

A JEGYBANKI POLITIKA MÖGÖTTI FILOZÓFIA FELÜLVIZSGÁLATA

Masaaki Shirakawa: Revisiting the philosophy behind central bank policy

<http://www.bis.org/review/r100427b.pdf>, 2010

A 2008-as világgazdasági válság egyik következménye a központi bankok megújulása. Ennek a megújulásnak alapvető eleme, az adott szakpolitikai intézkedések átgondolásán túl, a jegybanki politika mögötti gondolkodási keretrendszer, a jegybanki filozófia újragondolása is.

AMERIKAI ÉS JAPÁN PÉNZÜGYI TÖRTÉNELEM

1907-ben egy komoly bankválság sújtotta az Amerikai Egyesült Államokat. A válság előtt már volt néhány sikertelen kísérlet egy központi bank létrehozására, az 1907-es bankválság utóhatásai azonban megerősítettek ezt a szükségletet, és 1913-ban végül megalapították a FED-et.

Az amerikai és a japán központi bank között már a kezdetektől fogva fellelhetőek kapcsolatok. Japán egy komoly pénzügyi válságot élt meg az 1920-as években, ami komoly lecke volt a japán jegybank számára. A válság után évtizedekig a jegybank stabilitását komolyabban nem veszélyeztette semmi. Viszont az 1990-es évek közepétől a 2000-es évek elejéig kialakult egy újabb komoly pénzügyi válság. Az USA esetében a 2007 augusztusában kezdődött pénzügyi válság a legkomolyabb krízis a Nagy Depresszió óta. Feltételezhető, hogy a múltbéli gazdasági válságokat átélők közül sokan nem számítottak

arra, hogy újból megtapasztalnak egy ilyen méretű visszaesést. Japán 10 évvel korábban átélte saját válságát, és sok párhuzam fedezhető fel: a buborék kipukkadását követő optimizmus, kulcsfontosságú szakpolitikai intézkedések késlekedése, gazdasági visszaesés, a pénzügyi intézményekkel szembeni ellenérzés, a felügyelő és szabályozó hatóságokkal és a jegybankárokkal szembeni kritika.

A jelenlegi válsággal kapcsolatban két fontos feladatot lehet azonosítani: egyrészt a gazdaság növekedési pályára állítását, másrészt egy olyan rendszer kidolgozását, ami meggátolja a hasonló válságok kialakulását. A pénzügyi válságra adandó válaszokhoz azonban szükséges megérteni az üzleti stratégiák és a politikai intézkedések mögött meghúzódó filozófiát, gondolkodásmódot.

TÚLZOTT MAGABIZTOSÁG

Miért alakulnak ki pénzügyi buborékok és válságok? Erre az összetett kérdésre sok válasz adható, a túlzott kockázatvállalástól kezdve, a tőkeáttételen keresztül, egészen a hiányos felügyeletig. Ahhoz azonban, hogy a jelenséget megértsük, a folyamatot teljes egészében kell szemlélni. A siker önbizalmat szül, ami könnyen átfordulhat túlzott magabiztosságba, elbizakodottságba, sőt arroganciába. A buborék kidurranása aztán

Masaaki Shirakawa az Aoyama Gakuin Egyetem professzora, a Bank of Japan korábbi elnöke, a Nemzetközi Fizetések Bankjának korábbi alelnöke, a Group of 30 tagja. A cikk a szerzőnek az Economic Club of New York 2010. április 22-i rendezvényén tartott előadására épül.

bizalomhiányhoz, majd pedig a leomlott rendszer újjáépítéséhez vezet és a ciklus ismét kezdetét veszi.

Az 1980-as évek második felében Japán gazdasági teljesítménye kiemelkedett a többi ország közül. Amíg a G7 országok gazdasága évente átlagosan 3,4 százalékkal nőtt, az infláció pedig 3,9 százalék körül alakult, addig Japánt ugyanebben az időszakban éves átlagban 5,1 százalékos gazdasági növekedés valamint 1,1 százalékos infláció jellemezte. Mindez hozzájárult ahhoz, hogy a japánok ebben a kényelmes környezetben túlzottan magabiztossá váljanak. A kialakult „irracionális bika hangulat” csapdába ejtette a társadalom nagy részét. Általánossá vált a nézet, hogy az ingatlanárak soha nem fognak csökkeni. Azonban már voltak ekkor is figyelmeztető jelek. Minden jel arra mutatott, hogy a központi banknak be kellene avatkoznia, az inflációs ráta alacsony szintjére alapozva azonban elvetették a szigorításokat. A helyzet az 1990-es évekre alapvetően megváltozott, ekkor pukkadt ki ugyanis a buborék. A gazdasági növekedés átlagos üteme a korábbi éves 5,1 százalékról 1,5 százalékra mérséklődött, ezzel pedig egy általános pesszimista hangulat vette kezdetét, ami „irracionális medve hangulatnak” is nevezhető. A japán gazdasági növekedés lelassulásának és a gyenge teljesítménynek nagyon összetett okai vannak, de az ingatlanárak csökkenése különösen jelentős szerepet játszott. A buborék kipukkadása azonban hosszú távon hozzájárult a japán gazdaság egészségesebbé tételéhez.

A „bizalmi ciklusok” elmélete nemcsak a japán példa esetében állja meg a helyét, hanem az Egyesült Államok gazdaságára is igazolható. Az 1960-as évek közepén az USA gazdasági teljesítménye romlani kezdett, az 1970-es évek vége és

az 1980-as évek eleje közötti pedig a legrosszabb periódusnak számított. Az infláció magas volt, a gazdasági növekedés pedig lelassult. *Paul Volcker* FED-elnöknek a Reagan-kormány alatt tett intézkedései azonban a 1990-es évek második felére végre meghozták a várt eredményt. A gazdasági növekedés felgyorsult, a századforduló tájékán az IT buborék kidurranása miatt egy átmeneti időszakra megállt, majd a növekedés ismét megindult.

Ebben a környezetben kialakult egy nagyon optimista bika hangulat. Vita alakult ki akörül, hogy az ingatlanárak növekedése egy esetleges buborék keletkezéséhez vezethet-e a későbbiekben. A döntéshozók és a szakemberek azon az állásponton voltak, hogy nem alakulhat ki az egész országra kiterjedő ingatlanár-csökkenés. Ezen túlmenően általános vélekedés volt, hogy amennyiben ez a buborék kipukkadna, agresszív monetáris könnyítéssel kezelhető volna a probléma. Az amerikai és az európai bankok kockázatkezelő módszerei akkortájt sokkal kifinomultabbak voltak a Japánban használtaknál. Végül a túlzott optimizmus hibásnak bizonyult. Mind a japán, mind pedig az amerikai eset jól példázza, hogy milyen káros lehet a túlzott magabiztosság.

FÉKEK ÉS ELLENSÚLYOK

A „bizalmi ciklusok” elméletére alapozva érthetővé válik az USA és Japán példája alapján a kialakult és kipukkadott buborékok folyamata, azonban ezek az esetek korántsem csak e két ország gazdaságára korlátozódnak: az 1980-as években kipukkadott az északi országokban is egy hasonló buborék, Ázsiában pedig az 1990-es években volt egy komoly valutaválság.

Az emberi természetből fakadó túlzott magabiztosság miatt alakították ki a fékek és ellensúlyok rendszerét. A magánszektorban számtalan olyan eszköze van, ami ezt hivatott biztosítani. Ilyenek például a pénzügyi intézmények által kialakított belső kockázatkezelési szabályok. A központi bankok és a pénzügyi szabályozó szervezetek is a rendszeren belüli fék szerepét látják el. Ezekben a krízishelyzetekben azonban mind a magán-, mind pedig az állami szektor eszközei elbuktak. A központi bankok és a szabályozó és felügyelő szervek kudarcának oka alapos vizsgálatot indokol.

A MONETÁRIS POLITIKA VISELKEDÉSE

Mindig heves vita övezi a monetáris politika és a válságok kialakulása közti kapcsolatot. Egy dolog biztos, a túlzott magabiztosság egy kardinális tényező minden buborék esetében. Ebben az esetben a buborékok nem csak abból a gondolkodásmódból alakulnak ki, hogy az emberek folyamatosan alacsony inflációs rátára számítanak. Az igazság másik része, hogy a buborékok nem valósulnak meg anélkül, hogy az emberek számítanak az infláció alacsony szinten maradására.

Arra, hogy a jegybankárok ilyen alacsony szinten tartották az inflációt, három lehetséges magyarázat létezik.

Először, a gazdaság kiegyensúlyozatlansága nem mutatkozott meg az áruk és szolgáltatások árának növekedésében. Az árstabilitás elérését a központi bankok által nyújtott garanciával sikerült elérni, ami viszont a közbizalmat növelte. Ebből kifolyólag a gazdasági szereplők hozzászórtak az alacsony szinten rögzített inflációhoz, mintegy előre adott paraméternek tekintve ezt. Végeredményként pedig a gazdaságban a

kiegyensúlyozatlanság nem az áruk és szolgáltatások áremelkedésében, hanem más formákban, például az ingatlanárak és a hitelkitettség növekedésében nyilvánult meg.

Másodszor, a központi bankárok is emberek, akiket befolyásolnak politikai, gazdasági és szociális tényezők, ebből kifolyólag pedig nehezzé vált számukra egy nem inflációközpontú monetáris politika megvalósítása. A gondolatmenet, hogy az alacsony infláció elengedhetetlen a növekedéshez és a központi bank függetlensége szükséges az árstabilitáshoz, az 1990-es években alakult ki. Ekkortájt úgy gondolták, hogy a függetlenség szavatolja az elszámoltathatóságot. Ehhez az elszámoltathatósághoz szükség volt egy egyszerűen meghatározható, könnyen mérhető teljesítménytényezőre. Ezt a szerepet az inflációs célkövetés töltötte be, ennek alapján mérték a sikerességet. Az inflációs célkövetés rendszerében az aktuális és a kalkulált infláció közti eltérés állt a viták központjában. Ebben a környezetben nehéz volt olyan kiigazításokat végrehajtani, ami az árindexeken kívüli területeket érintette. A közgazdászok a kibocsátási rés és az infláció közti kapcsolattal foglalkoztak, a pénzügyi szektorban lévő kiegyensúlyozatlanságokat már csak korlátozottan vették figyelembe. Azok a folyamatok és tényezők, amelyek nem követhetőek pontosan az áruk és szolgáltatások áraiban, könnyen észrevétlenül maradhattak.

Végül pedig meg kell említeni a defláció veszélyeiről alkotott erősen negatív képet, ami nem bizonyult teljesen helytállónak. Japán példáján keresztül látszik, hogy az úgynevezett „elvesztett évtized” kialakulásában fontos szerepet tulajdonítottak az áruk és szolgáltatások tartós árcsökkenésének. Az igazi ok azonban a nagyvárosokban található

ingatlanok árának nagymértékű zuhanása volt. Ezzel szemben a fogyasztói árindex esése csupán 3 százalékpont volt 1997-től 2004-ig. A japán gazdaság helyzetét félreértették. Ennek ellenére, a deflációtól való félelem komoly tényező volt sok országban. Visszatekintve látszik, hogy amíg a defláció kockázatait szem előtt tartották, a források dinamikus elosztásának szerepét nem vették figyelembe. Ebben a periódusban vetették el a válság magvait, a hitelkitettség és a tőkeáttétel formájában.

PÉNZÜGYI SZABÁLYOZÓK ÉS FELÜGYELŐK

A 2000-es évek közepe óta a pénzügyi felügyelő szervezetek és a központi bankok jelentéseikben felhívták a figyelmet a pénzügyi stabilitást veszélyeztető „túlzásokra”. Ezen túlmenően azonban túl kevés „gyógyító” intézkedést hoztak. Megelőző intézkedéseket azonban több okból is nehéz tenni.

Először, a magánszektor önszabályozó és fegyelmező mechanizmusait túlértékelték. A kedvező makrogazdasági adatok kifejtették hatásukat, ami túlzott magabiztossághoz vezetett. *Adam Smith* kiemelte a szabad verseny előnyeit, óva intett azonban attól, hogy a piaci erők szabadon irányítsák a gazdasági folyamatok összességét. Megjegyezte, hogy amennyiben a kamatlábak túl magasak, a pénz nagyrésze a józan emberektől távol, a túlzottan költekezőkhöz vándorol, kölcsön formájában. *Smith* gondolatmenete további vizsgálatot érdemelne.

Másodszor, a hatóságok óvakodnak attól, hogy a felügyelői hatáskörüket önkényesen felhasználják. A szabályozás elengedhetetlen a pénzügyi stabilitás megőrzéséhez, azonban nincs olyan

előre kialakított szabályozó rendszer, amelyet minden jövőbeli helyzetre alkalmazni lehetne. Ennél fogva az egyes pénzügyi intézmények egyedi kockázataihoz alkalmazkodni képes felügyelőrendszer kialakítása elengedhetetlen. Ezzel együtt nőtt a nyomás a szigorú és gyors elszámoltathatóság fokozására, ezért a felügyelő szervek még óvatosabbá váltak.

Harmadszor pedig a központi bankok és a felügyelő ügynökségek körében nem terjedt el a gyakorlat, hogy a pénzügyi rendszeren belüli kockázatokat egyben értékeljék. A hagyományos filozófia szellemében az egyedülálló pénzügyi intézmények egészséges működése szavatolja a pénzügyi rendszer egészének stabilitását. A válság viszont megmutatta, hogy a kölcsönhatások a pénzügyi intézmények és a pénzügyi rendszer között is nagyon fontos szerepet játszanak. Ebben az értelemben a teljes pénzügyi rendszer kockázatainak összesítése és azok kezelése elengedhetetlené vált. Ilyen makroprudenciális távlati szemlélet még kifejtetlen volt akkoriban.

A POLITIKA MÖGÖTTI FILOZÓFIA ÚJRAGONDOLÁSA

A monetáris politika és a felügyeleti politika miért nem járhatott sikerrel a fékek elhelyezésében? A döntéshozók emberi mivoltából kifolyólag számtalan dolog tudja befolyásolni elhatározásait. Talán itt az ideje annak, hogy újragondoljuk a monetáris politika és a pénzügyi szabályozás mögötti filozófiát. Ennek kapcsán három megkerülhetetlen pont van.

Első a központi bank *politikai objektivitása*. A monetáris politika célját általában az árstabilitás megőrzésében definiálják. Fény derült azonban arra, hogy a

központi bankok feladata és az árstabilitás nem fedik le teljesen egymást. Akkor is érhetik hatalmas kilengések a gazdaságot, amikor az árak stabilak. A központi bankoktól elvárják, hogy biztosítsanak egy olyan stabil pénzügyi környezetet, ami megalapozza a fenntartható fejlődést. Az árak stabilitása egy igen fontos része ennek, ugyanakkor fontos, hogy a központi bankok feladata nem korlátozódik csupán erre a területre. Amikor pedig egyedül az árstabilitás megőrzésére fókuszál egy központi bank, a legfontosabb feladatát, vagyis a *fenntartható gazdasági fejlődést* elhanyagolja.

Másodszor, fontos a pénzügyi környezet *stabilitásának hatékony mérése*. A központi bankoknak oda kell figyelniük a pénzügyi mutatók széles skálájára. Nincs egy olyan mutató, ami önmagában képes a közgazdasági és pénzügyi állapotokat mutatni. Ez igaz az árváltozások területén is. Az áruk és szolgáltatások árváltozását követni a mai technológiai fejlettség mellett is nehéz feladat. Ebből kifolyólag folytatni kell a mutatók széles körű vizsgálatát, bármennyire nehéz feladat is.

Harmadszor pedig, hangsúlyozandó az egészséges mértékű *mérlegelési jogkör* fontossága. A magánszektornak szüksége van megfelelő mértékű mérlegelési jogkörre mind a monetáris politika, mind pedig a pénzügyi felügyelet terén. Az elmúlt években az inga lényegesen kibillent az átláthatóság felé. A központi bankok feladata a gazdasági helyzet és a pénzügyi piacok stabilitásának megőrzése, amit a szabad piac önmagában nem tudna biztosítani. Ha a döntéshozók cselekedetei gépies szabályokon alapulnának, amelyeket a piaci résztvevők beépítenek viselkedésükbe, akkor ez a gazdasági és piaci instabilitás

forrása lenne. Itt az ideje annak, hogy az inga visszabilenjen legalább abban az értelemben, hogy a mérlegelési jogkör több teret kapjon.

ZÁRÓ MEGJEGYZÉSEK

Az említett pontok mind visszanyúlnak a központi bankok alapjaiig. Ez azonban nem a régi központi bankokhoz való visszatérést jelenti. A központi bank alapfeladata, hogy stabil pénzügyi környezetet teremtsen, ami lehetővé teszi a fenntartható gazdasági növekedést. Ez változatlan maradt, viszont a gazdaság és a pénzügyi piacok is folyamatosan fejlődnek. A második világháborútól egészen a közelmúltig a stabil pénzügyi környezet egyet jelentett az árstabilitással. Hozzászoktunk ahhoz, hogy a kereskedelmi bankok egészséges működése megtestesíti a pénzügyi stabilitást. A mostani válság tapasztalataiból kiindulva azonban észre kell venni, hogy az ilyen értelmezés már idejétmúlt.

Amikor a kereskedelmi bankok sike-
resnek, új problémák jelenhetnek meg az állami szektorban. Ezen az alapon, amikor a központi bankok nehézségekkel küzdenek, a probléma megoldása már lehet, hogy elkezdődött az állami szektoron belül. A kockázatok új formában öltenek testet. Az említett okokból kifolyólag a központi bankoknak folyamatosan meg kell újulniuk, mindig tanulniuk kell. Mint az állami szervezeteknél, a központi bankoknál is a legnagyobb kockázat a túlzott magabiztosság. Alázatosnak kell lenni, hisz rengeteg kihívás vár még a világgazdaságra.

**AZ ÖSSZEFOGLALÓT KÉSZÍTETTE:
PESUTH TAMÁS ÉS VARGA TAMÁS BENEDEGÜZ**