



NEMZETGAZDASÁGI MINISZTERIUM

TERVEZÉSKOORDINÁCIÓÉRT FELELŐS ÁLLAMTITKÁRSÁG · GAZDASÁGTERVEZÉSI FŐOSZTÁLY

Közgazdasági kitekintő

PÉNZÜGYPOLITIKA

Monetáris politika – a történelem hatása

A világgazdaság két vezető régiójának monetáris politikája a jelenlegi válságos időszakot egészen másként kezeli. Míg a Fed „hiperaktív”, az eseményekre gyorsan és agresszívan reagál, addig az EKB „rendíthetetlennek” tűnik, és élesen elhatárolódik bármely olyan lépéstől, amely az inflációt gyorsíthatná. **Sokak szerint a különböző viselkedés oka a társadalmak eltérő történelmében keresendő.** Az amerikai monetáris stratégia múltjának mindenki tudatába mélyen bevésődött hibája volt, amikor a nagy gazdasági világválság idején a Fed nem lépett fel elég aktívan a gazdaság összeomlásakor. Ezzel szemben az európai monetáris politika meghatározó momentumai az 1920-as évek hiperinflációs időszaka, illetve az 1970-es és 1980-as évek voltak, amikor a jegybankok a nagy költségvetési deficitet finanszírozva hozzájárultak az infláció erősödéséhez.

Mivel a monetáris politika kudarcai élénken bevésődtek a társadalmi tudatba, a jegybankok a régi hibás stratégiaválasztás miatti kudarcok elkerülését szem előtt tartva választanak stratégiát a mostani helyzetben is. Barry Eichengreen, a UCLA egyetem professzora és a cikk írója szerint azonban a fő probléma ezzel, hogy **a döntéshozók sokszor nem vizsgálják meg, hogy az analógiák, amelyek alapján döntenek, valóban megfelelőek-e.** Kérdéses például, hogy a Fednek nem kéne-e inkább az 1924-27-es időszak monetáris politikai hibájának elkerülésére törekednie, amikor az alacsony kamatok részvény- és ingatlanpiaci lufit generáltak. Ugyanígy az EKB-nak is számba kéne vennie az 1920-as évek hiperinflációs időszaka mellett az 1930-as éveket is, amikor a pénzügyi válságra adott nem megfelelő jegybanki válasz a radikalizmus előretöréséhez vezetett.

Barry Eichengreen szerint a Fed jelenleg helyesen jár el, amikor az 1930-as évekkel von párhuzamot, hiszen szerinte az akkori körülmények a mostanihoz nagyon hasonlóak, így helyes arra törekedni, hogy a központi bank ne kövesse el újra az akkori hibáját. **Ugyanakkor az EKB jelenlegi stratégiájával nem ért egyet:** szerinte semmi sem valószínűsíti, hogy az infláció a 20-as években tapasztalhoz hasonlóan elszaladna. A mostani EKB-politika sokkal inkább hasonlít a katasztrofális következményekkel járó, 30-as évekbeli, hibás monetáris politikai stratégiához.

<http://www.project-syndicate.org/commentary/history-and-monetary-policy-in-europe-and-the-us-by-barry-eichengreen>

A Fed jobb munkát végez, mint az EKB

A laza monetáris politika korszaka továbbra is tart, melynek nagy hatása van a pénzügyi piacokra. A japán tőzsdeindex szárnyal, az amerikai benchmarkok újabb történelmi csúcsokra emelkednek. **Az olcsó pénz gazdasági növekedésre gyakorolt hatása gyenge**, bár az USA a fellendülés jeleit mutatja, az európai gazdaságok stagnálnak, illetve csökkennek.

Joggal merülhet fel a kérdés, hogy a jegybankok helyesen cselekednek-e? **A támogatók szerint az olcsó pénz alapvető fontosságú a gazdasági fellendüléshez**, főként akkor, ha a kormányok fiskális szigorot alkalmaznak. A kritikusok úgy vélik, **az alacsony kamatok eszökbuborékokhoz vezetnek, torzítják a pénzügyi piacokat és inflációs kockázattal járnak**.

A cikk szerzője szerint **az olcsó pénz segíthet, de csak akkor, ha megfelelően alkalmazzák és a kormányzatok egyéb dolgokon is változtatnak**. Európa ezen a téren több szempontból is tanulhat Amerikától. Egyrészt, nem véletlen, hogy **a legagresszívabb beavatkozásnak volt a legnagyobb hatása a háztartások és a vállalatok költségeire**, szemben a leginkább félénk jegybank (EKB) beavatkozásai eddig nem jártak a növekedésre nézve pozitív eredménnyel.

Másrészt, nem minden nem-konvencionális politika azonos. **A jegybankoknak oda kell tenniük a pénzt, ahol a probléma van**. Az eurózóna esetében ez a cégek forrásköltségeinek mérséklését jelenti a periféria országokban. Harmadrészt, **a fiskális politika mozgásterének szűkítése csökkentheti a monetáris lazítás pozitív hatását**. Amerika jobban használja az olcsó pénzt, gyorsabban végezte el a bankok újrastrukturálását is, és a gazdasága kevésbé szabályozott. Európában a „félénk” jegybank, a kemény megszorítások és a fontos strukturális reformok elmaradása hátráltatja a növekedés beindulását.

<http://www.economist.com/news/leaders/21575760-federal-reserve-making-better-job-it-european-central-bank-world-cheap>

Látta valaki az EKB-t?

Az Economist honlapján megjelent cikk **az Európai Központi Bank tétlenségét kritizálja**. A szerző megemlíti az elhúzódo recessziót és a magas munkanélküliségi rátákat, illetve az egyre alacsonyabb inflációt. Az Európai Központi Bank feladata az árstabilitás, így – némileg felületesen szólva – nem kell törődni a gyenge kibocsátási és foglalkoztatási eredményekkel. A valóságban persze a rossz termelési és foglalkoztatási eredmények csökkentik az inflációt. Ebben a helyzetben gondolja úgy az EKB, hogy nincs mit tennie.

Ugyanakkor, a 0,75%-os alapkamat jóval a legtöbb jelentős központi bank alapkamata felett van. Ahogy Mario Draghi is megjegyezte, **az alacsony EKB alapkamatnak nem sikerült levinni a hitelkamatlábakat a periféria országaiban**, amelyek jelentősen magasabbak, mint Németországban és Franciaországban. Ez azt eredményezheti, hogy a periféria betétesei máshol fektetnek be, csökkentve ezzel a kölcsönözhető pénzek kínálatát és növelve a hitelfelvételi költségeket.

Szembeesülve a hasonló problémákkal, **a Bank of England és a Fed új eszökvásárlási program mellett döntött**. Mindkét bank **erőfeszítéseket tesz a vállalkozások irányába történő hiteláramlás javítására**. **Az EKB nem hozott létre ezt célzó programot**, és a gyenge adatok ellenére az alapkamatot sem csökkentette a legutóbbi kamatmeghatározó ülésén. Azt elismerte, hogy jobb finanszírozási feltételek lennének kívánatosak a periféria országaiban, de úgy véli, amit csak lehetett, megtettek, amikor erőteljesen beavatkoztak 2011-2012-ben, megmentve a bankrendszert az összeomlástól.

A bankunió minden bizonnyal segítene, és nem szerencsés, hogy az intézményi integráció elmélyítése megakadt 2012 óta. Senki sem tagadhatja, hogy az EKB, egy egységes támogató kormányzás hiányában, sokkal komplikáltabb pozícióban van, mint más központi bankok. De ez nem mentség a központi bank tétlenségére. Bőven az EKB monetáris politikai hatáskörébe tartozik ugyanis, hogy foglalkozzon a centrum és a periféria forrásköltségei közötti veszélyes eltéréssel.

<http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2013/04/euro-crisis>

Martin Feldstein a jelenleg tapasztalható kamatcsökkenésről és a jövőben várható kamatemelkedésről

Martin Feldstein, a Harvard egyetem tanára cikkében a globálisan tapasztalható kamatcsökkenés következményeiről ír. Példának a hosszú lejáratú amerikai állampapírok hozamai vehetők, melyek nominális értéke a 10 éves kötvények esetében 2 százalék alatt van. A reálkamat ezáltal adott esetben negatív tartományban is lehet (Az inflációkövető amerikai államkötvények jelenleg -0,6 százalékos szinten vannak).

A 10 éves lejáratú államkötvények historikusan 2 százalék körüli reálhozamot biztosítottak, ugyanakkor azok jellemzően kisebb hiány és államadósság szint mellett voltak tapasztalhatóak. Feldstein szerint a jelenlegi adósság/GDP arány mellett a kamatoknak jelentősen magasabbnak kellene lenniük. Azonban a QE (Quantitative Easing - mennyiségi lazítás) folyamata során a Fed eszközvásárlási programja lesüllyesztette a hosszú kamatokat. **A CBO előrejelzése szerint a program lezárulása után a kamatok jelentős mértékű emelkedése várható 2019-ig, illetve a megemelkedett szint tartós fennmaradása prognosztizálható az ennél távolabbi időhorizonton is.** Ezzel az emelkedéssel azonban az értékpapír árfolyama egyszeri zuhanással olyan mértékben csökkenhet, mely az alternatív befektetések felett kamatozó állampapírok eddigi hozamtöbbletén felüli veszteséget generálna. Emellett az alacsony hosszú távú kamatok keresletet teremtenek más hosszú távú befektetési formák iránt, beleértve a részvényeket, a termőföldet, magas hozamú vállalati kötvényeket, az aranyba történő befektetést és az ingatlanokat. A kamatemelkedés ezen eszközök áraira is hatással van.

A szerző figyelmeztet, hogy **a gazdasági élénkítést szolgáló alacsony kamatszint a korábban említett okok miatt veszélyeket rejt magában.** Miközben az élénkítés hatása gyenge, a pénzügyi stabilitást veszélyezteti.

<http://www.project-syndicate.org/commentary/higher-interest-rates-and-financial-stability-by-martin-feldstein>

Jobb-e a nagyobb pénzügyi szektor? – A pénzügyi rendszer közvetítő és mérethatása

A pénzügyi szektor növekedése a kis, agilis országok számára egy járható versenyképességi irányznak tűnt a 21. században. **Azonban az izlandi bankrendszer összeomlása és a ciprusi bankrendszerrel kapcsolatos felfordulás után már kétséges, hogy a pénzügyi szektor nagyobbodása valóban pozitív hatással van a gazdasági növekedésre.**

A cikk szerzői áttekintik a pénzügyi szektor két különböző szerepének hatását a gazdasági növekedésre. 77 ország vonatkozásában, 1980 és 2007 közötti adatokra támaszkodva azt vizsgálták, hogy **a bankok és/vagy a nagyobb pénzügyi rendszerek nagyobb mértékű közvetítő szolgáltatásai együtt járnak-e az egy főre eső GDP növekedésével és volatilitásával.** A pénzügyi rendszer szerepét két domináns nézet alapján vizsgálták. **Az egyik nézet szerint a pénzügyi rendszer közvetítő a gazdaság többi része számára. A másik elmélet szerint a**

pénzügyi rendszer önálló növekedési szektor, amely nemcsak közvetítő szerepet tölthet be. A pénzügyi közvetítés volumenét egy sztenderd indikátorral, a magánhitelek GDP-hez viszonyított arányával mérték, míg a pénzügyi rendszer méretét a szektor GDP-arányos hozzáadott értékével állapították meg. Főbb tapasztalati eredményeik és megállapításaik a következők:

- **Hosszú távon a pénzügyi közvetítések a növekedésre pozitívan, míg a növekedés volatilitására negatívan hatnak; azonban mindkét hatás idővel gyengül.** A pénzügyi szektor méretével nem lehet összekapcsolni a hosszú távú GDP növekedést és volatilitást, amennyiben kontroll alatt tartjuk a pénzügyi közvetítő rendszert. Ebből az következik, hogy **a nem közvetítő tevékenységek nem függnak össze a hosszú távú növekedéssel és volatilitással.**
- **Sem a pénzügyi szektor mérete, sem közvetítő szerepe nem függ össze a növekedéssel középtávon** (5 éves periódusok tekintetében), annak ellenére, hogy a magas jövedelmű országok részmintájában megfigyelhető pozitív kapcsolat a pénzügyi szektor mérete, illetve a nem-közvetítő komponens és a növekedés vonatkozásában. **Középtávon a közvetítő funkció stabilizálja a gazdaságot** (főként az alacsony jövedelmű országok esetében), **a nem-közvetítő funkciók pedig növelik a volatilitást** (ez a megállapítás elsősorban a magasabb jövedelmű országok vizsgálatára támaszkodik).

Konklúziójuk a magas jövedelmű országok esetére nézve megegyezik a fő pénzügyi nézettel, hogy a kiterjedt pénzügyi szektor rövid távon valóban elősegítheti a gazdaság növekedését, azonban ez magasabb volatilitással jár együtt. A pénzügyi szektor közvetítő funkciója a fejlődő és feltörekvő országokban működik erőteljesen, elősegítve a hosszú távú növekedést, valamint csökkentve a volatilitást közép és hosszú távon.

<http://www.voxeu.org/article/more-finance-better-disentangling-intermediation-and-size-effects-financial-systems>

NEMZETKÖZI SZERVEZETEK NEMRÉGIBEN MEGJELENT PUBLIKÁCIÓI

The Global Information Technology Report 2013: Growth and Jobs in a Hyperconnected World

A Világgaazdasági Fórum és az INSEAD által közösen készített kiadvány a Networked Readiness Index legfrissebb eredményeit tartalmazza, mely index bemutatja, hogy az egyes országok mennyire készültek fel az infokommunikációban rejlő lehetőségek kiaknázására. Az idej jelentés különös figyelmet szentel az IKT szektornak a növekedésben és a munkahelyteremtésben betöltött szerepére.

http://www3.weforum.org/docs/WEF_GITR_Report_2013.pdf

E-commerce in Developing Countries: Opportunities and challenges for small and medium-sized enterprises

A WTO kiadványa az elektronikus kereskedelem, a fejlődés és a KKV-k közötti kapcsolatra összpontosít. A publikáció továbbá megvizsgálja, hogy egyes kis-és középvállalkozások hogyan használták ki az elektronikus kereskedelem adta lehetőségeket a reklámozás, valamint az értékesítés területén.

http://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/ecom_brochure_e.pdf

Monetary Transaction Costs and the Term Premium

A 2008-ban kirobbanó pénzügyi válság folyamán a bankközi piacok befagyásával, az eszközök illikvidé válásával az a nemkonvencionális jegybanki beavatkozás terjedt el, melynek során a központi bankok pénzt pumpáltak a gazdaságba a likviditás helyreállítása érdekében. Az IMF tanulmánya a pénzkínálat növelésének azon következményeit veszi számba, melyek a likviditáson túlmutatva egyéb, hosszabb távú hatásokat is magukban rejtnek.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1385.pdf>

The Efficiency and Equity of the Tax and Transfer System in France

A szerző az adó és jövedelemtranszferek egyenlőtlenségre gyakorolt hatását, az adóterhek mértékét, az adórendszer egyszerűsítésének lehetőségeit vizsgálja Franciaország példáján. Az elemzés széleskörűen kiterjed többek között az egyes adónemek működésére, a transzfer-rendszer egyszerűségének mértékére, de részletezi az újraelosztás dimenzióit is.

<http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5k487n4jqgg5.pdf?expires=1365666188&id=id&accname=guest&checksum=C662FBA107AAA904BB4E23540AB1FB0A>

State-Owned Enterprises

Az OECD kereskedelempolitikával kapcsolatos sorozata szerint az állami tulajdonú vállalatok növekvő mértékű külkereskedelmi orientációja figyelhető meg. Ezzel kapcsolatban az alábbi kérdéseket teszik fel a tanulmány szerzői: mennyire fontos az állami tulajdon, milyen fajta előnyök származhatnak az állami tulajdonlásból, és milyen gazdaságpolitika támogatja e vállalatokat a külpiacokért folyó versenyben. A tanulmány elemzi a nemzeti, egy- és többoldalú szabályozásokat is.

<http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5k4869c9kqk7l.pdf?expires=1365666279&id=id&accname=guest&checksum=22F01B81D9DC999DA135D677C8964059>

Exploring the steady-state relationship between credit and GDP for a small open economy: the case of Ireland

A hitelezés hirtelen felfutása pénzügyi instabilitást von maga után, és ez a nézet a pénzügyi válság után megerősítést nyert. A legfontosabb policy válasz az volt, hogy a magánhitelek GDP-hez viszonyított arányára koncentráltak, megfigyelve a jelentős eltéréseket az aktuális és a hosszú távú arány között. Az EKB által közzétett tanulmányban a szerzők a hitelezés és a GDP egyensúlyi kapcsolatát vizsgálják kis nyitott gazdaságra nézve Írország példáján keresztül, ahol nagymértékű hitelexpanzió volt tapasztalható az elmúlt 10 évben.

<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1531.pdf>

Innocent bystanders: how foreign uncertainty shocks harm exporters

AZ EKB tanulmányában a szerzők azt elemzik, hogy a külföldi kockázati sokkok milyen magyarázó erővel bírnak a kereskedelemben végmenő folyamatokra. Az Egyesült Államok adataira alapozva a szerzők szerint a belföldi kockázat, bizonytalanság az import alakulását nagymértékben előrejelzi, azonban az exportra csak kis hatással van. A tanulmányban egy bilaterális modellt építenek fel, amely az importőr kockázatoknak a külföldi szállítókra való hatásait vizsgálja. Azt találták, hogy erős negatív kapcsolat áll fenn a kockázat és a kereskedelem között, és ez a kapcsolat nem lineáris.

<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1530.pdf>

Wage and price dynamics in a large emerging economy: The case of China¹

A BIS tanulmányában egy nagy feltörekvő ország, Kína bér és árdinamikájáról olvashatunk. A kutatás kimutatta, hogy a munkabéreköltségek emelkedése nem csapódott le teljes volumenében a végső fogyasztói árakban. Ez vélhetőleg az éles versenyhelyzetnek, a haszonkulcson lévő erős nyomásnak köszönhető. A tanulmány foglalkozik még a kínai béreköltség-növekedés globális inflációra kifejtett hatásával is.

<http://www.bis.org/publ/work409.pdf>