



NEMZETGAZDASÁGI MINISZTERIUM

TERVEZÉSKOORDINÁCIÓÉRT FELELŐS ÁLLAMTITKÁRSÁG · GAZDASÁGTERVEZÉSI FŐOSZTÁLY

Közgazdasági kitekintő

PÉNZÜGYPOLITIKA

Martin Feldstein: Miért ilyen alacsony az infláció az USA-ban?

Martin Feldstein, a Harvard Egyetem közgazdász professzora azt vizsgálja cikkében, hogy a Fed pénznyomtatása miért nem vezetett magasabb inflációhoz. **A fogyasztói árindex az USA-ban évente átlagosan 1,5 százalékkal emelkedett az elmúlt öt évben.** Mindeközben a Fed hosszú lejáratú kötvényvásárlásai minden eddiginél nagyobb méreteket öltöttek. Historikusan a monetáris lazítás általában magas inflációhoz vezetett (pl. német hiperinfláció az 1920-as években, Latin-Amerika az 1980-as években, USA az 1970-es években). **Ezért tűnik rejtélyesnek, hogy a Fed nagymértékű kötvényvásárlásai nem vezettek magasabb inflációhoz az elmúlt években.** De ez a rejtély feloldódik, ha felismerjük, hogy a mennyiségi lazítás nem ugyanaz, mint a pénznyomtatás, vagy pontosabban a pénzmennyiség növelése.

Az a pénzmennyiség, ami a legszorosabb kapcsolatban áll az inflációval, elsődlegesen a vállalatok és a háztartások kereskedelmi bankoknál elhelyezett betéteiből áll. **Hagyományosan a Fed nagyobb mennyiségű kötvényvásárlása a pénzmennyiség gyorsabb növekedéséhez vezetett.** De egy 2008-as változás a Fed szabályaiban megtörte ezt a kapcsolatot, melynek **eredményeképpen az amerikai jegybank nagymennyiségű kötvényt vásárolhat anélkül, hogy ez a pénzmennyiség, és így az infláció emelkedéséhez vezetne.**

Ha a Fed kötvényeket, vagy egyéb jelzálog fedezetű értékpapírokat vásárol, akkor tartalékot képez a kereskedelmi bankoknak, amit a bankok a Fed-nél helyeznek letétbe. A kereskedelmi bankoknak a betéteik meghatározott arányában kell kötelező tartalékot képezniük. **Mivel a kötelezően előírtnál magasabb tartalékra a Fed 2008 előtt nem fizetett kamatot, a kereskedelmi bankok ösztönözve voltak arra, hogy hitelezzenek a háztartásoknak és a vállalatoknak mindaddig, amíg a betétek növekedése „le nem kötötte” ezt a „túlzott” tartalékot** (azaz a betétállomány és a tartalék aránya megfelelt a kötelező tartalékrátának). **A betétállomány növekedése pedig definíciószerűen a pénzmennyiség és így az infláció növekedéséhez vezetett.**

2008-ban ugyanakkor a Fed elkezdett kamatot fizetni a kötelezőn túli tartalékokra is, ez pedig ahhoz vezetett, hogy a bankok benntartják ezeket a tartalékokat a jegybanknál, ahelyett, hogy hiteleznének, és a betétállományt növelnék az eszközvásárlás miatt bővülő tartalékok lekötésére, mint azt 2008 előtt tették. **Így a pénzmennyiség, ezáltal pedig az infláció sem emelkedik. Ezzel magyarázható, hogy az infláció ilyen alacsonyan maradt az elmúlt években, és hogy a mennyiségi lazítás nem növelte a hitelezésen keresztül a nominális kiadásokat, és a reálgazdasági aktivitást.**

<http://www.project-syndicate.org/commentary/the-inflationary-risk-of-us-commercial-bank-reserves-by-martin-feldstein>

Likonomics: mit ne „likeoljunk” benne

Japán az „Abenomics” –féle gazdaságélénkítés hatásait élvezi, amit a japán miniszterelnökről, Shinzo Abe-ről neveztek el. Kína azonban a „**Likonomics**” hatásait viseli el napjainkban, a **Li Keqiang kínai miniszterelnök által indított programot**. A kifejezést június 27-én alkotta meg a Barclays Capital három közgazdásza.

Ahogy az „Abenomics három nyila”, a kínai stratégia is három részből áll, azonban a japán megoldásokkal szemben mindegyik fájdalmas az országra nézve. **A Likonomics egyik eleme a „nem ösztönzés”**: a japán programmal ellentétben, mely fiskális és monetáris ösztönzőkre is épít, a kínai program egyiket sem tartalmazza. A kínai miniszterelnök szerint az országnak kevés tere van az ösztönzésre a kormány közvetlen beruházásain keresztül. Kínában – ahogy az Egyesült Államokban is – nemkívánatos napjainkban az ösztönzés, azonban míg Amerikában azért bukott meg az ösztönzés, mert túlságosan kismértékű volt, Kínában azért vonták kétségbe a sikert, mert túl nagymértékű volt.

A Likonomics második pillére a hitelállomány csökkentése. Kínában a hitel nagysága sokkal gyorsabban növekszik, mint a GDP. A „teljes-társadalmi finanszírozás” állománya, a hitelek, vállalati kötvények és egy kis saját tőke finanszírozásból összeállított mérték, jelenleg a GDP 190 százaléka körül alakul. Li miniszterelnök elkötelezett abban, hogy csökkentse ezt az arányt. **A Likonomics harmadik eleme a strukturális reform.** A kínai kormányfő sokat beszélt a strukturális reformok szükségességéről, érdelemleges elképzeléseket vázolt fel, mint például a kamatlábak liberalizációja és a közüzemi árak emelése.

A cikk szerzőjének különösen a harmadik pillér tetszett, **azonban a program sok olyan elképzelést tartalmaz, melyet aggályosnak tart.** Kiemelte, hogy a gazdaságösztönzéstől való idegenkedés nem biztos, hogy célravezető: ugyan a nagy állami beruházásokkal nem lehet tovább ösztönözni, azonban **más jellegű ösztönzők, például adócsökkentés, vagy magasabb szociális kiadások hozhatnak némi hasznot gyengébb gazdasági teljesítmény mellett is.** Felhívja a figyelmet arra is, hogy a hitel/GDP arányt úgy kell visszaszorítani, hogy az ne eredményezzen túlságosan kemény forráskivonást a gazdaságból; és ügyelni kell arra, hogy a hitelcsökkentés főként olyan területeken történjen meg, amelyek közvetlenül nem növelik a GDP-t (mint például meglévő eszközök vásárlása, föld vagy ingatlan).

A Barclays három közgazdásza úgy véli, hogy a Likonomics hosszú távon jó Kínának, és segít abban, hogy a 6-8 százalékos növekedési mutatót fenn lehessen tartani a következő évtizedben.

<http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2013/07/stimulus-v-reform-china>

A pénz mindig megtalálja az útját

Az economist oldalán megjelent írás szerint az ötven éves eurókötvény tanulsága a kormányok számára: hogyan ne szabályozzák a pénzügyi piacokat. Az eurókötvénypiac volt az első modern nemzetközi tőkepiac; időben ezt követte a határokon átnyúló valuta- és részvénypiac. **A kormányok a kontinentális Európában mindig gyanúval kezelték ezeket. Számukra a piacok spekulánsokból álltak, akik szeretnek beavatkozni a gazdaságok zökkenőmentes működésébe:** amikor egy kormány politikája nem meggyőző, akkor ezek a spekulánsok a valutákat leértékelik, a kötvényhozamokat pedig felemelik. Egyik ok, amiért Európa vezetői annyira lelkesedtek a közös valutáért, a leértékelések miatti frusztráció volt a régi árfolyam-átváltási mechanizmusnál.

Az utóbbi években az európai vezetők haragja a kötvénypiacok felé fordult az eurózóna néhány periféria országának hitelfelvétellel kapcsolatos költségemelkedése miatt. **A politikusok válasza a különböző szabályok és adók bevezetése volt, hogy megfékezzék a piacok hatalmát.**

Az Európai Unió kormányainak figyelembe kellene venni, hogy a bonyolult szabályozások a hitelezési költségeket sem fogják csökkenteni, és a befektetőket sem fogják meggyőzni arról, hogy felejtsek el kormányok hitelképessége körüli aggodalmakat. A pénz mindig talál utat. Ha a kereskedelem túl drágává válik Európában, akkor mennyiségileg máshová fog elmozdulni; ha az előírások túl terhessé válnak, akkor a vállalkozások egy barátságosabb környezetbe fognak menni.

<http://www.economist.com/news/leaders/21580467-eurobonds-50th-birthday-has-lessons-governments-about-how-not-regulate-finance-money>

NEMZETKÖZI SZERVEZETEK NEMRÉGIBEN MEGJELENT PUBLIKÁCIÓI

The Post-crisis Narrowing of International Imbalances

Az OECD tanulmánya a nemzetközi egyensúlytalanságokat vizsgálja. Arra a következtetésre jut, hogy a vállalatok és a háztartások körülbelül fele részben játszottak szerepet a nemzetközi egyensúlytalanságok csökkenésében, míg az árfolyam és a fiskális alkalmazkodás körülbelül az ötödét magyarázza annak.

http://www.oecd-ilibrary.org/economics/the-post-crisis-narrowing-of-international-imbalances_5k44t7j9sdtc-en;jsessionid=1m2lw30n5mi43.x-oecd-live-02

A Simple Fiscal Stress Testing Model

Az OECD tanulmányában a fiskális konszolidációs stratégiák stressz tesztjére dolgoznak ki egy modell alapú elemzési keretet, melyet a jövőbeli sokkok különböző forgatókönyvei mellett vizsgálnak.

http://www.oecd-ilibrary.org/economics/a-simple-fiscal-stress-testing-model_5k43nxm8hfvf-en

Credit and growth after financial crises

A BIS által közzétett tanulmányban a magyar-német szerzőpáros a pénzügyi válság utáni hitelállományt és a növekedést vizsgálta. Azt állapították meg, hogy a magánszektorba irányuló hitelkihelyezés hanyatlása nem feltétlenül akadályozza a gazdasági felépülést. Kijelentésüket 39 olyan pénzügyi válság tanulmányozása után tették, melyeket szintén hitelboom előzött meg.

<http://www.bis.org/publ/work416.pdf>

Quarterly report on the euro area

Az eurózónáról szóló negyedéves kiadvány a bizonytalanság fogyasztásra és befektetésre gyakorolt hatását, valamint az FDI-nak az egyensúlytalanságok megelőzésében betöltött szerepét értékeli. Továbbá vizsgálja a tőkeáramlás alakulását az eurózónában.

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/2013/pdf/qrea2_en.pdf

"Loose lips sinking markets?": the impact of political communication on sovereign bond spreads

Az EKB ezen publikációjában a szerzők arra keresik a választ, hogy milyen mértékben és miért befolyásolja a politikai kommunikáció bizonyos euró-tagországok államkötvényeinek német Bund feletti kockázati felárát. A szerzők 25 ezer, 2009. január és 2011. október közötti sajtóközlemény alapján hasonlították össze a politikai kommunikációt különböző szereplők között, szupranacionális és nemzeti szinten. Rövid távon a politikai kommunikáció bizonyos fajtája számszerűsíthető hatással van az államkötvények feláraitra. Kimutatták azt is, hogy az euró-tagországban nagyobb a téves kommunikáció lehetősége, mint a nemzeti valutával rendelkező országokban.

<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp150.pdf>

The international role of the euro

Az EKB által közzétett tanulmány az euró nemzetközi szerepével foglalkozik. A szerzők a nem euro-tagországok lakosainak euró használatának fejlődését vizsgálták. Közép-, Kelet-és Délkelet-Európában az euró részesedése a teljes külföldi betétállományban csak kismértékben, 0,3 százalékponttal csökkent 2012-ben, így 80,9 százalékon állt.

<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1559.pdf>