

Változások a makrogazdasági politikában: evolúció kontra revolúció*

Világi Balázs

Olivier Blanchard – Lawrence H. Summers:

Fejlődés vagy forradalom?

Pallas Athéné Könyvkiadó, Budapest, 2019, 428. o.

ISBN: 978-615-5884-51-1

2011-ben *Olivier Blanchard*, az IMF akkori vezető közgazdásza kezdeményezésére „A makrogazdasági politika újragondolása” címmel egy kétévente megrendezésre kerülő konferenciasorozat indult. Legutóbbi állomásának a washingtoni *Peterson Institute for International Economics* volt a házigazdája, és az ott elhangzott előadásokat 2019-ben az *MIT Press* jelentette meg könyv formában¹. Öröndetes, hogy 2019 szeptemberében a magyar változat is kiadásra került „Fejlődés vagy forradalom? – A makrogazdasági politika újragondolása a Nagy Recessziót követően” címmel a *Pallas Athéné Könyvkiadó* gondozásában.

A kötet két szerkesztője garancia a releváns és érdekes elemzésekre, hiszen tudományos tevékenységükön túl jelentős gazdaságpolitikai tapasztalattal is rendelkeznek, és a 2007–2008-as válság óta mindketten aktívan részt vettek a makrogazdasági politika újragondolásában: *Olivier Blanchard* az MIT professzora volt, majd az IMF vezető közgazdásza, jelenleg a *Peterson Institute* vezető munkatársa, *Lawrence H. Summers*, a Harvard University professzora Bill Clinton elnöksége alatt az Egyesült Államok pénzügyminisztere volt, Barack Obama elnöksége idején a közgazdasági tanácsadó testület igazgatói tisztségét töltötte be, korábban pedig a Világbank vezető közgazdásza volt.

A kötet szerkesztői bevezető tanulmányukban három fő tanulságot emelnek ki. Egyrészt a válság óta nyilvánvalóvá vált, hogy a makrogazdasági fluktuációk egyik fő okozója a pénzügyi rendszer viselkedése, ezért a makroökómia további fejlődéséhez és a hatékonyabb makrogazdasági politikák kialakításához szükséges annak mélyebb megértése. Másrészt finomítani kell azt a válság előtti képet, hogy a gazdasági ciklu-

* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Világi Balázs a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: vilagib@mnk.hu

¹ Evolution or Revolution? – Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession, MIT Press.

sokat exogén sokkok okozzák, amire a gazdaság lineárisan reagál. A pénzügyi sokkok általában endogén módon épülnek fel és a nagy sokkokra nemlineáris a gazdasági reakció. Végül, a tartósan alacsony kamatkörnyezet az egyik döntő meghatározója a jelenlegi gazdaságpolitikáknak. Blanchard és Summers hangsúlyozza, hogy szemben a válság előtti időszakokkal, amikor a monetáris politikának volt prioritása, most a makrogazdasági politika mind a három ágára, a monetáris, a fiskális és pénzügyi szabályozási politikára is szükség van. A kötet öt témakört jár körül: *monetáris politika, fiskális politika, pénzügyi szabályozás, gazdasági egyenlőtlenségek és a makrogazdasági politika nemzetközi vonatkozásai*. Mindegyik témakörhöz tartozik egy-egy átfogó tanulmány, amit rövidebb kiegészítések, reakciók követnek. Terjedelmi okok miatt ez a könyvismertető csak az öt fő tanulmánnyal foglalkozik.

A kötetben először *Ben Bernanké*nek (a Brookings Institution vezető munkatársa, a Fed volt elnöke, a Princeton University professzora) a monetáris politikáról írott tanulmánya olvasható. A bevezető tanulmánnyal összhangban Bernanke is az alacsony kamatkörnyezetet tartja a monetáris politika szempontjából a legnagyobb kihívásnak, hiszen ez jelentősen korlátozza a monetáris politika mozgásterét, mivel a nominális kamatok nem lehet szignifikáns mértékben a zéró szint alá csökkenteni. Ugyanakkor Bernanke a kamatpolitika használható alternatívájának tartja az előrettekintő iránymutatás és a mennyiségi lazítás eszközeit. A tanulmányban alaposan elemzi a fenti eszközök alkalmazása során felhalmozott tapasztalatokat. A szerző kevésbé tartja általánosan alkalmazható eszköznek a negatív kamatokot, illetve a hozamgörbe kontrollját. Az inflációs cél emelését mint a reálkamatláb csökkentésének lehetséges eszközét pedig elveti. Viszont ennek alternatívájaként megfontolásra érdemesnek tartja, hogy inflációs célkövetés helyett árszínvonal-célt határozzanak meg a jegybankok alacsony kamatkörnyezetben.

A tanulmány második fele a jegybanki függetlenség témakörével foglalkozik. A jegybanki függetlenség mellett hagyományosan azzal érvelnek, hogy a monetáris politika időbeli inkonzisztenciája miatt nagy a késztetés arra, hogy a gazdaságpolitikai döntéshozók rövid távú megfontolásokból meglepetés-inflációt gerjesszenek, viszont ennek a kísértésnek a választott kormányok kevésbé tudnak ellenállni, mint a független jegybankárok. Ennek az érvelésnek az érvényességét a jelenlegi alacsony inflációs környezetben viszont többen megkérdőjelezték, arra hivatkozva, hogy alacsony infláció és növekedés mellett a jegybankoknak a független monetáris politika helyett a gazdaságélénkítő költségvetési politikát kellene támogatniuk. Bernanke szerint viszont a jegybanki függetlenség kérdése túlmutat az időbeli inkonzisztencia problémáján, mivel a monetáris politikai döntéshozatal nagymértékben technikai jellegű, és érzékeny az időzítésre, továbbá a hatékony monetáris politika konzisztens, koherens és megfelelő időben történő kommunikációt kíván meg a pénzügyi piacokkal. Ezért fontos, hogy egy olyan testület irányítsa, amely gyors és akkurátus választ képes adni a változó gazdasági és pénzügyi kondíciókra.

De mi a helyzet a függetlenséggel akkor, amikor a gazdaság szignifikáns deflációs kockázattal néz szembe, és a monetáris politika csak a költségvetési politikával kooperálva képes megoldani a problémát? Bernanke úgy véli, hogy a jegybanki függetlenség gyakorlati elv, nem pedig ideológiai vagy filozófiai tétel: csak akkor van értelme, ha (átlagosan) jobb monetáris politikai kimentekhez vezet. Ezért a jegybanki függetlenség alkalmazhatósága a gazdasági körülményektől függ. Ebből adódóan a jegybanki függetlenség nem zárja ki a monetáris politikai döntéshozók és a fiskális hatóságok együttműködését, amennyiben két feltétel teljesül: először, az együttműködés céljainak konzisztensnek kell lenniük a jegybank mandátumával, és fontos kitétel, hogy az együttműködés hiányában nem érhető el. Másodszor, a jegybanknak folyamatosan ki kell értékelnie, hogy az első feltétel teljesül-e, fenntartva ahhoz való jogát, hogy bármikor leállíthatja az együttműködést, amikor a feltétel már nem áll fenn.

A fiskális politikáról *Alan J. Auerbach* (University of California, Berkeley) tanulmánya olvasható. A válság óta eltelt idő egyik legfontosabb tanulsága, hogy mivel alacsony kamatkörnyezetben a monetáris politikát komolyan korlátozza a nominális kamatláb zéró alsó korlátja, ezért szükség van a fiskális politikára is. Viszont a fiskális politika gyakorlata továbbra is a viták kereszttüzében maradt. A válság előtt a többség szkeptikus volt a fiskális politika alkalmazhatóságával kapcsolatban, mert az volt a vélekedés, hogy a kiadási-, illetve az adómultiplikátor alacsony. Azóta jónéhány empirikus tanulmány bizonyította, hogy a költségvetési multiplikátorok nagyobbak a válság előtt gondoltnál, különösen recessziók idején, és akkor, ha a nominális kamatláb zéró alsó korlátja akadályozza a monetáris politikát. Tehát a fiskális politika bizonyos helyzetekben nemcsak szükséges, hanem használható is.

A fiskális politika alkalmazása szempontjából fontos a fiskális szabályok kérdése. A fiskális szabályokat az időbeli inkonzisztencia elkerülésének céljával és a generációk közötti hosszú távú elosztási hatásokkal, illetve a fiskális fenntarthatósággal indokolják. Ugyanakkor bebizonyosodott, hogy a túl merev fiskális szabályok nem hatékonyak, és bizonyos helyzetekben elkerülhetetlen a diszkrecionális költségvetési politika alkalmazása. A szerző a túl merev szabályok helyett inkább fiskális tanácsok felállítását szorgalmazza. Alacsony kamatkörnyezetben kedvező a fiskális politika alkalmazása szempontjából, hogy kisebb a kormányzati programok tőkeköltsége és alacsonyabb az adósságszolgálat terhe is. Fontos azonban megjegyezni, hogy a GDP-arányos adósság nem tökéletes indikátora a fiskális fenntarthatóságnak, más szempontokat is figyelembe kell venni, például az implicit kötelezettségeket.

A pénzügyi szabályozásról készült átfogó tanulmány szerzői *David Aikman, Andrew G. Haldane, Marc Hinterschweiger és Sujit Kapadia* (Bank of England). Először áttekintik a pénzügyi szabályozásnak a Basel III alapján végrehajtott reformját. Fontos kiemelni, hogy az új szabályozási rendszer nemcsak mikroprudenciális szemléletű, tehát nemcsak az egyedi pénzügyi intézmények stabilitására fókuszál, hanem a rend-

szerszintű kockázatokat is figyelembe veszi, azaz vannak makroprudenciális elemei is. Az elemzésben hangsúlyozzák az olyan új elemek jelentőségét, mint a likviditási szabályok, a kontraciklikus tőkepuffer – ami az első dinamikus szabályozási elem – vagy az árnyékbankrendszer kezelése.

A szerzők felhívják a figyelmet, hogy az új szabályozási rendszer több elemből áll, multipólusú, ennek pedig az az oka, hogy a pénzügyi rendszer kockázatainak többféle forrása van, amiket csak különböző eszközökkel lehet kezelni. Továbbá a pénzügyi rendszer szereplői hajlamosak arra, hogy kibúvót keressenek az egyes szabályozási eszközök alól, de a szabályozási eszközök komplex hálózata esetén ezek a próbálkozások kisebb eséllyel vezetnek sikerre. A tanulmányban empirikusan alátámasztják, hogy a szabályozási elemeknek kimutatható hatása van a bankrendszer mérlegére, illetve ismertetik az azzal kapcsolatos eredményeket, hogy a szabályozási eszközök milyen mértékben csökkenthetik a pénzügyi válságok előfordulásának a valószínűségét, illetve milyen mértékben enyhítenék egy esetleges válságnak a hatását. Ugyanakkor azt is számba veszik, hogy a szabályozási lépéseknek milyen makrogazdasági költségei lehetnek.

A tanulmány végén a szerzők áttekintik, hogy milyen további kutatásokat tartanak szükségesnek olyan területeken, mint a szabályozói tőke optimális szintjének a meghatározása, a pénzügyi stabilitási modellek fejlesztése, a makroprudenciális politika keretrendszere és a FinTech-fejlesztések pénzügyi stabilitási vonatkozásai.

A gazdasági növekedés és a jövedelmi/vagyoni egyenlőtlenségek kapcsolatáról *Jason Furman* (Harvard Kennedy School) előadása olvasható. A szerző szerint, bár intenzív kutatások folynak a gazdasági növekedés és az egyenlőtlenség közötti kapcsolatról, gazdaságpolitikai szempontból a fő kérdés nem az, hogy az egyenlőtlenség csökkenti vagy növeli a gazdasági növekedést, hanem sokkal inkább az, hogy a lehetséges közpolitikáknak milyen hatása van a növekedésre és az egyenlőtlenségre. Ezután áttekint olyan példákat, amelyek mindkét tényezőre pozitívan hatnak, mint amilyen például az oktatás, majd olyan politikákat elemez, mint például az adópolitika, amelynek nem feltétlenül van egyszerre jótékony hatása a növekedésre és az egyenlőtlenségre is.

A makrogazdasági politikák nemzetközi vonatkozásairól *Gita Gopinath*, az IMF vezető közgazdásza tanulmánya olvasható. Fő megállapításai a következők: 1. Az árfolyam rugalmasságából származó nyereség kisebb, mint azt általában gondolják. 2. A „trilemma” továbbra is él. (Nem lehet egyszerre fix árfolyamot, független monetáris politikát és szabad tőkeáramlást megvalósítani.) 3. Az amerikai dollár árfolyama hajtja a globális kereskedelmi árakat és volumeneket. 4. A bruttó tőkeáramlások ugyanúgy számítanak, mint a nettó áramlások, és a globális bankok nemzetközivé változtatták a monetáris politikát. 5. A feltörekvő piacok a külföldi valutában denominált adósságtól elmozdultak a belföldi valutában tartott adósságok felé, így

csökkent a globális kockázati tényezőknek való kitettség. 6. Az alacsony kamatkörnyezet az erőforrások helytelen elosztásához és a termelékenység csökkenéséhez vezethet. 7. A globális egyensúlytalanságok, a tartalékok felhalmozása és a devizamanipuláció közötti kapcsolat nem jól bizonyítható. 8. Az egységes vámok nem semlegesek. 9. Nem a nemzetközi kereskedelem a jövedelmi egyenlőtlenségek fő oka, de a politika nem enyhítette a kereskedelem okozta egyenlőtlenségeket. 10. A pénzügyi szabályozás globális koordinációja alapvető fontosságú.

Összefoglalásként elmondhatjuk, hogy az elmúlt évtizedben a gazdaságpolitika vitele megváltozott, jóval komplexebb lett. A szerkesztők szerint még nem lezárt kérdés, hogy ez evolúciónak vagy revolúciónak tekinthető. Az erre adott válasz nagymértékben függ az elkövetkező évek makrogazdasági fejleményeitől.