerére utal, melyben minden tagország valutája a dollárhoz volt rögzítve, a dollár pedig az aranyhoz.

nagyon tartós, kamatérzéketlen kereslet alakult ki. A nagyméretű amerikai deficitet tehát könnyen finanszírozották a nagy ázsiai többletek. A tőke óriási mennyiségekben áramlott a nettó megtakarító ázsiai országokból az eladósodott Amerikába. Így bár Amerikában a megtakarítások jelentősen kisebb szintűek voltak, mint a beruházások, a Kínából érkező utánpótlás lenyomta a kamatokat. Ez csak még olcsóbbá tette az amerikai hiteleket, még nagyobb eladósodottsághoz vezetve, mely tovább növelte az amerikai deficitet és a finanszírozási igényt. A savings glut tehát ilyen módon magyarázattal szolgálhat a greenspani talánya.

Mindezek a felsorolt okok azt sugallják, hogy a Fed felelőssége az alacsony kamatszint kialakításában jelentősen korlátozódik. Elég nehéz lenne feleróni például nekik, hogy miért voltak túl sikeresek az infláció féken tartásában és a stabil gazdasági környezet kialakításában (paradox of credibility), valamint, hogy miért nem tudták a távol-keleti országokat alacsonyabb megtakarításokra ösztönözni. Mindazonáltal az utóbbi esetet érdemes közelebbről is megvizsgálni. Ehhez menjünk vissza aponthoz, ahol a kínai jegybank felvásárolja az exportöröktől a dollárfelesleget: nyilván jüannal fizeti ki őket. Kínában tehát nő a pénzkínálat, ami hosszabb távon inflációt okoz. Ez az expanzív hatás végül az amúgy is dinamikusan növekvő távol-keleti gazdaságokat túlfűtötté teheti, ez tovább növeli exportkínálatukat. Bár az intézkedést meg lehet próbálni sterilizálni kötvényeladással vagy magasabb tartalékráta megállapításával, végül mégis teret nyer az infláció és a nominális árfolyam rögzítettsége mellett a reálárfolyam felértékelődik<sup>19</sup>.

Milyen szerepe van ebben az amerikai monetáris politikának? A Fed monetáris politikája Amerikán kívül nagyon sok más mindenre is hatással van. Ilyenek például a dollárban denominált nyersanyagárak, melyek ára a dollár erősségtől is függ. A 2001 és 2004 közötti amerikai monetáris lazítás hozzájárult a dollár gyengüléséhez, mely a dollárban denominált nyersanyagárak emelkedéséhez vezetett. Az ázsiai nyersanyagexportők dollárbevételei ezáltal még jobban megnőttek, ami a globális megtakarítási egyensúlytalanságok további növekedését eredményezte (Wall Street Journal, 2007). Ezen kívül az olyan országok monetáris kondícióira is hatással van a Fed politikája, melyek árfolyamukat a dollárhoz kötik. Ezek az országok lényegében importálják az amerikai monetáris politikát. Így mikor a Fed lazított a dotcom válság után, a monetáris feltételek

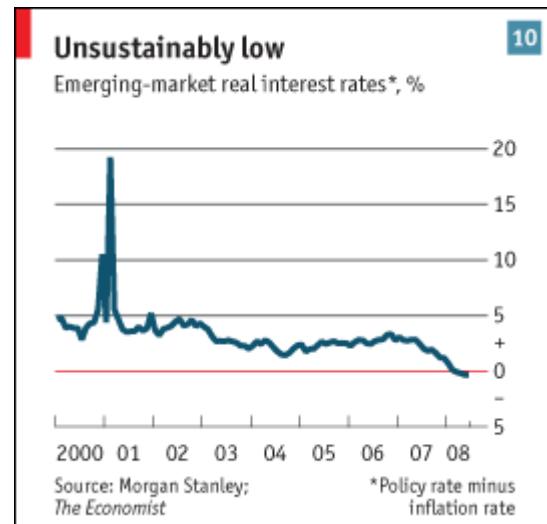
---

<sup>19</sup> Itt meg kell jegyezni, hogy az egyensúlytalanságok kialakulását éppen az tette lehetővé, hogy a kínai gazdaságpolitika képes volt a *reálárfolyamot* viszonylag hosszú ideig alulértékelten tartani, azaz a nominális árfolyam rögzítése mellett az infláció elszabadulását is megakadályozni. Bár végül a reálárfolyam tényleg felértékelődik, ez Kínában nagyon lassan ment végbe, mivel az árrendszer még nem teljes körűen liberalizált, és különböző árszabályozások révén az infláció csak lassabban tud teret nyerni. (Hornok et al, 2006)

párhuzamosan lazultak a távol-keleti exportőrökönél, akik amúgy is egy túlfűtött növekedés közepén voltak, és inkább szigorításra lett volna szükségük. Ez szintén az egyensúlytalanságok fokozódását jelentette.

Így bár a beáramló ázsiai tőke tényleg lenyomta az amerikai kamatszintet, mely nagyrészt magyarázhatja a greenspani talányt, a Fed korábbi (2001-2004) laza politikája is hozzájárult – hacsak részben is – a globális savings glut kialakulásához. Ha ezt az időszakot nézzük, akkor a Taylor-szabály szerintinél lényegesen lazább politika valószínűleg közvetlenül is közreműködött a hitelpiaci buborék felfüvódásában – bár lehet, hogy a nagy mennyiségű tőkebeáramlás miatt a korábbi emelés sem segített volna a hosszú távú kamatok szintjén. Azt is gyakran felerjük az amerikai központi banknak, hogy ha látta a hosszú kamatok mozdulatlanságát, miért nem emelt intenzívebben.

Összefoglalva tagadhatatlan, hogy a monetáris politika lazasága hozzájárult a válság kialakulásához, ám látnunk kell azt is, hogy a Fed addig nem tapasztalt tényezőkkel került szembe, melyek nem mindegyike függött tőle. Egyrészt az amerikai jegybank nem lehet mindenre tekintettel, mint pl. a monetáris politikáját importáló országokra gyakorolt hatásra, másrészt az ázsiai országok árfolyam-politikájáról sem tehet, és nehezen róható fel neki az emberek inflációs várakozásainak horgonyzása. Ezen kívül a 2001-03-as kamatcsökkentések ex ante egy racionális döntésnek számítottak. A fogyasztói infláció végül is – amelyet célként kitűzött az addigi monetáris politika – végig a jegybank által preferált szinten mozgott, és az kamatait az inflációs előrejelzések szerint alakította. Ha valamit komolyan felerhünk, akkor az korábbi érvünk, miszerint a Fednek alacsonyabbra kellett volna állítania preferált inflációs szintjét (bár ennek hitelességi paradoxon okozta nehézségeiről is szó esett). Valószínű azonban, hogy az eszközár-buborék ilyen mértékű felfüvódását egy valamivel alacsonyabb inflációs cél követése sem akadályozta volna meg. Talán az inflációs célkövetés a mai világban már nem jó módszer? Nem elég az inflációt szem előtt tartani? Ki kell-e bővíteni az inflációs célkövetés rendszerét valamilyen módon? Erre a kérdésre próbál választ keresni a következő fejezet.



9. ábra: Feltörekvő gazdaságok reálkamatlábai  
(forrás: The Economist, 2008a, 22. o.)

### 3. Kell-e a monetáris politikának az eszközáráakra reagálnia?

A kérdés azonban sokkal általánosabb, mint gondolnánk: egyáltalán nem csak a mostani válságra, illetve annak gyökereire vonatkozik, és nem is csak Amerikára korlátozódik. A világ számos más országában is előfordultak hasonló ingatlanpiaci vagy tőzsdei buborékok, melyek végül kipukkadtak, és jelentős gazdasági károkat okoztak. Gondolunk csak Japán '90-es évekbeli gazdasági visszaesésére és deflációjára. A kérdés tehát alapvetően a monetáris politika módszerét, hozzáállását fesztegeti.

A fentiekben láthattuk, hogy milyen okok vezettek az évtized első felében a pénz túlzott olcsóságához. Ez az olcsó pénz párosulva a gyorsan növekvő feltörekvő gazdaságokkal nagymértékű globális túlkeresletet eredményezett, ami viszont nem mutatkozott meg az infláció növekedésében. A globalizáció ugyanis minden bizonnyal leszorító hatással volt az árakra. A külkereskedelmileg egyre nyitottabb gazdaságok már nemcsak saját hazai piacukkal szembesültek, hanem figyelembe kellett venniük a külföldi keresleti és kínálati viszonyokat is. Ezáltal sokkal nehezebb árat emelni, hiszen az adott terméket könnyen be lehet szerezni a világpiaccon is. A feltörekvő gazdaságok (pl. Kína) olcsó munkakínálata (a már korábban említett pozitív munkakínálati sokk) és olcsó exportja tehát mérsékelte az inflációt, ami az egyébként kialakuló globális túlkereslet miatt növekedett volna. Mivel pedig az inflációs nyomás nem jelentkezett annyira, az inflációs célkövetést alkalmazó jegybankok nem is szigorítottak a monetáris politikán. Itt merül fel a kérdés tehát, hogy ha az infláció – akár a globalizáció, akár a fentebb említett hitelességi paradoxon miatt – már nem jelzi annyira jól a piacok túlfűtöttségét, akkor szükséges-e valami más is figyelembe venni.

Az itt leírt globális túlkereslet ugyanis, ha a maginflációban nem is, de másban igenis jelentkezett. Az ingatlanpiaci lufin kívül ezek a nyersanyagárak voltak. Az évtized során a nyersanyagárak folyamatos emelkedését lehetett megfigyelni. A csúcspontról minden bizonnyal 2008 első fele volt, amikor rekordokat döntöttek az élelmiszer- és olajárak. A nagy árnövekedésért ezen a területen is okoltak sok minden a spekulánsoktól kezdve a piaci árat torzító állami beavatkozásokon át a gyengülő dollárig. Az emelkedő árak alapvető gyökere azonban a kereslet megnövekedése volt. Az élelmiszer- és



10. ábra: Az árak növekedése (forrás: The Economist, 2008d, 4. o.)

nyersanyagárak kereslete és kínálata nagyon rugalmatlan; nem lehet egyik napról a másikra új olajmezőket feltárni, és valamit enni is kell minden nap. Így tehát az egyik oldalon bekövetkező változáshoz a másik oldal viszonylag csak lassan tud alkalmazkodni. Egy sokk hatására így az ár az, ami a leginkább képes az alkalmazkodásra, és ezért ezen termékek esetében az ár nagyon érzékenyen tükrözi a keresleti-kínálati viszonyok változását. Az utóbbi áremelkedés egy pozitív keresleti sokk miatt volt, és ezek szerint egy túlfűtött világgazdaságra engedett következtetni (The Economist, 2008b). Sokan nevezik ezt „early warning”<sup>20</sup> néven, azaz, hogy az emelkedő nyersanyagárak már előre figyelmeztettek a túlpörgő gazdaságra és a buborékok kialakulásának veszélyére. Reagáljon-e akkor a monetáris politika az ilyen „early warning” jellegű figyelmeztetésekre? Bővíteni kell-e az inflációs célkövetés rendszerét?

Természetesen a nyersanyagárak emelkedése tükrözödik az inflációban is, ám a monetáris politika hajlamos ezeket átmeneti külső kínálati ársokknak tekinteni és átnézni felette. Ezért a fő cél a maginfláció, azaz a rugalmatlan árak stabilizálása; mivel a rugalmas árak úgyis gyorsan alkalmazkodnak a rugalmatlanokhoz, a relatív árak nem változnak, és ezek stabilitása a lényeg. Viszont ha a nyersanyagárak növekedését nem egy átmeneti kínálati sokk okozza, hanem egy trendszerű keresletbővülés, akkor már nem lehet figyelmen kívül hagyni, mert begyűrűzhet a várakozásokba: ez már a globális túlfűtöttséget jelezheti.

A '70-es évek óta éppen az tette lehetővé a jegybankok sikerét, hogy szűkítették céljaik körét. A makroökonómiai elmélet fejlődésével rájöttek, hogy az alacsony infláció és a teljes foglalkoztatottság nem lehetnek egyidejűleg a jegybank célfüggvényének optimalizálandó elemei, mert ez racionális várakozások esetén dinamikus inkonziszenciához vezet, és a gazdasági növekedésen nem segít, ellenben hatalmas inflációt generál (Kydland & Prescott, 1977 in Dennis, 2003) – ahogyan a hetvenes években történt is. A célok szűkítésével azonban ez elkerülhető volt, a központi bankok aktívan kommunikálták, hogy mire képesek és mire nem: a rövid távú gazdasági ciklusokat nem tudják befolyásolni, így az árstabilitásra kell fókuszálni (Mishkin, 2001)<sup>21</sup>. Az inflációs célkövetés valóban bevált, növelte a jegybank hitelességét és politikájának átláthatóságát, ami végül is az infláció visszaszorítását eredményezte. A mostani javaslatok azonban éppen azt sugallják, hogy ezt a jól bevált módszert változtassák meg a központi bankok. Az infláció mellett vegyenek figyelembe más szempontokat is politikájuk alakításánál.

<sup>20</sup> „korai figyelmeztetés” (saját ford.)

<sup>21</sup> Itt megjegyzendő, hogy hosszú távon a jegybankok valóban nem képesek a reálgazdasági ciklusok befolyásolására, rövid távon azonban az árak (és bérök) ragadóssága következtében igenis serkenthetik a gazdasági növekedést.

A világ viszont változik – ahogyan változott a '70-es években is – és meglehet, hogy ami eddig jó módszer volt, azon a jövőben változtatni kellene. Miben lett más a mai világ? Egyszerűen a pénzügyi liberalizáció és az innovációk terjedése révén egyre több ember juthat könnyebben hitelhez, ami bár az erőforrások jobb elosztását eredményezi, de ugyanakkor kevesebb korlátot is jelent a buborékok kialakulásával szemben – ezt láthattuk az első részben. Másrészt a sikeres antiinflációs monetáris politika a szintén fentebb tárgyalt hitelességi paradoxon által azt eredményezte, hogy a piaci egyensúlytalanságok (túlkereslet, túlkínálat) nem annyira tükröződnek az inflációban, mint régebben. Az emberek bíznak a hiteles inflációs célkövető monetáris politikában, így kevésbé módosítják inflációs várakozásaiat, az árak ragadósabbak lesznek. Sőt, a jövővel szembeni bizonytalanságérzet csökkenése az optimizmuson és nagyobb kockázatvállaláson keresztül még segítheti is a buborékok kialakulását! Harmadrészt a globalizáció dezinflációs szerepe is hozzájárult ahhoz, hogy az alacsony infláció által lehetővé tett alacsonyabb kamatszint elősegíti az eszközök túlzott emelkedését, és ezáltal a pénzügyi egyensúlytalanságok kialakulásának veszélyét (The Economist, 2007c). Ezen tényezők ismertében egyre többen vannak azon az állásponton, hogy a monetáris politikát újra kell gondolni úgy, hogy több figyelmet fordíthasson a pénzügyi stabilitásra és a buborékok megelőzésére – hiszen már több példa is van arra, hogy milyen károkat tud egy ilyen buborék kipukkanása okozni. A fő javaslatok nem is az előbb felvetett nyersanyagárakra figyelembe vételére vonatkoznak, hanem a pénzügyi instabilitást és válságokat okozó eszközökra.

A kérdésről élénk vita folyik a mai közgazdászok között. A továbbiakban bemutatom a két legmarkánsabb álláspontot, majd végül ezekből próbálom a tanulságokat levonni. Ezek megvitatásához azonban szükséges egy kis áttekintés arról, hogy milyen kapcsolatban is áll egymással a pénzügyi és az árstabilitás, és hogy milyen szerepe lehet a monetáris politikának a pénzügyi stabilitásban. Ezután röviden megvizsgáljuk, hogy hogyan is befolyásolják az eszközök a gazdaságot, milyen szerepet játszanak a monetáris transzmisszió mechanizmusában, és milyen erős a kapcsolat a jegybank által szabályozott instrumentumok és az eszközök alakulása között.

### **3.1. A monetáris stabilitás és a pénzügyi stabilitás kapcsolata**

Monetáris stabilitás alatt az árstabilitást értjük, mely a jegybankok fő célja. Ez egy olyan környezet, ahol az infláció nem szabadul el és egy preferált érték körül ingadozik. Míg az árstabilitással kapcsolatban viszonylag széleskörű az egyetértés, hogy mit jelent, mivel mérjük, és milyen eszközökkel érhető el (független központi bank, rövid távú kamatok feletti

ellenőrzés, átláthatóság, hitelesség), addig a pénzügyi stabilitás már egy homályosabb fogalom. Sokan definiálják a pénzügyi stabilitást az instabilitás, azaz volatilis piac és bankválságok hiányaként, vagy egy olyan helyzetként, amikor a pénzügyi rendszer megtakarítók és kölcsönfelvételűk közötti közvetítő szerepe hatékonyan működik (Fisher & Lund, 2004). Mindezek miatt nehéz úgy számszerűen kifejezni a pénzügyi stabilitás mértékét, mint például az inflációt. Ráadásul nemcsak az egyes pénzügyi intézmények egészsége számít, hanem a köztük lévő ill. a köztük és a reál gazdaság között lévő kapcsolatok erőssége is. A pénzügyi stabilitás feletti őrködés feladatát általában a prudenciális szabályozó hatósághoz kapcsolják, melynek rendkívül változó eszközei lehetnek (könyvelési standardek, minimális tőkekövetelmények stb.).

Egyszerű lehetne azt mondani, hogy a monetáris politika ügyeljen az árstabilitásra, a prudenciális hatóságok pedig a pénzügyi stabilitásra, és ki-ki a maga eszközeivel tegye meg a tőle telhetőt a cél elérése érdekében. Valóban szét lehet ennyire egyszerűen választani a kettőt? Természetesen nem, hiszen a két dolog rendkívül szerves kapcsolatban van egymással. De milyen természetű ez a kapcsolat a pénzügyi és a monetáris stabilitás között? A konvencionális elmélet szerint a kettő kölcsönösen erősíti egymást. Az árstabilitás jótékony hatással van a pénzügyi stabilitásra, hiszen az inflációs torzítás és bizonytalanság megszüntetésével sokkal megbízhatóbbak a pénzpiacok árjelzései, hatékonyabb az erőforrások allokációja. Ezen kívül a magas inflációra válaszul bevezetett szigorúbb monetáris kondíciók növelik a pénzügyi rendszer sérülékenységét, ha ott már túlzott a tőkeáttétel. Még egy érv, hogy például nem várt inflációcsökkenés esetén nő az adósságok reálértéke, ami több csődhöz és ezáltal nagyobb pénzügyi instabilitáshoz vezethet. Ha a kapcsolat másik oldalát vizsgáljuk meg, akkor is azt találjuk, hogy a stabil pénzügyi rendszer elősegíti az árstabilitás elérését azáltal, hogy a monetáris transzmisszió erősítésével a jegybank könnyebben tudja árstabilitási célját teljesíteni, hiszen a kamatdöntéseit egy erős pénzügyi rendszer hatékonyan közvetíti a gazdaság felé.<sup>22</sup> Mindezek arra engedhetnék következtetni, hogy a monetáris politika fókusza elsősorban az árstabilitás kell, hogy legyen, és ha ezt sikерrel éri el, akkor az a pénzügyi stabilitásra is jótékony hatással van. A stabil pénzügyi rendszer pedig még könnyebbé is teszi az árstabilitás elérését.

<sup>22</sup> Itt megjegyzendő, hogy magas tőkekövetelmények a prudenciális hatóságok részéről, vagyis inkább a tény, hogy a bankok ezen követelmény közelében működnek, késleltetheti az expanzív monetáris politika hatását. Az ún. „financial headwinds” jelenség abból fakad, hogy egy kamatcsökkentés eredményeképpen a bankok a megnövekedett hitelkeresletet csak azután tudják kielégíteni és ezáltal a monetáris stimulációt közvetíteni, hogy megfelelő mennyiségű tőkét gyűjtötték a prudenciális követelmények teljesítéséhez (Fisher & Gai, 2005).

A közelmúltban azonban számos tanulmány jelent meg, miszerint a pénzügyi egyensúlytalanságok éppen az alacsony és stabil infláció idején épülnek ki könnyen. Borio & Lowe (2002) több magyarázattal is szolgál, hogy mi lehet ennek az oka. Az első a kedvező kínálati fejlemények és az eszközár-boomok közötti pozitív kapcsolat. A technológiai fejlődés, a termelékenységnövekedés vagy egy kedvező munkapiaci reform ugyanis inflációs nyomás nélkül serkentik a gazdasági növekedést, sőt, ha a munkaköltségek csökkennek, még dezinflációs hatásuk is lehet. A megnövekedett profitabilitás a jövőbeli várakozások javulásán keresztül viszont növeli az eszközárakat. Ez persze önmagában nem okoz pénzügyi instabilitást, ám az infláció nélküli stabil növekedés könnyen olyan általános optimizmushoz vezethet – és ez az optimizmus az eszközárakban is tükröződik – amelyet már nem indokolnak a fundamentumok, ezáltal eszközár buborék alakulhat ki, mely kidurranása esetén jelentős pénzügyi krízishez vezethet.

A következő ok a már korábban említett hitelességi paradoxon. A monetáris politika nagyfokú hitelessége letöri az inflációs várakozásokat, melyek stabilan horgonyzottakká válnak, és ez ragadósabbá teszi az árakat, amint gyakoribbá válnak a hosszabb távú bér szerződések. Ez azt jelenti, hogy az esetleges keresleti nyomások nem tükröződnek olyan gyorsan és érzékenyen az inflációs rátában. Ezen kívül a monetáris politika hitelessége jelentősen csökkenti az emberekben a jövővel szembeni bizonytalanságot, és ez a nagyobb optimizmus nagyobb kockázatvállalásban, illetve a fundamentumoktól elszakadó eszközár-növekedésben tükröződhet, ami a pénzügyi rendszer sérülékenységét növeli. Egy szigorúan inflációs célkövető politikának ilyen helyzetben nincs oka szigorításra, hiszen a ragadós árak visszafogják az inflációs nyomást, és az egyensúlytalanságok így tovább nőhetnek. Paradox módon tehát hiteles monetáris politika esetén az inflációs nyomások inkább pénzügyi egyensúlytalanságok kialakulásában öltének testet, mint az áru- és szolgáltatáspiacon való árnövekedésben, így a nagy hiteleségű jegybankoknak fokozottan kell figyelni a túlkereslet jeleire nemcsak az árupiacokon, hanem az eszközpiacokon is (Borio & Lowe 2002).

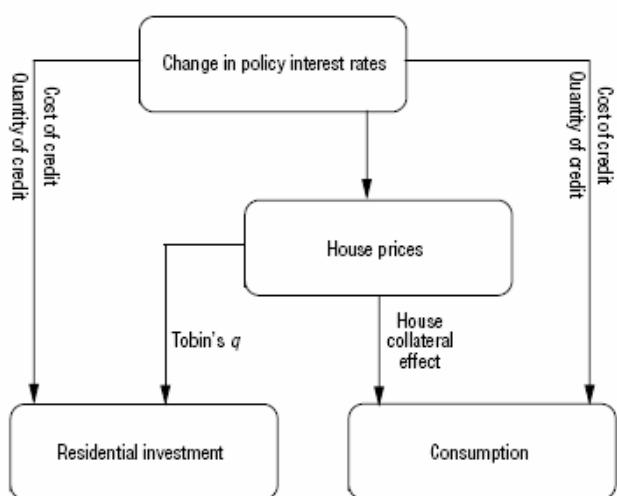
Láthatjuk tehát, hogy a monetáris és pénzügyi stabilitás szervesen összefonódó dolgok, és a gazdaságpolitika nem teheti meg, hogy külön kezeli őket. Egy külön dolgozat témája lehetne, hogy milyen az optimális pénzügyi szabályozás (mikro- vs makroprudenciális szabályozás) vagy hogy érdemes-e egy intézménynek felelnie mind az ár- mind a pénzügyi stabilitásért. Jelen dolgozatban azonban csak a monetáris politikára vonatkozó implikációkkal foglalkozunk, és a fentiek alapján ez egyértelműen az, hogy a jegybankoknak az árstabilitási céljaikon kívül nagyban tekintettel kell lenniük a pénzügyi stabilitásra is, hiszen arra jelentős hatást gyakorolnak intézkedései. Mivel ez a hatás elsősorban az eszközárakon keresztül

valósul meg, a következőkben vizsgáljuk meg, milyen csatornákon keresztül is hat a monetáris politika az eszközökre, és azok a gazdaságra.

### 3. 2. Az eszközárak szerepe a monetáris transzmissziós mechanizmusban

Elég nyilvánvaló és kevéssé vitatható, hogy a monetáris politika hatással van az eszközök alakulására. A monetáris transzmisszió számos csatornája közül (kamatcsatorna, árfolyamcsatorna, várakozások csatornája) az egyik az eszközárcsatorna. A monetáris expanzió például a kamatláb csökkentésén keresztül kevésbé vonzóvá teszi a kötvényeket, és helyette a részvények vagy ingatlanok, mint alternatív befektetési forma iránti keresletet növeli meg – felhajtva ezáltal utóbbiak árát (a jövőben várt pénzáramok egy alacsonyabb diszkontfaktorral diszkontálva nagyobb jelenértékűek). Az expanzió az olcsóbb hitel révén is hozzájárul az aggregált kereslet növekedéséhez, így a nem befektetési célú ingatlanvásárlás növekedéséhez is – ami szintén árnövelő hatású. Miután megnéztük, hogy milyen irányba hat a monetáris lazítás az eszközökrakra, kövessük tovább, hogy ezen árváltozások milyen hatásokat közvetítenek a transzmissziós mechanizmusban! Mishkin (2001) leírja, hogy egy vállalat részvényeinek árfolyam-emelkedése növeli a vállalat piaci értékét, és ezáltal relatíve olcsóbbá teszi számára a beruházást – Tobin q-teoriája alapján (Tobin, 1969 in Mishkin, 2001) – a beruházás növekedése pedig a GDP növelésén keresztül zárja a transzmissziós mechanizmust. A vállalat nettó értékének emelkedése az erkölcsi kockázat és kontraszelekció

### Figure 3.8. Housing and the Monetary Transmission Mechanism



**11. ábra: Az ingatlanárak szerepe a monetáris transzmissziós mechanizmusban (forrás: IMF, 2008, 17. o.)** embereknek pedig az ingatlanvagyona nő, nagyobb felmutatni, ami a hitelezés és ezáltal a fogyasztás nő.

problémáinak enyhítésén keresztül több hitelhez juttatja a vállalatot, ami szintén a beruházást növeli. A részvénytulajdonosok vagyonának növekedése pedig fogyasztásuk növekvésén keresztül bővíti a GDP-t. Ha a megemelkedett ingatlanárakat tekintjük, akkor ez azt eredményezi, hogy relatíve olcsóbb lesz építeni, mint vásárolni, így az építőipar fellendülésen keresztül hatnak ösztönzőleg a GDP-

növekedésre. A már lakástulajdonos fedezetet tudnak például jelzáloghitelhez vekedésén keresztül hat a GDP-re, ez az

ún. vagyonhatás. A vagyonhatás nemcsak a hitelhez elérhető nagyobb fedezeten keresztül, hanem pszichológiai hatásokon keresztül is növeli a fogyasztást, hiszen az emberek eszközeik értékének növekedésével gazdagabbnak érzik magukat még akkor is, ha jövedelmük nem nő vagy nem vesznek fel semmilyen hitelt. Nyilván a fent leírt mechanizmusok ellentétes előjellel is működnek az eszközök esésekor. Láthatjuk tehát, hogy az eszközök igen fontos szerepet töltenek be a monetáris transzmissziós mechanizmusban, a kamatokon és valutaárfolyamon kívül annak egy fontos csatornáját alkotják.

Ezekkel a hatásokkal kapcsolatban azonban rengeteg bizonytalanság is felmerül, szerepük egyáltalán nem ennyire egyértelmű. Gondoljunk csak például arra, hogy hogyan hat a lakásárak emelkedése egy öreg ingatlantulajdonos házaspár illetve egy fiatal lakást kereső pár vásárlóerejére – ellentétesen. Azt találjuk, hogy különbség van a hatások között a tekintetben is, hogy mennyire fejlettek a hitelpiacok. Fejletlen hitelpiacok mellett a lakásárak növekedése például azt eredményezi, hogy az első vásárlóknak többet kell megtakarítani, a tulajdonosok pedig kevésbé tudják az extra értéket pénzzé váltani, így a fogyasztásra gyakorolt nettó hatás negatív lesz. Fejlett hitelpiacok mellett ezzel szemben csökken az első vásárlókra gyakorolt visszafogó hatás, mivel könnyebben tudnak hitelhez jutni, a tulajdonosok pedig sokkal jobban ki tudják használni a megnövekedett jelzálogfedezetet, így a fogyasztásra összességében pozitívan hat az ingatlanárak emelkedése. Nem egyértelmű azonban ez a hatás akkor, ha figyelembe vesszük, hogy hosszú távon ezt a sok felvett hitelt vissza is kell fizetni, ami viszont csökkentőleg hat a fogyasztásra (The Economist, 2007a). Az is igaz, hogy a lakásárak esésekor a fejlett hitelpiacokkal rendelkező országokban fájdalmasabb a fogyasztásra gyakorolt hatás (credit crunch).

Bizonytalan lehet az eszközök növekedésének inflációra gyakorolt hatása is. Ha pl. strukturális reformok, a munka túlkínálata és a profitvárakozások javulása miatt következik be eszközár-növekedés, akkor a költségek csökkenésén keresztül dezinflációs hatás lép fel, ugyanakkor a hagyományos vagyonhatás eredményeképpen a jövőbeli vásárlóerő növelésén keresztül az inflációs hatások is megjelennek. Itt tehát annak is jelentősége van, hogy az eszközár-növekedés milyen okból következett be.<sup>23</sup>

Van egy további faktor is, ami növeli az eszközök hatását a gazdaságra. Mint láttuk, a vagyon vagy sajáttőke növekedésével (a tőkeáttétel csökkenésével) csökken az a kockázati prémium, amit a hitelezők elvárnak, így olcsóbban lehet hitelhez jutni. Egy pozitív sokk az

---

<sup>23</sup> Nyilván a tisztán monetáris politikai döntésből származó eszközár-változás mögött nem állnak ilyen strukturális okok, azonban a jegybankoknak érdemes tekintettel lenniük arra, hogy döntéseikkel egy időben hasonló hatások is mozgathatják az eszközök árakat, és az előrejelzésekkel ezeket a hatásokat szét kell tudni választani, ami nem egy egyszerű feladat.

eszközárakban csökkenti ezt a kockázati prémiumot, azonban a monitoring költségessége és hiányosságai miatt ez a prémium akkor is alacsony maradhat, amikor elmúlik ez a pozitív sokk. Ez a jelenség az ún. „financial accelerator”<sup>24</sup> (Bernanke, 2001). Az egyre fejlettebb és deregulált pénzpiacokon elterjedő bonyolult innovációk egyre nehezebbé teszik a monitoringot, ami növeli ezt az accelerator hatást, így az ilyen gazdaságokban tovább fújódhatnak a buborékok, ami súlyosbítja az esetleges kidurranás következményeit. Itt tehát a lakásárak változása összességében jobban hat a fogyasztásra, mint a jövedelmi hatás alapján indokolt lenne.

Nemcsak az eszközárak hatása változik a hitelpiacok fejlettségének függvényében, hanem a monetáris politika eszközárakra gyakorolt hatása is más. A liberalizáltaabb és fejlettebb jelzálogpiacokon ugyanis nagyobb a verseny, így a monetáris politikához való kamatalkalmazkodás sokkal gyorsabb, ami a lakásárak – ezen keresztül pedig az ingatlanberuházás és GDP – jelentősebb és rugalmasabb reagálást eredményezi.

A fentiekben láthattuk, hogy bár az eszközárak egy vitathatatlanul fontos csatornái a monetáris transzmissziónak, hatásuk sok tekintetben bizonytalan és nem egyértelmű. A sok bizonytalanság megnehezíti a monetáris politika dolgát, de az is látható, hogy figyelembe kell vennie valamilyen módon az eszközárakat. Természetesen az inflációs célkövetést alkalmazó jegybankok kamatdöntéseik során legjobb tudásuk szerint figyelembe is veszik az eszközár-csatorna hatásait, az inflációs és növekedési előrejelzésekre gyakorolt hatást. A központi bankok által használt modellek azonban azt feltételezik, ezekről az eszközár-növekedésekéről, hogy fundamentumok által hajtottak. Az előző fejezetben azonban kifejtettük, hogy az eszközárak növekedése könnyen elszakadhat a fundamentumok által igazolt értéktől, és ez a pénzügyi instabilitás veszélyét hordozhatja magában. Ez azt sugallja, hogy vegyük figyelembe az eszközárakat az eszközár-csatorna által implikált hatásukon felül, fentebb leírt rendkívül bizonytalan hatásmechanizmusuk ellenére is. Mások amellett vannak, hogy ezen felül felesleges figyelembe venni őket, továbbá a számos bizonytalan hatás miatt nem is szerencsés. Ezek alkotják a vita fő sarokpontjait, és a két fő álláspont érveit, amiket a következőkben ismertetek.

### 3. 3. „Leaning against the wind”<sup>25</sup>

A szakmában ez a kifejezés terjedt el azon közgazdászok álláspontjának elnevezésére, akik a proaktív monetáris politika hívei. Ennek lényege, hogy a jegybank preemptív módon

<sup>24</sup> „pénzügyi gyorsító” (saját ford.)

<sup>25</sup> „Széllel szembe menés” (saját ford.)

próbálja megelőzni a buborékok kialakulását, azok kidurranását. Ezek szerint, ha a lufit azonosították, a központi banknak kamatemeléssel kéne a keresletet visszafognia. Ez az eszközök mérséklésén keresztül lehütené a túlfűtött és felülértekelt piacot még mielőtt az túl messzire menne és a buborék kidurranna. A 3. 1. alfejezetben leírtak alapján a monetáris politika hatása már fokozottabban érvényesül az eszközökön keresztül, és az eszközök is jelentősen befolyásolják a gazdaságot, így a központi bank nem engedheti meg magának, hogy nem veszi őket figyelembe.

Ez a proaktív politika azonban az eddigi inflációs célkövető rendszer megváltoztatását, kibővítését igényli, ugyanis ez a preemptív lépés az elszabaduló eszközökra és nem a magas előre jelzett inflációra válaszul történne. Ezen álláspont védelmezői a jelen fejezet bevezetőjében említett jelenségre hivatkoznak, amikor azt állítják, hogy különböző okok miatt a pénzkínálat és a kereslet növekedése ma már nem tükrözödik olyan mértékben az inflációban (CPI<sup>26</sup>), mint régen, az eszközökban viszont annál inkább. És bár a jelenlegi modellek is figyelembe veszik az eszközök alakulását, de csak olyan mértékben, amennyiben azok az inflációs és növekedési előrejelzéseket módosítják. Az eszközök jelen emelkedése ugyanis a jövőbeli vásárlóerőt növeli, így hosszú távon átgűrűzik más árakba is és az inflációt is növelni fogja. A proaktív politika hívei azt mondják, hogy a jegybank ezen figyelembe vett hatásokon *felül* reagáljon az eszközök extrém változásaira, tehát az árak olyan komponenseire is, amik már nem módosítják az inflációs előrejelzéseket. A központi bank tehát „menjen szembe a széllel”, és emeljen kamatot annak ellenére, hogy az inflációs előrejelzések nem olyan nagyok. Az aggregált kereslet és az infláció között meggyengült kapcsolaton kívül ezt az indokolja, hogy a fundamentumoktól jelentősen eltérő árak okozta buborék nemcsak inflációs veszélyt hordoz, hanem kidurranásával pénzügyi válságot és recessziót idézhet elő (Brittan, 2002), ahogyan a dolgozat első felében ezt láthattuk is. Az IMF 2008. áprilisi jelentése is arra a következtetésre jut, hogy a fejlet jelzálogpiacokkal rendelkező országok monetáris hatóságainak agresszívabban kell reagálniuk az ingatlanárak változásaira. Példaként hozza a svéd jegybank (Sveriges Riksbank) 2004-2006 közötti politikáját, aki ezen időszak alatt folyamatosan alullötte inflációs célját, és a magas kamatokat a növekvő lakásárak pénzügyi stabilitásra jelentett veszélyével indokolta.

Elméleti megalapozásként már egy nagyon egyszerű modell is kimutatja a preemptív politika jótékony hatásait. Bordo és Jeanne (2002) tanulmányukban felépítenek egy tankönyvi egyszerűségű modellt, melyben endogén tényezőként szerepelnek a pénzügyi

---

<sup>26</sup> Itt infláció alatt a fogyasztói árindex értendő – CPI Consumer Price Index

egyensúlytalanságok, továbbá a jegybank célfüggvénye az inflációs és output gap-en<sup>27</sup> kívül tartalmazza a pénzügyi instabilitást is, mint minimalizáló tényezőt. Azt találják, hogy az első időszakbeli preemptív monetáris restrikció az eladósodás visszafogásán keresztül csökkenti a pénzügyi válság kialakulásának következő időszakbeli valószínűségét. Ez a valószínűség alapvetően a piaci szereplők optimizmusának növekvő függvénye, és ezek alapján meghatározható egy olyan kamatláb, amely a válság valószínűségét minimalizálja. Ez a kamatszint azonban nem optimálisan hat az inflációra és a gazdasági növekedésre. A pénzügyi instabilitás elkerülése érdekében megemelt kamatok miatt átváltás (trade-off) lesz az optimális inflációs és kibocsátási rés, valamint a pénzügyi krízis elkerülése között. Ha a pénzügyi instabilitással módosított veszteségfüggvényeket összehasonlítjuk proaktív és reaktív politikák esetében, akkor azt kapjuk, hogy a kamatlábnak van egy olyan felső küszöbe, ami felett a preemptív monetáris restrikció növekedésben és inflációban kifejezett költségei nagyobbak, mint a pénzügyi instabilitás megelőzéséből származó várható haszon.

A modell végső konklúziója tehát, hogy a proaktív politika csak a piaci optimizmus középértékeire optimális. Ha ugyanis ez túl kicsi, akkor a lufi kialakulásának kockázata igen kicsi, és a veszélyek nem érik el azt a küszöbszintet, amely már érdemessé tenné a beavatkozást. A piaci optimizmus túl nagy értékei esetén az ex ante preemptív lépés olyan nagy kamatemelést igényelne, aminek a költségei nagyobbak lennének, mint a haszna. Ekkor a központi bank inkább vállalja a kockázatot és ex post reaktívan válaszol majd, ha kell. A proaktív politika alkalmazhatósága tehát korlátozott, és nagyon függ a megfelelő időzítéstől is (amikor még nem késő beavatkozni) – ám ekkor optimális, és jó kimeneteket eredményez. Mindebből az következik, hogy a kamatdöntés és a pénzügyi instabilitás kockázata között még ilyen egyszerű modell esetén sincs lineáris összefüggés, ami a jelenleg használt, szabályokra épülő modellek jelentős változtatásának és további kutatásoknak a szükségességét vonja maga után. Általánosságban veszélyes, ha vakon, konkrét szabályok szerint irányítják a monetáris politikát: mivel a pénzügyi instabilitás nagyon komplex módon és nem lineárisan endogén a monetáris politika számára, így bizonyos saját megítélés („judgement”) is szükséges, és az optimális politika nem önhető egy konkrét szabály formájába (Bordo & Jeanne, 2002).

Ez a proaktív megközelítés azonban több kérdést is felvet. Egyrészt a 3. 2. alfejezetben leírt bizonytalansági tényezők miatt az eszközök nem reagálnak kellőképp megfelelően a monetáris politikára. A hatás megléte kétségtelen, de annak mértékét rengeteg más tényező

<sup>27</sup> Az output gap angol kifejezés a kibocsátás potenciális szinttől való eltérésére utal. A kifejezést többé-kevésbé már a magyar szaknyelv is átvette. Szó szerint: „kibocsátási rés” (saját ford.)

befolyásolja. Az eszközárak rendkívül volatilisek, és nem lehet őket megfelelően célozni, így egy esetleges kamatváltoztatás hatását nehéz megjósolni. Ezen kívül nagyon nehéz elkülöníteni az eszközárak ún. nem fundamentális komponensét, ami a fundamentális alapokon felüli „buborék tényezőt” jelenti. Valamilyen mérést ki kéne találni arra nézve, hogy mit tekintünk az eszközárakban a megszokottól eltérő extrém változásnak. Ez igen bonyolult feladat, ám az álláspont hívei szerint egyáltalán nem nehezebb, mint a mostani modellben a GDP potenciális kibocsátásától való eltérést (output gap) megmérni (Cecchetti et al, 2000 in Bordo & Jeanne, 2002). Ha pedig már biztosak vagyunk a fundamentumoktól való eltérés és a buborék kialakulásának tényében, azaz azonosítottuk a lufit, akkor a megfelelő preemptív politika hasznosabb kimeneteket eredményez, mint a reaktív.

Az előrejelzés területén már meg is jelent pár kezdeményezés. Borio és Lowe (2002) különböző mutatók változását vizsgálja régebbi pénzügyi válságok előtt, és ez alapján próbál meg ezen mutatókra egy küszöbértéket meghatározni, mely felett már rendkívül valószínű a válság bekövetkezése. Szerintük nem egy adott eszközárban kell elkülöníteni a buboréktényezőt, hanem bizonyos események kombinációjából empirikus alapon kiszűrni, hogy mekkora kockázatot jelentenek a pénzügyi stabilitásra. Egy olyan modellt kreáltak, mely a hitelnövekedés és az eszközárak trendtől való eltérésein alapul. Fontos, hogy nem külön-külön, hanem együtt vizsgálta őket, hiszen az eszközár buborékok akkor veszélyesek igazán, ha a pénzügyi szektor a nagyfokú eladósodottság miatt fokozottan sérülékeny.<sup>28</sup> A modell kumulált folyamatokat vizsgál egy bizonyos időszak alatt, így a viszonylag lassan, de biztosan felépülő egyensúlytalanságok is kiszűrhetők, és csak ex ante adatokat használ, amik a gazdaságpolitika számára is elérhetők lettek volna. Végül annak ismeretében, hogy a krízis bekövetkezett-e vagy sem, a lehető legoptimálisabb küszöbértékeket lehet beállítani a fent említett mutatók kombinációjára. Ezzel a viszonylag egyszerű módszerrel is figyelemre méltó pontosságú előrejelzéseket értek el, amik aztán mintán kívül is megállják a helyüket. Ez tehát egy kis lépés abba az irányba, hogy pontosabb modellek kifejlesztésével jobb predikciókat kapunk, amik aztán nemcsak igen-nem típusú válság-előrejelzést adnak, hanem valószínűségek segítségével a monetáris politika számára számszerűsíthetővé teszik a válaszlépés nagyságát.

Egy másik ellenvertés a „lean against the wind” állásponttal szemben éppen az, hogy láthatóan „szembe megy a széllel”, azaz egyértelmű inflációs nyomás hiányában szigorít a monetáris politikán, költségeket okozva ezzel a gazdaságnak, és ezt egy inflációs célkövető

---

<sup>28</sup> Későbbi munkájukban már az ingatlanárakat, nemzetközi kitettségeket is bele tudtak venni a modellbe (amit addig adathiány akadályozott), és mintán kívüli tesztelésnek is alávetették. (Borio & Drehmann, 2009)

rendszerben nehéz elfogadatni a kormányzattal és a társadalommal; a jegybank erős kritika alá kerülhet. Éppen ezért mondják az álláspont képviselői – amiről már a 3.1. alfejezetben is szoltunk – hogy ez a probléma elkerülhető egy olyan monetáris politikai rendszerrel, amelyben a jegybank kinyilvánított célja a pénzügyi stabilitás feletti őrkodés is, túlmenően az árstabilitás fenntartásán.

Folytatva a proaktív politikával szemben felvetett problémákat a megelőző lépést ezen politika jellegéből fakadóan egy modellen kívüli doleg motiválja (ezt nehéz mérni), és ez a lépés szükségszerűen nem a modell előrejelzéseire adott válasz. Az a csatorna tehát, hogy mai kamatnöveléssel megelőzhető a pénzügyi instabilitás jövőbeli kialakulása, nincs a mai újkeynesi DSGE modellekben. Ezen modellek maximum azt tudják figyelembe venni, hogy az esetlegesen bekövetkező „lufidurranás” visszihúzó hatással lenne a gazdaságra és csökkentené az inflációs nyomást – ez a helyzet pedig éppen expanzív mintsem restriktív monetáris politikáért kiált. Ezt az új csatornát beleépíteni a modellekbe rendkívül bonyolult és nehéz feladat (nehéz megfigyelni a pénzügyi instabilitással kapcsolatos kockázatokat), ami ráadásul jelentősen csökkentené az átláthatóságot (Disyatat, 2005). A proaktív politika hívei szerint így egy alapvető változtatásra van szükség a jelenlegi modellekben, és fontosnak tartják a további kutatást ezen a területen.

Az álláspont védelmezői belájtják tehát elméletük megvalósíthatóságának gyakorlati nehézségeit, de az elméleti alap helyességéhez ragaszkodva úgy gondolják, hogy a központi bankok nem bújhatnak ki a felelősség alól a nehéz megvalósíthatóságra hivatkozva, és meg kell próbálniuk minél jobb módszereket kifejleszteni. Maga Alan Greenspan nyilatkozta 1999-ben, hogy a jegybankároknak nincs meg többé az a luxusuk, hogy csak az inflációt figyeljék: figyelembe kell venni az eszközökkel is (Wolf, 1999). A proaktív politika bírálói azonban nem teljesen így látják a helyzetet: álláspontjukat a következőkben mutatom be.

### 3. 4. „Mop up the mess”<sup>29</sup>

Ez reaktív álláspont elterjedt elnevezése, amely abból fakad, hogy szerintük a technikai és egyéb akadályok miatt a buborékok azonosítása és a rájuk adandó preemptív válasz helyett meg kell várni a lufi kidurranását, és akkor a gazdaság segítségére sietni a lehető legnagyobb mértékben enyhítve a bekövetkezett károkat.

Az álláspont hívei szerint az agresszív inflációs célkövetés a legoptimálisabb jegybanki politika, mely középtávon egy nominális célt állít az inflációnak, de rövid távon megengedett bizonyos rugalmasság a gazdaság stabilizálására. Az inflációs célkövető rendszer numerikus

<sup>29</sup> „A szemét felszámolása” (saját ford.)

inflációs célon kívül magában foglalja ennek a célnak minden más feletti elsőbbrendűségét, továbbá a következő elveket is: egy ilyen rezsimben nem csupán monetáris aggregátumok alapján döntenek, hanem minden rendelkezésre álló információt a lehetőségekhez mérten figyelembe vesznek a döntésnél (a jegybank tehát nem csak inflációs előrejelzéseket és kamatértékeket tesz egy függvénybe, hanem egy számos gazdasági változóból álló modellt használ). Ezen kívül a monetáris hatóság függetlensége és a politika átláthatósága biztosítja az inflációs várakozások letöréséhez elengedhetetlen hitelességet (Mishkin, 2000). Eszerint a modell szerint az eszközárak változásait is figyelembe kell venni, *de csak olyan mértékben, amennyire azok hatással vannak az inflációs és növekedési előrejelzésekre, és ezen felül nem szabad rájuk reagálni* (Bernanke & Gertler, 2001). A szigorú inflációs célkövetés automatikusan működik és egy „boom-bust”<sup>30</sup> ciklus esetén is a lehető legjobban stabilizálja a kibocsátást és az inflációt az eszközárak bármilyen eredetű volatilitása mellett (technológiai sokk vagy nem fundamentális eredetű), így nincs szükség további válaszra. Mivel a relatív árak stabilitása a lényeg, és a rugalmas árak (nyersanyagok, pénzpiaci- és eszközárak) könnyen alkalmazkodnak a rugalmatlanokhoz az arány fennmaradása érdekében, ezért ezeket a rugalmas árakat nem kell figyelembe venni, hanem csak a rugalmatlan árakat, azaz a maginflációt kell stabilizálni (The Economist, 2007a).

Bernanke és Gertler (2001) a gazdasági sokkok teljes valószínűségeloszlására nézve egy dinamikus sztochasztikus új-keynesi modellel – mely „financial accelerator-t” is tartalmaz – szimuláltak különböző egy „boom-bust” ciklust, melyben a központi bank különböző mértékben válaszolt az inflációs résre, a kibocsátási résre és az eszközárakra. Az eredmények azt mutatják, hogy az inflációs és kibocsátási részt tartalmazó veszteségfüggvény akkor minimális, ha a jegybank erősen reagál az inflációra, egy kissé a kibocsátási résre, és semmennyire sem az eszközárakra. Bár egy minimális válasz az eszközárakra (természetesen inflációs és növekedési előrejelzésekre gyakorolt hatásukon felül) csökkenti a kibocsátási rés okozta veszteséget, de annál nagyobb mértékben növeli az inflációs rés által okozott veszteséget. További érve a szerzőpárosnak, hogy a kibocsátási résre azért is könnyebb válaszolni, mint az eszközárakra, mert könnyebb megmérni, mint az eszközárakból kiszűrni a nem fundamentális komponenseket.

Láthatjuk, hogy a két álláspont egymásnak viszonylag ellentmondó eredményekre jutott. Itt azonban fontos kiemelni, hogy az összehasonlítás eszközéül szolgáló veszteségfüggvény a két esetben más. A proaktív politika hívei a központi bank veszteségfüggvényét kibővítették

---

<sup>30</sup> Fellendülés – visszaesés ciklus angol elnevezése

egy harmadik tényezővel, a pénzügyi instabilitás kockázatával. A reaktív politika hívei szerint ez felesleges, hiszen a pénzügyi válság beütése esetén a veszteségek a kibocsátási rés növekedésében és az inflációs céltól való nagyobb eltérésben fognak realizálódni, így csak ezeket kell minimalizálni. Az eltérő logikai megközelítés így nehézzé teszi az összehasonlítást. A reaktív politika híveinek azonban vannak más érveik is, melyek főként technikai jellegűek, és a proaktív politika gyakorlati megvalósíthatatlanságát támadják.

Az első ilyen, hogy egy buborékot nagyon nehéz azonosítani. Ez ugyanis azt feltételezné, hogy a jegybanknak több információja és jobb előrejelző-képessége van, mint a privátszektornak – ilyen azonban nincs. Ha pedig nincs meg ez az információs előny, akkor ha a jegybank tudja a buborék létét, akkor a piac is tudja azt, és ez már a kidurranáshoz vezet. A preemptív politika csak akkor lehet sikeres, ha biztosan tudja, hogy buborék formálódik, ez a tudás pedig fentiek értelmében elég valószínűtlen (Mishkin, 2001).

Másodszor egy ilyen preemptív lépést időzíteni és kalibrálni a transzmissziós mechanizmus bizonytalansága miatt szinte lehetetlen. Mikor érdemes kamatot emelni, és mennyivel? A monetáris politika hatásának és a rendelkezésre álló szűk időablak miatt lehet, hogy bár észrevették a lufit, de már csak többet ártana egy megelőző lépés, mint amennyit használna. A monetáris politika és az eszközök között fennálló bizonytalan kapcsolat pedig ahoz is vezet, hogy az eszközök nem lehet hatékonyan befolyásolni: a legtöbb fluktuáció ugyanis nem a monetáris politika hatása, hanem reális fundamentumok, vagy szubjektív irracionális elemek miatt következik be. Ráadásul definíciószerűen a buborék a piaci szereplők abnormális viselkedését jelenti, és ilyen helyzetben egyáltalán nem biztos, hogy a várt módon reagálnának a kamatváltozásra: „Hősies azt várni, hogy a monetáris politika eszközei normálisan működnek abnormális körülmények közepette.”<sup>31</sup> (Mishkin, 2007, p. 42). A központi bank tehát az eszközök befolyásolásának kísérletével még annak a veszélyét is felveti, hogy esetleg inkompétensnek fog tűnni, hiszen ezeknek az áraknak a befolyásolása meghaladja képességeit (Mishkin, 2007). Alan Greenspan 1997-es próbálkozása, melynek során először szóban adott hangot aggodalmainak, miszerint a tőkepiacokon „irrationális túláradás”<sup>32</sup> van jelen, majd ennek hatástartalansága után kamatot is emelt, látványos kudarcba fulladt: a Dow Jones index 6500 pontról szinte meg sem állt 11000-ig. Greenspan a tanulságokat levonva nem próbálkozott többször az eszközökkel befolyásolni, és feladta a piaccal folytatott harcot (The Economist, 2007a).

<sup>31</sup> „It is heroic to expect the tools of monetary policy to work normally in abnormal conditions.” (saját ford.)

<sup>32</sup> „irrational exuberance” (saját ford.)

A harmadik jelentős érv, hogy a „lean against the wind” stratégia csak akkor lenne felettesebb kívánatos, ha a „mop up” nem működne jól. Ez azonban működik. Ha a jegybank elég gyorsan és megfelelően reagál a pénzügyi piacok funkcionálásának romlására, és az „utolsó mentsvár” szerepet valamint az agresszív kamatvágást bevetve nagyfokú likviditást biztosít a gazdaságnak, akkor a buborék kidurranásának költségei minimalizálhatóak.<sup>33</sup> Mivel ez a tudat azonban növelheti a befektetők körében az erkölcsi kockázatot – azaz, a hitet, hogy a központi bank majd úgyis minden „feltakarít” – és ezáltal a fokozottabb kockázatvállalást, a jegybank ezen stratégiája hozzájárulhat egy újabb lufi kialakulásához. Hangsúlyozni kell tehát a nyilvánosságnak, hogy egyáltalán nem az eszközök célzása folyik, hanem pusztán a pénzügyi rendszer funkcionálásának helyreállítása: annak biztosítása, hogy a lufi kidurranása a lehető legkevesebb kárral járjon nem egyenlő azzal, hogy a jegybank minden megakadályozza az eszközök esését. A buborék találgaatása és az ex ante megelőző lépés becslése helyett inkább a kidurranás különböző forgatókönyveinek tesztelésével kell foglalkozni, és felkészülni, hogy ha szükséges, gyorsan és felkészülten tudjon a bank ex post beavatkozni (Mishkin, 2007).

A negyedik érv a fejezet bevezetőjében említett indokokat hozza fel. A jegybankok eddigi sikere éppen annak volt köszönhető, hogy aktívan kommunikálták, mire képesek és mire nem, valamint, hogy céljaikat az árstabilitás biztosítására szűkítették. Ezzel szemben a proaktív politika esetén úgy tűnhet, hogy a központi bank a gazdaság túl sok elemét próbálja szabályozni. Ez csökkenti az átláthatóságot, és zavartsághoz vezet a monetáris politika tényleges célját illetően: mikor reagál az inflációra és mikor az eszközökre? Mit jelent az, hogy „néha” más is figyelembe vesz? Ez volt megfigyelhető a svéd jegybank korábban említett esete kapcsán is: abban az időszakban a gazdasági szereplők körében végzett felmérés egyértelműen a jegybank politikájával szembeni megnövekedett kiszámíthatatlanságot mutatta (Mishkin, 2007).

A reaktív monetáris politika képviselői tehát az inflációs célkövetés rendszerét tartják a leghatékonyabb eszközöknek továbbra is. Azonban a proaktív álláspont elméleti helyessége esetén is számos gyakorlati, technikai jellegű ellenvetést találnak azzal kapcsolatban, melyek az ilyen politika megvalósíthatatlanságát és nagyobb kárát mutatják.

### 3. 5. Szintézis?

Az előzőekben láthattuk, hogy a két álláspont jelentősen különbözik egymástól. Azt eldönten azonban, hogy melyik a jobb illetve az optimálisabb, a jelenlegi eredmények alapján

---

<sup>33</sup> Ezt az évet a mostani események jelentős mértékben megcáfolták.

nem tudjuk. Ennek a kérdésnek a megválaszolásához további kutatás szükséges. Célszerű lehet új modellek kidolgozása, valamint a jelenleg bizonytalan tényezők mélyebb megismerése vagy az elméletben gyanított hatásmechanizmusok számszerűsítése.

Az viszont elég valószínűnek tűnik, hogy a jelenlegi modellekben illetve módszereken valamit változtatni kell. Az eszközök monetáris transzmisszióban való egyre növekvő hatásával és az eszközök-buborékok jelentette súlyos kockázattal szembesülve a központi bankoknak valamilyen szinten biztosan figyelembe kell venniük ezen új tényezőket a politika megalkotásakor. A dolgozat során láthattuk, hogy a monetáris politikának kritikus a szerepe a pénzügyi stabilitásban, és ennek kapcsán a pénzügyi stabilitásra fenyegetést jelentő eszközök-buborékokra való reagálás egy igen megfontolandó dolog. A proaktív politika mellett szól az az érv, hogy nem eszközök-buborékokat kell azonosítani, nem fundamentumok és buborék-tényezők elkülönítését kell véghez vinni (amit a reaktívok közel lehetetlennek tartanak), hanem csupán figyelemmel lenni olyan tényezők kombinációinak kialakulására, amelyek feszültségeket kelthetnek a pénzügyi rendszerben (Borio & Lowe, 2002). Ez persze magában foglalja a felesleges szigorítás esélyét is, melynek visszahúzó hatásai lehetnek, ám ha egy tényleg fenntartható boomról van szó, akkor egy ilyen preemptív lépés nem gyengíti azt le annyira, mintha egy valós buborék esetén mulasztottunk volna el lépni, és pénzügyi krízis tör ki. A költségek tehát a legteljesebb mértékben aszimmetrikusak, és ez szintén a proaktív politika mellett szól. A reaktív politika „mop up” stratégiája ezzel szemben a jelenlegi válság kapcsán nem mutatkozott hatékonynak. A korábbi kisebb válságok utáni „eltakarítás” létrehozhatott egy olyan erkölcsi kockázatot, amely ehhez a nagyobb krízishez vezetett. Lehetséges tehát, hogy a „mop up” kapcsán egy átváltás érvényesül a kisebb válságok feltakarítása és egy nagyobb dekonjunktúra elkerülése között – amit már nem olyan egyszerű kezelni. Ez az ún. „Greenspan put”,<sup>34</sup> mely szerint a buborékok a biztosításban bízó emberek túlzott kockázatvállalása miatt is kialakulhatnak, hiszen mindenki azt gondolja, a Fed majd úgyis rendet tesz (Detken & Smets, 2004).

Vizsgáljuk most meg a proaktív politikával szembeni egyik legalapvetőbb érvet, miszerint a jegybankok eddigi sikere épp annak volt köszönhető, hogy céljaikat az árstabilitás biztosítására szűkítették. Így volt lehetséges hiteles és transzparens politikával elkerülni a dinamikus inkonzisztenciát és leverni a '70-es éven nagy inflációját. Ha a jegybank a pénzügyi stabilitást is figyelembe veszi az árstabilitásra való hatásán felül, akkor az csökkenti

<sup>34</sup> A put itt a pénzpiacokról ismert eladási opcióra (long put) utal, mely tulajdonképpen egy biztosítás az árfolyamok esése ellen. Egy kis díjért olyan jogot vásárolhatunk, mely alapján egy előre kikötött árfolyamon adhatjuk el papírunkat még akkor is, ha a piaci árfolyam már alacsonyabb.

a transzparenciát és zavart okoz céljaival kapcsolatban – ahogyan ezt már korábban kifejtettük a reaktív álláspont érvei kapcsán. A proaktív szemlélet azonban úgy tekinti a pénzügyi egyensúlytalanságokat, mint ami nem csak hozzájárul a reálgazdasági egyensúlytalansághoz, hanem jelzi is azt! A nagy pénzügyi krízisek elkerülésével annak reálgazdasági kárait is el tudjuk kerülni, így érdemes reagálni a pénzügyi kríziseket jelző pénzügyi egyensúlytalanságokra. Hiszen a kellően nagy válságok olyan reálgazdasági visszaeséseket okozhatnak, amik deflációs spirálba taszíthatják a gazdaságot, így megelőzésük (és nem utólagos „felmosásuk”) konzisztens a *hosszú távú árstabilitás* céljával. Ha úgy tetszik, a pénzügyi stabilitás ebben az értelemben csak a proaktív politika mellékterméke, eszköze, és a megfelelően, hosszú távon definiált árstabilitás továbbra is a jegybank elsődleges célja (Borio & Lowe, 2002). A változás csupán annyi, hogy rövid távú inflációs kontroll helyett a központi bankoknak tágítaniuk kell a politika időhorizontját, hiszen a felépülő pénzügyi egyensúlytalanságoknak akár igen hosszú távon lehet csak árstabilitást veszélyeztető hatásuk. Ezen túlmenően furcsa a 21. században az 1970-es évekre hivatkozni. A ’70-es években egy változó világgazdasági helyzet eredményeképpen rájöttek a jegybankárok, hogy eddigi módszereik és elméleteik már nem használhatóak, így módosították politikájukat. Miért ne lehetnének nyitottak most egy újabb változásra? A gazdaság rengeteg változott ez idő alatt, láthattuk a pénzügyi rendszer és ezen keresztül az eszközök megnövekedett szerepét. Ahogy a ’70-es években jó döntés volt, hogy inkább monitorozzák a monetáris aggregátumokat, mint hogy megvárják az infláció első jeleit, úgy most is ésszerűbb lehet az eszközökkel és a hitelállományt figyelemmel kísérni, mint megvárni a pénzügyi krízis kirobbanását.

A reaktív álláspont egyetlen fennmaradó ellenérve, hogy az eszközök és a válságok között nem mutatható ki annyira egyértelmű összefüggés, mint anno a pénzmennyiség és az infláció között. A preemptív politika véghezvitelével kapcsolatos technikai ellenvetések még teljesen helytállóak, és ezek a nehézségek a széleskörű alkalmazásra jelenleg még alkalmatlanná teszik ezt a politikát. Az előrejelzési módszerek kezdetlegesek, a válaszlépés és a hatások számszerűsítése, időzítése bizonytalan. Ez azonban csak azt jelenti, hogy további kutatások szükségesek ezeken a területeken. Több és jobb minőségű adatok kellenek például az olyan empirikus vizsgálatokhoz, amelyek azon feltételek kombinációját próbálják azonosítani, amik valószínűleg krízishez vezethetnek, és analitikus kutatások is szükségesek annak elemzésére, hogy gazdasági boomok mikor jelennek meg infláció helyett pénzügyi egyensúlytalanságokban (Borio & Lowe, 2002). Végül, de nem utolsósorban olyan modelleket kell építeni, amelyek ezeket az információkat fel tudják használni, és a monetáris politika számára alkalmazhatóvá tenni.

Az új modellekben és a jövőbeli kutatáson kívül márás vannak bizonyos javaslatok, amik a két ismertetett álláspont közötti szintézist igyekeznek megtalálni. Az IMF jelentése (2008) például azt javasolja, hogy a jegybankok formális mandátumait ne változtassák meg, maradjon az egyedüli inflációs célkövetés, csak kezeljék ezt rugalmasabban. Ez annyit jelent, hogy a fejlett jelzálogpiacokkal rendelkező országokban agresszívabban kell reagálni az ingatlanárok változásaira, és emiatt több időt kell engedni, hogy teljesüljön az inflációs célkitűzés, azaz tágítani kell az inflációs célkövető politika időhorizontját (IMF, 2008). Hasonló ötletek merültek fel az Európai Központi Bank és a Bank of England munkatársai körében. A japán nemzeti bank az évtizedes gazdasági stagnálásra válaszul egy érdekes politikát vezetett be. A kamatdöntéseket ezentúl deklaráltan két szempont alapján hozhatja meg. Az első, hagyományos szempont a gazdasági aktivitás és növekedés, valamint az infláció előrejelzésén, ezek vizsgálatán alapul. A második, új perspektíva az pl. olyan dolgok vizsgálata, hogy mi az esélye, hogy az alacsony hosszú távú kamatvárakozások miatt a cégek túlnyújtózkodjanak a takarójukon. A japán bank tehát már valószínűségi tényezőket, és pénzügyi instabilitással kapcsolatos kockázatokat is figyelembe vesz döntéseinél, melyek eddig exogének voltak a jegybankok makromodellei számára (The Economist, 2007a). Az itt említett újítások még nem kerültek „stressz-teszt” alatt kipróbálásra éles helyzetekben, és eredményességüket majd csak a jövőben tudjuk kiértékelni.

Az elemzésekben azonban egy olyan vonulatra is felfigyelhetünk, miszerint a monetáris politika – legalábbis jelenlegi ismereteink birtokában – egyre kevésbé képes mechanikus szabályok alapján meghozni döntéseit, és egyre több bizonytalan tényezőt kell figyelembe vennie; ez pedig azt eredményezheti, hogy a jegybankároknak növekvő mértékben kell „megérzésekire”, nem számszerűsíthető megítéleteikre hagyatkozniuk – amit nyilván már eddigi politikájuk során is követtek valamilyen mértékben. Mishkin szavai szerint a monetáris politika ezért hasonlít egy kicsit a művésztekhez: „Az ingatlanáakkal kapcsolatos monetáris transzmissziós mechanizmusok körüli bizonytalanság még egy további okot szolgáltat arra, hogy a monetáris politika miért marad továbbra is egy művészett, habár egy olyan művészett, mely a tudományt is használja”<sup>35</sup> (Mishkin, 2007, p. 33.).

Végül fontosnak tartom hangsúlyozni, hogy ebben a dolgozatban csak a monetáris politika optimális szerepét vizsgáltam, és ez egyáltalán nem jelenti azt, hogy a pénzügyi instabilitással, buborékok és válságok kialakulásával kapcsolatosan a központi bankoké lenne az egyedüli felelősség. Fontos megvizsgálandó terület, hogy milyen módon tudnak leginkább

<sup>35</sup> The uncertainty around housing-related monetary transmission mechanisms provides one further reason why monetary policy will continue to be an art, albeit one that makes use of science. (saját ford.)

hozzájárulni a gazdasági jólét maximalizálásához, de a fent említett célok elérése tekintetében legalább ekkora felelősség helyeződik a pénzügyi regulációra és szabályozórendszerre is – ám ahogyan azt a dolgozat elején említettem, ezek szerepe nem témája a mostani elemzésnek.

## KONKLÚZIÓ

Jelen beszámolóban az aktuális, amerikai másodlagos jelzálogpiaci válság által generált globális pénzügyi krízis azon gyökereit vizsgáltam meg, melyek a monetáris politikával kapcsolatosak. A válság kialakulásának rövid áttekintésekor láthattuk, hogy a pénzpiaci dereguláció, az elterjedő pénzügyi innovációk, a szerencsétlen globális tényezők, valamint az elégtelen állami szabályozás mellett a túlzottan laza monetáris politika csak egy tényező volt a többi között, melyek közrejátszottak az utóbbi évtizedek legsúlyosabb válságának kialakulásában.

A laza monetáris politika szerepét vizsgálva a pénz túlzott olcsóságában megállapítottuk, hogy bár valóban alacsonyabb volt a kamatszint a korábbi időszakokban megszokott tapasztalathoz képest (vö. Taylor-szabály), ez sem egyedül a monetáris politika felelőssége volt. A hosszú távú alacsony kamatkörnyezet ugyanis a Federal Reserve 2004-ben elkezdődő kamatemelései ellenére sem változott, ami Alan Greenspan számára is „talány” volt akkoriban. Az erre adott magyarázatok között szerepelt a hitelességi paradoxon – azaz, hogy a monetáris politika sikeres infláció elleni harca alacsony szinten stabilizálta az inflációs várakozásokat, stabil makrokörnyezetet teremtett és ezáltal csökkentette a jövőbeli bizonytalanságot és kockázati prémiumot – valamint a globális megtakarítások egyensúlytalansága (savings glut), minek során a nagy feleslegeket felhalmozó ázsiai országokból bőven áramlott a tőke az erőteljesen eladósodott Amerika folyómérleg deficitjének finanszírozására.

Ezután megvizsgáltuk azt a kérdést, hogy a hasonló válságok megelőzése érdekében kell-e valamit alapvetően másképpen csinálnia a központi bankoknak, figyelembe kell-e venniük az eszközök alakulását, mint a pénzügyi buborékok és a válságok előhírnökeit. Először megállapítottuk, hogy a monetáris politikának igenis nagy szerepe van az árstabilitáson kívül a pénzügyi stabilitásban is a két dolog szerves összefonódása miatt, majd az eszközök hatásait elemezve arra jutottunk, hogy szerepük jelentős a monetáris transzmissziós mechanizmusban, ám számos bizonytalansági tényező miatt ezen szerepek nem számszerűsíthetők pontosan, és sokszor még irányuk sem egyértelmű. A „lean against the wind” álláspont képviselői szerint ezt a megnövekedett szerepet kell kihasználni arra,

hogy a jegybankok az eszközök abnormális növekedését látva monetáris restrikcióval preemptív lépésekkel tegyenek a buborék továbbfejlődésének megakadályozására – még akkor is, ha ezt az inflációs kilátások nem indokolnák. A buborékok azonosítása és a hatásmechanizmus számszerűsítése, modellbe építése azonban szerintük is további kutatásokat igényel még.

A reaktív monetáris politika („mop up”) képviselői szerint nem kell az eszközökkel figyelembe venni. Az inflációs célkövető rendszer szigorú követése biztosítja a gazdaság legnagyobb fokú stabilitását. A buborékokra és a válságra szerintük elég akkor válaszolni, amikor már megtörtént a lufi kidurranása, és ex post monetáris expanzióval enyhíteni a gazdaság visszaesését. Ellenvetései a proaktív állásponttal szemben főként technikai jellegűek: a buborékokat nem lehet előbb azonosítani, mint a piac; ha ez sikerülne is, a válaszlépés időzítését és mértékét szinte lehetetlen kiszámítani; a jegybank célfüggvényének bővítése csökkentené az átláthatóságot, ami az eddigi sikerek egyik fontos alapköve.

Összegzésül elmondható, hogy a két álláspont közötti választáshoz további kutatások szükségesek, de annyi bizonyosnak látszik – főleg a mostani események tükrében – hogy az eszközök megnövekedett szerepét valamilyen módon figyelembe kell vennie a monetáris hatóságoknak, és az inflációs célkövetés rendszere, ha formálisan nem is, de valamilyen szinten kibővítésre kell, hogy kerüljön. Ez a jegybankárok saját megítélésének biztosít nagyobb teret a közeljövőben.

# HIVATKOZÁSJEGYZÉK

**BACKUS, D.K. & WRIGHT, J.H. [2007]:** Cracking the Conundrum. *NBER Working Paper Series*, No. 13419

**BERNANKE, B.S. & GERTLER, M. [2001]:** Should central banks respond to movements in asset prices? *The American Economic Review*, 91(2), pp. 253-257.

**BERNANKE, B.S. [2005]:** The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Speech at Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri, April 14. forrás: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm> (2008.december.13.)

**BORDO, M. D. & JEANNE, O. [2002]:** Boom-Busts in Asset Prices, Economic Instability, and Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*, No. 8966.

**BORIO, C. & DREHMAN, M. [2009]:** Assessing the risk of banking crises – revisited. *BIS Quarterly Review*, March 2009

**BORIO, C. & LOWE, P. [2002]:** Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus. *BIS Working Papers*, No. 114.

**BRITTAN, S. [2002]:** Taking asset prices seriously: Inflation targeting has worked so far. But central bankers will have to do more to preempt bubbles. *Financial Times*, August 29, pp. 19.

**DENNIS, R. [2003]:** Time-Inconsistent Monetary Policies: Recent Research. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, No. 10. April 11.

**DETKEN, C. & SMETS, F. [2004]:** Asset price booms and monetary policy. *ECB Working Paper Series*, No. 364.

**DISYATAT, P. [2005]:** Inflation Targeting, Asset Prices and Financial Imbalances: Conceptualizing the Debate. *BIS Working Papers*, No. 168.

**FISHER, C. & GAI, P. [2005]:** Financial stability, monetary stability and public policy. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Winter 2005

**FISHER, C. & LUND, M. [2004]:** Perfect partners or uncomfortable bedfellows? On the nature of the relationship between monetary policy and financial stability. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Summer 2004

**HORNOK, C., JAKAB M. Z. & TÓTH M. B. [2006]:** Globális egyensúlytalanságok korrekciója: illusztratív szcenáriók Magyarországra. *MNB-tanulmányok*, No. 59.

**International Monetary Fund (IMF) [2008]:** The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy. *IMF World Economic Outlook*, April '08 Chapter 3.

**KNIGHT, F. H. [1921]: Risk, Uncertainty, and Profit.** Hart, Schaffner & Marx. Boston, MA, 1921

**MISHKIN, F. S. [2007]:** Housing and the Monetary Transmission Mechanism. *NBER Working Paper Series*, No. 13518.

**MISHKIN, F. S. [2000]:** Inflation targeting in emerging-market countries. *The American Economic Review*, 90(2), pp. 105.

**MISHKIN, F. S. [2001]:** The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*, No. 8617.

**MIZEN, P. [2008]:** The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses. *Review - Federal Reserve Bank of St.Louis*, 90(5), pp. 531.

**RUMSFELD, D. [2002]:** US Defense Secretary Press Briefing on February 12 2002

**TAYLOR, J. B. [2007]:** Housing and Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*, No. 13682.

**The Economist [2007a]:** Assets and their liabilities. *The Economist*, 385(8551) October 20, pp. spec. rep. 22-26.

**The Economist [2007b]:** CSI: credit crunch. *The Economist*, 385(8551) October 20, pp. spec. rep. 4-8.

**The Economist [2007c]:** Fast and loose. *The Economist*, 385(8551) October 20, pp. spec. rep. 16-22.

**The Economist [2007e]:** On credit watch. *The Economist*, 385(8551) October 20, pp. spec. rep. 26-34.

**The Economist [2008a]:** A monetary malaise. *The Economist*, 389(8601) October 11, pp. spec. rep. 20-24.

**The Economist [2008b]:** Of froth and fundamentals. *The Economist*, 389(8601) October 11, pp. spec. rep. 16-20.

**The Economist [2008c]:** Taming the beast. *The Economist*, 389(8601) October 11, pp. spec. rep. 6-16.

**The Economist [2008d]:** When fortune frowned. *The Economist*, 389(8601) October 11, pp. spec. rep. 3-6.

**Wall Street Journal [2007]:** The Fed's Alibi. *Wall Street Journal*, September 17, Eastern Edition, pp. A.16.

**WHELAN, K. [2007a]:** More on expected interest rates. forrás:  
<http://www.karlwhelan.com/Teaching/International%20Monetary/part7.pdf> (2008.december 6.)

**WOLF, M. [1999]:** Greenspan's big experiment: US economic performance over the next few years will show whether asset prices should be included in inflation targeting. *Financial Times*, November 3, pp. 25.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

**BEAN, C. [2003]:** Asset prices, financial imbalances and monetary policy: are inflation targets enough? *BIS Working Papers*, No. 140.

**CECCHETTI, S. G., GENBERG, H. & WADHWANI, S. [2002]:** Asset Price in a Flexible Inflation Targeting Framework. *NBER Working Paper Series*, No. 8970.

**CLEWS, R. [2002]:** Asset prices and inflation. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Summer 2002

**DETKEN, C., MASUCH, K. & SMETS F. [2003]:** Issues raised at the ECB Workshop on „Asset Prices and Monetary Policy”. forrás: <http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/detken-masuch-smets.pdf> (2009. március 15.)

**DOOLEY, M. P., FOLKERTS-LANDAU, D. & GARBER, P. M. [2009]:** Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System. *NBER Working Paper Series*, No. 14731.

**GRUEN, D., PLUMB, M. & STONE, A. [2003]:** How should monetary policy respond to asset-price bubbles? Research discussion paper at the ECB Workshop on „Asset Prices and Monetary Policy”. forrás: <http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/gruen-plumb-stone.pdf> (2009. március 15.)

**Euromoney [2007]:** Savings glut - the end game and the last bubble? *Euromoney*, January 1., pp. 1. forrás: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=1270561261&Fmt=7&clientId=65345&RQT=309&VName=PQD> (2008.december 6.)

**FELIPE, J., KINTANAR, K. & LIM, J.A. [2006]:** Asia's Current Account Surplus: Savings Glut or Investment Drought? *Asian Development Review*, 23(1), pp. 16. forrás: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=1145372951&Fmt=7&clientId=65345&RQT=309&VName=PQD> (2008.december 6.)

**MISHKIN, F. S. & WHITE, E. N. [2002]:** U.S. Stock Market Crashes and Their Aftermath: Implications for Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*, No. 8992.

**MUNCHAU, W. [2008]:** Central banks must start to care about house prices. *Financial Times*, April 7, pp. 11.

**ROACH, S. [2008]:** Add 'financial stability' to the Fed's mandate. *Financial Times*, October 28, pp. 11.

**The Economist [2007d]:** Heroes of the zeroes. *The Economist*, 385(8551) October 20, pp. spec. rep. 8-16.

**WARNOCK, F. E. & WARNOCK, V. C. [2006]:** International Capital Flows and U.S. Interest Rates. *NBER Working Paper Series*, No. 12560.

**WHELAN, K. [2007b]:** The yield curve. forrás: <http://www.karlwhelan.com/Teaching/International%20Monetary/part6.pdf> (2008.december 6.)

**WHITE, W. R. [2006]:** Is price stability enough? *BIS Working Papers*, No. 205.

