

Kerekasztal-beszélgetés Olivier Blanchard-ral*

(Benczúr Péter)



A francia állampolgárságú Olivier Blanchard szakmai pályafutása döntő részét az egyesült államokbeli Cambridge-ben töltötte. 1977-ben szerzett PhD fokozatot közgazdaságtanból a Massachusetts Institute of Technology (MIT). Ezután a Harvard Egyetemen tanított, majd 1982-ben visszatért az MIT-re, ahol jelenleg a közgazdaságtan „Class of 1941” professzora. 1998 és 2003 között a Közgazdaságtan Tanszéket is vezette. Jelenleg egyetemi munkaviszonyát szünetelteti, és a Nemzetközi Valutaalap vezető közgazdásza.

Kutatási területe a makroökonómia. Ezen belül a legkülönbözőbb kérdésekkel foglalkozott: a monetáris politika szerepe, a spekulatív buborékok természete, a munkaerőpiacok kérdései és a munkanélküliség okai, a volt szocialista országok gazdasági átmenete, a gazdasági visszaesések és külső egyensúlytalanságok. Ennek kapcsán számos országgal és nemzetközi szervezettel is együttműködött. Több könyv és tanulmány szerzője, köztük egy bevezető, és egy, Stanley Fischerrel közösen írt haladó makroökonómia tankönyvé.

Tagja, korábban elnökségi tagja az Econometric Societynek, korábbi alelnöke az American Economic Associationnak és tagja az American Academy of Sciencesnek.

– Beszélgetésünket kezdjük talán a monetáris politika időszerű kérdéseivel. Két témát vetnék fel. Először, számos új javaslat kering az inflációs célkövetés megváltoztatásáról, sőt esetleges feladásáról. Egyesek azzal érvelnek, hogy a jelenlegi inflációs célkövető rendszereket rugalmasabb formával, vagy akár az ún. „nominális GDP-célkövetés” rendszerével kellene felváltani; illetve, hogy az inflációs célkövetést ki kellene egészíteni pénzügyi stabilitási megfontolásokkal. Másodsor, még ha ragaszkodunk is az inflációs célkövetéshez, előfordulhat-e, hogy magasabb célt tűzünk ki annál, mint amelyet korábban az infláció optimális rátájának gondoltunk?

– Ezekről a kérdésekről akár három napig is beszélgethetnénk. De talán ki lehet emelni néhány fontosabb mozzanatot. Először is, az inflációs célkövetésről mint olyanról kiderült, hogy vannak korlátai. Ha sok ország válság előtti helyzetére gondolunk, azt látjuk, hogy az infláció a cél közelében volt, a kibocsátási rés viszonylag stabil, de ennek ellenére a felszín alatt olyan folyamatok játszódtak le, hogy elért bennünket a válság. Így teljesen nyilvánvaló a számomra, hogy a monetáris hatóság és/vagy a pénzügyi felügyelet (és ez az összekötés-elvásztás itt fontos, ehhez később még vizsgatérék) céljának sokkal átfogóbbnak kell lennie pusztán az inflációs cél követésénél vagy a kibocsátási rés és az infláció keverékének a követésénél. Már tudjuk, hogy van olyan, amikor minden tökéletesnek látszik, miközben a rendszer a felszín alatt hihetetlen veszélyeket rejt.

Ez azt jelenti, hogy a monetáris hatóságnak és/vagy pénzügyi felügyeletnek több célváltozót kell szem előtt tartania: ezek között van az infláció, a kibocsátás, a kibocsátás összetétele (például, ha az építőipar nagyon nagyra nő), illetve a pénzügyi szektor követeléseinek és forrásainak az összetétele. Úgy gondolom, ezek mind nagyon fontos célváltozók. Ugyanakkor szerencsére a több célhoz több eszköz is rendelkezésre áll: az irányadó kamatlábon kívül be lehet avatkozni további részpiacokon is (a rövid lejáratú értékpapírok piacán kívül is), valamint a makroprudenciális eszközökkel. Így talán ez volna az első pont: sok cél, sok eszköz.

* Jelen cikk a szerzők nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

A következő pont az, hogy a sok célkitűzés és eszköz a feladatot igen bonyolulttá teszi. Maradjon-e első megközelítésben az a munkamegosztás, hogy a monetáris hatóság feladata az inflációs célkövetés, és egy pénzügyi felügyelet kezében vannak a makroprudenciális eszközök? A válasz erre az, hogy a kettő persze kölcsönhatásban áll egymással. Amikor a monetáris hatóság csökkenti az irányadó kamatlábat, megváltoztatja a pénzügyi intézmények ösztönzőit abban a tekintetben, hogy milyen fajta kockázatot vállaljanak. A kamatcsökkentés növeli a kockázatvállalást a pénzügyi rendszeren belül, ezért makroprudenciális eszközökre van szükség. És ugyanígy, a makroprudenciális eszközöknek minden bizonnyal makrogazdasági hatásai is vannak. Például úgy ítéljük meg, hogy a lakáspiac túlfűtött, ezért maximális hitel-fedezeti arányt határozunk meg, hogy visszafogjuk a hitelfelvételt. Ez kihatással lesz a lakáspiacra (hiszen ez volt a cél), de a lakásberuházások iránti keresleten keresztül a gazdaság egészére is.

Egy olyan ideális világban, ahol a gazdaságpolitikai döntéshozók tökéletesek, mindent egyetlen hatóság alá akarnánk rendelni, amely tisztában van lépéseivel minden következményével, és ennek megfelelően hoz meg minden döntést. Úgy gondolom azonban, a valóságban van értelme elkülöníteni a kettőt egy monetáris hatóságra és egy pénzügyi felügyeleti hatóságra.

A kérdés az, mennyire válasszuk szét a kettőt. E tekintetben a világ országai különböző megoldásokkal kísérleteznek. Ha a két intézményt nem választjuk szét, egyetlen intézmény rendelkezik minden gazdaságpolitikai eszköz felett. Ez veszélyek forrása lehet. Ha a jegybank független, és a kormánynak jelentős makroprudenciális eszköztár áll a rendelkezésére, könnyen visszaélhet vele politikai indítékokból. Ha a két intézményt teljesen szétválasztjuk, a kommunikáció hiánya lehet a nyilvánvaló probléma. Láttunk erre példát különböző országokban. Tehát keressük a jó megoldásokat. Az az érzésem, hogy a britek által kialakított kompromisszum jó megoldás lehet: két bizottság működik – a monetáris tanács és a pénzügyi stabilitási tanács – ugyanabban az épületben. Együttműködnek, és megpróbálnak koherens döntéseket hozni. Ez lenne tehát a második pont.

A harmadik pont a monetáris politika megbízatásáról való gondolkodás: hogy az vajon az inflációs célkövetés, vagy a GDP-célkövetés, vagy a GDP- és az inflációs célkövetés valamilyen elegye. A válság nem nagyon változtatta meg a véleményemet. Nekem tetszik az amerikai megoldás, amelyben a központi bank feladata annak a biztosítása, hogy az infláció rendben legyen és a kibocsátás rés alacsony – és aztán igyekszik ezért megtenni minden tőle telhetőt. Nem rendel explicit súlyokat az infláció és a kibocsátási rés mellé. Úgy látom, a nominális GDP növekedésre vonatkozó célkitűzés nem más, mint a két cél egyenlő súlyozását erőltetni, hiszen a nominális GDP növekedés a reál-GDP-növekedés és az infláció összegével egyenlő. Ez a javaslat explicitebbé teszi, hogy a kibocsátás fontos, de nekem mégis inkább trükknek tűnik, mint jelentős előrelépésnek.

– Egy jelentős különbség azért lehet az inflációs célkitűzés és a nominális GDP célkövetés megvalósításának módja között. A kérdés az, hogy vajon a kibocsátási rés lép-e be a célfüggvénybe (tehát a trendtől való eltérés), vagy maga a kibocsátás szintje.

– Koncepcionálisan, amikor a monetáris politikáról vagy bármilyen olyan gazdaságpolitikai eszközről gondolkodunk, amely a keresletet kívánja befolyásolni, a kibocsátási résben kell gondolkodnunk. A nominális GDP célkövetés inkább a kérdés átnevezése, mintsem megoldása. Kibocsátási résekben kell gondolkodnunk. Gyanítom, hogy ugyanazért merült fel ez a kérdés, amiért én is felteszem magamnak... Van itt ugyanis egy rejtély.

Egyfelől azt szoktuk gondolni, hogy a legtöbb országban a kibocsátás sokkal alacsonyabb, mint lehetne. Világosan látjuk, hogy a kereslet csökken. Nem láttuk, hogy a potenciális kínálat egyértelműen csökkenne, de az az érzésünk, hogy az szintén visszaesett, de nem ugyanannyival. Tehát egyfelől azt gondolom, hogy még elég hosszú utat kell megtennünk, hogy visszatérjünk az eredeti pályára... Talán nem is az eredeti pályára, hanem arra, amely egyáltalán járható.

Hadd beszéljek erről kicsit bővebben. Gyanítom, hogy nem fogunk tudni visszazárkózni a kibocsátás korábbi trendjéhez. A pénzügyi válságok története ugyanis azt mutatja, hogy nem állunk rá újra a régi pályára; általában visszatérünk ugyanahhoz a növekedési ütemhez, de szintbeli különbséggel. Tehát nyilván történik valami a kínálati oldalon, amit nem értünk teljesen. De a potenciális kibocsátás visszaesése nem akkora, mint amekkora a tényleges kibocsátás csökkenése, tehát van egy kibocsátási rés. Mindnyájan azt tanultuk – és azt hiszem, helyesen –, hogy ha a kibocsátási rés pozitív, tehát a kibocsátás a potenciális szint alatt van, akkor az inflációra lefelé ható nyomásnak kellene nehezednie. Ha az

inflációs célkövetés miatt jelenleg az inflációs várakozások megfelelően horgonyoztak, az inflációnak alacsonyabbnak kellene lennie. Ez viszont csak korlátozott mértékben történt így. Erre Magyarország is példa, de mindez általában is igaz.

Tehát úgy tűnik, hogy a kibocsátási rés elég nagy, de az inflációra, és különösen a maginflációra nehezedő nyomás mégis igen kicsi. Felvetődik a kérdés: mi hát a teendő? Ha jól gondolom, erre vonatkozott maga a kérdés.

Ezzel kapcsolatban van egy elképzelésem, de ez most még inkább csak hipotézis. Tanulmányra szeretném fejleszteni, úgyhogy örömmel fogadok hozzá ötleteket. Az ötlet lényege az, hogy meg kell különböztetnünk a rövid távú potenciális kibocsátást a hosszú távú potenciális kibocsátástól. Tegyük fel, hogy egy gazdaság már hat hónapja vagy egy éve recesszióban van – az a fajta szokványos ciklikus visszaesés, amelyet sokszor láttunk a múltban. A munkanélküliség megnőtt, a kibocsátás csökkent – de mi történt a potenciális kibocsátással? Itt egyszerűen úgy definiálom a potenciális kibocsátást, mint a kibocsátásnak azt a szintjét, ahol se felfelé, se lefelé irányuló nyomás nem nehezedik az inflációra.

Feltehetőleg, ha a recesszió rövidnek bizonyult, a vállalatok nem változtatták meg drasztikusan működésüket. Esetleg csökkentették a munkaórák számát, talán elbocsátottak embereket, de összességében jelentős mértékű munkaerő-főlöslegük van (*labor hoarding*). Valószínűleg nem változtattak túlságosan termelési gyakorlatukon. Tehát, ha a kereslet hirtelen megerősödik, a vállalatok valószínűleg visszatérnének a hat hónappal vagy egy évvel korábbi működésükhöz. Láthatjuk, a kibocsátási rés létezik, és aztán ugyanoda térünk vissza.

Tegyük fel ehelyett, hogy abban a helyzetben vagyunk, amelyben ma számos ország van. Vagyis, hogy három vagy négy év óta nincs növekedés, vagy inkább negatív növekedés van. Mostanra a vállalatok bizonyára alkalmazkodtak. Már nem tartalékolnak munkaerőt, mert az túlságosan költséges. Talán üzemeket zártak be, amelyeket elvileg újra megnyithatnának, de az komplikáltabb. Teljes egészében megváltoztatták üzleti működésüket. Most tegyük fel, hogy a kereslet ugrásszerűen megnő. A vállalatoknak alkalmazottakat kellene felvenniük, újra kellene nyitniuk üzemeket és így tovább – ezek mind nagyon komplex folyamatok. Azt hiszem, a vállalatoknak rövid időn belül számtalan alkalmazkodási költséggel kellene szembesülniük, ami inflációs nyomáshoz vezetne. Tehát minél tovább tart a recesszió, annál inkább csökken a rövid távú potenciális kibocsátás. Így a kibocsátási rés kicsiny marad. Egy kicsivel több kereslet máris inflációs nyomást eredményez.

Tételezzük fel, hogy ez a magyarázat. Akkor a gazdaságpolitika számára azt a következtetést vonhatjuk le, hogy még ha kicsi is a kibocsátási rés, ez nem azt jelenti, hogy nincs lehetőség keresletélénkítésre. Ha kicsivel nő a kibocsátás, a potenciális kibocsátás szintén emelkedik. Olyan ez, mint Akhilleusz és a teknős példája: haladsz, de sohasem jutsz el a célig egészen. Tehát lehet, hogy a végén lényegesen jobban tudjuk növelni a keresletet inflációs nyomás nélkül – ha nem tesszük túlságosan gyorsan.

Még két gondolat a rövid távú kibocsátási rés fogalmához. Az első az, hogy kapcsolódik ugyan a „hiszterézis” fogalmához (*amikor a tartósan magas munkanélküliség hatására megnő a munkanélküliség természetes rátája – a szerk.*), de nem ugyanaz: itt nem tartós hatásokról beszélek, hanem az átállási költségekre gondolok. A második gondolat, hogy érdekes lenne mindezt adatok alapján is megvizsgálni. A történet azt sejteti, hogy minél tovább tartott a recesszió és minél tovább volt magas a munkanélküliség, annál kisebb a rés és az inflációra nehezedő nyomás. Ezt egy olyan Phillips-görbével lehetne megragadni, amelyben a jelenbeli munkanélküliség és a természetes ráta közötti különbség helyett a jelenbeli és a múltbeli munkanélküliség valamilyen súlyozott átlagának a különbsége szerepel. Először látszik a kibocsátási rés és az inflációra lefelé ható nyomás, de ahogy haladunk az időben, a rés egyre kisebb lesz, és az inflációra ható nyomás eltűnik. Úgy gondolom, egy ilyen tapasztalati megközelítésnek világos gazdaságpolitikai jelentősége lenne.

És végül az utolsó pont: mi a hosszú távú kibocsátási rés? Nagyon nehéz megmondani, mert csupán a rövid távot látjuk: az inflációra nehezedő nyomást. Úgy gondolom, a fő kérdés az: mitől csökkent volna a válságban olyan sokkal a potenciális kibocsátás és a természetes növekedési ráta? Először is: nőtt a munkanélküliség természetes rátája? Rövid távon, amikor a pénzügyi szektor és az építőipar összeszűkül, a természetes ráta magasabb lesz illeszkedési problémák miatt. De az ebből következő nettó munkaerő-áramlás kicsi a mindenkor bruttó áramlásokhoz képest (a munkavállalók állások és szektorok közötti mozgása akkor is zajlik, amikor a termelés szerkezete nem változik). A becslések 1 százalékkal magasabb munkanélküliséget valószínűsítene az Egyesült Államokban; mindez azonban nem fog sokáig tartani, mert

az emberek alkalmazkodnak. Tehát miért is kellett volna jelentősen emelkednie a természetes rátának? Az az érzésem, hogy nem emelkedett.

Az idén Lettorszáiban jártam. Nagy vita folyik arról, hogy vajon Lettország sikertörténet vagy éppenséggel kudarc. A lettek szerint sikertörténet, Paul Krugman szerint nagy kudarc. Hogy erről mi mit gondolunk, nagyrészt attól függ, mit gondolunk a kibocsátási résről.

A lettek azt mondják, hogy mára a kibocsátás mintegy 15-20 százalékkal csökkent, de ez majdnem teljesen a potenciális kibocsátás visszaesését tükrözi, míg a kibocsátási rés közel nulla. A válság előtt 6-7 százalékos volt a munkanélküliség, ma 15 százalék – ez szerintük a természetes ráta növekedését tükrözi. Eltűnt a folyó fizetési mérleg hiánya. Az élet kemény, de ez már csak így van.

Paul Krugman kérdezi: ha a válság előtt a munkanélküliség természetes rátája 6 százalék volt, hogy lehet ma 14 százalék? Milyen tényezők magyarázhatnak ekkora emelkedést? És azt mondja: nem, ez csak a tényleges munkanélküliségi ráta, nem pedig a természetes ráta. A természetes ráta valószínűleg hasonló szinten áll, ahol a válság előtt: 6 százalékon. Tehát 8 százalékot kellene ledolgozni, és ha ezt Lettország eléri (amitől még nagyon messze van), akkor óriási kiigazításra lesz szükség a versenyképességben, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya ne növekedjen. Így tehát Krugman következtetése az, hogy Lettország esete teljes kudarc. Az igazság valahol a kettő között van.

Végeredményben nem látom be, miért kellene a természetes rátának nagyon eltérnie a jövőben attól, amekkora a válság előtt volt – habár akkor a tényleges munkanélküliség talán valamivel a természetes ráta alatt volt. Nem látom be, miért kellene a termelékenység növekedésének alapvetően különbözőnek lennie. Lehetséges, egy ideig a visszafogottabb pénzügyi szektor némi hatást fejt ki a termelékenységre, tehát lehet egy szintbeli hatás. De összességében az az érzésem, hogy a hosszú távú kibocsátási rés meglehetősen nagy.

– Térjünk vissza az imént vázolt elméletre a rövid és hosszú távú potenciális növekedésről. Ez akkor működik, ha feltételezzük, hogy az elveszett kapacitások pótlása könnyebb, mint új kapacitások kiépítése – vagyis válság után a potenciális növekedés gyorsabb, mint azt megelőzően. Jól gondolom?

– Mivel a válság alatt alacsonyabb volt a beruházás, a tőkeállomány kisebb, mint előtte. Ez csökkenti a potenciális kibocsátást. Ha azt gondoljuk, hogy a válságot követően visszatérünk a korábbiakhoz hasonló beruházási rátákhoz, akkor a tőke/kibocsátás arány újra emelkedni fog. Ez idő alatt a potenciális kibocsátás egyebek mellett gyorsabban nő, mint korábban. De egyszer visszatérünk a válságot megelőző időszakot jellemző tőke/munka arányhoz, és akkor megint a termelékenység alakulása határozza meg a növekedést. Nem tudom, milyen gyorsan nő a termelékenység (TFP) a kilábalás során, de nem látok rá okot, hogy lassabb ütemben nőjön, mint a válság előtt. Az azonban igaz, hogy van egy időszak, amikor átmenetileg gyorsabb a növekedés: amíg a tőkeállomány visszaépül korábbi (munkához viszonyított) szintjére.

– Két fenntartásom van. Az egyik az, hogy a „nagy mérséklődés” (Great Moderation) olyan pénzügyi környezetet teremtett, amelyben a hosszú távú likviditási illúzió egy évtizedre vagy annál is tovább a potenciálisnál magasabb beruházási szintekhez vezetett. Ezért azt várnám, hogy a hosszú távú növekedés trendje kicsit alacsonyabb legyen, mint korábban. Másfelől talán még mindig nem értjük világosan az elmúlt tizenöt esztendő globalizációs folyamatának következményeit. Drámai lehet a bérekre és az egyes országok versenyképességére gyakorolt hatása. Az alkalmazkodás, amelyet ez rendszerszinten megkövetel egy ország versenyhelyzetének visszaszerzése érdekében, komoly kihívást jelenthet.

– Mindkét kérdés nagyon fontos. A másodikkal kiváltképp darázsfészekbe nyúlunk.

Nem kérdéses, hogy legalább néhány beruházástípus üteme túl magas volt a 2000-es években. A lakásberuházások üteme nyilvánvalóan, de talán a beruházási ráta általában is túlságosan magas volt. Ha ez igaz, akkor a növekedés is túl gyors volt. Mindazonáltal nem gondolom, hogy a GDP arányában két százalékkal alacsonyabb beruházási ráta nagyon komoly mennyiségi következményekkel járna a tőkeakkumulációra és a potenciális növekedésre, de a felvetés jogos.

Ami a második problémát illeti, a komoly kérdés az, hogyan definiáljuk a potenciális növekedést. Gondolkodjunk a termelési függvény megközelítése alapján: felhasználunk munkaerőt és tőkét egy adott termelékenységi szinten, és aztán termelünk. Az imént beszélgettünk a tőke endogenitásáról, de ott van még a munkaerő endogenitása is, és ez visszavezet a természetes rátához, ami aztán visszajuttat a globalizációhoz és hasonló kérdésekhez.

Tehát, hogy csak egy példát vegyünk. Portugália része volt a globális értékláncoknak, és talált néhány piaci rést, például az autóiparban. A portugálok ezeket többé-kevésbé elveszítették, ami azt jelenti, hogy nagyon kemény időket élnek át, keresve a komparatív előnyeiket, és könnyen előfordulhat, hogy a foglalkoztatás szintjével konzisztens bér ténylegesen alacsonyabb, mint korábban volt. Ha a munkavállalók nem fogadják el bérük csökkentését, akkor a természetes ráta magasabb lesz, és ha a természetes ráta magasabb, a potenciális kibocsátás alacsonyabb.

Általában úgy gondolunk a munkanélküliség természetes rátájára, mintha független volna a globalizációtól. A valóságban a bérek szükséges változása függhet külső feltételektől. Tehát könnyen lehet, hogy néhány országban (pl. Portugáliában) a potenciális kibocsátás ténylegesen alacsonyabb annál, mint amekkorának gondoltuk. Úgyhogy elfogadom a felvetést.

– Visszatérnék a potenciális kibocsátásról megfogalmazott elméletre, és a kérdésem annak gazdaságpolitikai következményeire vonatkozik. Világos a gazdaságpolitikai beavatkozások létjogosultsága amennyiben a rövid távú kibocsátási rés koncepciója mögött valamilyen „externáliák”¹ is meghúzódnak.

– Nem, nincs szükség externáliákra. Egyszerűen formalizálhatjuk a gondolatot úgy is, hogy feltesszük, hogy a termelés növelésével járó átállási költség növekszik annak az időnek a hosszával, ameddig a vállalat (vagy az ország) alacsony kibocsátási szinten működött.

– Ebben az esetben van-e értelme azoknak az intézkedéseknek, illetve szubvencióknak, amelyek azt célozzák, hogy a vállalatok rövid távon ne építsék le a válságban a munkaerőt?

– A munkaerő-tartalékolásnak akkor van értelme, ha úgy gondoljuk, hogy a visszaesés nem fog túl sokáig elhúzódni, hanem érdemes kivárni és spórolni az átállási költségekkel. Egy idő után azonban a munkaerő-tartalékolás igen költségessé válik. A kérdés az, megéri-e bevezetni a támogatásokat az átállási költségek elkerülése érdekében.

– Ehhez hasonló módon 2008–2009-ben az MNB azt javasolta a kormánynak, hogy nyújtson hitelgaranciákat, például a kis- és közepes vállalatoknak. Azzal érveltünk, hogy ha a KKV-k elveszítik piacaikat, a piacok visszaszerzésének többletköltsége magasabb, mint a kormánygarancia lehetséges költsége.

– Így van. Ezek az érvek mind hasonlítanak a „holland kórról” szóló vitára. Egy országban kőolajat találnak, és megindul a tőkebeáramlás, ami felértékelődést idéz elő. Ez versenyképtelenné teszi a külfölddel versenyző szektort, tehát néhány vállalat kiszorul a piacról. Amikor a befektetők érdeklődése elfordul, néhány elveszett szektor már nem fog visszatérni. Ez valóban egy nyitott kérdés: van-e értelme támogatni egyes iparágakat ilyen esetekben? Számos tanulmány született, amelyek úgy érvelnek, hogy ez valóban indokolt gazdaságpolitika, de a kérdés nyitott marad.

– Közeledünk a rendelkezésre álló időkeret végéhez, és a következő téma átvezetne az akadémiai szférához és a makroökonómia mint tudomány állapotához, amit nem lehet öt percben megtárgyalni. De azért mégis próbáljuk meg. 2008–2009 körül ön írt egy nagyon érdekes áttekintést a makroökonómia mint tudomány állapotáról.² Változott a véleménye a cikk megírása óta?

– A cikk a válság előtt készült, és körülbelül a válság idején jelent meg. Sokat kellett magyarázkodnom Paul Krugmannak azért az állításomért, hogy „a makroökonómia állapota jó”. Ha elolvassák a teljes bekezdést, amelyből a mondat származik, látni fogják, hogy valójában elég kiegyensúlyozott értékelést nyújtottam. Azóta 2010-ben *Giovanni Dell’Aricciával*

¹ „Egy gazdasági szereplő tevékenysége következtében felmerülő káros vagy előnyös, nem szántszándékkal okozott, hatás(ok), amely(ek) piaci ellentételezés nélkül befolyásolják/befolyásolják egy másik gazdasági szereplő helyzetét.” (Forrás: <http://idegen-szavak.hu/externalia>)

² BLANCHARD, OLIVIER (2009): The State of Macro. *Annual Review of Economics*, Vol. 1, pp. 209–228. [URL](#).

és Paolo Mauróval közösen írtam egy tanulmányt „A makrogazdasági politika újragondolása” címmel,³ amely annak a frissített változata.

Az a véleményem, hogy a válság jót tett a makroökonómiának (miközben nem állítom, hogy jól bánt volna vele, hiszen komoly hiányosságaira világított rá), mégpedig két módon. Az egyik nyilvánvalóan az, hogy míg a válság előtt nem vetjük komolyan a pénzügyi szektort, az ma központi helyet foglal el a kutatásban. Mindenki ezzel foglalkozik. A „kínálási reakció” megdöbbentő: ha megnézzük, mondjuk a NBER-kutatóhálózat válságról szóló műhelytanulmányainak arányát (a listájuk megtalálható a világhálón), az rendkívül magas. Meglepett, milyen gyorsan volt képes a szakma felismerni, hogy odakint történik valami. Ez tehát jó hír.

Van jó néhány fogalom, amely ma központi helyet foglal el a makroökonómiában – így például a likviditás –, amelyeknek korábban nem jutott szerep. Születtek már régebben is nagyon jó tanulmányok róla, de bizonyos tekintetben kívülállók írták őket: a szakma Jean Tirole-jai és Andrei Shleiferjei. És bár ezek nagyon aktuálisak voltak, nem kerültek át a makroökonómiába. Az az érzésem, hogy kezdjük egészen jól megérteni a pénzügyi rendszer működését, és azt, hogy mit jelentenek a pénzügyi hálózatok.

Úgy vélem, a pénzügyi válság feloldozott bennünket az alól a bűn alól, amelyre a makroökonómia állapotáról szóló tanulmányomban rámutattam, vagyis, hogy 2008 előtt egy makrokutató nem nyújthatott be olyan tanulmányt komoly folyóiratnak, amelyben csupán parciális egyensúlyi elemzés szerepelt. Elfogadhatatlannak tartották. Használni kellett a teljes ún. „dinamikus sztochasztikus általános elméleti” (DSGE) eszköztárat. Tehát volt egy ötleted, amelyet bemutattál a tanulmány első fejezetében. Ezt tulajdonképpen elegendő volt ahhoz elolvasni, hogy az olvasó értse a mondanivalódat. Majd ahhoz, hogy elnyerd a szerkesztő jóindulatát, hozzá kellett tenned még mindenféle modellezési elemet, mint például a fogyasztási szokások lassú alkalmazkodását, a beruházási költségekre vonatkozóan a „változás a változásban” feltételezést, vagy akármi mást. Ezt hihetetlenül károsnak tartottam. Úgy gondolom, a lényeges ötletet kell először bemutatni, és aztán talán egy ponton be lehet építeni egy teljesen kidolgozott modellbe, de az elképzelésed helyességét nem lehet az alapján megítélni, hogy egy DSGE-modellbe belefoglalva mennyire tudja leképezni a teljes makrogazdaság adatait. Úgy gondolom, ez a jelenség elmúlt (vagy legalábbis elmúlóban van), mivel az emberek rájöttek, hogy a világ annyira összetett, hogy ha csak egy szeletét megismerjük, már az is előrelépés.

Tehát ma sokkal több olyan tanulmánnyal találkozom, amelyek egyetlen dolgot vizsgálnak valamilyen ötletes módon, és közvetlenül próbálnak rá bizonyítékokat találni. Talán egyszer majd valaki a későbbiekben beépíti mindezt egy DSGE-modellbe, de a kényszer már nem áll fenn.

Ugyanakkor az IMF-nél azt látom, hogy még mindig szükségünk van modellekre, és ezeknek rendelkezniük kell dinamikával, általános egyensúlyi modelleknek kell lenniük, és a várakozásoknak fontos szerepet kell bennük kapni. Másképpen fogalmazva: továbbra is szükségünk van dinamikus, sztochasztikus, általános egyensúlyi makromodellekre. Ennek az az oka, hogy még vannak olyan kérdések, amelyeket csak ezekkel tudunk megválaszolni: például hogyan alakul a kínai növekedés, ha Brazília importadót vezet be? Ha alaposan belegondolok, talán meg tudom mondani, milyen előjelű lesz a hatás, de talán még azt sem. Biztosan nem tudok nagyságrendet megadni, és valószínűleg senki sem tudna. De meg kell próbálnunk, tehát szükségünk van ezekre a DSGE-modellekre.

Ami a modelleket és az eszközöket illeti, most azon a ponton vagyunk, hogy tudunk olyan pénzügyi szektort beépíteni a modellekbe, amely kezd hasonlítani a pénzügyi szektorra. Megnézhetjük, mondjuk a tőkeemfelelési mutatóknak a pénzügyi közvetítésre és a kibocsátásra gyakorolt hatását. Gondoljunk azokra a százoldalas tanulmányokra, amelyeket Michael Woodford manapság ír, bennük többféle gazdasági szereplővel, hitelfelvévőkkel, hitelezőkkel: ezek a tanulmányok is mutatják, hogy elmozdultunk a reprezentatív döntéshozóból kiinduló modellektől. A kifejlesztett eszközök tekintetében le vagyok nyűgözve a szakma fejlődésétől.

– És mi a véleménye a várakozások kezeléséről? Úgy értem, sok ember állítja, hogy a racionális várakozások hipotézise sarokköve, de egyben komoly kerékkötője is az általános egyensúlyi makromodelleknek.

³ BLANCHARD, O.–G. DELL'ARICCIA–P. MAURO (2010): Rethinking macroeconomic policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 42 Iss. s1, pp. 199–215. [URL](#).

– Úgy vélem, ma már elfogadott, hogy különféle okokból a gazdaság szereplői nem teljesen úgy viselkednek, mint a haszonmaximalizáló döntéshozó elméleti ideál típusa. Hogy vajon ez a várakozásoknak, vagy mindenféle más dolognak köszönhető-e – erről is már sok jó munka született.

Ugyanakkor az a helyzet, egy DSGE-modell építésekor valószínűleg még mindig racionális várakozásokat tételeznék fel, mert úgy látom, erre a célra nincs még reális alternatívánk. Ott van például egy kérdés, amelyet az utóbbi időben sokat elemeztek: melyek a túlzott tőkeáttétel okai? Vajon az ösztönzőknek és az azokra adott racionális válaszoknak volt betudható? Vagy a fő ok a megbízó-ügynök elméletre vezethető vissza? *(Vagyis arra a problémára, hogy egyes döntéshozók mások pénzéről hoztak döntéseket, és ezért vállaltak túlzott kockázatokat? – a szerk.)* Vagy a várakozások voltak irracionálisak? Ha igen, milyen értelemben?

Úgy vélem, rengeteg érdekesítő munka folyik ezekről a kérdésekről, de még nem látok olyan eredményt, amely bevonulhatna a bevezető tankönyvekbe. De újra mondom, a „virágozzék száz virág” megközelítés nagyon szép, és makroökonómikaként ma már lehetőségünk van korlátozott racionalitást feltételezni egy tanulmányban – amellyel egyébként *Chris Sims* vagy *Tom Sargent* már a válság előtt is próbálkozott –, és ma már nem kell ezért szégyenkeznünk.