

KÜRTHY GÁBOR

## MONETÁRIS POLITIKAI TENDENCIÁK I. ESZKÖZÁRAK

*A közgazdaságtan, szűkebben a monetáris politika előtt két elméleti és gyakorlati kihívást látok: a globális egyensúlytalanságoknak nevezett jelenséget és az eszközár problematikát. Előbbi a világgazdaságban koncentráltan főlhalmozódó adósságokat és követelésállományokat jelenti, utóbbi a banki és nem banki pénzügyi piacok folyamatainak lehetséges pénzügypolitikai vonatkozásaira utal. Mondandómat két cikkben fogalmazom meg. Ez az írás először a monetáris stabilitás és instabilitás kérdéskörét mutatja be történeti keretben, ami tekinthető mindkét aktuális témakör földolgozásához szükséges elméleti fölvezetőnek is. Ezt követi a monetáris politika és az eszközárak kapcsolatának vizsgálata. A következő cikk foglalkozik a globális egyensúlytalanságokkal. Azért választottam e sorrendet, mert a két téma szorosan összefügg, az itt leírt magyarázatok segíthetik a későbbiek megértését. Az írásban többször megfogalmazok saját véleményt, a hangsúly mégis a szakirodalom bemutatásán van.*

### 1. MONETÁRIS POLITIKA TÖRTÉNETI PERSPEKTÍVÁBÓL

Egy régi és feloldhatatlan gazdaságelméleti vitában az egyik álláspont szerint a gazdaság alapvetően stabil, a másik álláspont szerint inherensen instabil. A stabilitás dinamikus fogalom: egy rendszer akkor bír ezzel a tulajdonsággal, ha adott állapotból kimozdítva egy idő után oda visszatér. Így stabil egy gödör mélyén elhelyezett labda, és instabil egy hegyére állított ceruza. A gazdaság és a társadalom matematikai rendszerekkel nem írható le, legfeljebb közelíthető, ezért a stabilitás létezése legfölbjebb heurisztikusan értelmezhető. Vitathatatlan: a modern (tőkés, kapitalista, liberális, felvilágosodás utáni) gazdaság(ok) történetében bőven akadnak epizódok, amikor a rendszer kisebb nagyobb mértékben kimozdult a konszenzuálisan kívánatosnak minősíthető állapotából. Az is vitathatatlan, hogy ezek az epizódok előbb-utóbb véget értek. A stabilitáshívók a visszatérésekben látják álláspontjuk igazolását, míg az instabilitás vallói az ismétlődő válságjelenségekben. A stabilitásnak nincs mértéke: sötét képet festhetünk a világ gazdaságának időbeli alakulásáról, ha az éhezők számát a mindenkori össznépeséghez viszonyítjuk, némileg tisztul a kép, ha az egy főre jutó jövedelmet vesszük figyelembe.

A nyugati gazdasági rendszer a polgári forradalmak kora óta ugyanaz: a gazdálkodás és az önérdék szabadságára épít, ami legfeljebb demokratikus úton korlátozható. Az általános szabadságot időben erősíti, máskor gyengíti a jog és az erkölcsök változása: e két tényező korlátozhatja formálisan vagy informálisan az egyén kibontakozását. Az elméleti és gyakorló (köz)gazdászok jelentős csoportja szemében az állam gazdasági szerepvállalása testesíti meg mindazt, amit a szabad gazdálkodás gátjának neveznek. Noha valószínűleg kevesen ítélnék meg úgy a huszadik századot, mint ame-

lyikben a szabad piacok mozgástere szűkült, az állami szerepvállalást jelző adatok mást mondanak: míg az első világháborút megelőző években a redisztribúció mértéke átlagosan a nemzeti össztermék 8–10 százaléka, ez a mérték a század végén 40–50 százalék. Az 1929-ben kezdődő, majd a 30-as évek elején kibontakozó nagy válságra adott állami válasz stabilizáló szándékú. Később, a második világháború után a New Deal és más reakciók nyomdokain, a keynesi Általános elmélet teoretikus támogatásával fokozatosan, de a fejlett világban korántsem egységesen és egyenlő mértékben bontakozik ki a másik két állami funkció: a *redisztribúció és az allokáció*. A központi költségvetések működése ezt megelőzően szinte kizárólag az államhatalmat szolgálta defenzív vagy offenzív céllal. Jóllehet a hon- és rendvédelem, az erőszakszervezetek építése töretlenül állami privilégium, jelentőségük más feladatok elvégzéséhez képest háttérbe szorult. A gazdaság és a gazdasági rendszer stabilizálása egyenrangúvá vált az államegység külső és belső biztonságának megőrzésével.

A növekvő állami szerepvállalásban a gazdaságot eredendően instabilnak gondolkodók láthatják álláspontjuk igazolását. A másik álláspont szerint viszont részben éppen a gazdaság kényszeríti az államot funkcióinak betöltésére, garantálva ezzel a folytonosságot. Utóbbi szempontból csak arra kell ügyelni, hogy az állam bizonyos határokat ne lépjen át. Mivel a költségvetések erőforrásaikat a gazdaságból gyűjtik, a kontroll lehetősége adott: a gazdasági szereplők adómehtagadással, adóelkerüléssel, az államadósság kamatainak emelésével, illetve a választások során leadott szavazataikkal jelezhetik, ha az állam nem nekik tetsző módon jár el. Az államnak, mint gazdasági egységnek és irányítójának, a mindenkori kormányzatnak a büntetethetőségére további lehetőséget biztosít a „lábbal szavazás”, a gazdasági erőforrások, a munka és a tőke kivonulása. A nemzetközi gazdálkodás és kereskedelem korlátainak lebontása időben egybeesett az állam gazdasági szerepének kiterjedésével. Az áruk és szolgáltatások, a munkaerő és a tőke szabad áramlását biztosító nemzetközi egyezményeket alátámasztó gazdaságelméleti megfontolások szerint a korlátok nélküli világ magasabb teljesítményt, nagyobb jólétet hoz polgárainak. Mindezzel párhuzamosan, az előbbi olvasat szerint a gazdálkodás nemzetközi szabadsága a nemzetállamok gazdasági térnyerését korlátozza.

A *stabilitás/instabilitás vita* eredendően a reálgazdaságra, a termelésre, beruházási és fogyasztási hajlandóságra, a megtakarításokra vonatkozik. A reálszférához szorosan kapcsolódik a pénzügyi rendszer, aminek története leírható a tranzakciós technológiák folyamatos fejlődésével. A modern pénznek és elődeinek, majd az idők során kialakuló változatos pénzügyi eszközöknek, eljárásoknak és intézményeknek a leggyakrabban hangsúlyozott szerepe az intra- és intertemporális piaci csere elősegítése. A kezdetben tiszta cserepiacokon a pénzárú kialakulása elméletileg alátámasztható [Kiyotaki–Wright 1989], és a gazdaságtörténetben nyomon követhető [Polányi 1957]. A cserefunkciótól elválaszthatatlanok a felhalmozási, fizetési és elszámolási funkciók. A kezdeti árupénzből mára belső érték nélküli hitelpénz lett. A folyamat első lépése, a pénzhelyettesítők megjelenésének szükségessége könnyen igazolható: a pénzként funkcionáló áru termelése nem volt képes lépést tartani a gazdaság általános növekedésével, a relatív pénzhiányos állapotot kezdetben a fizetési ígéretrendszer (váltók), majd az ezekből kialakuló intézményesen alátámasztott fizetőeszközök szüntették meg. Amikor az elszámolási eszköz (valamelyik árunak adott mennyisége) és a fizetőeszköz részben különválnak, a kettő közötti stabil kapcsolat

szükséges a fizetési rendszer fenntartásához. Emellett – mivel a fizetési ígéretek monetáris jellegűek – biztosítani kell a fizetőeszköz reálértelmeben vett értékállóságát. A monetáris stabilitás megőrzése a jegybankok kialakulásában intézményesült, vagy legalábbis ez a monetáris történet egyik interpretációja [Giannini 1995]. További, ettől eltérő nézetek szerint a jegybankok kialakulásának oka a kormányzatok seigniorage-igénye vagy a bankrendszerek stabilitásának megőrzése. Utóbbi álláspont, ha a kezdetekre vonatkoztatjuk, nem tartható: az angol jegybank 1694-es megalakulását követően több mint 170 évig nem kötelezte el magát a pénzügyi rendszer intézményeinek védelme mellett. A felsorolt három nézet közül az állami bevételre vonatkozó tűnik csak elfogadhatónak. Az angol jegybank pénzt stabilizáló szerepét középpontjukba helyező vitákra csak a pénzhelyettesítők konvertibilitásának sorozatos felfüggesztése után került sor. A fizetési rendszerben keletkező zavarok oka kezdetben a túlzott papírpénz-kibocsátás volt, ami pedig az állam növekvő finanszírozási igényére vezethető vissza. A pénzügyi rendszerek korai válságairól elmondható: nem okoztak jelentős reálgazdasági visszaesést, és kiindulópontjuk a kormányzat és a jegybank kapcsolatában keresendő.

A jegybankok fizetési rendszert stabilizáló szerepét kiemelő narratíva így nem alternatívája, sokkal inkább következménye és kiegészítője annak az olvasatnak, amely szerint egyes bankok az állam bevételigénye miatt válhattak központi bankká. A magángazdaság a pénzigénnyel kapcsolatos problémákat megoldotta, a pénzhelyettesítők piacán a kínálati oldal monopolizálása nem volt föltétlenül szükségszerű. A központositott rendszerben viszont a pénzhelyettesítő-igényt, így azok kibocsátását, már nem a magángazdaság (a piac) határozza meg, hanem az állam finanszírozási szükségletei. Az ebből eredő problémára adható választ először *David Ricardo* fogalmazta meg: a papírpénz-kibocsátás jogát szerinte a parlament által választott testületre szabad csak rábízni, és jogilag meg kell tiltani a kormányzat pénzkibocsátás általi finanszírozását [Giannini 1995]. Ezenkívül: „Ha a kormánynak pénzre van szüksége, kötelezni kell rá, hogy legális úton szerezze meg; az emberek megadóztatásával vagy... hitelfelvétellel az országban létező számos bank valamelyikétől...” [Ricardo 1824, idézi Giannini 1995: 228] A jegybanki függetlenség – ami sokak szerint a jelenlegi monetáris politika sikerességének feltétele [Mishkin 2007a] – alap gondolatát a gyakorlatba ezután még több mint 100 évig nem ültették át. Ennek megfelelően a fizetési rendszer stabilitását megőrző szerepet a központi bankok explicit módon nem kapták meg, sőt, mivel kormányzati ellenőrzés alatt álltak, továbbra is gyakran kiindulópontjai voltak az inflációs időszakoknak.

Az angol jegybank korábban lett végső letéteményese a bankrendszer stabilitásának, mint az árstabilitásának. 1866-ban csődbe jutott a londoni Overend & Guerney bank, amely 1825 óta vállalta azt a feladatot – piaci alapon –, hogy szükség esetén rövid távú likviditást nyújt a többi banknak. A csőd következményeként számos illikvid, de szolvens banknak kellett bezárnia kapuit. *Henry Thorton* és *Walter Bagehot* az eseménysorozat tapasztalatai kapcsán fogalmazták meg azokat az elveket, amelyek alapján az Angol Bank átvette a végső, likviditást nyújtó mentšvár szerepét [Rochet 2008].

A nagy válságot, illetve a második világháborút követő évtizedekben elsősorban *Keynes* tanításai alapján nem hittek a monetáris politika hatékonyságában, az aktív gazdaságpolitikák hangsúlya a fiskális politikában bontakozott ki. Az 1929-es válság

monetáris politikai okait talán mindmáig nagy vita övezi, az viszont történelmi tény, hogy az 50-es, 60-as évek uralkodó közgazdasági elmélete a válságkorabeli túl laza, ennek ellenére célt tévesztő jegybanki viselkedés alapján a pénzt szinte kizárta gondolkodási keretéből. A hetvenes évek elejének válságjelenségei megváltoztatták a közgazdaságtant is.

*Milton Friedman* megfogalmazása szerint [1973] a monetáris politika megakadályozhatja a gazdasági problémák pénzügyi eredetét, ennél többet azonban nem tehet, azaz nem képes tartósan hatni a reálgazdaságra, illetve annak növekedésére. Hipotézise szerint a gazdaságnak létezik egy természetes állapota (természetes munkanélküliségi ráta), ahonnan csak a fundamentumok megváltozása mozdíthatja ki. A hetvenes évek óta erre a gondolatra épülnek a fejlett gazdaságok monetáris politikái. A fő feladat az inflációs ráta kordában tartása, az infláció negatív reálgazdasági következményeinek lehetőség szerinti mérséklése. A friedmani hipotézisnek mély igazságtartalma van, ugyanakkor korlátozott is bizonyos értelemben. Egy, a kor körülményeihez képest fejlett gazdaság vélhetően képes erőforrásait az elérhető modern technológiák szolgálatába állítani, illetve megfordítva: képes a legfejlettebb termelési megoldásokat alkalmazni. Ha kapacitásait ily módon leköti, intézményrendszere biztosítja a technológiákhoz szükséges munkaerő-ellátást, akkor monetáris eszközökkel valóban nem lehet a teljesítményt fokozni.

A monetarizmus óta rengeteg új elméleti hozzájárulás keletkezett, a fenti gondolkodási séma – véleményem szerint – alapvetően nem változott meg. A monetáris szabálykövetés általánossá vált, habár az operacionális kivitelezés jelentősen átalakult. Friedman még a pénzmennyiség állandó ütemű növelését javasolta, később, a 90-es évektől kezdve a Taylor-szabályon alapuló inflációs célkövetés rendszere vált a monetáris politikák keretévé. Az akadémiai gondolkodók és a gyakorló jegybankárok között is általánosan elfogadottá vált, hogy a reálgazdasági struktúra és előmenetel pénzügyi eszközökkel nem szabályozható. Az elmúlt két évtized válságjelenségei alapján azonban többen – évekig csak a „pálya széléről”, azaz a mainstreamen kívül eső körből – a makrofolyamatok alaptermészetének megváltozása mellett érveltek. *Borio, Furfine és Lowe* [2001] tanulmányukban a pénzügyi folyamatok erőteljes prociklikusságára hívják föl a figyelmet. Eszerint a reálgazdasági konjunktúra során a pénzügyi piacokon jelentős kockázatok halmozódhatnak föl, amelyek hirtelen realizálódása dekonjunktúrához, esetleg recesszióhoz vezet. A 80-as, 90-es éveket megelőzően a válságok eredete a reálgazdaság volt, ami áttevődhetett a pénzügyi szférára, mára a sorrend megfordult, de a gazdaságpolitikák nem igazodtak a megváltozott makrokörnyezethez. *Borio* [2007] a teljesen globalizált, sokszereplős, sokszeközös pénzügyi rendszer megnövekedett likviditáséhségével magyarázza a változást. Saját olvasatomban: korábban a pénzügyi rendszer tiszta közvetítő szerepet töltött be a reálgazdaságban, azaz a finanszírozási igényeket és lehetőségeket kapcsolta össze, később azonban öncélúvá vált. A pénzügyi tranzakciók jelentős részének nincs köze a reálgazdasági folyamatok előmozdításához, ugyanakkor a hagyományos piaci folyamatokat olajozó likviditásra igényt tart.

A világban azonban nemcsak fejlett gazdaságok vannak, a feltörekvő országok éppen ahhoz a „természetes” állapothoz próbálnak közelíteni, amit Friedman hipotézisében megfogalmaz. Éppen ezért, ha a friedmani gondolatot e gazdaságokra vagy szűkebben monetáris politikájukra próbálják ráerőltetni, megmutatkozhatnak kor-

látai. Gyakran éri az a vád a feltörekvő országok gazdaságpolitikáját, miszerint azokat nagy, zárt gazdaságokra „találták ki”, és ezért veszélyes kicsi, nyitott országokra alkalmazni. Nem csak ez a gond, hanem az is, hogy a modern gazdaságpolitikát, monetáris politikát fejlett, csak a friedmani természetes állapot közelében lévő gazdaságokra lehet sikeresen alkalmazni, amennyiben lehet. *Mishkin* [2007b] valamint *Jonas és Mishkin* [2007] következtetése szerint a feltörekvő országok súlyos következményekkel járó hibát követnek el, ha túl erőteljesen koncentrálnak olyan monetáris politikai cél elérésére, amit fejlett gazdaságokra fogalmaztak meg. A pénzügyi – akár inflációs, akár eszközár- – folyamatoknak ezekben az országokban ugyanis olyan összetevői vannak, amelyekkel szemben tartósan és sikeresen nincs alkalmazható monetáris politika.

## 2. A MONETÁRIS POLITIKA ÉS AZ ESZKÖZÁRAK

A téma nem újkeletű, de a 2007-ben kezdődő pénzügyi eredetű válság más megvilágításba helyezte a régebbi gondolatokat, és újaknak adott helyet. Először tisztázni kell, miféle eszközökről beszélünk, majd azt, hogy mi a hagyományos szerepük a monetáris transzmisszióban. Az ugyanis soha nem volt vitatott, hogy a pénzügypolitikai döntések reálgazdasági hatásai többek között a változó eszközárakon keresztül is érvényesülnek. A jelenlegi monetáris politikák szűken értelmezett célrendszerébe azonban az eszközárak nem tartoznak bele, miközben megmutatható, hogy az eszközár-infláció és az eszközár-defláció súlyosan befolyásolja a végső célokat. Az előző szakasz végén röviden utaltam a megváltozott makrogazdasági folyamatokra: az ott kifejtett gondolatok szerint az eszközár-dinamikában rejlenek a legfontosabb reálgazdasági kockázatok. Ezt természetesen nem mindenki gondolja így, talán ezért a szakirodalom kapcsolódó kérdésére – targetálja-e a monetáris politika az eszközárakat? – a szokásos válasz elutasító, általában azzal a kiegészítéssel, hogy ugyanakkor az eszközár-alakulásból leszűrhető információkat figyelembe kell venni a döntéshozatal során. Kevesen foglalkoznak a *hogyan* kérdéssel: miképp célozhatja a monetáris politika az eszközárakat? A lehetséges válaszok kapcsán a „hagyományos” transzmissziós csatornák áttekintése után a pénztömegek és az eszközárak kapcsolatával foglalkozunk: a monetáris aggregátumok már évtizedek óta nem játszanak jelentős szerepet a monetáris politika érvényesítésében, ugyanakkor megmutatható az eszközárakra gyakorolt hatásuk.

A fejlett és feltörekvő gazdaságok jegybankjai döntően piaci eszközökkel operálnak. Háttérbe szorultak az úgynevezett minőségi monetáris irányítás lehetőségei, sőt a tankönyvek a kamatplafont és kamatpadlót, az intézményekre szabott hitelkereteket és más minőségi eszközöket a fejletlen gazdaságok pénzügypolitikájához sorolják. Amikor a szakirodalom megoldást keres a részvény- vagy ingatlanpiacok szabályozására, akkor a szerzők egyértelműen piaci eszközökre gondolnak. Az utóbbi évek válságára adott válaszok között azonban több *nem piaci jellegű intézkedést* találunk (a rövidre eladás tiltása, vagy éppen a magyar hitelintézeti törvény legújabb módosításai), sőt többen fölvetették, helyes lett volna hasonló intézkedéseket a válságot megelőzően, azt elkerülendő meghozni. Érdemes tehát megvizsgálni a nem piaci jellegű beavatkozások lehetőségét, ez azonban túlmutat e dolgozat keretein.



## 2.1. AZ ESZKÖZÖK

A termelési folyamat során előállított eszközöket a háztartások által fölhasznált fogyasztási javakra, valamint a vállalatok és háztartások által használt beruházási eszközökre szokás bontani. A háztartások által használt beruházási cikkeket *tartós javaknak* nevezzük (hűtőgép, autó), amelyek több gazdasági perióduson keresztül járulnak hozzá a fogyasztók jólétéhez. A vállalati beruházási javakat *fizikai tőkének* is nevezzük. A háztartások a legtöbb közgazdasági elmélet szerint kétféle döntést hoznak, egy fogyasztást és egy beruházást. A beruházási döntés során a fogyasztásra föl nem használt jövedelemből – azaz a megtakarításból – különböző reál- és pénzügyi jószágokat vásárolhatnak. Fontos megjegyezni: 80 évvel ezelőtt Keynes leírhatta, hogy a háztartások megtakarítási döntése az abszolút likviditás (pénz) és a hosszú lejáratú, fix kamatozású államkötvény közötti választásra korlátozódik, ma – de a fejlett gazdaságokban már 40–50 éve – nem így van. A választható eszközök köre széles, sőt szélesedő, hiszen újabb és újabb pénzügyi innovációk jelennek meg. A másik változás: a befektetési döntések nagy részét a háztartások helyett, de a nevükben és a javukra eljárva, intézményi befektetők (nyugdíjalapok, biztosítók, befektetési alapok stb.) hozzák meg.

A pénzügyi eszközök megnevezésére használt angolszász terminológia: *financial assets*, aminek magyar fordítása finanszírozási eszközök lehet. A kifejezés arra utal, hogy számviteli értelemben vállalati forrásokról, kötvényekről és részvényekről beszélünk. Az utóbbi évtizedekben e tekintetben is változott a kép: egyre dominánsabbakká váltak a *származtatott* pénzügyi eszközök (derivatívok) piacai, amelyeknek csupán mögöttes terméke a hagyományos részvény vagy kötvény, illetve reáljavak (nyersanyagok, mezőgazdasági termékek, nemesfémek). A nagy változatosság gyakran a bonyolultságot, a transzparencia hiányát hozta, hozza magával, ezt kerülendő mondandónkat a finanszírozási eszközökre szűkítjük. A háztartások befektetési döntése nem korlátozódik az akár szűken, akár tágan értelmezett pénzügyi jellegű eszközökre, ide sorolhatóak a tartós javak is. Ezek közül a szakirodalom kiemelt szerepet szán az ingatlanoknak, elsősorban a lakóingatlan-piacok tendenciáinak.

A gazdasági szereplők vagyoni döntése több keretben elemezhető. A *Markowitz-féle elmélet* alapján az eszközök várható hozamai és kockázatai alapján választanak portfóliót a befektetők, még hozzá hatékonyat abban az értelemben, hogy adott kockázathoz maximális hozamot rendelnek. Ha a piaci szereplők racionálisak, és teljesül néhány működési feltétel, akkor a pénzügyi eszközök helyesen árazottak lesznek. A hatékony piacok elmélete szerint a befektetők nem képesek tartósan „legyőzni a piacot”, mert a piaci árakat alakító új információk gyorsan beépülnek az árakba.

Egy másik megközelítés szerint a háztartások életpálya-hasznosságot maximalizálnak, így a befektetési eszközök áralakulása szorosan összekapcsolódik a fogyasztási döntéssel és a fogyasztói árszínvonal alakulásával. Az intuitív érvelés könnyen megérthető: a részvénytársaságok fogyasztási cikkeket árulnak, nyereségük, így részvényeik értéke a termékek jövőbeli eladási árának függvénye; megfordítva: amikor a háztartások részvényt vesznek, azzal valójában jövőbeli fogyasztást vesznek, azaz a befektetéseik értéke nem más, mint jövőbeli fogyasztásuk jelentéértéke. E gondolatmenet alapján *Alchain* és *Klein* 1973-as (!) cikkükben egy új, az eszközárakat magába foglaló inflációs mérték mellett érvelnek [Alchain–Klein 1973]. Ha az eszközöket

hatékonyan árazza a piac, akkor áremelkedésük jövőbeli fogyasztói inflációt jelez: ez talán a legrégebbi érv az eszközárak targetálása mellett.

## 2.2. AZ ESZKÖZÁRAK SZEREPE A TRANZMISSZIÓS MECHANIZMUSBAN

A kurrens monetáris politika operatív eszköze valamilyen rövid lejáratú jegybanki adósságinstrumentum kamatlába. A jegybank és a kereskedelmi bankok finanszírozási kapcsolatán keresztül az alapkamat változtatásának hatása megjelenik az üzleti bankok aktív és passzív eszközeinek, azaz hiteleinek és betéteinek kamatlábaiban, valamint erőteljesen a rövid, gyengén a hosszú lejáratú, államadósságot finanszírozó papírok hozamaiban. Az adósság típusú eszközök átárazódása hatással van a fogyasztási (magán- és állami), valamint beruházási döntésekre. Röviden így foglалható össze a kamattranszmisszió lényege. Látható: bár rövid lejáratú, hitelviszonyt megtestesítő pénzügyi eszközökből indulunk, a folyamat során eljuthatunk hosszabb lejáratokhoz és más típusú instrumentumokhoz is.

Mishkin [2007c] a részvényárfolyamokon, ingatlanárakon és a valutaárfolyamon keresztül érvényesülő hatásokat foglalja össze, nála a kiindulópont nem a kamatláb vagy a monetáris bázis, hanem általánosabban a monetáris lazítás vagy szigorítás. A lazítás kamatcsökkentésnek vagy a monetáris bázis növelésének feleltethető meg. Egyszerű modellkeretben lényegtelen a kiindulópont, mert a kamatláb és a pénztömeg nagysága egyszerre, de ellentétes irányban változik. Azonban a monetáris politikai gyakorlat megváltozása a 80-as években – azaz a monetáris aggregátumok háttérbe szorulása – és az elméleti hozzájárulások árnyalják a képet. Anélkül azonban, hogy ebbe a témakörbe részletesen belemennénk, az eszközár-transzmisszió bemutatható. A következő bekezdésekben a kiindulópontunk a jegybanki alapkamat csökkentése (monetáris lazítás) lesz.

A jegybanki alapkamat csökkentésével a részvények relatív hozama emelkedik, vonzóbbakká válnak. A bekövetkező részvényár-emelkedés a háztartásoknál vagyonnövekedést jelent, ami fogyasztásnövekedéshez vezethet. *Ludvigson, Steindel és Lettau* [2002] az Egyesült Államok adataival tesztelik ezt a hipotézist: úgy találják, az eszközárak vagyontársa a fogyasztói döntésekben kicsi szerepet játszik, sőt a folyamat kiindulópontját (alapkamat-változás → eszközár-változás) is kétségbe vonják, fordított viszonyt tételeznek föl. Eszerint a kamatváltozást kiváltó inflációs dinamika változtatja meg az eszközárakat, illetve erősebb hatása van rájuk, mint a magának a jegybanki lépésnek. Mindenesetre a vagyónváltozás és a fogyasztás közötti kapcsolat a tanulmány alapján nem vonható kétségbe, de mértéke nem tűnik meggyőzőnek. *Bohl, Siklos és Sondermann* [2007] az Európai Központi Bank nem anticipált kamatdöntéseinek hatását vizsgálják az európai részvénytőzsdéken. Úgy találják, a nem várt kamatlábváltozásoknak erőteljes negatív hatása van a részvényárfolyamokra, azaz például egy váratlan kamatemelés következtében árfolyamesés mutatható ki. Vizsgálatuk fordítottan is értelmezhető: a részvénytőzsdéi reakciók segítségével eldönthető a kamatlépésekről azok várt vagy nem várt volta. Ennek alapján az ECB 1999 és 2007 közötti kamatdöntései közül – amelyeket havonta kétszer hoztak meg – 14 és 19 közötti volt váratlan a piaci szereplők előtt. *Kholodilin, Montagnoli, Napolitano és Siliverstovs* [2009] szektorokra bontva vizsgálják az ECB kamatdöntéseinek hatását.

A korábbi eredményt megerősítik, eszerint egy 25 bázispontos kamatemelés (csökkentés) átlagban 1 százalékkal csökkenti (emeli) a részvényárfolyamokat. A reakciók azonban szektoronként különbözőek: a fogyasztói szolgáltatásokat nyújtó cégek papírjai reagálnak a leggyengébben (0,3 százalékos elmozdulás), míg a telekommunikációs cégeké legerősebben (2 százalék). A tanulmány nem keresi az okokat a szektorok közötti különbségek mögött, valójában nehéz is lenne találni. Az eredményeket böngészve két dolog szembeötlő: míg a fogyasztói szolgáltatók papírjai gyengén reagálnak a jegybanki alapkamat elmozdulására, addig a fogyasztói javakat előállító cégek részvényárfolyamainak reakciója a második legerősebb. A másik dolog: a pénzügyi szektorbeli cégek árfolyam-reakciója feltűnően gyenge. E kétséges eredmények az egész vizsgálatot megkérdőjelezhetik.

Magyarországot vizsgálva *Rezessy* [2005] az alapkamat-változás és a részvényindex között nem talál szignifikáns kapcsolatot még jelentős piaci hatékonyságot – 2 nap reakcióidőt a jegybanki döntést követően – feltételezve sem. *Vonnák* [2006] érvelése szerint a magyar háztartások csekély részvénytulajdona miatt nem számíthatunk jelentős vagyonhatásra. A bemutatott gondolatok a következőkkel egészíthetők ki. A háztartások a részvényvagyonuk nagy részét nem közvetlenül birtokolják, nyugdíj- és egyéb biztosítási tartalékaikat intézmények kezelik. Következésképp nem feltétlenül érzékelik az árfolyamok megváltozását, illetve meglévő vagyonukat nem használhatják hitelfölvételi fedezetként, ami akár jelentős piaci áremelkedés esetén is kizárja a fogyasztásnövekedést. Azaz a vagyonhatás meg nem léte piaci tökéletlenségekkel (információs aszimmetria a vagyonnagyságot illetően és hitelfölvételi korlát) indokolható.

A részvényárfolyamok változása több csatornán keresztül hathat a vállalati döntésekre. A *Tobin-féle q-modell* szerint, ha a részvényárfolyamok alapján adódó vállalati érték magasabb, mint a vállalat eszközeinek újraberzerzési értéke – ekkor a *q* mutató nagyobb 1-nél –, a vállalatok könnyen tudják beruházásaikat tőkeemeléssel finanszírozni. Ennek alapján, ha a lazuló monetáris kondíciók következtében a részvényárfolyamok emelkednek, a beruházások növekedésére számíthatunk [Mishkin 2007b]. A másik hatás a vállalatok növekvő hitelképességén keresztül érvényesül: a részvényárfolyamok emelkedése a cégek nettó értékét növeli, azaz magasabb lesz a hitelek mögé állítható fedezet. A többelhiteleken keresztül beruházások finanszírozhatóak. Bár az előző érvelés logikus, véleményem szerint egy ponton nem állja meg a helyét: a vállalatok nettó piaci értéke nem megfelelő hitelfedezet, mert egy esetleges fizetésképtelenség esetén azonnal megszűnik. Az adósság mögé a gyakorlatban csak piacósítható vállalati eszközök állíthatóak (gépek, ingatlanok). A vállalatfinanszírozás választásos elmélete szerint is azok a cégek képesek csak növelni tőkeáttételüket, amelyek fizikailag jól megragadható eszközökkel rendelkeznek [Krénusz 2007].

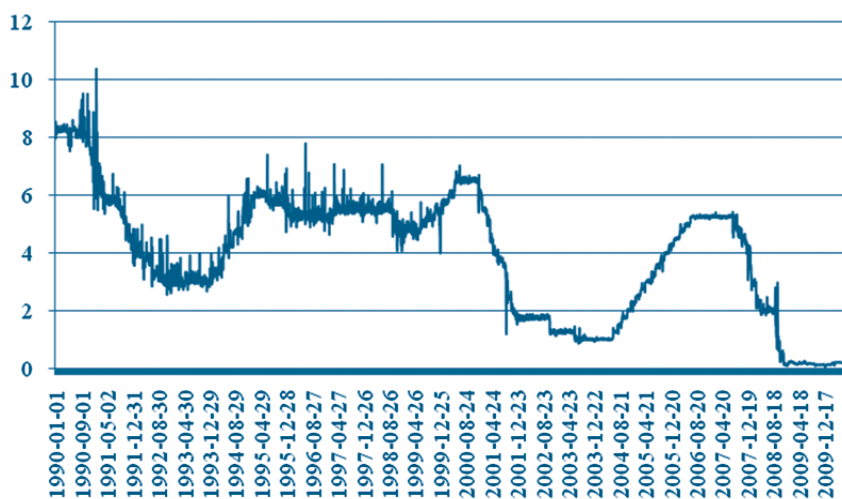
Az előbbieket két közelmúltbeli eseménysorozattal illusztrálhatók. A kilencvenes évek közepétől az amerikai internetes cégek részvényárfolyamai szárnyaltak, az úgynevezett dotcom-lufi 2000 márciusában pukkant ki. A részvényárfolyam-emelkedést a cégek jövőbeli növekedésébe vetett hit táplálta – ha fundamentális okot keresünk, csak ezt mondhatjuk. A cégek pillanatnyi – adott piaci részesedést, és az ebből számítható cash flow-t konstansnak tekintő – pozíciójából számítható érték jelentősen kisebb volt, mint a részvényárfolyamokból adódó. A köztük lévő különbséget tekintették a növekedési lehetőségek jelenértékének. Az árfolyamok összeesésével ez az



érték tűnt el. Abból a tényből, hogy az internetes cégek nem adósdok el jelentősen, arra következtethetünk, hogy nehezen juthattak volna banki vagy kötvénypiaci finanszírozáshoz. A vállalatfinanszírozás hierarchiaelméletének értelmében ugyanis [Krénuusz 2007] a növekedés finanszírozásához a logikus választás a hitelfelvétel lett volna: ezek a sokszor forradalmian új cégek nyilván próbáltak minél kevesebb belső információt megosztani a külvilággal, ekkor a hitelfelvétel jobb választás a részvénykibocsátásnál. (Belső forrás, azaz visszaforgatott nyereség, ami a hierarchia-elmélet szerint a legjobb választás, a cégek tényleges méreténél fogva nem jöhetett szóba.)

A másik példa a 2007-ben kezdődő válságot kirobbantó eseménysorozat. Az amerikai ingatlanvásárlásokat lehetett hitelből finanszírozni, mert azok elvileg fedezetet jelentettek. A saját tőke kezdetben kicsi volt, később – az ingatlanár-emelkedés folytatódásában reménykedve – negatívvá vált. Ebben az esetben a választásos elmélet tökéletesen működött.

Fontos megjegyezni: a két eseményt sokak szerint a Fed monetáris politikája kapcsolja össze (1. ábra). A dotcom piac összeomlásához részben a növekvő jegybanki kamatláb járult hozzá. Miután a Fed 2001-ben kamatcsökkentésbe kezdett, az egyre olcsóbbá váló finanszírozáson keresztül elkezdett fölfújódni az ingatlanár-lufi. Az ártrend megfordulásához pedig a kamatok emelése járult hozzá 2004-től [Király–Nagy–Szabó 2008].



Forrás: Federal Reserve, Economic research and data. (letöltés: 2010. augusztus 12.)

1ábra. A Fed-alapkamatláb alakulása, 1990–2010 (százalék)

### 2.3. A MONETÁRIS AGGREGÁTUMOK ÉS AZ ESZKÖZÁRAK

A bevezető pénzügyi kurzusok egyik alapvető és könnyen érthető összefüggése a *Fisher-féle forgalmi egyenlet*, amely a pénz mennyisége és annak forgási sebessége (monetáris oldal) valamint a piaci tranzakciók (áruárak és -mennyiségek; reálgaz-

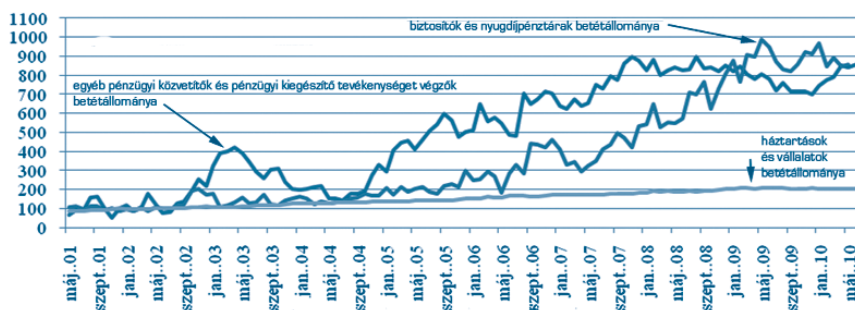
daság) között teremt kapcsolatot. A Fisher-egyenlet ex post azonosság, minden gazdasági periódus lezárultával teljesül. A forgalmi jelleg a pénz *tranzakciós funkcióját* emeli ki, az összefüggés más változataiban – mennyiségi egyenlet, Cambridge-formula – a pénz *felhalmozási funkciója* válik hangsúlyossá. Függetlenül attól, hogy a pénzkeresletet forgalmi vagy felhalmozási szempontból vizsgáljuk, az összefüggések egyik oldalán mindig a reálgazdaság van.

A fejlett gazdaságokban a háztartások vagyonának jelentős részét intézményi befektetők kezelik. Az a pénzmennyiség, amely a befektetési alapok, nyugdíjpénztárak, biztosítók stb. tulajdonában van, nem a reálgazdasággal áll szemben, így hibát követünk el, ha valamelyik pénzforgalmi azonosságot a teljes pénzmennyiségen keresztül próbáljuk rekonstruálni. A Fisher-egyenlet a pénzügyi eszközök piacán is értelmezhető, megragadható a pénzügyi tranzakciók nagysága, adott a különféle befektetési lehetőségek mennyisége – például a kibocsátott és/vagy tőzsdén jegyzett papírok darabszáma – és árfolyama. Az egyenletnek ex post azonosságként teljesülnie kell.

Congdon [2006] az Egyesült Királyság intézményi befektetőit elemezve megállapítja: azok likvid eszközállománya a teljes kezelt vagyon nagyságához viszonyítva évtizedeken keresztül stabilitást mutat. Ebből következően, ha pótlólagos pénz érkezik a rendszerbe – például nyugdíjpénztári befizetéseken vagy biztosítási díjakon keresztül – azt a befektetők, az adott likviditási rátát szem előtt tartva, el akarják költeni. Mivel azonban a befektetői kör viszonylag zárt, és a választható eszközök mennyisége adott, csak úgy térhetnek vissza az eredeti arányhoz, ha az eszközárak emelkednek. Hasonló folyamat zajlik le, mint azokban a magyarázatokban, amelyek a pénzmennyiség növekedésével, a forgási sebesség stabilitásával és a gazdasági szereplők stabil reálegyenleg-keresletével indokolják az ár vagy árszint emelkedését. Hasonló érveléssel magyarázza a pénzügyi eszközök piacán kialakuló áremelkedéseket és áreséseket Pepper és Oliver [2006].

Bár a fenti magyarázat szellemes és könnyen megérthető, véleményem szerint túlzottan leegyszerűsít és félrevezet. Nem keres választ ugyanis arra a kérdésre, miért is növekszik meg a pénzmennyiség a befektetési piacokon. Congdon [2006] kimutatja, hogy az Egyesült Királyságban az intézményi befektetőkre jutó pénzmennyiség növekedési üteme és a növekedési ütem volatilitása sokszorosan meghaladja a háztartások és a pénzügyi közvetítésben részt nem vevő vállalatok pénzmennyiségének hasonló adatait. A Magyar Nemzeti Bank elérhető statisztikáiból ugyanez derül ki a 2001 és 2010 közötti időszakra a magyar gazdaságra (2. ábra). Az intézményi befektetések hosszú távon bekövetkező növekedésének több fundamentális okát is felsorolhatjuk. A háztartások az életciklus-elméletek alapján előbb megtakarítanak, majd idősebb korukban fölélik (elfogyasztják) megtakarításukat. A háztartási megtakarítás lehet önkéntes, de jogszabály is kötelezheti a gazdasági szereplőket jövedelmük bizonyos részének megtartására. Tőkefedezeti típusú nyugdíjrendszerek esetén a magánnyugdíjpénztári befizetések évtizedeken keresztül meghaladhatják a kifizetéseket. Mindaddig, amíg a ki- és befizetések egyensúlya ki nem alakul, a pénztárak hosszú távon nettó vásárlók a részvény- és kötvénypiacokon, folyamatosan fölfelé nyomva az ottani árakat. Természetesen nem kizárt a rövid távú nettó eladói pozíció – kisebb-nagyobb részvénytőzsi válságoknál –, de az a trendet nem törli meg. Magyarországon a bankbetétet képest alternatív megtakarítási formák csak a 90-es években jelenhettek meg, és nagyon lassan tettek szert komolyabb piaci részesedésre.

A biztosítók és befektetési alapok által kezelt vagyon nagysága folyamatosan növekszik, és megfelel azoknak a fundamentális változásoknak, amelyek egy feltörekvő gazdaságban várhatóak. Hasonló változások mutathatók ki a többi közép-kelet-európai gazdaságban is. Az itt nem teljes körűen felsorolt okok állnak az intézményi befektetők által kezelt pénzmennyiség megnövekedése mögött.



Forrás: MNB, Monetáris és egyéb mérlegstatisztikák. (letöltés: 2010. augusztus 12.)

2. ábra. Az egyes szektorok betétállománya 2001. május–2010. június (2001. december =100)

Hasonló gondolatmenet alapján elemzi Takáts [2010] a fejlett és feltörekvő gazdaságokban a demográfiai változások eszközárakra gyakorolt hosszú távú hatását. Hipotézise szerint az idősödő társadalmakban a vagyonfelélés negatív hatást gyakorol mind az ingatlanárakra, mind a részvényárfolyamokra. A 22 ország adatainak elvégzett ökonometriai becslés megerősíti a feltevést. Mindez persze, ha helyes a becslés, akkor sem jelenti azt, hogy az eszközárak az elkövetkező évtizedekben csökkenni fognak, csak annyit, hogy dinamikájukra csökkentőleg hatnak a népesedési folyamatok.

Mindezeket a gondolatokat azért érdemes közölni, hogy lássuk: az eszközárak likviditási elmélete tendenciájában nem ragadja meg a lényegét. A pénz és a pénzmennyiség csupán médium a részvény- és ingatlanpiacokon, az áremelkedések és áresések trendjeinek mögöttes okai összetettek.

A rövid távú eszközár-alakulás vizsgálatánál ugyanakkor a monetáris elmélet jó kiindulópont lehet. Az előző szakasz végén már utaltam az amerikai jelzálogpiaci válságra: az ott lezajlott események nem példa nélküliek a gazdaságtörténetben. Az eszközár-fölfújódáshoz szükséges vásárlóerőt különböző típusú hitelek biztosíthatják, amelyet nem feltétlenül bankok nyújtanak. A kereskedelmi bankok pénzteremtéssel nyújtanak hitelt, kockázatkezelési eljárásaik elvileg biztosítják a vissza nem fizetés, ezáltal a bankcsőd minimalizálását. A hosszabb-rövidebb lefutású eszközár-lufik mögött azonban nem csak bankhitelek állhatnak. A befektetők a különféle kereskedési rendszerek segítségével képesek bankhitel nélküli tőkeáttételes pozíció kialakítására is. A határidős ügyletek vagy a napon belüli, ún. *technikai daytrade ügyletek* hatásukban pont olyanok, mintha pénzt teremtettek volna, tényleges bankszámla-likviditás azonban nem keletkezett. Statisztikailag roppant nehéz megfogni, megmérni ezeket a pozíciókat, általában csak a hatásukat tudjuk szemlélni. A dolgozatnak nem is célja erre az útra terelni a tárgyalást, de a Pepper és Oliver [2006] által felhozott

gondolat e ponton kiegészíthető: a nem fundamentális eszközár-emelkedés mögött a derivatív technológiának „köszönhetően” nem mutatható ki pénzmennyiség-növekedés. Ez pedig mindenképpen kizárja a monetáris politika hagyományos, piaci alapú beavatkozását akár a monetáris bázis, akár a kamatszint változtatásán keresztül. A lufik kipukkanásakor azonban szükség lehet pótlólagos likviditás teremtésére: amikor hirtelen fel kell számolni, le kell zárni a határidős pozíciókat, tulajdonosaiknak a pénzigénye egyszerre nő meg. Kiépítésükhöz nem volt szükség likviditásra, lezárásukhoz nagy szükség van rá, és amint arra a különféle pénzügyi válságok rámutatnak, ilyen szituációkban a jegybank szerepe megkerülhetetlen.

#### 2.4. A MONETÁRIS POLITIKA LEHETSÉGES SZEREPE

Két jól elkülöníthető álláspont alakult ki ebben a kérdésben. Az egyik szerint a monetáris politikának csak olyan mértékben kell figyelembe vennie a pénzügyi egyensúlytalanságokat, amilyen mértékben azok végső célját veszélyeztetik. A másik álláspont szerint még akkor is figyelni kell a felhalmozódó kockázatokra, ha azok látszólag nincsenek ellentmondásban az inflációs céllal, hiszen a monetáris politika előrejelzési horizontja jóval rövidebb lehet annál az időtávnál, amelyen a kockázatok felépülnek és materializálódnak. A gazdaságtörténetben nem példa nélkül való az eszközár-dinamikára, annak fellendülő szakaszában adott jegybanki válasz. *Bernanke* egy 2004-es beszédében idézte fel azt a momentumot, amikor 1928-ban a Fed a túlzottnak vélt tőzsdei emelkedésre kamatemeléssel reagált [Bernanke 2004]. A döntés indoklása szerint meg akarták akadályozni a spekulatív célú hitelfölvételeket. *Anna Schwartz* és *Milton Friedman* [1963] ezt a lépést tartják a nagy válság egyik alapvető monetáris okozójának, mert a sorozatos kamatemelések már 1929 augusztusában, tehát két hónappal a tőzsdei krach előtt kimutathatóan visszavetették a reálgazdasági teljesítményt. Annak ellenére, hogy ez az esemény erős érvként szolgálhatna a monetáris politika pénzügyi piaci aktivizálása ellen, a legfrissebb irodalmakban nem találok említésével. (Bernanke beszédének lényege nem az eszközár-problematika tárgyalása volt, a nagy válság lehetséges okait próbálta föltárni.)

*Pepper* és *Oliver* [2006] azt a korszakot idézik föl, amikor 1976 és 1985 között a brit gazdaságpolitika az úgynevezett túlfínanszírozással próbálta a pénzmennyiséget kordában tartani. A művelet lényege az állam finanszírozási igényét meghaladó hosszú lejáratú kötvénykibocsátás, amely szerintük alkalmas lehetne jelenleg is a pénzügyi piacok befolyásolására: az elérhető eszközök száma nőne, ugyanakkor az eszközvásárlásra fordítható pénzösszeg (pénztömeg) csökkenne.

Korábban említettem egy másik érvet, amely a teljes monetáris politikai stratégiát változtatná meg: eszerint az eszközárak és a fogyasztói árszint nem választhatóak el egymástól, a helyes inflációs mérték a kettő valamilyen kombinációja. A jelenleg célzott árindexek a pillanatnyi fogyasztói jólétet befolyásolják, miközben a fogyasztók életpálya-hasznosságot maximalizálnak. Ezért helyes lenne teljes fogyasztási pályájuk költségét célozni. *Vickers* [2000] szerint azonban a legtöbb, amit a monetáris politika tehet és elérhet, a mindenkori pénz és fogyasztási cikkek (fogyasztói kosár) közötti átváltási arány stabilizálása. Az életpálya-hasznosság maximalizálásához szükséges intertemporális csere ugyanis létezik, de a gazdasági szereplők nem két külön-

böző időpontbeli árut vagy árukosarat cserélnek el egymásra, hanem a két időpont között valamilyen nem fogyasztási eszközben tartják a vagyonukat. Így közvetlen árucseré nem létezik, mindig pénzt cserélnek árura, ezért a monetáris politika feladata a cserearány stabilitásának garantálása kell legyen. Az érvelésből kimaradt egy fontos mozzanat: a pénz és a vagyontartási eszköz közötti mindenkori cserearányra való utalás. Hiába garantálja ugyanis a monetáris politika a fogyasztói kosár árszintjét vagy annak adott mértékű változását, ha közben a vagyontartási eszköz erőteljesen leértékelődik. Felvetődik: miért nem érvel Vickers a pénztartás mellett? A makrogazdaság szempontjából valószínűleg katasztrofális következményekkel járna, ha a fogyasztók kizárólag pénzt, különösen jegybankpénzt tartanának, de a fenti gondolatmenetbe „belefér”.

Egy másik ellenérv szerint [Vickers 2000] a fogyasztói árindex egy bizonyos árukosár árváltozását méri, az átlagos fogyasztóhoz próbálják igazítani. Mivel átlagos fogyasztó nem létezik, ezért a gazdasági szereplők valójában más-más mértékű inflációt tapasztalnak. Az Alchain és Klein szerzőpáros által javasolt mérték fölerősíti ezt a problémát, mert több időszakon keresztül a gazdasági szereplők közötti különbségek nagyobbak lesznek. További gondot jelent az árindexet meghatározó eszközök kiválasztása, és magának a mértéknek a megalkotása.

*Disyatat* [2005] olyan modellt alkot, amelynek keretein belül az eszközár-célzást támogató és az azt elutasító álláspontok összevethetőek. A modell alapvető szerkezete abban tér el a hagyományos Taylor-szabályt megalapozó modellektől, hogy a Phillips-görbén és az aggregált keresleti egyenleten kívül figyelembe vesz egy eszközár-dinamikát és a háztartások eladósodásának dinamikáját leíró összefüggést. Mind az eszközárakat, mind a háztartások adósságállományát pozitív irányba befolyásolják az output-kilátások és negatív irányban a fennálló reálkamatláb. Az eszközár-alakulásban nem fundamentális tényezők is szerepet játszanak. A háztartások adósságállományát az emelkedő eszközárak növelik.

A modellben a jegybank eszköze a nominális kamatláb, ennek különböző pályái mellett *inflációs és output gap előrejelzést készít*, majd azt a kamatláb-pályát választja, amely mentén a feltételes előrejelzések minimalizálják a végtelen időhorizonton számított veszteségfüggvényt. A levezethető reakciófüggvényben megjelennek az eszközárakat meghatározó nem fundamentális komponensek: ennek azonban nem az az oka, hogy a monetáris politika az eszközár-pályát is targetálja, hanem az, hogy ezek a komponensek segítenek az output és az infláció előrejelzésében. Az eszközár-összetevők azonban csak az instrumentumpálya meghatározásában játszanak szerepet, a targetálási szabályban nem bukkannak föl. Azaz a modell nem képes megragadni a pénzügyi stabilitás és az output-stabilitás közötti kapcsolatot, átváltást.

A modell megragadja viszont annak lehetőségét, hogy a monetáris politika inflációs előrejelzésében szerepet kapjanak diszkrét döntési elemek, tehát például a döntéshozó fokozódó aggodalma, hogy egy esetleges eszközár-boom inflációs nyomáshoz vezethet. A probléma ezzel a lehetőséggel az, hogy nincs analitikus háttere a tárgyalt modellen belül, és megoldást a következők miatt nehéz találni:

- az eszközár-pálya előrejelzésében a nehézséget a fundamentális és nem fundamentális tényezők elválasztása jelenti;
- nem tisztázott a jegybanki instrumentum és az eszközárak közötti kapcsolat;
- a gazdasági szereplőknek nehéz „megtanítani” a megváltozott modellt.



Véleményem szerint a harmadik pont jelenti a legsúlyosabb problémát. Ha a jegybank ugyanis úgy véli, hogy reagálnia kell például a túlzott mértékűnek tartott eszközár-emelkedésre, akkor olyan időben kell meghúznia a féket (kamatot emelnie), amikor azt a „hagyományos” modell nem teszi indokolttá. Egy indokolatlannak gondolt kamatemelés alááshatja a monetáris politika addigi hitelességét. Korábban említettem a Fed 1928-as lépését, amely éppen a tőzsdei szárnyalást próbálta visszafogni, úgy vélvén, az fundamentálisan nem megalapozott. A fentiek alapján az 1929-es összeomlás oka lehetett, hogy a gazdasági szereplők félreértették, illetve nem értették meg a jegybankot.

A legtöbb ajánlás szerint tehát a pénzügyi eszközök piaci csak információs forrással szolgálhatnak a monetáris politika számára, célzottan befolyásolni az ottani folyamatokat nem érdemes, nem szabad vagy egyenesen veszélyes. Az információ-hasznosítás problémájára *Vickers* [2000] hoz szellemes példát: egy csökkenő spot hozamgörbe csökkenő inflációs várakozásokat takarhat, abban az esetben, ha valaki az inflációs várakozásokkal magyarázza a hozamgörbe alakját. A magyarázat lehet ugyanis más, például a hozamgörbe alakjába beleláthatjuk a „piac” országgockázati vagy régiós kockázati megítélését anélkül, hogy bármilyen következtetést levonnánk a jövőbeli inflációra vonatkozóan. Azaz: a megfigyelt piaci adatok és a monetáris politika cél- vagy eszközváltozója közötti kapcsolat gyakran modellezési filozófia kérdése, erősebben fogalmazva hitkérdés.

## ÖSSZEFOGLALÁS HELYETT

Mivel az előbbieken alapvetően irodalmi hozzájárulásokat mutattam be, ezért azok újbóli összefoglalása fölösleges. A feltörekvő gazdaságok monetáris politikájának tárgyalása nyitott kérdés maradt, a leírtak alapvetően a fejlett országokra vonatkoznak. A globális egyensúlytalanságok a fejlett világ és a korábban perifériának nevezett, ma dinamikus felzárkózást mutató régiók közötti pénzügyi feszültségeket jelentik. E témakör bemutatása fogja integrálni a lehetséges monetáris stratégiákat.

## IRODALOM

- Alchain, A. A. – Klein B. (1973): On a Correct Measure of Inflation. *Journal of Money, Credit and Banking* Vol. 5., No. 1.: 173–191.
- Bernanke, B. (2004): *Money, Gold and the Great Depression. Remarks at the H. Parker Willis Lecture in Economic Policy.* [http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403\\_022/default.htm](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403_022/default.htm) (Letöltés: 2010. augusztus 13.)
- Bohl, M. T.– Siklos, P. L.–Sondermann, P. (2007): *Shocking Markets: European Stock Markets and the ECB's Monetary Policy Surprises.* [http://www.norges-bank.no/upload/62930/bohl\\_siklos\\_sondermann\\_paper.pdf](http://www.norges-bank.no/upload/62930/bohl_siklos_sondermann_paper.pdf) (Letöltés: 2010. augusztus 2.)
- Borio, C.–Furfine, C.–Lowe, P. (2001): Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options. *BIS Papers* No. 1.

- Borio, C. (2007): Change and Constancy in the Financial System: Implications for Financial Distress and Policy. *BIS Working Papers* No. 237.
- Congdon, T. (2006): Money, Asset Prices and the Boom-Bust Cycles in the UK: An Analysis of the Transmission Mechanism from Money to Macro-Economic Outcomes. In: Matthews, K.-Booth, P. John (szerk.) *Issues in Monetary Policy. The Relationship between Money and Financial Markets*. Wiley & Sons, Ltd.
- Disyatat, P. (2005): Inflation Targeting, Asset Prices and Financial Imbalances: Conceptualizing the Debate. *BIS Working Papers* No. 168.
- Friedman, M. (1973): A monetáris politika szerepe. In: Riesz, M. (szerk.) *Infláció, munkanélküliség, monetarizmus*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó.
- Giannini, C. (1995): Money, Trust, and Central Banking. *Journal of Economics and Business*. Vol. 47., No. 2.: 217–237
- Jonas, J.-Mishkin, F. S. (2007): Inflation Targeting in Transition Economies: Experience and Prospects. In: Mishkin, F. S. (szerk.) *Monetary Policy Strategy*. The MIT Press.
- Kholodilin, K.-Montagnoli, A.-Napolitano, O.-Siliverstovs, B. (2009): Assessing the Impact of the ECB's Monetary Policy on the Stock Markets: A Sectoral View. *Economics Letters*. Vol. 105., No. 3.: 211–213.
- Király, J.- Nagy, M.- Szabó, E. V. (2008): Egy különleges eseménysorozat elemzése: a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei. *Közgazdasági Szemle*. Vol. 55., No. 7–8.: 573–621.
- Krénusz, Á. (2007): *A vállalati tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek új modellje és annak vizsgálata Magyarország példáján*. Ph.D. értekezés. [http://phd.lib.uni-corvinus.hu/234/1/krenusz\\_agota.pdf](http://phd.lib.uni-corvinus.hu/234/1/krenusz_agota.pdf) (Letöltés: 2010. augusztus 2.)
- Kiyotaki, N.-Wright, R. (1989): On Money as Medium of Exchange. *Journal of Political Economy*. Vol. 97. No. 4.: 927–954.
- Ludvigson, S.-Steindel, C.-Lettau, M. (2002): Monetary Policy Transmission through the Consumption-Wealth Channel. *Economic Policy Review*. 2002. május: 117–133.
- Mishkin, F. S. (2007a): Fundamental Issues in the Conduct of Monetary Policy. In: Mishkin, F. S. (szerk.) *Monetary Policy Strategy*. The MIT Press.
- Mishkin, F. S. (2007b): Inflation Targeting in Emerging Market Countries, In: Mishkin, F. S. (szerk.) *Monetary Policy Strategy*. The MIT Press.
- Mishkin, F. S. (2007c): The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy. In: Mishkin, F. S. (szerk.) *Monetary Policy Strategy*. The MIT Press.
- Pepper, G. T.-Oliver, M. J. (2006): Money, Bubbles and Crashes: Should a Central Bank Target Asset Prices? In: Matthews, K. – Booth, P. John (szerk.) *Issues in Monetary Policy. The Relationship between Money and Financial Markets*. Wiley & Sons, Ltd.
- Polányi, K. (1957): A pénzhasználati módok szemantikája. In: Bánfi T. (szerk.) *Fejezetek a magyar pénzelmélet-pénzügytörténeti irodalomból*. Tanszék Kft. 2001.
- Rezessy, A. (2005): Estimating the immediate impact of monetary policy shocks on the exchange rate and other asset prices in Hungary. *MNB Occasional Papers*. No. 38.

- Rochet, J. C. (2008): Why Are There So Many Banking Crisis? In: Rochet, J. C. (szerk.) *Why Are There So Many Banking Crisis?* Princeton University Press.
- Schwartz, A.-Friedman, M. (1963): *A Monetary History of the U.S. (1867–1960)*. Princeton University Press.
- Takáts, E. (2010): Ageing and Asset Prices. *BIS Working Papers*. No. 318.
- Vickers, J. (2000): Monetary Policy and Asset Prices. *Manchester School*, Vol. 68. Melléklet: 1–22.
- Vonnák, B. (2006): A magyarországi transzmissziós mechanizmus fő jellemzői. *Közgazdasági Szemle*. Vol. 53., No. 12.: 1155–1177.