

Csermely Ágnes–Tóth Máté Barnabás: Nominális GDP célkövetés: miről beszélgetnek a jegybankárok?*

A válság során fellángolt a vita arról, hogy az alapkamat nulla alsó korlátjának elérésekor milyen monetáris politikát érdemes folytatni a központi bankoknak. A közelmúltban felmerült egyik ötlet, a „nominális GDP célkövetés”, amelynek bevezetését többen a válságtól függetlenül is megfontolandónak tartják. Az alábbi írás áttekinti a nominális GDP célzás mellett és ellen felhozható érveket. Összességében a nominális GDP célzása a kamat zéró alsó korlátjának elérésekor elméletben segítheti a monetáris politikát a realgazdaság hatékonyabb stabilizációjában, gyakorlati problémák (pl. a GDP-adat gyakori revíziója, potenciális kibocsátás mérésének bizonytalansága stb.) miatt azonban kérdéses az alkalmazhatósága. Emiatt a nominális GDP célzása általános stratégiaként sem járna kézzelfogható előnyökkel a már bevált rugalmas inflációs célkövető rendszerekkel szemben.

BEVEZETÉS

Az elmúlt négy év minden gazdaságpolitikai erőfeszítése sem volt elegendő ahhoz, hogy a világgazdaság visszaálljon a korábban megszokott növekedési pályára. Az eurozóna recesszióban van, de még azokban az országokban is, ahol van gazdasági növekedés, magasan a válság előtti szintje felett ragadt a munkanélküliség. Eközben a gazdaságpolitika stabilizációs muníciója kimerülni látszik. Míg a válság első szakaszában a költségvetési élenkítés segített fékezni a kereslet visszaesését, ma mind az eurozónában, mind az Egyesült Államokban a hosszú távú fiskális fenntarthatóság került előtérbe. A meghatározó jegybankok 2009-ben a nulla alsó korlát közelébe csökkentették a kamatokat. Az ezt követően bevezetett mennyiségi lazító programok hatékonysága idővel csökken, miközben egyre többen aggódnak a potenciális mellékhatások (pl. eszközárububorékok) miatt. Az eddig alkalmazott keresletélenkítő politikák, úgy tűnik, elérték lehetőségeik határához, így jogosan merülhet fel a kérdés, hogy milyen alternatív eszközökkel lehetne a gazdasági szereplőket nagyobb költsékezésre bírni, a rendelkezésre álló kapacitások nagyobb fokú kihasználtságát elérni.

Ebben a speciális kontextusban került ismét az asztalra egy, az 1980-as évek akadémiai köreiből népszerű javaslat, a nominális GDP (nGDP-) célkövetés.¹ Bár számos neves elméleti közgazdász érvel e megoldás mellett,² ma nincs olyan jegybank, aki ezt a stratégiát folytatná. Mark Carney, a kanadai jegybank mai, a Bank of England leendő kormányzója azonban egy beszédében³ a kamat nulla alsó korlátjába ütköző jegybankok esetében a megfontolandó opciók között említette, így a felvetés a napi sajtóban is beszédtemává vált. Az alábbiakban azt mutatjuk be, hogy segíthet-e az nGDP-célkövetés a kilábalásban, és érdemes-e arról gondolkodni, hogy hosszabb távon átvegye az inflációs célkövetés helyét a jegybanki gyakorlatban.

AZ ELVI PROBLÉMA: HOGYAN LEHET LAZÍTANI, HA A NULLA ALSÓ KORLÁT KÖTI A MONETÁRIS POLITIKÁT?

Több fejlett ország monetáris politikájának jelenlegi alapproblémája az, hogy a gazdaság állapota további monetáris lazítást kívánna, de az alapkamat már elérte az alsó korlátját, nem tud nulla alá csökkenteni,⁴ így visszafogott inflációs

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

¹ A nominális GDP tartogelting korai irodalmának összefoglalója megtalálható: HALL, ROBERT E.–N. GREGORY MANKIW (1994): Nominal Income targeting. In: MANKIW, N. G. (ed.): *Monetary Policy*, NBER, pp. 71–94.

² Többek között: Christina Romer, Paul Krugman, Michael Woodford.

³ CARNEY, MARK (2012): *Guidance*. CFA Society Toronto, Toronto, Ontario, 11 December 2012. URL: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2012/12/remarks-111212.pdf>.

⁴ Ennek egyik oka, hogy a nulla kamatozású készpénz tartása mindig alternatívát jelent a negatív kamatok elkerülési kívánó gazdasági szereplők számára, így a negatív kamat nem lenne effektív.

dinamika mellett túlzottan magas reálkamat alakul ki. Ebben a környezetben a jegybankok különböző nemkonvencionális eszközökkel próbáltak tovább lazítani, ezek hatékonysága azonban idővel csökkent. Az eddig bevetett eszközök mellett a gazdaság élénkítésének újabb dimenziója lehet a hosszabb távra vonatkozó kamatvárakozások erőteljesebb befolyásolása. Az elgondolás azon alapul, hogy a reálgazdasági döntéseket nem elsősorban a rövid, hanem a hosszabb lejáratú (reál)kamatok is befolyásolják, amelyek erőteljesen függenek a jegybanki alapkamat jövőbeli pályájára vonatkozó várakozásoktól. A gazdaság élénkítését így elvben az alapkamat csökkentése mellett, annak jövőbeli alakulására vonatkozó várakozások befolyásolásával is el lehet érni. A kamatpályára vonatkozó várakozások befolyásolásánál ugyanakkor figyelembe kell venni, hogy a gazdasági szereplők általában már rendelkeznek valamilyen képpel a jegybank tipikus viselkedésére vonatkozóan. A megszokott viselkedés alapján a tartósan alacsonyan maradó kamatpályára vonatkozó kommunikációt a szereplők ezért értékelhetik úgy is, hogy az a jegybank romló reálgazdasági várakozásait tükrözi, ami inkább további óvatosságra ösztönöz, így nem feltétlenül fejt ki élénkítő hatást.

Ahhoz tehát, hogy az aktivitást a kamatpályára vonatkozó várakozások befolyásolásán keresztül érdemben tudja élénkíteni a monetáris politika, arról kell meggyőznie a gazdasági szereplőket, hogy az alacsony kamatkörnyezet a fellendülés megindulása után is fennmarad egy ideig. Ez azonban időinkonzisztenciát tartalmazó ígéret, hiszen a piaci szereplők megalapozottan feltételezhetik, hogy a kibocsátási rés záródásával a jegybankok az adott időpontban megfelelőnek látszó kamatpolitikát fognak folytatni. A várakozásokon keresztüli monetáris lazításhoz ezért arra van szükség, hogy a jegybankok hitelesen tudjanak elköteleződni amellett, hogy az alacsony kamatpolitika még akkor is fennmarad, ha a jövőben az aktuális makrogazdasági helyzet alapján már nem lenne indokolt.

Az elmúlt időszakban több elköteleződési próbálkozást láttunk a jegybankoktól. A leggyakoribb megoldás az alacsony kamatkörnyezet tartós fennmaradására vonatkozó kommunikáció volt. Néhány jegybank már korábban is publikált kamat-előrejelzést (pl. Svédország, Norvégia központi bankja), így esetükben ez nem jelentett érdemi eltérést a korábbi működésüktől, míg máshol a hosszabb időszakra

vonatkozó kamatpálya jelzése új elem volt a kommunikációban (pl. Kanada). A nulla alsó korlát elérését követően a Fed is a korábrinál határozottabb utalásokat kezdett tenni a jövőben várható kamatpályára, jelezve, hogy több mint két évre előre a kamatszint változatlan szinten való tartása várható. Ezek a kamatpálya-előrejelzések azonban nem mindig voltak elég hatékonyak a hosszú kamatok mérséklésében, mert a kamatpályára vonatkozó üzenetekben megjelent a feltételeesség: az alacsony kamatkörnyezet csak addig maradhat fenn, amíg nem veszélyezteti az árstabilitást.⁵ Ennek megfelelően a piaci szereplők sem feltétlenül tartós elkötelezettségnek, hanem az aktuális információs bázis alapján valószínűsíthető legjobb előrejelzésnek tekintették, ami változhat, ha javulnak a gazdasági kilátások. Így ezzel a technikával nem sikerült maradéktalanul megvalósítani a várakozásokon keresztüli extra lazítást.

A jegybanki elköteleződés másik lehetséges eszköze az, ha nem időintervallumhoz, hanem gazdasági állapothoz kötik a tartósan alacsony kamatszint fennmaradását. 2012 decemberében a Fed hivatalos politikájává vált az állapotfüggő elköteleződés (vagy Evans-szabály). Ennek értelmében addig marad fenn az alacsony kamat, amíg a munkanélküliség 6,5 százalék felett alakul, a középtávú inflációs előrejelzés nem emelkedik 2,5 százalék fölé és a hosszú távú inflációs várakozások horgonyoztak maradnak.⁶ Ez a típusú előre tekintő kommunikáció azért lehet eredményesebb a korábrinál, mert egyértelműbbé teszi, hogy a kilábalás érdekében a Fed még akkor is fenntartja az alacsony kamatszintet, ha a korábban megszokott viselkedése alapján már emelnie kellene azon.⁷

Az Evans-szabályhoz hasonló logikára épül a jövőbeli kamatpályát a nominális GDP alakulásához kötő javaslat. Ez azon a megfigyelésen alapul, hogy a válság előtt az amerikai nominális GDP viszonylag stabil ütemben növekedett. Így – feltételezve, hogy az amerikai gazdaság kibocsátási potenciálja nem sérült a válság során – tekinthetjük azt normál állapotának, amikor e pálya meghosszabbítására kerül vissza a gazdaság. A jegybanknak ekkor amellett kellene elköteleződnie, hogy az élénkítő monetáris politika mindaddig fennmarad, amíg a gazdaság nem éri el a válság előtti időszakra jellemző nominális pályát (1. ábra). Implicit módon tehát ez a megoldás is azt feltételezi, hogy a laza monetáris kondíciók még akkor is fennmaradhatnak, ha a gazdaságban inflációs nyomás jelentkezik.

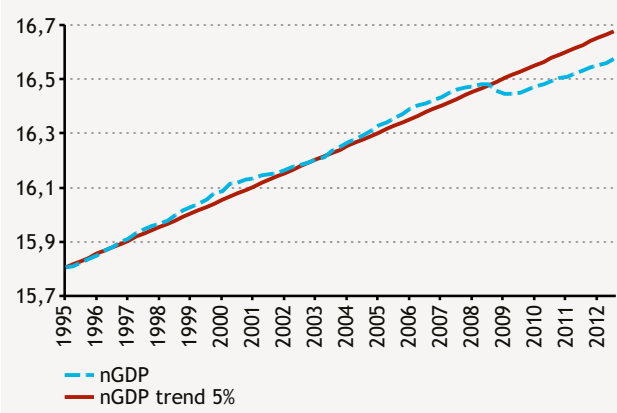
⁵ Jól szemlélteti ezt a kanadai jegybankelnök megfogalmazása: „This guidance is never a promise, however. Actual policy will always respond to the economic and financial outlook as it evolves”. Mark Carney beszéde 2012. december 12-én:

<http://www.bankofcanada.ca/2012/12/press-releases/central-bank-policy-guidance/>.

⁶ Federal Reserve Press Release, 2012. december 12. URL: <http://federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm>.

⁷ Evans eredetileg 3 százalékos inflációs és 7 százalékos munkanélküliségi küszöböt javasolt, a döntéshozó testület azonban csak egy kisebb mértékű inflációs engedékenységet fogadott el.

1. ábra
A nominális GDP alakulása az USA-ban
(logaritmikuskála)



Ezen újfajta monetáris lazítási próbálkozások eredményességében azonban sokan kételkednek.⁸ Az Evans-szabály és a nominális GDP szintjét célzó stratégia is csak akkor lehet sikeres, ha a jövőbeli kamatvárokozások mérséklésén keresztül a jegybank képes a jelenben nagyobb költségre bírni a lakosságot és a vállalatokat úgy, hogy közben az inflációs várokozások hosszú távú horgonyozottsága nem sérül. A szkeptikusok szerint a bankok és a reálgazdasági szereplők viselkedését a jövőbeli növekedési kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság és az adósságkezelés oly mértékben dominálja, hogy semmiféle érzékelhető változást nem hozna a monetáris kondíciók további marginális lazítása, miközben a jegybank antiinflációs hitelességét is kockáztatja azzal, hogy ha átmenetileg is, de elfogadják a magasabb inflációt. Ráadásul – ahogy azt később részletezzük – ha a válság során a gazdaság termelőkapacitásai csökkentek, vagy nem lesz képes visszaállni a válságot megelőző hosszú távú növekedési ütemre, akkor a tartós monetáris lazítás csak extra inflációt generál, de nem segíti elő a növekedés beindítását.

MONETÁRIS REZSIMVÁLTÁS? INFLÁCIÓS VS NOMINÁLIS GDP CÉLKÖVETÉS

Bár a jelenlegi viták fókuszában az alapkamat nulla alsó korlátja mellett kialakult helyzetben bevethető átmeneti megoldás keresése áll, a vitában az is felvetődött, hogy

hosszabb távon is alkalmas jegybanki keretet jelenthet-e az nGDP-célkövetés. Jeff Frankel⁹ egyenesen azzal érvel, hogy a hitelességi kockázatok miatt praktikus lehet a teljes átállítás. Ha ugyanis a nominális GDP szintjének célzása nemcsak átmeneti megoldásként, hanem hosszabb távra szóló monetáris rezsimváltásként kerül bevezetésre, akkor nem kell explicité tenni, amikor a jegybank költségekkel szembeesül, de a túlzott reálgazdasági áldozatokat kerülendő, átmenetileg hajlandó magasabb inflációt is tolerálni. A rugalmas inflációs célkövetést alkalmazó országok gyakorlatában azonban azt mutatja, hogy hasonló reakció a jelenleg alkalmazott monetáris politikai keretek mellett is lehetséges oly módon, hogy a hosszú távú inflációs várokozások horgonyozottsága nem sérül.

A nominális GDP szintjének célzása mellett érveként felmerült, hogy ebben a keretben a reálgazdaság szempontjai hangsúlyosabban érvényesülhetnek. Ez az értelmezés csak akkor érvényes, ha a nominális GDP aktuális értéke a hosszú távú trendje alatt van. A koncepciót támogató elméleti közgazdászok is elsősorban azt hangsúlyozzák, hogy a mai kivételes helyzetben a nulla kamatkorlát elérése miatt látják úgy, hogy az nGDP szintjének célzása hatékonyabb lenne a stabilizációban, mint az inflációs célkövető logika.

A nGDP szintjének célzása felfogható egy olyan monetáris politikai szabályként, ahol a jegybank a kibocsátás és az árszint (pontosabban a GDP-deflátor) ideálisnak tartott értékétől vett eltérésére azonos súllyal reagál.¹⁰ Az inflációs célkövetés logikájától való eltérés azonban nem elsősorban a reálgazdasági szempontok figyelembevételéből, hanem az ún. múltfüggőségből adódik. Az inflációs célkövetés az árszint változását (azaz az inflációt) helyezi középpontba, ezért ha az aktuális célnél átmenetileg magasabb infláció alakul ki, akkor az inflációs célkövető jegybanknak a jövőben ugyanúgy 2 százalékos árnyövekedésre kell törekednie (*bygones are bygones*). Ezzel szemben az nGDP szintjének célzásakor – ha az árszint és/vagy a kereslet bővülése magasabb a kelleténél, akkor – a következő időszakban „alá kell lőni”, amíg a gazdaság vissza nem tér a kitűzött nominális pályára. Egy ilyen „múltfüggő” magatartási szabály hatékonyabban tudja befolyásolni a jövőre vonatkozó várokozásokat. Ennek azonban ára is van, hiszen a szabály nem teszi lehetővé például, hogy a jegybank átnézzen az

⁸ <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2011/11/case-against-case-nominal-gdp-target>

⁹ JEFF FRANKEL (2012): Central Banks Can Phase in Nominal GDP Targets without Losing the Inflation Anchor. *Jeff Frankels Weblog*, December 25, URL: http://content.ksg.harvard.edu/blog/jeff_frankels_weblog/2012/12/25/central-banks-can-phase-in-nominal-gdp-targets-without-losing-the-inflation-anchor/.

¹⁰ Bár a mai diskusziók fókuszában nem ez az opció szerepel, az 1980-as évek közgazdasági vitáiban az nGDP változására reagáló monetáris politikai szabály is felmerült. A sajtóban szinonimaként használják a nGDP szintjének és változásának célzását, miközben a két stratégia között lényeges eltérések vannak. Utóbbiban nincs múltfüggőség, ezzel csökken a várokozásokat befolyásoló képessége (vagyis az a tulajdonsága, ami miatt az nGDP-szint célzásának ötlete egyáltalán felmerült). Sőt erősen kereslethiányos gazdasági környezetből történő kilábalás esetén, amikor a gazdaság növekedési üteme átmenetileg meghaladhatja a potenciális növekedést – az nGDP változásának célzása szükségtelenül fékezheti a reálgazdaság bővülését.

olyan egyszeri árszintsokkokon, amelyek a nominális GDP-t felfele térítik a megcélzott pályájától – ezeket akár defláció generálása árán is kompenzálnia kell.

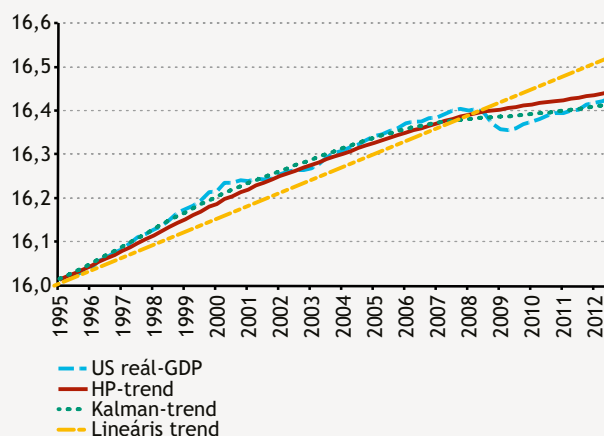
Az nGDP-célzás tehát az inflációs célkövetéshez viszonyítva nem jelent szisztematikusan lazább vagy szigorúbb monetáris politikát. Keresleti sokkok esetén, amikor a növekedés és az infláció egy irányba változik, az nGDP rendszerben működő jegybank nagyobbab változtat a kamaton; túlkereslet esetén nagyobb szigorítás, míg a ma is jellemző kereslethiánynál nagyobb lazítás következik. A kibocsátást és az inflációt ellenkező irányba mozdító sokkok esetén a nominális GDP pályája stabilabban alakul, mint az infláció. Ebből azonban nem lehet azt a következtetést levonni, hogy a nGDP-célzás nagyobb súlyt helyez a reálgazdaságra, hiszen az inflációs célkövető jegybankok kamatlépéseit ugyanúgy befolyásolják reálgazdasági megfontolások. Ez például abban nyilvánulhat meg, hogy a jegybank nem az aktuális, hanem a középtávra előre jelzett inflációra reagál, vagy közvetlenül figyelembe veszi a reálgazdaság ciklikus helyzetét.

A nGDP célzása továbbá megkerülhetetlenné teszi a potenciális kibocsátás szintjének, illetve növekedési ütemének mérésével kapcsolatos problémákat.¹¹ Mivel a kívánatos nominális GDP pálya a potenciális kibocsátás és egy megcélzott árszintpálya összegéből adódik, a nGDP-célt követő jegybanknak (ill. a jegybank mandátumát meghatározó kormányzatnak) szilárd képpel kellene rendelkezni egy általa nem befolyásolható, közvetlenül nem megfigyelhető, és csak jelentős hiba mellett becsülhető változóról (2. ábra).

Bár a potenciális kibocsátás a jelenlegi jegybanki gyakorlatban is kulcsfontosságú változó, az inflációs célkövető jegybankok nem rendelkeznek erre vonatkozóan numerikus céllal, így az esetleges félremérés csak közvetett módon, az inflációra gyakorolt becsült hatáson keresztül vezethet torzításhoz. Az nGDP-célzás esetében azonban a mérési/megfigyelési probléma közvetlenül megjelenik a célváltozóban. Ráadásul a növekedés az inflációnál sokkal átpolitizáltabb kérdés, így nyomás helyeződhet a jegybankra, hogy a reálnál magasabb potenciális kibocsátással/növekedési ütemmel kalkuláljon. A potenciális kibocsátás érdemi befolyásolására azonban nem képes a jegybank,¹² míg az infláció

2. ábra Az USA potenciális GDP-jének becslése különböző módszerekkel

(logaritmus skála)



Megjegyzés: HP-trend: egyváltozós Hodrick-Prezcott-szűrő (lambda: 1600) alkalmazásával nyert trend. Kalman-trend: egy többváltozós állapotter modell alapján, Kalman-szűrő alkalmazásával számított trend. Az állapotter modell egy ár és bér Phillips-görbe, illetve egy Okun-törvény típusú összefüggést tartalmaz.

középtávú alakulása alapvetően függ a monetáris politikától. A gazdaság kínálati oldala által meghatározott potenciáljánál magasabb kibocsátás elérésére törekvő jegybank az nGDP és inflációs célkövetés esetén is csak magasabb inflációt tud generálni, a hosszú távú növekedésre gyakorolt érdemi hatás nélkül.

A másik gyakorlati probléma a nominális GDP méréséből adódik. Míg az inflációs mutatók havi rendszerességgel állnak rendelkezésre, a nominális GDP-re vonatkozó adat csak negyedévente, jellemzően két hónap késéssel jelenik meg. Az inflációs mutatóval szemben a GDP revíziói gyakoriak, azaz a pontosabb információk beérkezésével visszamenőleg módosulhat az egész idősor. Míg az akadémiai szerzők a GDP-deflátort sok esetben azonosítják az inflációval, esetleg a maginflációval, a két idősor közötti együttmozgás csak hosszabb távon mutatható ki. Az infláció ugyanis a lakossági vásárolt fogyasztás árindexe, a GDP-deflátor azonban a teljes GDP árindexe, mivel pedig a fogyasztás a GDP-nek nagyságrendileg csak felét teszi ki, ezért számos tényező eltérítheti a két mutató alakulását. A GDP visszamenőleges

¹¹ A mérési problémát bővebben tárgyalja GÁBRIEL PÉTER–MOTYOVSKI GERGŐ (2013): A pénzügyi válság lehetséges hatásai a potenciális kibocsátásra. *MNB-szemle*, 2013. május.

¹² Ez alól kivételt képezhetnek azok az epizódok, amikor a ciklikus okokból tartósan magas maradó munkanélküliség a munkavállalók képességeinek eróziójához vezet, ami a strukturális munkanélküliséget is emeli, a potenciális kibocsátást rontja. Ebben az esetben a monetáris politika ciklikus stabilizációja hozzájárulhat ahhoz, hogy tartósan kereslethiányos környezetben a gazdaság kínálati oldala kevésbé sérüljön. A témáról bővebben lásd: PISSARIDES, CHRISTOPHER A. (1992): Loss of Skill During Unemployment and the Persistence of Employment Shocks. *The Quarterly Journal of Economics*, 107 (4), pp. 1371–1391.

revíziói újra és újra felülírhatják a gazdaság kiinduló helyzetét, és ezzel a kitűzött gazdasági pályára való visszatéréshez szükséges kamatpályát.

ÖSSZEGZÉS

Mindezeket összegezve azt mondhatjuk, hogy a monetáris lazításnak létezik egy olyan lehetősége, amelyben a jegybank a jövőbeli inflációellenes elkötelezettségének átmeneti fellazításával próbálja meg tovább élenkíteni a reálgazdaságot. Ez az inflációs várakozások horgonyozottságának veszélyeztetése miatt kockázatos stratégia, de a kapacitások nagyfokú kihasználatlansága esetén, a kamat nulla alsó korlátjának közelében és a nemkonvencionális eszközök csökkenő hatékonysága mellett egyes jegybankok értékelhetik úgy, hogy megéri felvállalni a kockázatot. Ilyen stratégia követésére egyelőre csak a Fed példáját látjuk a világban. A Fed azonban nem az nGDP célzása, hanem egy állapotfüggő elköteleződés (Evans-szabály) mellett tette le a voksát.

Ha a nominális GDP célkövetésről nemcsak mint a nulla kamatkorlát elérésekor bevethető átmeneti megoldásról, hanem hosszú távú monetáris keretrendszerként gondolkodunk, fontos kiemelni, hogy az az inflációs célkövetés jelenlegi gyakorlatánál merevebb, bizonyos sokkok esetén kedvezőtlenebb reálgazdasági kimenetekhez vezethet. A rendszer megbízható működtetését akadályozná, hogy az nGDP aktuális és célzott értékének meghatározását is súlyos adatrevíziós, illetve mérési problémák nehezítik.

Ahogy Mark Carney is említette sokat hivatkozott beszédében: amíg a konvencionális monetáris politikai eszközök rendelkezésre állnak, a nominális GDP célzására történő átállás nem járna érezhető előnyökkel. Abban a kivételes helyzetben, amikor a jegybanki alapkamat eléri a zéró alsó korlátját, a nGDP szintjének célzása segítheti a gazdaság élenkítését. Egy ilyen típusú rezsimváltás előnyeit azonban gondosan össze kell mérni a rugalmas inflációs célkövetés már kipróbált rendszerének keretén belül alkalmazható, egyéb nemkonvencionális eszközök hatásosságával.