

E.3. Hogyan vált az állampapír-vásárlás a nyugati jegybankok egyik legfőbb eszközévé?

A 2008-as pénzügyi válság óta nagyon radikális és tartósnak bizonyuló változás történt a monetáris politikai közfelfogásban, azaz konkrétan abban, hogy a jegybankok miként viszonyulnak az állam- és vállalati kötvényvásárlásokhoz, a direkt pénzteremtéssel járó közvetlen, korábban nem konvencionálisnak minősített monetáris politikai eszközökhöz. Miközben az 1970-es évektől egészen 2008-ig a fejlett, nyugati világban (például az EU-ban és USA-ban) szinte teljesen tiltott volt, lényegében teljes tabunak, kvázi „ördögtől való dolognak” számított az, ha egy jegybank államkötvényeket vásárol, mára ez már nemcsak, hogy nem számít tabunak, hanem ez a gyakorlat teljesen elfogadottá, általánossá vált Amerikában és Európában egyaránt, sőt, egyes jegybankok kifejezetten az államok legfőbb hitelezőivé váltak. Jelen írás azt tekinti át, hogy miért és hogyan következett be ez a radikális monetáris politikai szemléletváltás a világban.

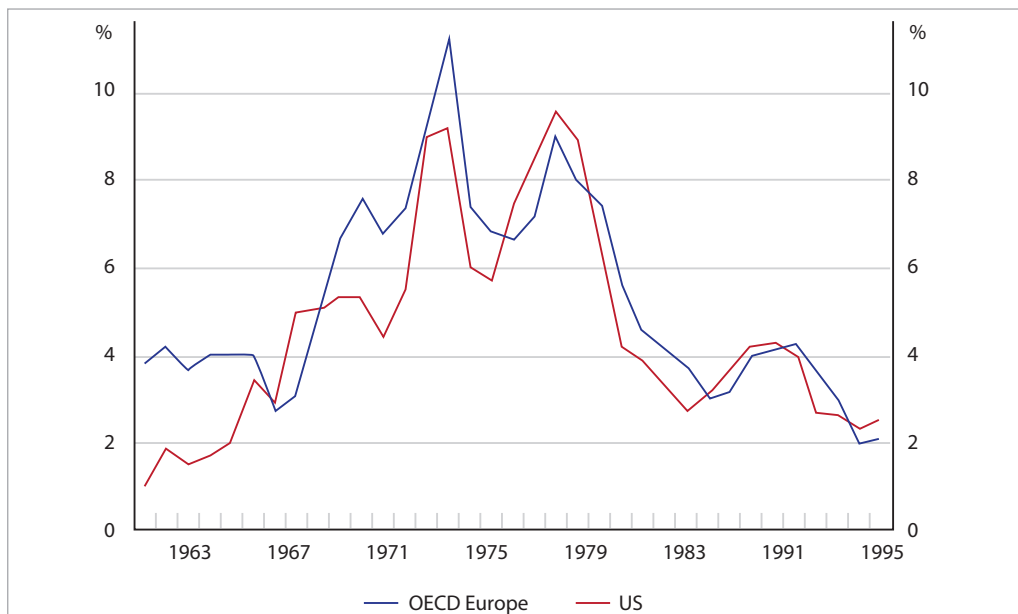
A klasszikus (konvencionális) monetáris politikai nézetrendszer

Az 1970-es években, amikor az inflációs ráták jelentősen megemelkedtek (lásd. E3.1. ábra) és eközben a gazdasági növekedések általános lassulása volt megfigyelhető,¹ a monetáris politikai közgondolkodás legfőbb és általános nézetévé az vált, hogy a jegybankok legfőbb céljának az árstabilitás garantálásának, azaz az inflációs ráták alacsony szinten tartásának kell lennie. Sőt, a nyugat-európai jegybankok (élükön a német Bundesbankkal) egészen addig merészkedtek, hogy a teljes monetáris politikát lényegében kizárólag az infláció elleni küzdelemnek rendelték alá. A szakirodalomban is szinte teljesen elfogadott vált, hogy a magas infláció, mint káros tényező, szinte mindig monetáris eredetű, azaz kizárólag abból származik, hogy a jegybank túl sok pénzt nyomtat, miközben a gazdaság szerkezeti nehézségein, gazdasági lassulásán a pénzteremtés úgysem tud segíteni (legalábbis hosszú távon, több éves távlatban biztosan nem).

A stagflációért (magas infláció gazdasági stagnálás-lassulás mellett) legfőképpen a jegybankokat tették felelőssé. Ezután általánossá vált az a nézet is, hogy radikálisan, azaz még jobban függetlenedniük kell a mindenkori kormányoktól is, hogy a jegybankok jobban elkötelezetté váljanak az inflációs ráták leszorítása érdekében, és visszaszerezzék a hitelességüket. Ekkor épült ki a fejlett világ szinte minden országában egy olyan intézményrendszer, amelyben a jegybankok egyrészt a mindenkori kormányoktól hatalmas intézményi, személyi, pénzügyi és eszközfüggetlenséggel rendelkeznek, másrészt elsődleges céljukká vált az inflációs ráták

¹ A magas inflációs ráta és a gazdasági növekedés általános lassulása (egyszóval: stagfláció) elsősorban a világpiaci olajárrobbanások okán következett be. Miután ugyanis az olaj hordónkénti világpiaci ára 8 év alatt (1972-től 1980-ig) 3,6 dollárról több mint a tízszeresére, 38 dollárra emelkedett, egyrészt jelentősen megnövekedett a világban az infláció, másrészt a magas energiaigényű ágazatok súlyos válságba kerültek. A gazdaságokban szerkezeti átalakulásokra volt szükség, át kellett állni az energiatakarékosabb technológiákra, termelési eljárásokra, ez azonban hosszú éveken keresztül komoly átmeneti nehézségekkel járt, ezért a gazdasági növekedések lassultak.

alacsony szinten tartása. (Mindez a mai napig így van. Például az Európai Központi Bank kvázi kizárólagos célja és az amerikai Fed elsődleges célja, hogy az inflációs rátát 2% körül állítsa be hosszú távon.)



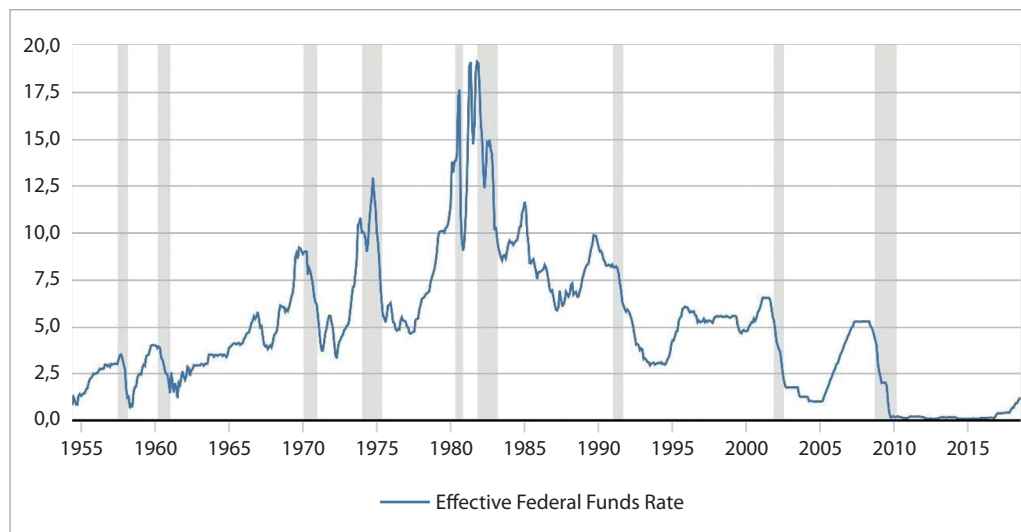
E3.1. ábra: Inflációs ráták alakulása

Forrás: JACKMAN 1998

Megfellebbezhetetlen törvényekbe, alkotmányokba vették, hogy a jegybankok kizárólag akkor segíthetik a kormányzatok gazdasági növekedésre irányuló céljait, hogyha ez eközben egyáltalán nem veszélyezteti a jegybankok elsődleges célját, az árstabilitás garantálását. Ennek okán azt is kimondták (az elméleti közgazdászok és a jegybanki döntéshozók egyaránt), gyakorlatilag megkérdőjelezhetetlen kiindulóponttá vált a monetáris politikai közgondolkodásban az a nézet, hogy a jegybankok semmiképpen nem vásárolhatnak államkötvényt, azaz nem finanszírozhatják az állami költségvetést, és nem vásárolhatnak vállalati kötvényeket sem, azaz magán gazdasági szereplőket sem finanszírozhatnak közvetlenül. Ha ugyanis ezt egy jegybank mégis megtenné, akkor ez egyértelműen annak a jele lenne, hogy a jegybank a politikusok, a kormány megrendeléseit vagy a politikához is kapcsolódó magánlobbik kéréseit teljesíti, amely viszont csak a rövid távú politikai (választási) célokat és nem pedig a hosszabb távú pénzügyi célokat (árstabilitást) szolgálja.

Ezért ezután a jegybankok szinte kizárólag a kamatpolitikát használták a monetáris politikai céljaik elérésére. Ha például a nemzetgazdaságban több pénzre volt szükség, mert jelentkeztek a deflációs és recessziós kockázatok, akkor csökkentették a jegybanki alapkamatot, és ezzel közvetve arra ösztönözték a gazdasági szereplőket, hogy több hitelt vegyenek fel, a kereskedelmi bankokat pedig arra ösztönözték, hogy hitelfolyósítások útján több pénzt teremtsenek. (Az E3.2. ábra az USA jegybankja, a Fed alapkamatának historikus alakulását mutatja.) A gazdaságok növekedéssel párhuzamosan szükséges pótlólagos pénzteremtést tehát ebben az idő-

szakban, évtizedeken keresztül (lényegében egészen 2008-ig) kizárólag a kereskedelemi banki pénzteremtések biztosították.



E3.2. ábra: A Fed effektív kamatlábának alakulása

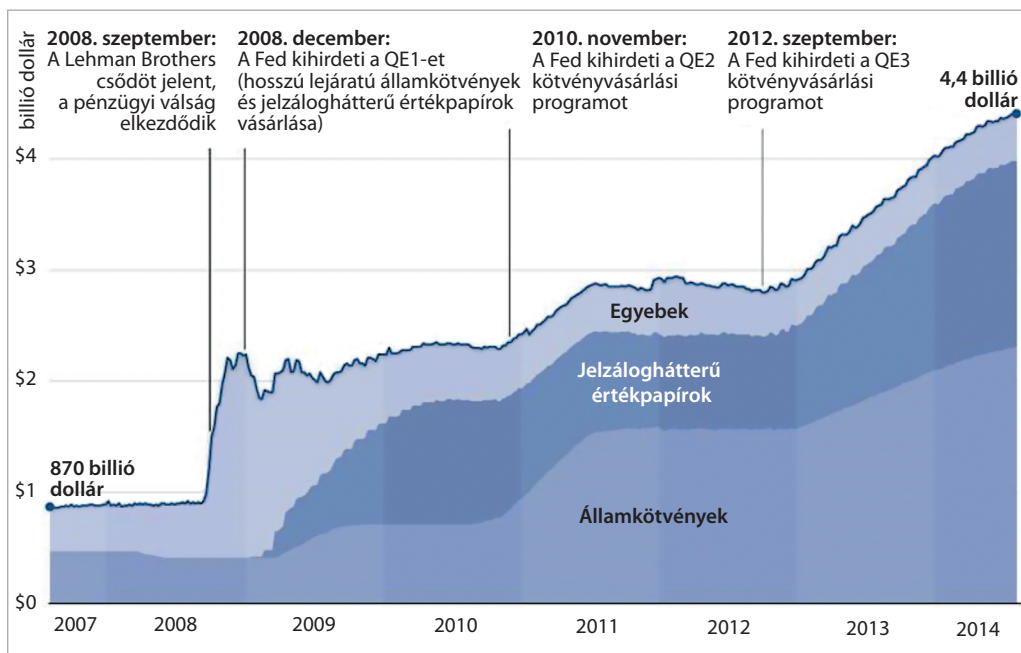
Forrás: Fed [é. n.]

Új monetáris politikai nézet kialakulása, az államkötvény-vásárlások elindulása

Ahogy az E3.2. ábrán is látható, a 2008-as pénzügyi válság idején olyan szituációba került a nyugati világ (nemcsak az USA, hanem az összes fejlett állam Európában és Ázsiában is), hogy a hitelfolyósítás, a szükséges plusz pénzteremtés már annak ellenére sem következett be, hogy a jegybankok szó szerint nullára csökkentették az irányadó kamataikat. Sőt, az eszközáruk (részvényárak, ingatlanárak) radikális csökkenése, a hitelek mögötti fedezetek elértéktelenedése, bankok százainak csődje csak még jobban csökkentette a hitelezési szándékot. A közgazdasági elméletből is tudható, hogy súlyos gond keletkezik akkor, hogyha a kamatlábak már elérik a zero alsó korlátot (*zerolowerbound*), azaz beáll a likviditási csapda, továbbá a válság globális, így nincs mód arra sem, hogy a nemzeti deviza leértékelésével és a külkereskedelmi mérleg többletének felduzzasztásával élénkítsük a növekedést.² Ilyen esetben nincs más megoldás, mint a fiskális és monetáris politikai expanzió együttes alkalmazása, méghozzá oly módon, hogy a költségvetési költségek jelentős növekedését a jegybankok új pénzteremtéssel, azaz államkötvények vásárlásával megfinanszírozzák.

Az Egyesült Államok jegybankja (ellentétben az európai jegybankokkal) gyorsan és rugalmasan reagált a fejleményekre, és ledöntve a több évtizedes tabut, elkezdett a másodpiacon hosszú lejáratú államkötvényeket és bedőlt (azaz rossz gazdasági helyzetben lévő) vállalatok jelzálogkötvényeit vásárolni, és ezzel a hosszú távú kamatokat is leszorítani.

² A makroökonómiai összefüggések, továbbá az USA és az eurózána példájának konkrét bemutatása bővebben megtalálható a következő tanulmányban: KERTÉSZ 2014.

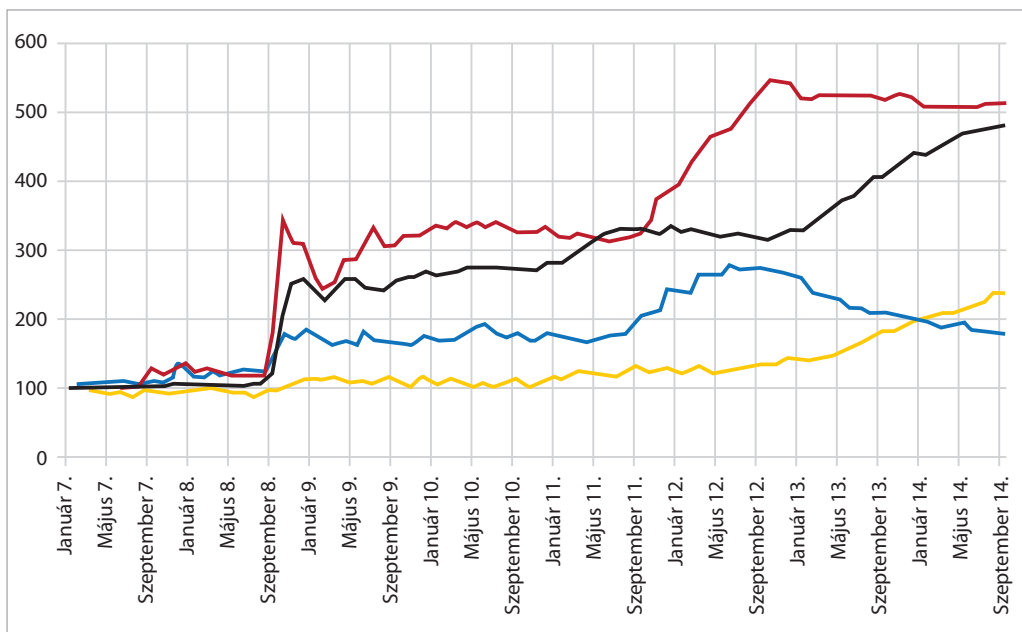


E3.3. ábra: A Fed eszközeinek alakulása

Forrás: Fed 2014

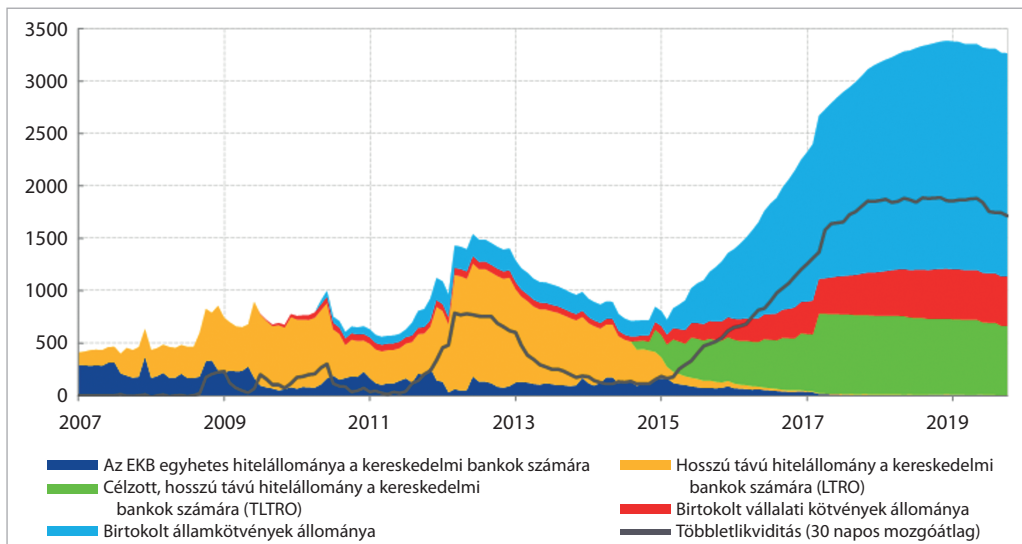
Ahogy az E3.3. ábrán is látható, 2008 novembere és 2014 között az amerikai jegybank három mennyiségi enyhítésnek nevezett programsorozatát, vásárlási sorozatot hajtott végre, amelyek következtében a jegybank mérlegfőösszege megötszöröződött(!), 870 milliárd dollárról 4400 milliárd dollárra növekedett! A változás tehát nagyon radikális, sőt egyedülállóan rendkívüli, történelmi mértékű volt nemcsak a szemléletváltás, hanem a volumen és intenzitás tekintetében is!

Az európai jegybankok azonban közel sem reagáltak ilyen gyorsan, rugalmasan és határozottan. Európában egészen 2014-ig megmaradt az a klasszikus monetáris politikai nézet, hogy a jegybankok nem vásárolhatnak sem államkötvényt, sem vállalati kötvényt. Az E3.4. ábrán látható például, hogy az Európai Központi Bank és a Bank of Japan lényegesen inaktívabb volt ebben az időszakban a monetáris enyhítés tekintetében, mint az amerikai és az angol jegybankok, hiszen miközben az utóbbi jegybankok mérlegfőösszege az ötszörösére, az előbbieké mindössze a kétszeresére növekedett.



E3.4. ábra: A japán, a brit, az euróövezeti, és az amerikai jegybankok mérlegfőösszegének alakulása
Forrás: DEL PONTE 2016

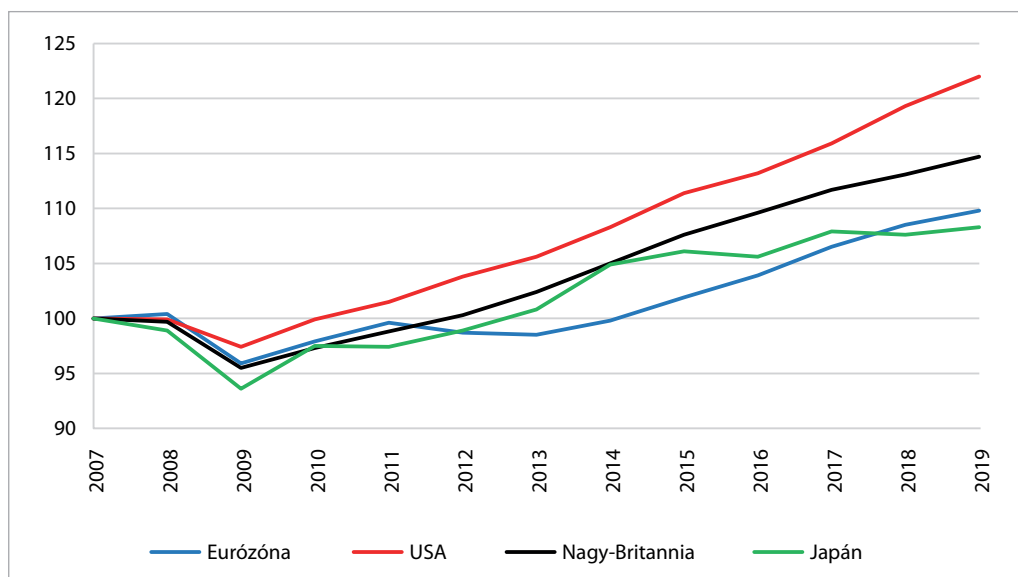
Ahogy az E3.5. ábrán látható, az Európai Központi Bank csak 2015-ben indította el a nagyobb volumenű eszközvásárlási programját, ekkortól kezdett el jelentősebben növekedni az EKB mérlegfőösszege és ekkortól növekedett meg jelentősen az államkötvények mérlegén belüli súlyaránya is.



E3.5. ábra: Az Európai Központi Bank konszolidált mérlegfőösszegének alakulása milliárd euróban
Forrás: CŒURÉ 2019

Milyen eredménnyel jártak a kötvényszerzési programok?

A jegybankok kötvényszerzési programjai, a mennyiségi enyhítések korábban soha nem látott mértékben növelték a pénzmennyiségeket, és az évtized végére az ötszörösére emelkedtek a legnagyobb jegybankok mérlegfőösszegei. Igaz, nem egyidejűleg, hiszen az USA-ban és Nagy-Britanniában az évtized első felében, az eurózónában és Japánban pedig az évtized második felében történt ez meg. Az E3.6. ábrán jól látható, hogy ennek eredménye az lett, hogy azok a gazdaságok, amelyek későn indították meg a monetáris politikai lazítást, jelentősen lemaradtak a fejlődésben.



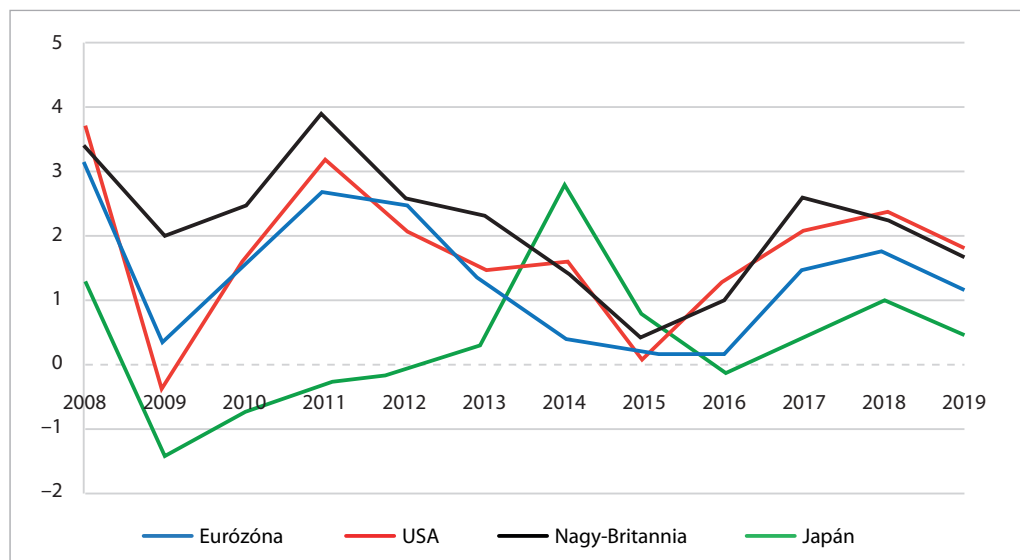
E3.6. ábra: A reál GDP alakulása

Forrás: European Commission 2020 alapján a szerző szerkesztése

Az eurózána és Japán GDP-je a mennyiségi lazítás megindításáig nemcsak stagnált, hanem még visszaesés volt tapasztalható (Japánban 2013-ban, az eurózána pedig 2015-ben indult el a kötvényszerzési program), és az is látható, hogy a nagyvolumenű kötvényszerzési program hatásos is volt, ugyanis a gazdaságok növekedése azonnal elindult. Azonban az is látható, hogy mivel csak késve indították el a kötvényszerzési programot, a korábban kialakult relatív lemaradás konzerválódott, azaz a monetáris politikai élénkítés késedelme tartós veszteséget is okozott a lassan reagáló gazdaságokban (az USA és Nagy-Britannia, valamint az eurózána és Japán között kialakult növekedési olló nem záródott vissza). Annak ellenére, hogy a világgazdasági válság az USA-ból indult, a gyorsan időzített és határozott monetáris politikai enyhítések gyors növekedési pályára állították az USA és Nagy-Britannia gazdaságát.

Az is látható továbbá (E3.7. ábra), hogy a jegybankok mérlegfőösszegének megötszörözése alig gyakorolt hatást az inflációs rátákra, az inflációs ráták mindvégig alacsonyak maradtak, sőt legtöbbször kifejezetten alul is múlták a jegybankok (általában 2%-os) célkitűzéseit. Az is látható, hogy a mennyiségi lazítást (pénzteremtést) előbb elindító gazdaságok (USA, Nagy-Britannia) egyáltalán nem szenvedtek el jelentős inflációs veszteséget, hátrányt, azaz úgy voltak képesek

gyorsabb gazdasági növekedést, tartósnak bizonyuló fejlődési előnyt elérni, hogy eközben nem keletkezett érdemi különbség az inflációs rátákban.



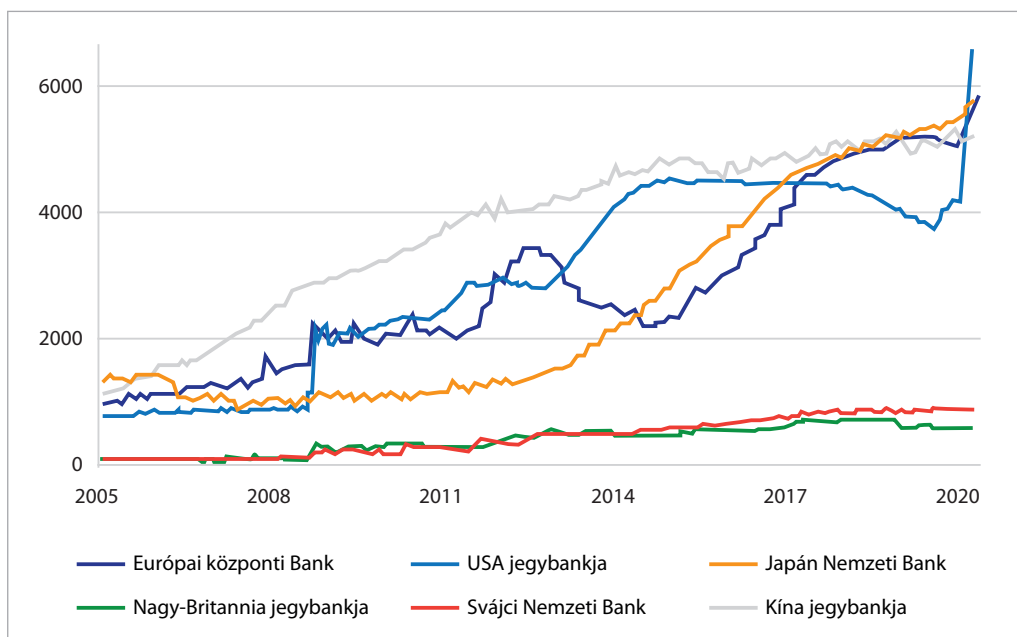
E3.7. ábra: Inflációs ráták (HICP)

Forrás: az Eurostat online adatbázisa alapján a szerző szerkesztése

Levonható a következtetés, hogy az elmúlt évtizedben, azaz a nagy pénzügyi válságot követő időszakban azok a gazdaságok voltak lényegesen sikeresebbek, amelyek gyorsan reagáltak és határozottan, nagy volumenben alkalmazták a korábban nem konvencionálisnak tekintett monetáris politikai eszközöket, a mennyiségi enyhítést, azaz a pénzteremtéssel egybekötött kötvényvásárlást.

Hatékony lesz-e az új monetáris politikai szemlélet a koronavírus-válságban?

A koronavírus-válság kirobbanásakor, 2020 márciusában ismét az amerikai jegybank reagált a leggyorsabban és a leghatározottabban: azonnal nullára csökkentette a jegybanksi alapkamatot és nagy volumenben újraindította a kötvényvásárlási programját, amelynek következtében egy hónap alatt kétezer milliárd dollárral, majd a rákövetkező hónapban pedig további ezer milliárd dollárral megnövelte mérlegét, azaz a forgalomban lévő pénzmennyiséget. Azonban ezúttal a japán jegybank és az Európai Központi Bank is nagyon gyors elköteleződést mutatott arra, hogy újakezdi a kötvényvásárlási programját és a gazdaság feltámasztása érdekében a szükséges mértékben megemeli a forgalomban lévő pénzmennyiséget. Igaz, kisebb volumenben, de Japánban és Európában is viszonylag gyorsan újakezdődött a kötvényvásárlási program.



E3.8. ábra: A Vezető jegybankok mérlegfőösszegének alakulása
Forrás: ZSCHÄPITZ 2020

Nagy kérdés, hogy a pénzmennyiség újabb radikális növelése, amely a legtöbb országban a költségvetési kiadások jelentős növelésével is társult, a koronavírus-válság idején is a kívánt célt fogja-e elérni, ugyanúgy, mint ahogy az előző válság idején. Azaz sikerül-e úgy gyorsan a korábbi szintjére visszaemelni a gazdaságok teljesítményét (V alakú recesszió) és sikerül-e úgy újra további növekedési pályára állítani a gazdaságokat, hogy eközben ne jelentkezzen jelentős inflációs nyomás? E kérdések jelen tanulmány írásakor (2020 nyarán) nagyon sok kormányt, nemzetközi szervezetet, jegybankot és kereskedelmi bankot, gazdaságkutató intézetet, intézményi és magánbefektetőt, illetve gazdasági elemzőt foglalkoztatnak, de egyelőre senki nem tudja a biztos választ.

Ellenőrző kérdések:

1. Gyűjtsön adatokat! A koronavírus-válság kitörése utáni év(ek)ben milyen mértékben emelkedtek a vezető devizák (dollár, euró, jen stb.) forgalomban lévő mennyiségei (M1 és M2 pénzmennyiségek) és a vezető jegybankok mérlegfőösszegei, állampapírvásárlásai?
2. A koronavírus-válság miatti radikális pénzmennyiség-bővülés generált-e inflációs hatásokat? Ha igen, mekkorát, milyen időtávon és leginkább mely országokban? Miért? Ha nem, miért nem?
3. A pénzmennyiség növekedésén kívül milyen reálgazdasági folyamatok, áru- és szolgáltatási piaci kínálati hatások befolyásolták az áralakulási trendeket a koronavírus-válság idején?
4. Ön szerint generál-e a koronavírus-válság tartós szerkezeti változásokat a fogyasztói igényekben, a termelési folyamatokban, a nemzetközi kapcsolatokban és integrációban, az ellátási láncokban és a nemzetközi kereskedelemben? Ha igen, hogyan, milyen idő-

- távon és miként hathat ez ki a pénzügyi folyamatokra, inflációra, adósságállományokra és a jegybankok jövőbeli szerepére?
5. Ön szerint az államkötvény-vásárlás és pénzteremtés hangsúlyú monetáris politika hatékony lehet-e az úgynevezett aszimmetrikus sokkok orvoslására is? Ha igen, hogyan és miért? Ha nem, miért nem? A koronavírus-válság aszimmetrikus sokknak tekinthető-e? Alkalmas-e ennek megoldására a monetáris politikai expanzió? Válaszát indokolja!
 6. Ha és amikor az infláció újra magasabb szintre emelkedik majd (a válság elmúltával) és majd az esetleges inflációs veszélyek miatt monetáris politikai szigorításra lesz szükség, akkor Ön szerint kamatemeléssel vagy inkább a korábban felvásárolt kötvények értékesítésével és a monetáris bázis csökkentésével lesz célszerű a jegybankoknak beavatkoznia? Más szóval: tartósan vagy csak átmenetileg duzzadt fel a jegybankok mérlege?
 7. A kötvényvásárlások és kötvényértékesítések mint expanzív és restriktív monetáris politikai eszközök hatékony és tartós eszközökké válhatnak-e a jövőben akár magasabb inflációs és kamatkörnyezetben is? Vagy pedig ez csak az elmúlt évtizedre volt jellemző, és a jegybankok fő eszköze ismét a kamatpolitika lesz, mint ahogy ez 2008 előtt jellemző volt?

Irodalomjegyzék

- CŒURÉ, Benoît (2019): *A Tale of Two Money Markets: Fragmentation or Concentration*. Online: www.bis.org/review/r191112b.pdf
- European Commission (2020): *Dataset*. Online: <https://data.europa.eu/data/datasets/ecfin-ec-statannex?locale=en>
- Eurostat [é. n.]: *Data browser*. Online: https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/PRC_HICP_AIND/default/table?lang=en
- Fed [é. n.]: *Federal Funds Effective Rate*. Online: <https://fred.stlouisfed.org/series/FF>
- Fed (2014): *Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet: Total Assets of the Federal Reserve*. Online: www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm
- JACKMAN, Richard (1998): *European Unemployment: Why Is It so High and What Should be Done About It?* Online: www.rba.gov.au/publications/confs/1998/jackman.html
- KERTÉSZ Krisztián (2014): Alternatívák a monetáris politika és a Stabilitási és Növekedési Egyezmény megújítására az eurózónában. *Pénzügyi Szemle*, 59(3), 386–402.
- DEL PONTE, Alessandro (2016). *From Bail-Out to Bail-In: Bank Defaults, Sovereign Risk, and the Role of the European Central Bank*. Online: www.researchgate.net/figure/Balance-Sheet-Expansion-relative-to-GDP-2007-2014-of-the-worlds-major-Central-Banks_fig4_304252328
- ZSCHÄPITZ, Holger [@Schuldensuehner](2020): #Fed Takes the Lead Again in Global Central Bank Balance Sheet Expansion. (Chart via Metzler). *Twitter*, 2020. május 4. Online: <https://twitter.com/Schuldensuehner/status/1257209753429819392>