

## **Mihálovits Zsolt- Tapaszi Attila- Veres István:**

### **Vékony mezsgyén az amerikai monetáris politika**

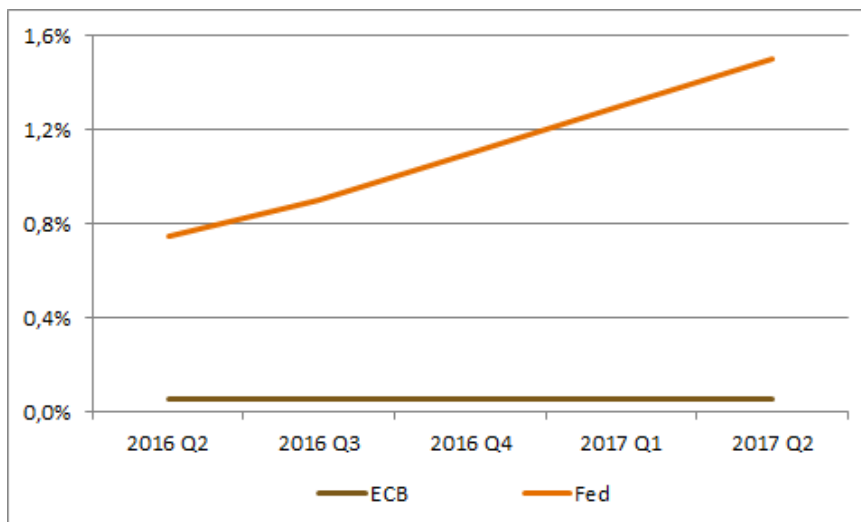
*2016 eddigi piaci eseményeit három, 2015-ben kibontakozó globális gazdasági trend reálgazdasági és pénzügyi következményei határozták meg. A kínai gazdaságpolitika fókuszának eltolódása egy hosszabb távon fenntartható növekedési pálya felé, ami egyúttal alacsonyabb növekedést is eredményez, az energia- és nyersanyag árak csökkenése, és az Egyesült Államok monetáris politikájának szigorodása. Ráadásul amellet, hogy a vártnál alacsonyabb növekedési környezettel kell számolni, a helyzetet tovább terhelik a lefelé mutató kockázatok, mint Kína esetleges még lassabb növekedése a jelentős adósságállomány előbb-utóbb szükségszerűvé váló leépülésének ciklust erősítő hatása miatt, a feltörekvő piaci vállalati mérlegek sérülékenysége a túlzott dollár eladósodás miatt, a különböző geopolitikai konfliktusok, illetve általában a befektetői kockázatkerülés növekedése. A következőkben a Fed monetáris szigorítási pályájának globális csatornáit, illetve az ebből fakadó korlátait szeretnénk röviden áttekinteni, rámutatva a jelenlegi keretrendszerben levő néha feloldhatatlannak tűnő problémákra.*

#### **Trendek és kockázatok**

2015 folyamán három olyan - egymástól nem független és egymásra visszaható - gazdasági trend kibontakozását, illetve megerősödését tapasztaltuk, amelyek következményei várhatóan jelentős hatással lesznek 2016-ban is a globális reálgazdasági és pénzügyi piaci folyamatokra. A kínai gazdaságpolitika fókuszának elkerülhetetlen eltolódása egy hosszabb távon fenntartható növekedési pálya felé alacsonyabb növekedést eredményez, amely Kína jelentős súlya miatt közvetlenül negatívan befolyásolja a globális aggregált keresletet. A növekedés visszaesése, illetve a gazdaság struktúrájának átalakulása a nyersanyagok iránti kereslet visszaesését hozta, ami részben magyarázza a második jelentős trend kialakulását, nevezetesen az energia- és nyersanyag árak csökkenését. Azért csak részben, mert az energiaárak esését nemcsak keresleti, hanem kínálati tényezők is magyarázzák. A harmadik – és témánk szempontjából fontos – nagy hatású változás pedig az Egyesült Államok monetáris politikájának változása, amelynek globális hatásait a későbbiek folyamán részletezzük. A fenti makrogazdasági folyamatok természetesen bizonytalansággal töltik el a pénzügyi piaci szereplőket. Amellet, hogy a korábban vártnál alacsonyabb növekedési környezettel kell számolni, ahol ráadásul a várakozások alatt elsősorban az elmúlt években befektetési szempontból népszerű feltörekvő országok teljesítenek, a helyzetet tovább terhelik a lefelé mutató kockázatok. Ilyen kockázat Kína esetleges még lassabb növekedése az egyébként hosszú távon el is várt strukturális reformok felgyorsítása következtében, a feltörekvő piaci vállalati mérlegek sérülékenysége a túlzott dollár eladósodás miatt, a különböző geopolitikai konfliktusok, azon belül természetesen a közel-keleti konfliktus eszkalációja, illetve általában a befektetői kockázatkerülés növekedése.

Az alapvetően bizonytalan globális fundamentális "mix" tetejébe érkezett tehát nagy várakozások közepette a szigorodó amerikai monetáris politika. A lényegében teljes foglalkoztatás mellett működő gazdaság elméletileg lehetőséget biztosíthat a Fed számára, hogy elinduljon a monetáris politika normalizálása felé, amely első körben a zéró kamatszinttől való elmozdulásban, majd később a jegybank mérlegének szűkítésében materializálódhat. A helyzetet nem egyszerűsíti, hogy a Fed kamatemelése divergenciát jelent a fejlett jegybankok táborában. Az amerikai szigorítással szemben az Európai Központi Bank és a Bank of Japan még mindig lazító monetáris politikát alkalmaz.

### Az EKB és a Fed alapkamatra vonatkozó elemzői várakozások



Forrás: Bloomberg

Hogyan hat mindez vissza a Fed monetáris politikájára? A választ a világgazdaság struktúrájában az elmúlt 10-15 évben bekövetkezett változásokban kell keresni. Az elmúlt évtizedben a feltörekvő gazdaságok szerepe a globális GDP hozzávetőleg 50 százalékról 60 százalékra nőtt. Ne feledjük el, hogy a 2008-2009-es pénzügyi piaci összeomlás és az azt követő gazdasági recesszió során korábban nem tapasztalt jelenség volt, hogy alapvetően a feltörekvő piaci gazdaságok jelentettek támaszt a globális gazdasági erőterben. Ennek azonban ára volt, ami a feltörekvő piaci országok növekvő adósságállományában érhető első olvasatban tetten. Mindeközben az Egyesült Államok gazdaságának zártsága is sokat változott. Az export súlya 10 százalékról 14 százalékra nőtt a gazdasági össztermékben, és az import súlya is emelkedett, vagyis nyitottabbá vált az amerikai gazdaság. Az USA legfontosabb kereskedelmi partnerei közül a nem-NAFTA tagok esetében nagyságrenddel nagyobb az oda irányuló export volumene, mint a NAFTA tagok esetében. Tehát az egyre kevésbé igaz, hogy az USA egy zárt gazdaság, így a növekedés, munkaerőpiac, infláció alakulása már nemcsak attól függ, hogy mi történik az országon belül.

### Az amerikai gazdaság nyitottságának változása



Forrás: Bureau of Economic Analysis

A Fed monetáris politikája mindig is hatott mind a fejlett, mind a feltörekvő gazdaságokra és piacokra. ("spillover"). Ugyanakkor az amerikai gazdaság zártsága és az amerikai gazdaság jelentősebb súlya miatt ennek kisebb volt a jelentősége. A dollár finanszírozás drágulása okozhatott piaci turbulenciákat és

gazdasági recessziót, de az aggregált külső kereslet visszaesése kisebb mértékben hatott vissza az amerikai gazdaságra ("spillback"). Az amerikai gazdaság nyitottságának növekedésével és a globalizáció emelkedésével viszont ez a "spillback" hatás jobban érvényesül, még ha nem is közvetlenül, de a most inkább lefelé mutató kockázatok szintjén biztosan. A Világban számítása szerint a feltörekvő gazdaságok 1 százalékpontos lassulása a fejlett gazdaságok 0,2 százalékpontos lassulását eredményezik. Tekintettel a fejlett gazdaságok növekedési szintjeire, illetve növekedési potenciáljára, ez elég jelentős hatást jelent.

### **Spillover/Spillback csatornák**

#### *Dollár eladósodottság és feltörekvő piaci tőkekiáramlás*

A BIS adatai szerint 2015 év elejére az USA-n kívüli, nem bankoknak nyújtott dollár adósság nominális szintje 9 ezer milliárd dollárra emelkedett. 2001-ben e mutató 1 ezer milliárd dollárt tett ki, míg 2008-ban 6 ezer milliárd dollár körül mozgott. Az eladósodottság szerkezetében jelentősnek nevezhető eltolódás volt megfigyelhető kötvényfinanszírozás felé, a banki hitelek aránya a teljes állományon belül a 2008-as 63%-ról 52% közelébe csökkent. A Fed mennyiségi lazításának (*quantitative easing*, rövidítve QE) betudhatóan a közvetlen piaci finanszírozás súlya emelkedett, a QE hatásaként globálisan megfigyelhető egyre csökkenő kockázati prémium számos gazdasági szereplőnek nyitotta meg a tőkepiacot finanszírozási források bevonására. A Fed által követett monetáris politika tehát a dollár eladósodottság növekedési dinamikájának folytatását hozta magával 2009 után is, annak ellenére, hogy a fejlett gazdaságok alacsony átlagos növekedése miatt a globális növekedés is lassuló trendet mutatott. A folyamatosan csökkenő fejlett piaci hozamok a kockázati spektrumon való elmozdulásra kényszerített számos szereplőt a magasabb hozam reményében, ez a feltörekvő piacok felé „tolta” a fókuszot. A Fed szigorítási pályája azonban mind a várhatóan erősödő dollár miatt, mind az egyre magasabb dollárkamatok miatt jelentős kockázatot jelent e finanszírozási pozíciókra. A negatív hatást csökkentheti a természetes dollár fedezettség – pl.: egy exportcég esetében – és a kiépített fedezeti pozíciók átmeneti ellensúlyozó hatása. Egyes kalkulációk szerint 1988 óta először 2015-ben szembesülhettek a feltörekvő piaci országok nettó tőkekiáramlással, azaz egy nagyon hosszú, jelentős feltörekvő piaci eszközár felértékelődéssel járó folyamat állt meg. Még kérdéses ugyanakkor, hogy ez csak egy megtorpanás a több évtizedes trendben vagy a világgazdaság struktúrájában beálló változás jele, ami a feltörekvő piaci országok növekedési dinamikájába vetett hit eltűnését mutatja. Míg korábban a nettó tőkebeáramlás potenciális deviza erősítő hatását a jegybankok intervenciókkal ellensúlyozták – ez a devizatartalékok emelkedését és az adott ország monetáris bázisának növekedését eredményezte – most ezzel ellentétes módon a devizatartalék csökkentésével igyekeznek a tőkekiáramlás destabilizáló hatásait mérsékelni. A devizatartalék csökkentése egyrészt a hazai monetáris bázis szűkülését vonja maga után, másrészt az intervencióhoz szükséges forrást javarészt amerikai állampapír eladással fedezhetik a jegybankok. E hatásokat számos szakértő QT-nek (*quantitative tightening* – kvantitatív szigorítás) nevezi, azonban véleményünk szerint ezt a hatást számos faktor árnyalja. Egyrészt a monetáris bázis szűkülése nem jelenti automatikusan a hitelezési feltételek szigorítását (lásd endogén pénzelmélet), illetve a jegybankoknak más eszközökkel lehetőségük van a szükséges likviditás visszapótlására – igaz a monetáris lazítás a tőkekiáramlás felgyorsulásának irányába mutathat egyes esetekben a csökkenő kamatszintek miatt. Másrészt az amerikai állampapír eladások első körben valóban hozamemelkedést eredményezhetnének, de a tőkekiáramlás jelentős hányada is amerikai állampapírban csapódhat ki végül, ami ellensúlyozza az előbbi hatást.

A korábbi feltörekvő piaci válságoknál a relatív magas devizatartalék szintek miatt jobban pozicionáltak tűnnek általában a feltörekvő országok, azonban a teljes reálgazdasági volatilitás „elnyeléséhez” még kérdéses hogy elegendő forrás áll-e rendelkezésre, különösen egyes nyersanyagtermelő országok esetében.

Összefoglalva a fenti hatásokat, a Fed monetáris politikájában esetleges bekövetkező változás jelentős volatilitással – lásd Great Moderation, azaz a korábbi túlzott stabilitás instabillá tesz – járhat a magas

tőkeáttétel „ciklus-erősítő” hatása miatt, valamint számos szereplő mérlege nem látszik kellően pozícionálnak egy ilyen jellegű sokk megfelelő menedzselésére. A rövid, bár igen heves megszakításokkal tarkított (lásd ázsiai válság, orosz válság a 90-es években stb.) majd három évtizedes tőkeáramlási trend hosszabb megtorpanása rámutat egyes feltörekvő piaci szereplők gyengeségére. Ezen országok korábban említett növekvő globális súlya miatt ez közvetlen visszahatással járhat az amerikai gazdaságra nézve a globális pénzügyi rendszer esetleges instabilitásából fakadóan, ami az amerikai eszközárakra is jelentős hatással lehet.

#### *Az erős dollár hatásai globálisan - külkereskedelem*

Figyelembe véve a dollár globális kereskedelemben betöltött kiemelt szerepét, az USA monetáris szigorítása az erősebb dolláron keresztül hatással van a globális gazdaságra („spillover”). A kereskedelmen keresztül kifejtett hatás több egymással ellentétes hatású tényezőből áll össze, ami az egyes régiókat eltérően érinti.

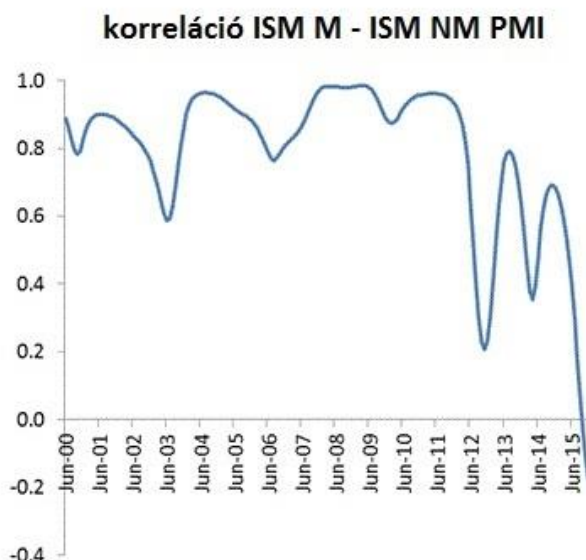
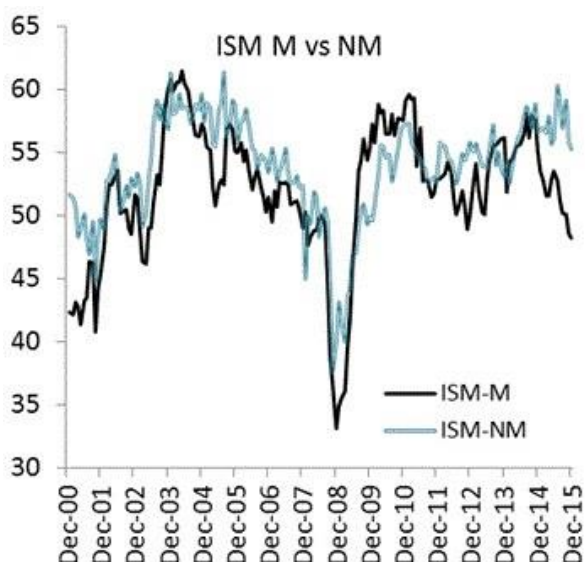
Az USA importjának mintegy 90 százalékát dollárban árazzák és számlázzák, vagyis a külföldről érkező termékek ára dollárban kifejezve nem változik, így az irántuk támasztott kereslet sem. Az importtermékek árában tapasztalt „ragadósság” miatt a külföldi termékek iránt támasztott kereslet szorosan együtt mozog az USA aggregált keresletével, ami a szigorúbb monetáris politika miatt elméletileg csökkenne. Másfelől az USA exporttermékeinek mintegy a 97 százalékát a felértékelődő dollárban árazzák, így külföldön a drágább amerikai termékek iránt csökken a kereslet, amiket máshonnan származó árukkal helyettesítenek. Számos közgazdász szerint a két hatás eredőjeként globálisan inkább szűkülne a kereslet, míg a dollárban árazott termékek magas aránya miatt az infláció emelkedne.

A „spillover” hatások régióként és országokként is eltérőek lennének. Az euró-régióban például a hatás összességében inkább pozitív lehet, mivel az alacsonyabb euro/dollár árfolyamon keresztül az export termékek versenyképessége harmadik országokban nőne az amerikai versenytársakéhoz képest. (Feltéve, hogy a gyártók euróban számláznak). Másfelől az euró-régió részben védve van az importárak emelkedése ellen, mivel a régió importjának ármegállapítása hozzávetőleg 50 százalékos mértékig euróban történik. Ugyanakkor azt is érdemes megemlíteni, hogy a fejlett piacok között, tehát például USA-Európa viszonylatban az árfolyamok alakulásának viszonylag kis és késleltetett hatása van a kereskedelmi volumenekre több ok miatt is, mint például árfolyamfedezés, piacokhoz történő árazás, stb.

Összességében elmondható, hogy jelenleg inkább a tőkeáramlások – jegybanki devizatartalékok változását beleértve – játsszák a fő hajtóerőt a folyamatokban, míg a fizetési mérleg másik oldala (külkereskedelmi mérleg, folyó fizetési mérleg) kisebb, alkalmazkodó szerepet kap.

#### **A spillback ellen ható tényező: A szolgáltatás-szektor relatív térnyerése az Egyesült Államokban**

Az elmúlt néhány évben az Egyesült Államok gazdaságában több fontos szerkezeti változás ment végbe. Ezek közül az egyik, hogy a feldolgozóipari szektor az elmúlt években egyre érzékenyebbé vált a nyersanyagárak változására, miután jelentős beruházások révén a palagáz- és olajkitermelés felfutásával az USA nettó energia importőrből néhány év alatt nettó exportőrré vált. Az olajárak zuhanása negatívan hatott a szektor teljesítményére, ahogy az az alábbi ábrákon a beszerzési menedzser indexek (*manufacturing, non-manufacturing*) alakulásából is látható.



Forrás: SLJ Macro Services, Datastream, Bloomberg

Másfelől viszont a szolgáltató szektor, amit nem annyira az ipari aktivitás és a gyorsan változó várakozások, hanem inkább a jövedelemhatás, a kamatszint és a fogyasztók vásárlóereje befolyásol, egészen a közelmúltig viszonylag jól teljesít. Ebben szerepe lehetett annak, hogy az USA-ban a fogyasztást támogatja a jövedelemhatás is a magas ingatlanárakon és részvényindexeken keresztül.

A globális gazdasági növekedés üteme lassul, főleg a feldolgozóiparban, ami az USA feldolgozóiparára is hatással van. Ugyanakkor a feldolgozóipar szerepe a GDP-ben 18 százalék, a maradék 82 százalékot a szolgáltató szektor állítja elő. 2011 óta a havonta átlagosan létrejött kb. 200 ezer munkahely 90 százaléka itt keletkezett. Egyes vélemények szerint, ha a munkahelyek zömét létrehozó szolgáltató szektor jobban ellenállhat a feldolgozóipar lassulásának, és ha ez beigazolódik, akkor a munkanélküliségi ráta csökkenése miatt a Fed tovább fog szigorítani még akkor is, ha a feldolgozóipari visszaesés folytatódik.

### **Triffin dilemma újratöltve?**

Míg a világgazdaság a globalizációnak köszönhetően sokpólusúvá vált az elmúlt évtizedekben – ahogy korábban írtuk a feltörekvő piaci országok súlya igen jelentősen nőtt – addig a globális pénzügyi rendszer továbbra is túlnyomóan egypólusú maradt. A dollár elsőszámú szerepe a külkereskedelmi tranzakciókban, a globális tartalékokban és tágabb értelemben a tőkepiaci műveletekben továbbra is megkérdőjelezhetetlen. Ennek folyományaként az elsőszámú kockázatmentes eszköz globálisan az amerikai állampapír, amely az általánosan elfogadott vélemények szerint számos előnyt biztosít az USA számára. Az előnyök között kiemelhető az államadósság zökkenőmentes finanszírozhatósága piaci helyzettől függetlenül, ami jelentősen növeli az amerikai döntéshozók mozgásterét. Azonban az utóbbi időben körvonalazódnak látszanak a globális dollár hegemonia hátrányai is. E hátrányok ugyan még messze alulmúlhatják az előnyöket, de a teljes kép megértéséhez elengedhetetlen az azonosításuk.

A Triffin dilemma – amelyet Robert Triffin írt le az 1960-as években – a globális tartalékdevizát menedzselő monetáris döntéshozók célrendszerében fellépő konfliktusokat ragadja meg, amelyek sok esetben feloldhatatlannak tűnnek az adott monetáris keretrendszerben. Azaz a monetáris döntéshozóknak egyszerre lenne szükséges a rövidtávú nemzeti szempontokat összehangolni a nemzetközi szempontokkal, ráadásul a nemzetközi szempontok esetleges negligálása már középtávon negatívan hathat vissza a tartalékdevizát kibocsátó ország gazdaságára is. A negatív visszacsatolásnak ráadásul mind reálgazdasági, mind pénzügyi stabilitási csatornáit is lehetnek, mind komplexebbé téve a problémát. A tartalékdeviza kibocsátásának költségeire még az angol font hegemoniája idején Keynes is felfigyelt, részben ezért is támogatta a Bretton

Woods-i rendszer kialakításakor egy úgynevezett szupranacionális elszámoló egység, a BANCOR létrehozását. A Triffin dilemma alapesete - amelyet eredetileg a Bretton Woods-i rendszerre dolgozott ki – szerint a tartalékdevizát kibocsátó országnak szükséges a globális pénz- és tőkepiacok likviditással és megfelelő mennyiségű kockázatmentes eszközzel (állampapír) való „ellátása”, ami az adott ország folyó fizetési mérleg hiányához – és ezt ellensúlyozó tőkemérleg többletével – vezet. Különösen, ha a többi jelentős szereplő többsége a hazai exportot segítő, alacsonyabb belső fogyasztást és magasabb megtakarítást célzó gazdaságpolitika mellett dönt. Jelentős leegyszerűsítéssel élve a tartalékdevizát kibocsátó ország belső keresletére és fogyasztására épülő struktúra jöhet létre, amely növekvő egyensúlytalansággal jár együtt. A dilemma másik aspektusa, hogy hosszabb távon a folyó fizetési mérleg folyamatos hiánya és az eladósodottság növekedése alááshatja a tartalékdeviza szerepet, míg az ezzel ellentétes irányú gazdaságpolitika a likviditás csökkenésének irányába és deflációs kockázatok irányába mutathat.

Jelenleg a Fed részben a Triffin által felvázolt helyzettel szembesül, amikor a hazai gazdasági folyamatok és eszközárak már óvatos szigorítást igényelnének. A korábban körülírt nemzetközi folyamatok (dollár eladósodottság, tőkekiáramlás, dollárerősödés stb.) miatt ennek azonban szűk tere van. Amennyiben a hazai folyamatok által indokoltnál lazább monetáris politikát folytat, úgy az ismételten a növekvő amerikai eladósodottság irányába mutathat – ahogy azt az elmúlt évtized közepén már megtapasztalhattuk, ismételten növekvő folyó fizetési mérleg hiánnyal – amennyiben tovább szigorít, akkor pedig a nemzetközi folyamatok visszahatásaként lassulhat az amerikai gazdaság.

Számos szakértő és fontos döntéshozó foglalkozott az utóbbi években a Triffin dilemma feloldásával. A vélemények közös pontja egy olyan új többpólusú globális pénzügyi rendszer létrejötte, ahol vagy több azonos súlyú tartalékdeviza létezik, vagy egy szupranacionális szervezet által kibocsátott deviza (és annak kötvénypiac), amely egyrészt betölti a tartalékdeviza szerepét, másrészt a kockázatmentes eszközök iránti igényt is kielégíti. Ugyanakkor a közeljövőben a dollár tartalékdeviza szerepének csökkenése nem valószínűsíthető, így az amerikai döntéshozóknak folytatniuk kell a számos, egymásnak sokszor ellentmondó cél közötti egyensúlyozást a jelenlegi monetáris rendszerben.

„Szerkesztett formában megjelent az *Mfor.hu* oldalon 2016. március 3-án.”

## Felhasznált irodalom

**Vitor Constancio:** *Divergent monetary policies and the world economy*; Keynote address, 2015. október

**IMF:** *World Economic Outlook Update*; 2016. január 9.

**Fidelity International:** *The Outlook for US Equities and US Interest Rates*; Market research, 2015. május.

**Bordo, M.:** *Exiting from Low Interest Rates to Normalcy: An Historical Perspective*; Hoover Institution Economics Working Papers, 2014. november

**Richardson, G.:** *Banking Panics of 1930 and 1931*; Federal Reserve Bank of Richmond, 2013. november

**Bini Smaghi, L.:** *The Triffin dilemma revisited*; Conference on the International Monetary System: sustainability and reform proposals, marking the 100th anniversary of Robert Triffin and the Triffin International Foundation, 2011. október,

**Pereire, L.:** *Old and new challenges for 2016 and beyond: strengthening confidence by re-anchoring long-term expectations*; Lamfalussy Lecture Series: Professor Lamfalussy Commemorative Conference, 2016. február 1.

**McCauley, R., McGuire, P., Sushko, V.:** *Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage*; BIS Working Papers, 2015. január