

Központi bankok a kihívások évtizedében – Beszámoló a 62. Közgazdász-vándorgyűlés monetáris politikai szekcióüléséről

Nagy Benjámín

DOI: xxxxxxxx

Hatvankettedik alkalommal rendezte meg a Magyar Közgazdasági Társaság (MKT) a Közgazdász-vándorgyűlést 2024. szeptember 5–6-án, melynek ebben az évben a Nyíregyházi Egyetem adott otthont. A hazai közgazdász szakma nagy múltra tekintő találkozóján idén mintegy 100 előadó osztotta meg gondolatait a több mint 600 fős helyszíni résztvevői körrel és a már több mint tízezres online nézőközönséggel. A kétnapos esemény szakmai programja összesen három plenáris üléssel, tizenhat helyszíni és hat előre rögzített szekcióbeszélgetéssel várta az érdeklődőket. Az alábbiakban összefoglaljuk a vándorgyűlés „Központi bankok a kihívások évtizedében” címet viselő monetáris politikai szekcióülésén elhangzott legfontosabb gondolatokat.¹

A szekciót Takáts Előd, az MKT Monetáris politikai szakosztályának elnöke, a Nemzetközi Fizetések Bankjának (Bank of International Settlements, BIS) tanácsosa, a Budapesti Corvinus Egyetem egyetemi tanára és rector emeritusa, a London School of Economics and Political Science (LSE) vendégprofesszora nyitotta meg, majd Jakab Zoltán, a Nemzetközi Valutaalap (International Monetary Fund, IMF) vezető közgazdászának nyitóelőadását hallgathatták meg a résztvevők előre rögzített felvételről. Az előadást követő kerekasztal-beszélgetéshez Takáts Előd mellett csatlakozott Banai Ádám az MKT Monetáris politikai szakosztályának társelnöke, a Magyar Nemzeti Bank jegybanki eszköztárért, pénzügyi stabilitásért és devizatartalék-kezelésért felelős ügyvezető igazgatója és Nagy Mohácsi Piroska az LSE vendégprofesszora, az IMF korábbi osztályvezetője és tanácsadója. A beszélgetést Madár István az MKT elnökségi tagja és a Portfolio.hu vezető makrogazdasági elemzője moderálta.

¹ A 62. Közgazdász-vándorgyűlés monetáris politikai szekcióülésének teljes felvétele elérhető az MKT YouTube oldalán: <https://www.youtube.com/watch?v=s6ptKPUxOaE>

Takáts Előd megnyitójában hangsúlyozta, hogy az árstabilitás a modern gazdaság és társadalom működésének az alapja. A mostani inflációs-sokk előtt hosszú ideig – majdnem egy emberöltőn keresztül – élvezhettük az árstabilitást. Alacsony volt az infláció, és ezért sokaknak úgy tűnhetett, hogy a monetáris politika csak egy elméleti érdekesség. A közelmúlt magas árdinamikája mindenki számára világossá tette, hogy az alacsony infláció nem magától értetődő. A helyes monetáris politika számít, és ezt mindenki személyesen is átérezhette: nem elvont fejtegetéseken vagy tanulmányokon keresztül, hanem például a mindennapi bevásárláson keresztül. Az infláció nemcsak gazdasági, hanem társadalmi sokk is volt – nemcsak Magyarországon, hanem a világ nagy részén. Érdemes a monetáris politikát ezen a szemüvegen keresztül nézni: úgy, mint a modern gazdaság és társadalom, és így a mindennapi életünk stabilitását alapvetően meghatározó közpolitikát. Az infláció letörése, a pénzben meglévő bizalom megtartása ezért is a közelmúlt egyik nagy eredménye.

Túlzásba vitt lazítás? Monetáris vagy fiskális infláció?

Jakab Zoltán vitaindító előadásában aktuális kutatásának legfontosabb eredményeit osztotta meg a hallgatósággal, amelyben szerzőtársaival azt vizsgálták, hogy a 2020-as évtized elejének expanzív makropolitikai milyen mértékben járultak hozzá a magasabb inflációs környezet kialakulásához a fejlett világban, azaz a monetáris vagy a fiskális politikai sokk volt-e a meghatározó az infláció visszatérésében. A monetáris-fiskális politikai interakciót vizsgáló szakirodalom szerint általánosságban – és különösen az inflációs célkövető keretrendszerekben – a Taylor-szabály alapján működő monetáris politika befolyásolja aktív módon a kibocsátást és az inflációt, míg a fiskális politika hatása ebből a szempontból passzív, feladata csupán a hosszútávú adósság stabilizálására korlátozódik. A zéró alsó korlát elérésekor azonban – amikor a jegybank konvencionális kamateszközökkel nem képes további inflatörikus hatás elérésére – a monetáris politika válik passzívvá, és szükségszerűen a fiskális politika aktív. Ebben a rezsimben tehát az inflációt domináns mértékben költségvetési stimulus magyarázhatja. A valóságban természetesen a két szélsőség kombinációja valósul meg, azonban időszakosan lehet azonosítani valamelyik politikát mint domináns tényezőt az infláció alakulása tekintetében.

Az utóbbi években a Federal Reserve (Fed) és az Európai Központi Bank (EKB) is a monetáris politikai keretrendszerük stratégiai szintű megváltoztatásáról döntött, ami jelentékeny hatással lehetett az infláció alakulására. A Fed 2020 augusztusában vezette be az ún. rugalmas átlagos inflációs célkövetésre (Flexible Average Inflation Targeting, FAIT). A FAIT abban tér el a hagyományos inflációs célkövető keretrendszertől, hogy míg az utóbbi olyan monetáris rezsimet jelent, amelyben a jegybank mindenkor úgy alakítja kamatpolitikáját, hogy a releváns monetáris politikai horizonton az előrejelzett infláció az inflációs célon alakuljon, addig előbbiben a jegybank arra törekszik, hogy egy bizonyos időhorizont átlagos inflációját közelítse az inflációs céljához. Ez azt jelenti, hogy a FAIT keretrendszerben működő jegybank nemcsak az előrejelzett inflációra reagál, hanem a múltra is, így mozgásteret támul

abban az értelemben, hogy egy alacsony árdinamikával jellemezhető időszak után akár magasabb inflációt is megengedhet, hiszen az átlagos infláció tekintetében célja ebben az esetben is teljesül. Az EKB 2021 júliusában módosította monetáris politikai keretrendszerét. A korábban aszimmetrikusan értelmezhető inflációs célját (below, but close to two percent) – amely azt jelentette, hogy a két százalékos inflációs cél felett alakuló árdinamikát nagyobb mértékben bünteti, mint a cél alatti inflációt – szimmetrikusra módosította. A Fed-éhez hasonlóan ez a rezsimváltás is értelmezhető olyan módosításként, amely növeli a jegybank mozgásterét abban a tekintetben, hogy átmenetileg jobban tolerálhatja a magasabb inflációt.

Jakab Zoltán és szerzőtársai az általuk vizsgált időszakban két további, az infláció alakulása szempontjából kiemelt jelentőségű fejleményt azonosítottak. Egyrészt a koronavírus-járvány okozta válsághelyzetben az USA-ban számottevő fiskális ösztönző intézkedések történtek (pl. American Rescue Plan, American Jobs Plan, American Families Plan), és az eurózónában is expanzív költségvetési lépésekről (pl. NextGenerationEU) döntöttek. Másrészt ebben az időszakban a Phillips-görbék meredeksége is megemelkedett mindkét vizsgált gazdaságban, azaz strukturálisan erősödött a kapcsolat a reálgazdasági aktivitás és az áremelkedés üteme között, ami önmagában is magasabb inflációs környezet irányába mutathat.

Jakab Zoltán és szerzőtársai ezen körülmények figyelembevételével tehát azt vizsgálták meg, hogy a Fed és az EKB monetáris politikai keretrendszerének megváltozása és a fiskális ösztönző lépések a Phillips-görbék meredekebbé válása mellett mekkora mértékben gyakoroltak hatást az infláció 2021-ben és 2022-ben tapasztalt megemelkedésére az USA-ban és az eurózónában. Módszertani megközelítés tekintetében egy kétrégiós új keynesi modellt alkalmaztak, amelyben a gazdasági aktorok nem racionálisak, szubjektív módon diszkontálják a jövőbeli sokkokat. A monetáris politikai keretrendszerek megváltozása jelentette sokkot megelőző állapotból kiinduló alapelőrejelzési pálya körül végeztek nemlineáris sztochasztikus szimulációkat és eredményeik robusztusságát tesztelték meredekebb Phillips-görbe feltevése mellett is.

Eredményeik alapján az USA-ban a teljes vizsgált időszakban meghatározó szerepe volt az expanzív makropolitikáknak az infláció emelkedésében, illetve a monetáris politikai rezsimváltás és a fiskális politikai stimulus közel azonos mértékben növelte az árdinamikát. Ezzel szemben az eurózónában csupán 2021 során magyarázták az infláció növekedését meghatározó mértékben az expanzív monetáris és fiskális politikák, 2022-ben azonban már nem domináns ez a hatás. Ekkor már az orosz-ukrán konfliktus okozta kínálati sokk árfelhajtó hatása érvényesült döntő részben, így azt találták, hogy összességében az expanzív makropolitikák kisebb inflatórikus hatással jártak az eurózónában, mint az USA-ban. Jóléti szempontból a monetáris politikai keretrendszer megváltozását és a fiskális politikai stimulust egyaránt kedvezően értékelték az eurózónában a koronavírus-járvány éveiben tapasztalt alacsony kapacitáskihasználtsággal jellemezhető időszakban. Az USA-ban azonban a Phillips-görbe meredekebbé válása jelentette strukturális változás miatt az expanzív makropolitikák összességében jóléti veszteséget okoztak. Az USA vonatkozásában eredményeiket a fiskális stimulus inflatórikus hatásainak nagyságrendje tekintetében más hasonló fókuszú kutatás is megerősíti (Smets-Wouters, 2024).

A globális inflációs hullámon túl – átvészeltük?

A panelbeszélgetés első blokkjában Madár István arra kérte a résztvevőket, hogy értékeljék a jegybankok globális inflációra adott válaszlépéseit és a gazdaság állapotát: az utóbbi évek történelminek nevezhető, az 1970-es évek olajválságai óta nem látott áremelkedési hulláma mennyire van még jelen a gazdasági szereplők viselkedésében, vannak-e még ma is tapasztalható, tartós hatásai, az Európa-szerte továbbra is gyengélkedő kiskereskedelmi forgalomban vagy épp a visszaeső gyermekvállalási hajlandóságban ezt az elhúzódó hatást láthatjuk-e.

Nagy Mohácsi Piroska elmondta, hogy a restriktív monetáris politikáknak köszönhetően az inflációs ráták már világszerte csökkenő pályára kerültek, és sok esetben már megközelítik a központi bankok inflációs célját. Véleménye szerint a Fed FAIT keretrendszerre való átállása is hozzájárult az infláció átmenetiségéről szóló szakmai vitához, a megkésett jegybanki reakcióhoz, és így az árdinamika növekedéséhez az USA-ban. Kiemelte, hogy turbulens gazdasági környezetben, magas és infláció mellett a jegybankoknak hitelességi deficitet okozó monetáris keretrendszert változtatni, magasabb inflációs célra vagy akár csak rugalmasabb keretrendszerre áttérni. Ugyanis ezzel az üzenik, hogy átmeneti jelleggel megengedőbbek a magas inflációval szemben, és éppen ezzel az attitűddel nehezítik meg a várakozások horgonyzását. Emellett rámutatott, hogy a monetáris politika mellett a piaci struktúrák, a piac koncentráltasága és a verseny intenzitása is befolyásolja az árak dinamikáját. Hiszen a nagyobb ármeghatározó erővel rendelkező oligopol helyzetben lévő szereplők könnyebben tudják érvényesíteni az áremeléseiket, míg a versenyző piacok visszafogottabb árképzésre kényszeríthetnek.

Banai Ádám hangsúlyozta, hogy a magas infláció mellett az elmúlt évek válságsozozata, a globális pandémia, az ukrán-orosz konfliktus és az energiaválság – és különösen azok váratlan, régóta nem tapasztalt természete – súlyosan visszavetették az üzleti és fogyasztói bizalmat, amelynek a visszaépülése hosszú időt vehet igénybe. Példaként említette, hogy a devizahitelezés is elhúzódóan, több éven keresztül visszafogta a háztartási hitelezés alakulását Magyarországon, mivel a lakossági szereplők egyéni szintjén is kedvezőtlenül hatott a hitelfelvételi hajlandóságra a szűkebb ismeretségi körből származó negatív tapasztalat.

Takáts Előd kiemelte, hogy a jegybanki reakciók teljeskörű értékeléséhez figyelembe kell venni, hogy a reálgazdasági és pénzügyi folyamatok valós idejű elemzése rendkívül összetett feladat. Visszatekintve, a következmények ismeretében sokkal egyszerűbbnek tűnnek a döntések, de a központi bankoknak az adott időpillanatban elérhető, szűkebb információs bázis alapján kell döntést hozni. Analógiaként hozta fel a Sully, csoda a Hudson folyón című filmet, amelyben többen úgy érveltek, hogy a gépet vissza lehetett volna fordítani egy másik repülőtérré, de a film pontosan azt mutatja meg, hogy az adott időpillanatban rendelkezésre álló információk alapján a pilóta jól döntött, amikor a folyón szállt le. Egy kicsit hasonló a vita a kamatemelés időzítéséről is. Utólag, minden információ birtokában, mondhatjuk, hogy érdemes lett volna korábban kamatot emelni, de az adott időpillanatban rendelkezésre álló információk alapján a központi bankok helytálló döntést hoztak. A világ központi

bankjai szinkronban emeltek kamatot, válaszul a globális inflációs sokkra, és az infláció is szinkronban csökkent a kamatemelés után. Összességében egy nehéz helyzetben helytálló döntés volt a kamatemelés, amely végső soron megvédte az árstabilitást. A fejlődő országokban ugyan némileg gyorsabban reagáltak az árak emelkedésére, mint a fejlettekben. Ebben a gyorsabb reakcióban szerepet játszhatott, hogy az intézményi emlékezetben még élénkebben él a magas infláció a fejlődő országokban. A fejlődő országok kevesebb nem konvencionális mérlegeszközt alkalmaztak a megelőző időszakban, ami szintén megkönnyítette a gyorsabb reakciót. Nagy Mohácsi Piroska is megerősítette, hogy a fejlődő jegybankok széles köre Latin-Amerikában, Ázsiában, Közép-Kelet Európában és néhány afrikai országban is korábban reagált az árdinamika emelkedésére (Evdokimova et. al., 2023).

Válságok mindig lesznek..., de mit csináljunk legközelebb máshogy?

A beszélgetés második részében Madár István felidézte, hogy a 70-es évek olajársokkjait követően a jegybankok abban a tekintetben hibáztak, hogy az infláció meginduló mérséklődését tapasztalva, túlzottan optimista módon, túl hamar lazítottak vissza, amelynek eredménye egy közel egy évtizedig elhúzódó inflációs periódus lett. Ezt követően azzal a kérdéssel fordult a szakértőkhöz, hogy a 2020-as évek eleji inflációs küzdelemből milyen tanulságokat kell levonnia a jegybankoknak.

Banai Ádám kiemelte, hogy tartósan még nem sikerült stabilizálni a gazdasági folyamatokat, és fenntartható módon helyreállítani az árstabilitást, ezért teljes körűen még nem tudjuk értékelni a monetáris politikai szigorítás tapasztalatait. Az elmúlt évek sokkjai azonban rávilágítottak arra, hogy a központi bankoknak sokkal tágabban kell gondolkodni, a reálgazdasági és pénzügyi piaci fejlemények mellett nyomon kell követni a geopolitikai konfliktusokból eredő kockázatokat, a technológiai átállásból fakadó nyersanyagpiaci folyamatokat vagy éppen az árupiacok globalizálódását az online platformokon keresztül, amelyek segítségével már a társadalom széles köre képes átalakítani fogyasztási szerkezetét drasztikus mértékű árváltozások esetén.

Nagy Mohácsi Piroska felhívta a figyelmet arra, hogy – miközben a bizonytalan piaci környezetben sikeresen tartották fenn a pénzügyi stabilitást – a globális inflációs hullám egyik forrásaként azonosított, kiemelkedő méretű jegybanki eszközvásárlási programok számos negatív következménnyel is együtt jártak. Egyrészt a központi bankok ezen eszközökkel piacgazdasági viszonyok között szokatlanul nagymértékben és tartósan befolyásolták a piaci folyamatokat és a finanszírozási feltételek számos – nem csak az állampapírpiaci – szegmensben, ami túlzott ráutaltságot okozott, nagy mértékben megnehezítve a piacról való kivonulást. Másrészt az eszközvásárlások miatt megnövekedett bankrendszeri likviditás sterilizációs költségeinek következményeként a jegybankok jelentős veszteséget halmoztak fel, ami – bár nem szükségszerűen veszélyezteti a monetáris politika vitelét, mégis – hitelességi problémát okozhat számukra, illetve a veszteségtérítési, feltőkésítési szabályok sajátossága miatt

– egyes esetekben – költségvetési hozzájárulást igényel. Célszerű lenne egy olyan formális mechanizmust kialakítani, ami indikációt ad arra, hogy milyen piaci feltételek mellett kell jegybanki eszközvásárlási programot indítani, valamint leállítani.

Takáts Előd rávilágított a monetáris politika jövőjét alapvetően meghatározó, megváltozó világgazdasági környezet fontosságára is. Az inflációs célkövetési rendszerek kialakulásának időszaka és a koronavírus-járványt megelőző évtized, illetve annak világgazdasági környezete élesen különbözik a 2020-as évtizedben formálódó új környezettől. A korábbi időszakot az Amerikai Egyesült Államok dominanciája mellett, a világgazdaság vérkeringésébe Kínát is bevonó globalizáció, integrálódó értékláncok, növekvő globális munkaerőkínálat és a trendinflációt lefelé nyomó demográfiai folyamatok jellemezték. Ezek következtében alacsony volt az inflációs nyomás. Az utóbbi években ezek a strukturális folyamatok a geopolitikai konfliktusok kiéleződésével, a termelőkapacitások reallokálásával (nearshoring és reshoring törekvések) és a fejlett országok munkaképes lakosságának csökkenésével visszajára fordultak, ami globálisan felfelé mutató nyomást helyez az inflációra. A jegybankoknak pedig ebben a megváltozott, több strukturális kihívással jellemezhető közegben kell biztosítaniuk az árstabilitást a korábbi válságkezelések miatt felfújódott mérlegeik és felhalmozott veszteségeik mellett.

Zöld és digitális jegybank – Túlterjeszkedés, kényszer vagy progresszió?

A kerekasztal-beszélgetés záró kérdéskörében Madár István arra kérte a résztvevőket, hogy osszák meg gondolataikat arról a tendenciáról, hogy az utóbbi években a jegybankok a hagyományos mandátumaikon kívül eső kérdésekkel is egyre aktívabban foglalkoztak, illetve fejtsek ki véleményüket arról, hogy mennyire tartják indokoltnak a központi bankok bővülő szerepvállalását. Egyrészt ilyen terület a környezeti fenntarthatóság és a gazdaság zöld átállásának támogatása, másrészt a kereskedelmi banki funkciókkal konkuráló digitális jegybankpénz létrehozásának koncepciója.

Banai Ádám hangsúlyozta, hogy a jegybankoknak van felelősségük a klímaváltozás hatásainak mérséklése tekintetében, hiszen az egyre szélsőségesebbé váló éghajlati események egyre erősebb inflatórikus hatással járnak – például az élelmiszerárak volatilitásán keresztül –, veszélyeztetve ezzel az árstabilitást, illetve a zöld átállás finanszírozási igénye miatt szükséges a központi bankoknak is olyan ösztönzőket beépíteni a pénzügyi rendszerbe, amik képesek mobilizálni a forrásokat a zöld beruházások felé.

Nagy Mohácsi Piroska aggályait fejezte ki a hagyományos jegybanki célrendszer környezeti fenntarthatósági szempontú kiegészítése és a célzottan zöld eszközökre irányuló vásárlási programok kapcsán, ugyanakkor rávilágított, hogy a klímaváltozás a pénzügyi stabilitásra is hatással van, és a pénzügyi rendszer szereplőit makroprudenciális szabályozói eszközökkel ösztönözni kell arra, hogy ezeket az új típusú kockázatokat is kezeljék. Emellett kiemelte, hogy a digitális jegybankpénzről folyó szakmai vita fókuszában tévesen a fizetési rendszerek hatékonyságnövelése áll.

A jegybankoknak aktívan foglalkozniuk kell az önálló digitális fizetőeszköz fejlesztésével, mert a jövőben ennek segítségével őrizhetik meg monetáris szuverenitásukat.

Takáts Előd szerint a központi bankok a társadalmi felhatalmazást megtestesítő törvényi mandátumok alapján működnek. Ezen mandátumok alapján kell értékelnünk minden hagyományos és új tevékenységet. A jegybanki mandátum szempontjából a klímaváltozás fontos lehet, mivel egyértelműen hat a pénzügyi stabilitásra a fizikai és átállási kockázatokon keresztül. Fizikai kockázatra példa a biztosítási piac kitétsége az egyre szélsőséesebb éghajlati események sújtotta területeken. Átállási kockázatra pedig példa lehet a bankrendszer hitelkockázati kitétsége a magas szén-dioxid-kibocsátású vállalatok felé, amelyeket a klímaszabályok negatívan érinthetnek. Hasonlóképpen a jegybanki mandátum szempontjából érdemes vizsgálni a digitális jegybanki pénzek kérdését is. A fő dilemma, hogy a digitális jegybanki pénzek hogyan támogathatják a központi bankok fizetési forgalomhoz kapcsolatos mandátumát. Ebből a szempontból a pénzforgalmi innováció lehetőséget ad a központi bankoknak, hogy az egyre digitalizálódó világban is gyors és biztonságos fizetési eszközöket tudjanak kínálni, ezzel is hozzájárulva a pénzbe vetett társadalmi bizalom megőrzéséhez.

Hivatkozások

1. Jakab Zoltán: Expanzív makropolitikák szerepe a megnövekedett inflációban. Konferenciaelőadás. 62. Közgazdász-vándorgyűlés, Nyíregyháza, 2024. szeptember 6. <https://www.youtube.com/watch?v=s6ptKPUxOaE>
2. Smets, Frank–Wouters, Ralf [2024]: Fiscal backing, inflation and us business cycles. Preliminary and incomplete. https://www.frbsf.org/wp-content/uploads/01-Smets_Fiscal-Backing-rv.pdf
3. Evdokimova, Tatiana-Nagy-Mohacsi, Piroska-Ponomarenko, Olga-Ribakova, Elina [2023]: Central banks and policy communication: how emerging markets have outperformed the Fed and ECB. Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 23-10, <https://ssrn.com/abstract=4628672>