

Monetáris politika

Tóth Gábor

Budapesti Corvinus Egyetem

Makroökonómia

Mit tudunk eddig?

- Felépítettünk egy hosszú távú modellt, és ismerjük a gazdasági növekedés tényezőit, feltételeit.
- Továbbá komplex rövid távú modellel rendelkezünk (IS-MP, AS-AD), amellyel magyarázni tudjuk az üzleti ciklusokat.

Alkalmazzuk a gyakorlatban!

A gazdaságpolitika célja

- Gazdasági teljesítmény stabilizálása
- Infláció alacsony szint körüli stabilizálása
- Monetáris politika (inkább) és fiskális politika (kevésbé)

Munkanélküliség

- Súrlódásos munkanélküliség:
Munkahelyváltáshoz, egymásra találáshoz szükséges idő. Természetes, hogy létezik.
- Strukturális munkanélküliség: Ez már probléma, a munkavállalók képességei és az elérhető álláshelyek kívánalmai közti összhang hiányából ered. Monetáris politika kevésbé tud hatni rá.

Természetes munkanélküliség

- Munkanélküliség természetes rátája (NAIRU): nulla feletti, összhangban van a legmagasabb fenntartható foglalkoztatottsági szinttel, és nem emeli/csökkenti az inflációt.
- Probléma: Mi a természetes? A 20% egyértelműen magas. Na de elég alacsony a 4%? 1960-as években USA-ban inflációt gyorsított...
- A becslések szóródnak, valahol 5-6% közé teszik általában, de a ráta változhat. (Pl. hatékony átképzési program csökkentheti a strukturális munkanélküliséget.)
- Általában a NAIRU elérése egybeesik a gazdaság stabilizálásával, hiszen ha a kibocsátási rés stabilan zárul, akkor közel kerülünk a NAIRU-hoz. Kibocsátási résre viszont már tud hatni a monetáris politika.

Árstabilitás

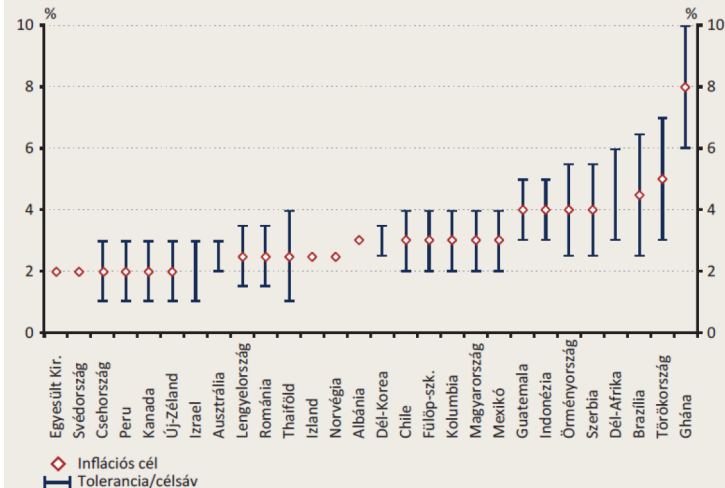
- Magas infláció problémákat okoz: gazdasági növekedés csökken, társadalmi terhek és feszültség, árak követése nehéz, bizonytalanság stb.
- Empirikusan csak a kb. 10%-nál magasabb inflációnál tudták kimutatni annak káros hatását. (Barro (1995): *Inflation and Economic Growth*, NBER Working Paper No. 5326)
- Árstabilitás lett a fókusz: kis és stabil infláció elérése és fenntartása.
- Jó-e a nulla infláció? Deflációs veszélyek! Zéró alsó korlát (Zero Lower Bound, ZLB) problémája a reálkamatnál.

Inflációs célkövetés

- Különböző monetáris politikai keretrendszerek: inflációs célkövetés (IT), árfolyam-célkövetés, monetáris célkövetés, nominális GDP targetálás stb.
- Inflációs célkövetés a gyakorlatban rugalmas, átmenetileg el lehet véteni a célt, ha azzal mérsékelhetők a reálgazdasági kilengések és pénzügyi ciklusok.
- Rövid távon a monetáris politika magasabb (meglepetés) inflációval tudja élénkíteni a gazdaságot, amíg ez be nem épül a várakozásokba.

Inflációs célok az inflációs célkövetők között

3. ábra
Inflációs célok az IT-jegybankok körében, 2015



Monetáris politika mandátumai – Hierarchikus mandátum: ECB

„The primary objective of the European System of Central Banks [...] shall be **to maintain price stability**. Without prejudice to the objective of price stability, the ESCB shall **support the general economic policies in the Union** with a view to contributing to the achievement of the objectives of the Union as laid down in Article 3 of the Treaty on European Union. The ESCB shall act in accordance with the principle of an open market economy with free competition, favouring an efficient allocation of resources, and in compliance with the principles set out in Article 119.” (*Treaty on the Functioning of the European Union, Article 127 (1)*)

Monetáris politika mandátumai – Hierarchikus mandátum: MNB

„Az MNB **elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása**. Az MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a **pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának** fenntartását, ellenállóképességének növelését, a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását és a rendelkezésére álló eszközökkel a **Kormány gazdaság-, valamint a környezeti fenntarthatósággal kapcsolatos politikáját**. ”

Monetáris politika mandátumai – Duális mandátum: Fed

„The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of **maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.**” (*Federal Reserve Act*)

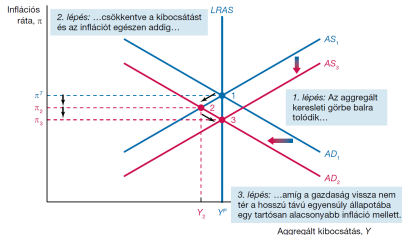
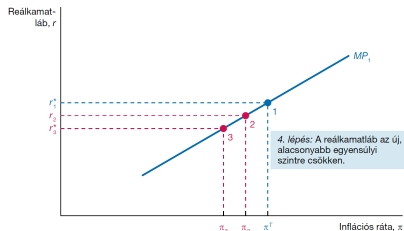
Egyensúlyi reálkamatláb

- Hosszú távon, potenciális szinten termelő gazdaság, árstabilitásnak megfelelő infláció – az ehhez társuló reálkamat az egyensúlyi reálkamatláb.
- Gyakorlatban: kamatdöntés előtti szimulációval vizsgálva, hogy a különböző kamatdöntések hogy hatnak hosszú távon. Amelyik zárja a kibocsátási rést, az lesz az egyensúlyi reálkamat.

Hogy reagálhat a gazdaságpolitika a különböző sokkokra?

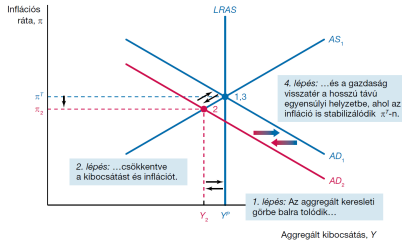
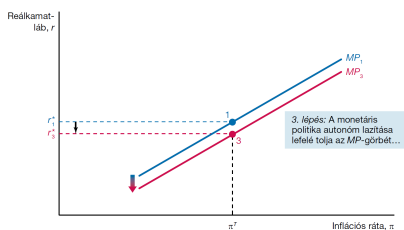
AD sokk – Monetáris politika nem reagál

Kibocsátás csökken (!!), majd egy idő után visszaáll az egyensúly alacsonyabb inflációval - ami nem feltétlen egyezik az inflációs céllal.



AD sokk – Monetáris politika Y -t stabilizál

Vegyük észre, hogy a kamatláb (r_3^*) ugyanaz lesz, mintha nem reagált volna a jegybank – a monetáris politikának hosszú távon nincs hatása az egyensúlyi reálkamatra.

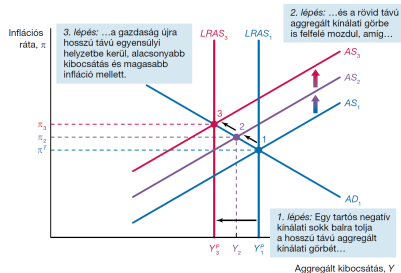
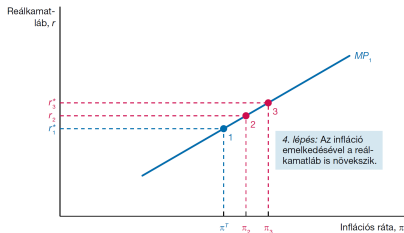


Divine coincidence – Szerencsés egybeesés

- Aggregált keresleti sokk esetén nincs átváltás az árstabilitási cél és a gazdasági teljesítmény stabilizálásának célja között.
- Ha az inflációt stabilizálja a monetáris politika, ugyanazt kell csinálnia, mintha a kibocsátást stabilizálná, tehát nincs konfliktus a két cél között.
- "*Divine coincidence*" – véletlen/szerencsés/isteni egybeesés.

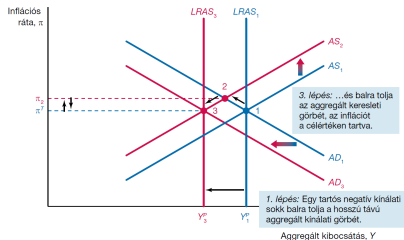
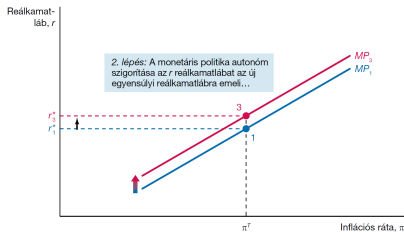
Tartós AS sokk – nincs reakció

LRAS sokkja hat AS-re is, felfelé tolva azt.

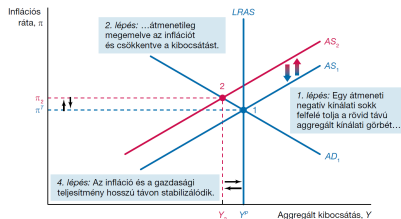
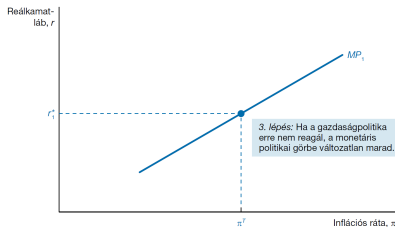


Tartós AS sokk – monetáris politika π -t stabilizál

Ismét divine coincidence – infláció stabilizálásával zárja a kibocsátási rést is.

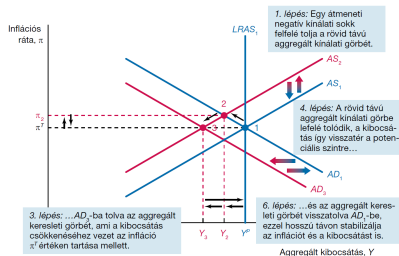
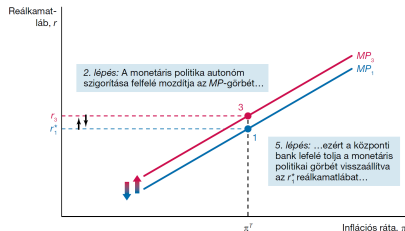


Átmeneti AS sokk – nincs reakció



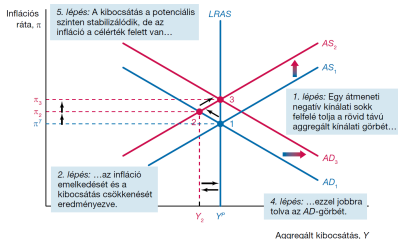
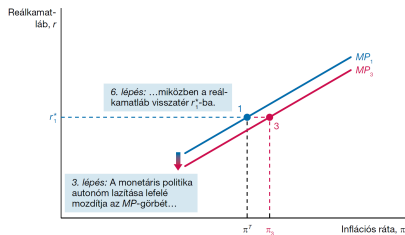
Átmeneti AS sokk – monetáris politika π -t stabilizál

Monetáris politika szigorít, így AD csökkentésével inflációt célon tartja, cserébe kibocsátás csökken. Közben sokk kimegy, ezért monetáris politika lazít, emelve a kibocsátást. Nincs divine coincidence.



Átmeneti AS sokk – monetáris politika Y -t stabilizál

Monetáris politika lazít, így AD emelésével kibocsátási rést zárja, cserébe infláció nő. Nincs divine coincidence.



Összefoglalva

- **Divine coincidence:** Aggregált keresleti vagy tartós aggregált kínálati sokk esetén az infláció stabilizálásra a gazdasági teljesítményt is stabilizálja rövid távon.
- Átmeneti kínálati sokk esetén a központi banknak döntenie kell, hogy rövid távon inflációt vagy kibocsátást stabilizál.

Aktív vagy nem aktív gazdaságpolitika?

- Vita tárgya, hitkérdés (önkorrekció (klasszikusok) vs. aktív beavatkozás (keynesiánusok))
- **Adatkésés** (GDP-ről több hónapos késéssel szerzünk információt.)
- **Felismerési késedelem** (NBER 6 hónappal azután jelenti be a recessziót, hogy megállapították a kezdetét.)
- **Jogalkotási késedelem** (Monetáris politikánál nem jellemző.)
- **Végrehajtási késedelem** (Monetáris politikára kevésbé jellemző)
- **Hatáskésés** (Monetáris politikában is van: transzmissziós mechanizmus.)

Aktív vagy nem aktív gazdaságpolitika?

- 2009. január, Obama hivatalba lépése.
- Aktivitást támogatók szerint a Fed bár agresszív volt, a kormánynak többet kéne tennie. A monetáris politika már nem elég (nulla közelében volt az alapkamat).
- Aktivitást ellenzők: a költségvetési politika a végrehajtási késedelem miatt túl későn hat, kilengést okozhat.
- Obama-kormányzat a beavatkozást támogatta: 787 milliárd dolláros csomagot fogadott el, utólag is heves viták övezik, hatásos volt-e.

Taylor-szabály

- Nem összetévesztendő a Taylor-elvvel (lásd MP görbe)!
- Szabály: milyen reálkamat kell adott infláció mellett, figyelembe véve a kibocsátási szintet is. Teljes leírás a monetáris politikára, nincs döntési lehetőség, determinált kimenet.
- Elv: csak az infláció függvényében adja meg a reálkamatot. Részleges leírás a monetáris politikára, van mozgástér, realisztikusabb.

Taylor-szabály

- Monetáris politikai ajánlás, optimális kamat meghatározása az inflációs rés és kibocsátási rés függvényében. (Rések százalékban kifejezve.) Példa:

$$r = r_h + \frac{1}{2}(\pi - \pi^T) + \frac{1}{2}(Y - Y_n)$$

- Nominális alapkamatra megfogalmazva:

$$\text{Jegybanki alapkamat} = \pi + r_h + \frac{1}{2}(\pi - \pi^T) + \frac{1}{2}(Y - Y_n)$$

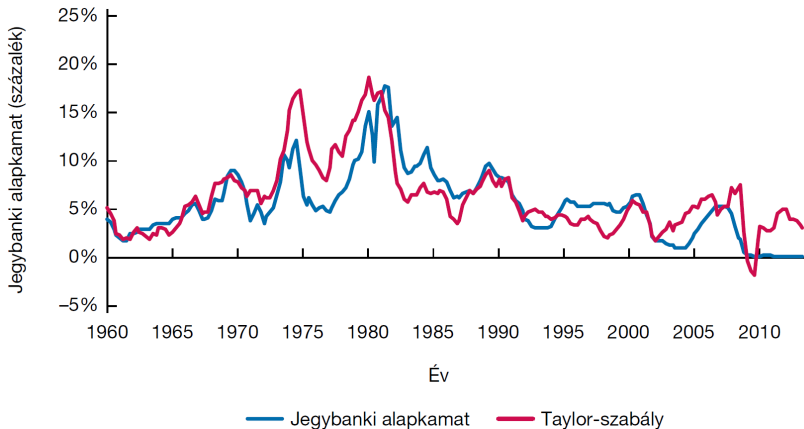
- Példa: inflációs cél 2%, jelenlegi infláció 3%, kibocsátási rés 1%, reálkamat historikus átlaga 2%. Taylor-szabály szerinti alapkamat tehát 6%.
- Intuíció: infláció növekedése esetén szigorítás. Ugyanez pozitív keresleti sokk esetén.

Taylor-szabály és MP görbe

- Ha nő az infláció, kamatot kell emelni – MP görbe is ezt mondja.
- Aggregált keresleti sokk esetén infláció stabilizálása érdekében MP görbét el kell mozgatni.
- Ha a jegybank csak az inflációval törődik is, akkor is pozitív kapcsolat van a kibocsátási rés és az alapkamat között.
- Taylor-szabály pont ugyanezt mondja.

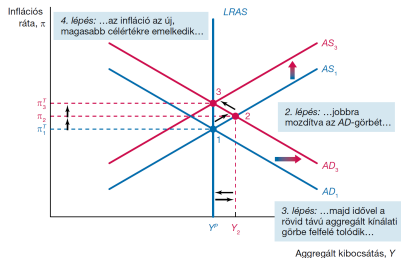
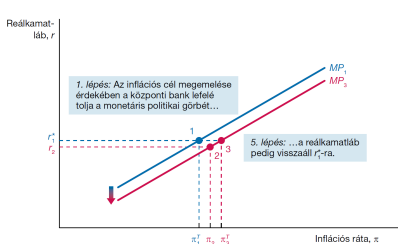
Taylor-szabály a Fed-nél

Teljesen automatikus nem lehet, hiszen sokszor több faktorra kell figyelni, mint az inflációs és kibocsátási rés. Ennek ellenére jó orientáló eszköz.



Infláció: mindig és mindenhol monetáris jelenség

- Milton Friedman: hosszú távon az infláció mindig és mindenhol monetáris jelenség.
- AD-AS modell is ezt mondja: monetáris politika hosszú távon bármekkora inflációt meg tud célozni azért, hogy eltolja az MP görbét.
- Példa: inflációs cél emelése lazítás által.



Tanulság

- A jegybank hosszú távon bármekkora inflációs rátát megcélozhat autonóm monetáris politikai lépések segítségével.
- Bár a monetáris politika hosszú távon képes az infláció szabályozására, nem tudja meghatározni az egyensúlyi reálkamatlábát.
- A potenciális kibocsátás – és így az aggregált kibocsátás hosszú távon előálló szintje – független a monetáris politikától.

Miért is van infláció?

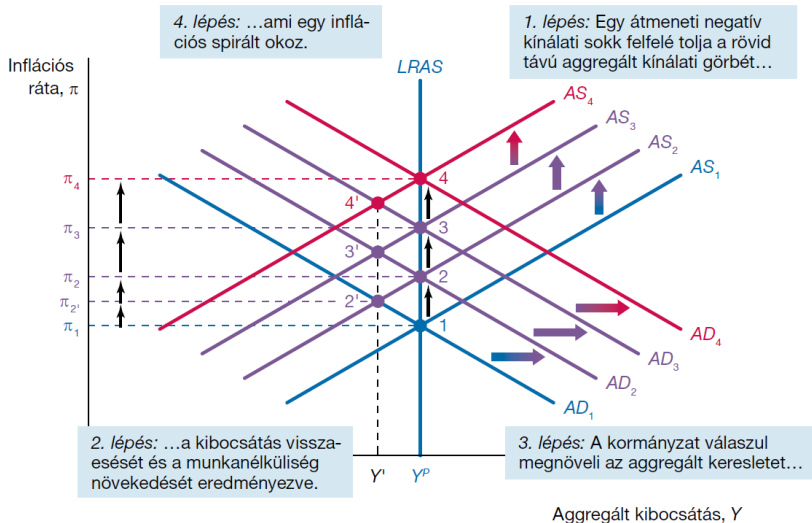
Foglalkoztattság növelése

- Költségoldali infláció: átmeneti negatív kínálati sokk következménye, vagy a munkavállalók a termelékenység növekedése által indokoltnál nagyobb béremelést harcoltak ki.
- Keresletoldali infláció: aggregált kereslet növelését célzó gazdaságpolitikai lépések következménye.

Költségoldali infláció

- Béremelést harcolnak ki a munkavállalók – vagy mert a termelékenység növekedését meghaladó emelést akarnak, vagy nagyobb inflációt várnak.
- Költségsokk, átmeneti negatív kínálati sokként jelenik meg. Inflációt emel, AS-t balra/fel tolja.
- Ha a jegybank nem lép közbe AD-t mozgatva, akkor új rövid távú egyensúlyi pont lesz.
- Ha aktivista, AD-t növel, potenciális kibocsátást elérve, de inflációt növelve.
- Munkavállalók bére nőtt, nem lett munkanélküliség se.
- De ha ismétlődik...?

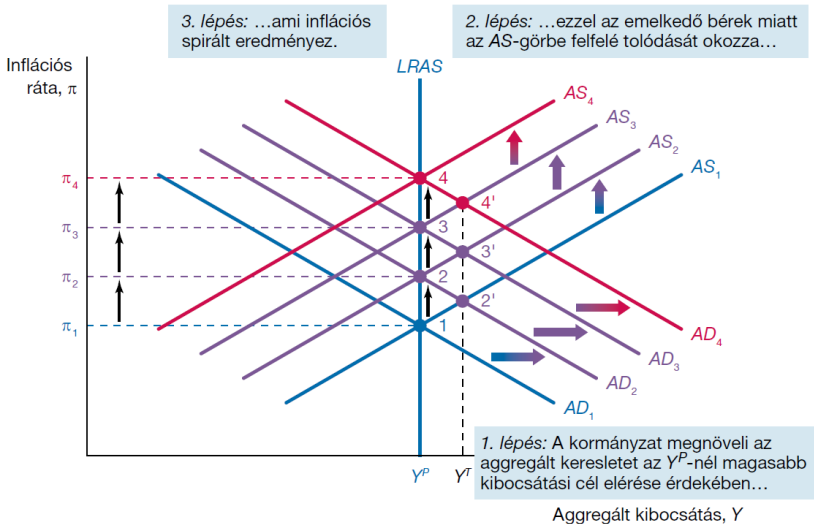
Költségoldali infláció



Keresletoldali infláció

- Mindig van valamekkora munkanélküliség, teljes foglalkoztatottság mellett is.
- De a gazdaságpolitika alulbecsülheti a munkanélküliség természetes rátáját, így túl alacsony munkanélküliségi célt fogalmazhat meg.
- Ilyenkor expanzív politikával pozitív kibocsátási rést idéznek elő.
- Viszont a természetes ráta alatti munkanélküliség a bérek emelkedését idézi elő.
- Aminek hatására visszatérünk a potenciális kibocsátási szintre, eredeti munkanélküliségre, majd kezdődik újra...
- Túl alacsony munkanélküliségi cél (túl magas kibocsátás cél) esetén kettős kudarc: nem éri el a kitűzött célt, és az infláció is magasabb lesz.

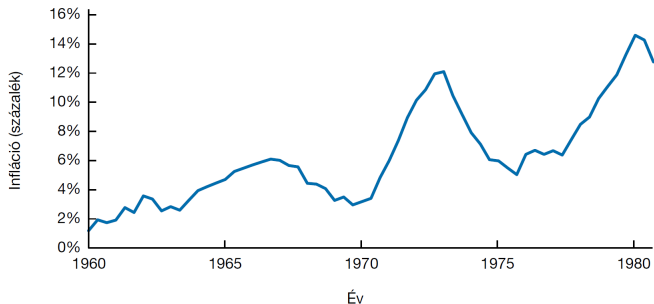
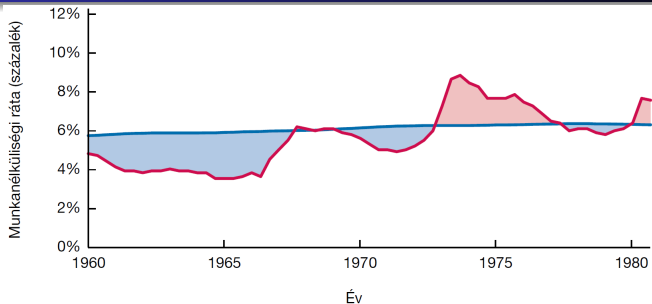
Keresletoldali infláció



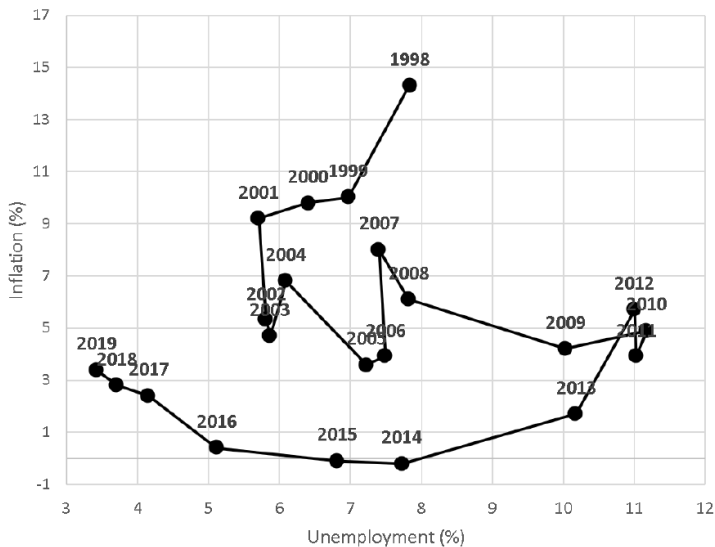
Összefoglalva

- **Költségoldali infláció:** Munkanélküliségi ráta és infláció jellemzően együtt mozog.
- **Keresletoldali infláció:** Munkanélküliségi ráta és infláció jellemzően ellentétesen mozog.

A nagy infláció 1965–1982



Magyarország 1998–2019

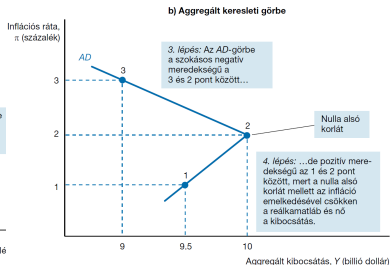
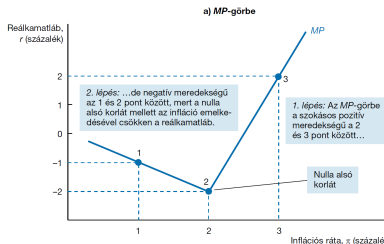


Monetáris politika a nulla alsó korlát mellett

- Eddigi feltevés: jegybank képes csökkenteni a reálkamatot.
- Probléma: alapkamat nominális, így nem mehet nulla alá. Ez a nulla alsó korlát (zero lower bound, ZLB).
- Gyakorlatban azért ha ritkán is, de van rá példa (Japán, Svájc), azonban speciális feltételei vannak, pl. az adott pénznem jövőbeli felértékelődésére vonatkozó várakozások.

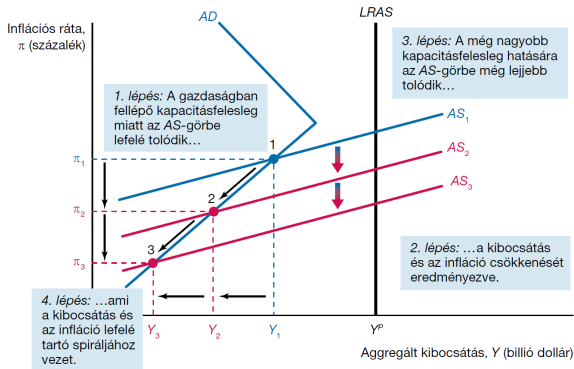
Monetáris politika a nulla alsó korlát mellett

Feltevés: várt infláció szorosan együtt mozog a tényleges inflációval. Indulunk az MP (3) pontból. Infláció 2%-ra csökken, Taylor-elvet követve a reálkamatnak -2%-on kell lennie, ehhez 0% nominális alapkamat kell. Ha tovább csökken az infláció (pl. 1%), a jegybank nem tudja tovább mérsékelni a reálkamatot a ZLB miatt. Ekkor a reálkamat -1%-ra emelkedik. A reálkamatláb emelkedésével a tervezett beruházások csökkenni kezdenek, ezért AD megtörik a ZLB-nél.



Monetáris politika a nulla alsó korlát mellett

A gazdaságot nagy negatív keresleti sokk éri (pl. pénzügyi válság), így a ZLB effektívvé válik. Ekkor AS_1 AD -t a pozitív meredekségű szakaszán metszi, potenciális alatti Y . Kapacitásfelesleg \rightarrow AS lefelé tolódik AS_2 -be, a gazdaság (2)-be kerül és ez ismétlődik. **Nem működik az önkorrektíós mechanizmus, deflációs spirál veszélye áll fenn!** (Intuíció: potenciális alatti GDP és ZLB, csökkenő infláció emeli a reálkamatot, ami tovább csökkenti a GDP-t, ami tovább csökkenti az inflációt stb.)

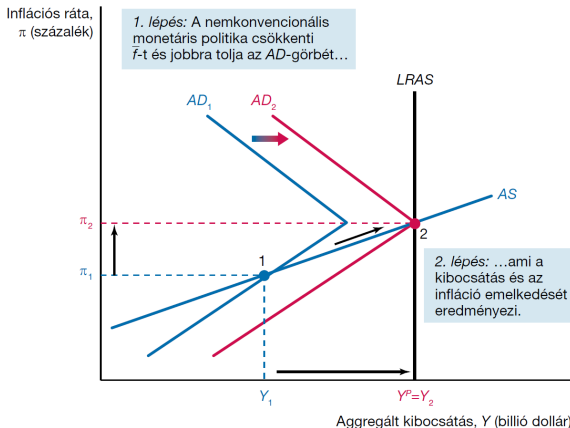


Nemkonvencionális monetáris politika

- ZLB mellett nem működik a hagyományos expanzív monetáris politika. Új megoldások kellenek.
- **Nemkonvencionális eszközök:** likviditásnyújtás, eszközvásárlás és várakozások menedzselése.
- Emlékezzünk, hogy volt a beruházási függvényben egy \bar{f} pénzügyi súrlódás ($r_i = r + \bar{f}$). Erre hatnak ezek az eszközök.

Nemkonvencionális eszközök: Likviditásnyújtás

ZLB gyakori kiváltója a hitelpiacok befagyása, likviditáshiány (lásd 2007-2009): $\bar{r} \uparrow$ miatt AD_1 kialakul. Drasztikusan kéne csökkenteni r -t, ám ZLB miatt nincs tér. Megoldás: jegybank emeli hitelezési aktivitását, likviditást ad a sérült piacoknak, hogy visszatérjenek normál működéshez. Így $\bar{r} \downarrow \rightarrow r_i \downarrow$, kereslet AD_2 lesz.



Aggregált kibocsátás, Y (billió dollár)

Nemkonvencionális eszközök: Eszközvásárlások

- A jegybank a magánszektor eszközeinek vásárlásával mérsékli a hozzájuk kapcsolódó kamatfelárat.
- Magánkibocsátású értékpapírt vásárol, emelkedik annak az ára, csökken a kamatlába, így csökken a kamatfelár, tehát \bar{f} is.
- \bar{f} -ra tekinthetünk úgy, mint a rövid és hosszú távú (beruházás) reálkamat közti különbség. Ha hosszú lejáratú állampapírokat vesz a jegybank, megnöveli azok árát, csökkenti a hosszú lejáratú kamatokat, így \bar{f} csökken.
- Ábra egyezik előzővel.

Nemkonvencionális eszközök: Mennyiségi lazítás

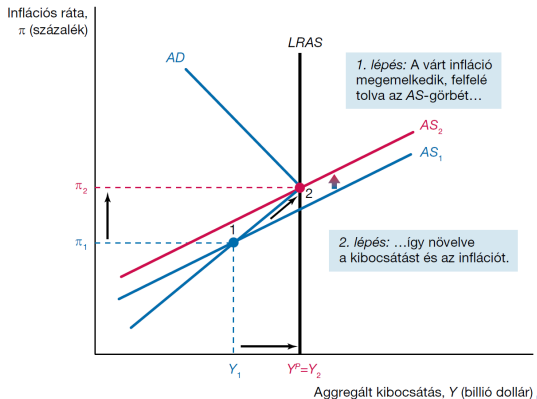
- **Mennyiségi lazítás (Quantitative Easing):**
Eszközvásárlásnál vagy likviditásnyújtásnál a jegybank mérlegfőösszege szükségszerűen emelkedik, ez pedig a gazdaság likviditásának nagymértékű emelkedéséhez vezet. Ez erős élénkítő eszköz lehet, inflációt is okozhat.
- Nem feltétlenül elégséges azonban önmagában (pl. többlettartalékolás). Ha nem képes a beruházások reálkamatlábának csökkentésére, akkor nem hat AD-re. Ha csak rövid papírokat vásárolnak, valószínű nem lesz hatása a kamatfelárra. (Lásd Japán.)
- Cél inkább a mérleg összetételének megváltoztatása volt pl. Fed-nél, Bernanke inkább hitellazításnak nevezte.
- Ábra egyezik korábbival.

Nemkonvencionális eszközök: A várakozások menedzselése

- Ha elköteleződnek a kamat alacsony szinten tartása mellett, azzal a hosszú kamatok és a kamatfelárat is lejjebb lehet húzni.
- Oka, hogy a befektetők vehetnek hosszú papírokat is, vagy folyton megújíthatják a lejáró rövid papírokat, így a kettő hozam együtt mozog.
- Tehát ha a jegybank elköteleződik a tartósan nulla alapkamat mellett, mérsékelheti a jövőbeli rövid kamatokra vonatkozó várakozásokat, csökkentve a hosszú kamatokat. \bar{r} csökken, így r_i csökken.
- Tehát AD jobbra, mint korábban.

Nemkonvencionális eszközök: A várakozások menedzselése

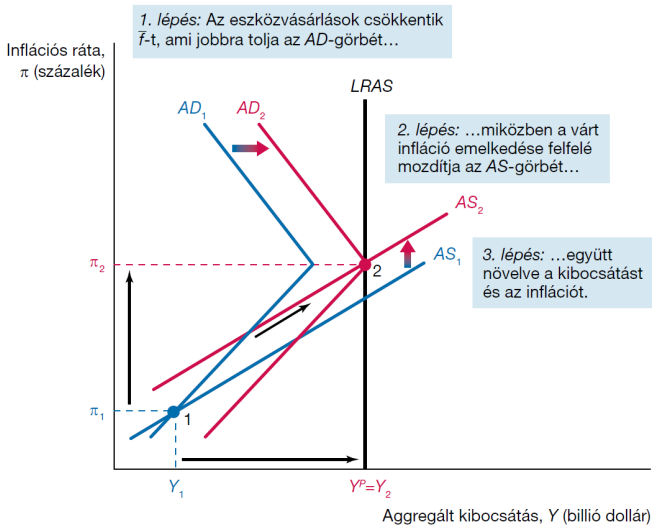
- Másik alternatíva, hogy az inflációs várakozásokat menedzseli, elköteleződik pl. a magasabb infláció mellett. Ez AS-t felfelé tolja.
- Intuíció: várt infláció emelkedése zéró alapkamat mellett csökkenti a reálkamatot, ami növeli a beruházást és kibocsátást.
- Feltétel: Hiteles jegybank, a közvéleménynek el kell hinnie, hogy magasabb infláció lesz.



Abenomics

- Japán, 2012: több mint 10 éve tartó nagyon alacsony növekedés, ZLB, deflációs várakozások.
- 2012. december: Abe Sinzó nyeri a választásokat, bejelenti a gazdaságpolitikai irányváltást (Abenomics), aminek egyik kulcseleme a monetáris politikai paradigmaváltás.
- 2013. március, Kuroda Haruhiko lesz a jegybankelnök, miután az előző lemondott. Bejelentik, hogy az 1 helyett 2%-os inflációs cél mellett köteleződnek el, masszív QE-t indítanak, rövid helyett hosszú papírokat vesznek (magánkibocsátásúakat is, pl. ingatlanbefektetési alapok papírjai).
- Hatás: beruházások reálkamatlába csökken (kamatfelár csökken), inflációs várakozások emelkednek. GDP és infláció növekszik.
- Eredmény felemás: 1% alatti infláció és 0,5-2% közötti GDP növekedés.

Abenomics



Hol tartunk?

Tankönyv 13. fejezet