

Euró krízis – Hogyan rombolja le az eszközár-infláció a nemzetek gazdagságát*

Szijártó Norbert

Brendan Brown:

Euro Crash – How Asset Price Inflation Destroys the Wealth of Nations

Palgrave Macmillan, 2014, p. 275

ISBN: 9781137371492

A könyv az eszközár-infláció jelenségéből kiindulva tárgyalja a 2007–2008-as globális pénzügyi válságot, amelynek kialakulásáért az amerikai, az európai jegybank, de még a feltörekvő országok (főként Kína) központi bankjainak monetáris politikája is felelős. Az amerikai gazdaság folyamataival Brendan Brown szinte egyáltalán nem is foglalkozik, fókuszja az európai gazdaságon, az Európai Központi Bank (EKB) elhibázott monetáris politikáján van. A szerző gyakorló pénzügyi szakértői tapasztalata és az osztrák közgazdasági iskola monetáris politikai megközelítése alapján vonja le következtetéseit. Érvelése alapján a Jean-Claude Trichet által vezetett EKB számos hibát követett el, majd őt az elnöki székben követő Mario Draghi, Angela Merkel politikai támogatásával komoly szerepet játszott az eurózóna szuverén adósságválság mélyülésének a megakadályozásában. A könyv végén egy mélyebb monetáris integráció működését bemutatva emeli ki a Federal Reserve (Fed) által indított válságban (eszközár-infláció kipukkanásában) rejlő lehetőségeket.

A könyv azzal az alapvető kérdéssel kezdődik, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió miért került egzisztenciális válságba mindössze pár évvel létrejötté után. A berlini álláspont szerint minden rendben lett volna, ha az egyes tagországok nem követtek volna el mindent azért, hogy a Stabilitási és Növekedési Egyezményben megfogalmazott szigorú fiskális szabályokat megkerüljék. A párizsi és brüsszeli elképzelés ettől eltérően a válságot azzal indokolja, hogy az uniós alapszerződések nem nyújtottak lehetőséget a fiskális-, adósság- és bankunió létrehozására. Brown szerint a kialakult válság, amely majdnem az euróövezet felbomlásához vezetett, leginkább annak felémásra sikerült felépítésében keresendő; nem sikerült olyan struktúrát kialakítani, amely ellenállna a külső vagy belső monetáris instabilitást okozó erőknél.

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

Szijártó Norbert a Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Világgazdasági Intézetének tudományos segédmunkatársa. E-mail: szijarto.norbert@rtk.mta.hu.

Egy komoly gazdasági kór, az eszközár-infláció támadta meg a Gazdasági és Monetáris Uniót. A vírus eredeti forrása az Egyesült Államokba a Federal Reserve-hez (Fed) vezet vissza, viszont az Európai Központi Bank (EKB) monetáris politikája (inkább annak hiányosságai) felerősítette a kór hatásait. Amikor az eszközár infláció deflációba alakult át, az európai politikai elit már nem tagadhatta az Európai Unió által elszenvedett károkat.

A monetáris magyarázatokat elutasították, még akkor sem hallgatták meg, amikor az eszközár-infláció új hullámát indította el Ben Bernanke, a Fed vezetője. Az amerikai jegybank által indított mennyiségi lazítások, valamint a hosszú-távú árfolyam manipulációja (2011–2012) olyan spekulatív lázt kreált, amely az európai szuverének állampapírjainak és bankjainak kötvényvásárlásába torkollott. A szuverén és banki papírok iránti növekvő kereslet némi időt biztosított az eurózóna számára egzisztenciális válságában. A szerző szerint Németország azért egyezett bele a gyenge eurózónatagok kimentésébe, mert a német exportgépezet sikeresen tudta eladni termékeit azokban a feltörekvő országokban, amelyek átmenetileg haszonélvezői voltak a Fed mennyiségi lazításaiból eredő spekulatív láznak. A német adófizetők toleranciája a szuveréneket kimentő programok (és Angela Merkel) felé fog tartani, amíg az eszközárak deflációja újra nem vált át inflációba.

Érdekes jelenséget ismertet a szerző könyvének első fejezetében, mégpedig a korai monetarista iskola teljes tagadását az eszközár-inflációval kapcsolatban. Sem Friedman és Schwartz, sem Meltzer nem említik írásaikban a jelenséget. Friedman esetén még inkább érdekes a kérdés, hiszen éveken keresztül ugyanazon az egyetemi kampuszon oktatott és kutatott, ahol Hayek is tette, aki már az 1920-as években írt arról, hogy a New York-i Fed milyen monetáris politikai lépések által hozott létre eszközár-inflációt. Némi magyarázattal szolgál, hogy egyrészt a Friedman által képviselt pozitív közgazdasági megközelítésbe nem illeszthető be az eszközár-infláció jelensége, másrészt a spekulatív láz mérése és empirikus tesztelése nehézségekbe ütközik. Az osztrák közgazdasági iskola alapvető hipotézise szerint a monetáris egyensúlytalanságok következtében a tőkepiaci javak relatív ára mesterségesen magasra emelkedhet. A kedvezőtlen eredmények közé sorolhatók a rossz eszközökbe történt beruházások és a kockázati kedvnek a hosszú távú eróziója, ami szükséges eleme a kapitalista piacgazdaságok működésének.¹ A Maastrichti Szerződés írói nem voltak tisztában az eszközár-infláció jelenségével, a jegybanki szakemberek, akik a közös monetáris politikát tervezték, az infláció tekintetében csupán az áruk és szolgáltatások áraira építettek.

Amikor az eszközár-infláció megtámad egy gazdasági rendszert, az irracionális bőség különböző formái alakulnak ki. Az irracionális bőség olyan állapot, ahol a beruházók

¹ Brown szerint a rossz beruházás definíciója olyan tőkeköltés, amely nem következett volna be, ha az árakra vonatkozó jelzések torzítatlanok lennének. A torzítottságot pedig maga a spekulatív láz okozza.

alacsony valószínűségeket rendelnek a negatív kimenetekhez, míg túlságosan magasat a pozitív kimenetekhez. A kérdés az, hogy a monetáris egyensúlytalanságok hogyan támogatják ezt a folyamatot? Erre a kérdésre a szerző három lehetséges választ ad:

- (i) A monetáris egyensúlytalanságokat az jellemzi, hogy a közép- és hosszú távú kamatok manipulálása révén jóval alacsonyabbak, mint neutrális esetben, így túlzott tőkepiaci keresletet generálnak;
- (ii) Ha hosszabb ideig alacsony kamatok vannak, még akkor is, ha azok neutrálisak, kétségbeesett hozamvadászatot eredményezhetnek a magasabb hozamú befektetési eszközök keresése révén;
- (iii) A jövőbeli magas inflációtól való félelem elősegítheti, hogy bizonyos jelenbeli eszközökbe túlságosan sokan fektessenek be, amely végül irracionálissá válik.

Az infláció mindkét fajtáját (árak és eszközök) nehéz korai szakaszban felismerni, az eszközáruk túlzott inflációjának kiszűrését még megbízható statisztikai módszertanok sem segítik. Brown kiemeli, hogy az eszközáruk-infláció generálásában a nagy országok és valutaövezetek jegybankjai kiemelt szereppel (aszimmetrikus erővel) bírnak. Példának említi a Fed szerepét: ha az amerikai jegybank lefelé manipulálja a hosszú távú kamatokot, akkor az egész dollárzónában stimulálja a beruházókat, hogy bizonyos irracionális viselkedést vegyenek fel a magasabb hozamok keresése érdekében. Az eszközáruk-infláció kialakulása után egy kérdés marad csak, hogy az eszközáruk-buborék hogyan pukkan ki? Az eszközáruk infláció vége általában egy gazdaság normál medréből történő kizökkenését jelenti egy időszakra. A vírus monetáris politikai beavatkozás nélkül zajlik le előre jelezhetetlenségük miatt, a monetáris beavatkozás már csak akkor történik meg, amikor az eszközáruk-defláció elkerülhetetlen.

A könyv második fejezete a létre nem jött francia-német dollárunióból kiindulva mutatja be az euróövezet aktuális problémáit. De Gaulle és Adenauer megegyezhetett volna egy francia-német monetáris unióban, mindkét ország a Bretton Woodsi monetáris rendszer keretében a dollárstandardban vehetett volna részt, a német márka és a francia frank teljes átválthatósága valószínűleg megvalósult volna, a dollár elleni fluktuációkat (lebegtetési sávban tartását) pedig a monetáris bázis változtatásán keresztül oldhatták volna meg. Ehelyett a francia politikusok generációkon keresztül próbálták letörni a kontinentális európai monetáris hegemoniát, Németországot, míg végül létrehozták a Gazdasági és Monetáris Uniót az Európai Központi Bank irányításával. Az EKB csak bizonyos szabályok között működhet, viszont a közös monetáris politika nem képes minden egyes tagország gazdasági problémáját megoldani, főként a periféria-államokban. A közös monetáris politika és az EKB reformja

helyett, német kívánalmaknak megfelelően, kontra produktív, hosszú távú, szigorú költségvetési szabályokba szorították a szuveréneket.²

Brendan Brown könyvét azzal a kérdéssel folytatja, vajon hogyan is fertőzte meg az eszközár-infláció az euróövezetet? Számos szakértő, politikus és újságíró próbálta kutatni, hogy mi is okozta az eurózóna válságának elmélyülését, általában a következő témákat járták körbe: a globális hitelezési buborék kialakulása a 2000-es évek közepén és annak kipukkanása, a hibás monetáris politikai doktrínák, a szabályozó rezsimek, a pénzügyi közvetítés rendszere, amely rendszerszerűen alulbecsülte a kockázatokat és visszaszámítás szabványokat tartott fenn, vagy a tőkepiacok árazási hiányosságai. A vádlottak között voltak prominens jegybanki szereplők (Alan Greenspan és Ben Bernanke), de kollektív entitások is, mint például Kína (árfolyam-politikája miatt), a kelet-ázsiai háztartások és vállalatok túlzott megtakarítási rátája, szabályozók, mint az Amerikai Tőkepiaci Szabályozó és Felügyelő Hatóság vagy a Nemzetközi Fizetések Bankja, továbbá a központi bankok Európában vagy egyszerűen az Egyesült Államok.

Az eurózóna központi bankja már indulásakor hibás monetáris keretrendszerrel és hiányos mandátummal rendelkezett. Brown itt a Maastrichi Szerződés 105. cikkelyében található monetáris politikai célokat hozza fel, miszerint az Központi Bankok Európai Rendszerének elsődleges célja az árstabilitás fenntartása. Az árstabilitás és monetáris stabilitás hosszú távon egymást részben átfedő fogalmak, viszont a Szerződésbe a monetáris stabilitás fenntartását is bele kellett volna foglalni.³ Az EKB monetáris politikájának kialakításakor az Issing Bizottság számos alternatíva közül választhatott volna, merítve az angolszász monetarista hagyományokból vagy akár az osztrák közgazdasági gondolkodásból. Az EKB monetáris célkitűzése – a harmonizált fogyasztói árindex átlagos értéke nem lehet magasabb, mint 2% középtávon – a Gazdasági és Monetáris unió első évtizedében háromszor sodorta veszélybe a monetáris uniót, mindháromszor komoly egyensúlytalanságokat generálva.⁴ A fejezet további problémákat is feltár: az EKB nem rendelkezett vészforgatókönyvvel, vagyis nem volt semmilyen terve arra az esetre, ha mély gazdasági recesszió vagy pénzügyi pánik alakul ki. Másrészt, az EKB számos kritikát kapott azért, mert a német-központú tényezők sokkal inkább latba esnek a monetáris politika kialakításában, mint Németország gazdasági súlya. Harmadrészt, az EKB képtelen volt az euró indítása által gerjesztett monetáris egyensúlytalanság kialakulását észlelni, az egyre

² A történetet érdemes kiegészíteni azzal, hogy a Fed nyomán az EKB megkésve ugyan, de számos nem konvencionális monetáris politikai lépést hajtott végre, amelyek egy részéről az EKB mandátuma nem rendelkezik.

³ Monetáris stabilitás alatt azt értjük, hogy a pénz nem válik komoly egyensúlytalanságok forrásává a gazdaságban.

⁴ Az első alkalom: 1994 Q4 és 1999 között, a második alkalom: 2003–2005/2006 között, míg a harmadik alkalom: 2007 H2 és 2008 Q3 között.

felhevültebb pénzügyi piacok ellenére sem. Végül, az EKB újra és újra alulbecsülte az amerikai gazdaság hatásait Európára, főként az USA recessziója idején.

Hasonló folyamatok – monetáris politikai lépések – vezettek az európai eszközár-buborék kipukkanásához, mint az 1929-es Nagy Válsághoz. A felelősség Brown szerint az amerikai és az európai monetáris politika irányítóit, valamint a feltörekvő piacokat, főként Kínát is terheli, mivel nem voltak hajlandóak mindent megtenni azért, hogy a jüan konvertibilis legyen. Az EKB lépései nem lehettek hatásosak, mivel nem ismerték fel a válság igazi mibenlétét, és likviditási válságként kezelték az eseményeket. Ha likviditási válság lett volna, akkor az EKB által nyújtott likviditás pár nap alatt helyre állította volna a bankközi piacokon kialakult egyensúlytalanságokat, és utána visszavonhatta volna támogatását. Számos esetben jóval nagyobb likviditást biztosított az eurózóna központi bankja, mint amire szükség lett volna, kialakítva a transzferunió rendszerét. Arra a kérdésre, hogy miért ez történt, a szerző számos választ ad. Egyrészt, az EKB monetáris politikai stratégiáját át kellett volna alakítani, és mennyiségi célkitűzést használni a monetáris bázisra, viszont ez nem kivitelezhető egy válság közepette. Másrészt, a bankközi kamatok nullára csökkentésével a kereskedelmi bankokat közvetve arra kényszeríthette volna, hogy rövid lejáratú állampapírokba fektessék a pénzüket ahelyett, hogy kockázatmentesen az EKB-ban tartották. Harmadrészt, az európai jegybank túlzott módon olyan módszertani (ökonometriai) alapra támaszkodott egy olyan időszakban, amikor nem voltak előre jelezhetőek a monetáris és pénzügyi folyamatok. Végül, az EKB felvállalhatta volna a végső hitelező szerepet.

További problémát jelentett, hogy az EKB-nak az inflációra vonatkozó mérése és előrejelzése túlságosan nagy szerepet adott az átmeneti, rövid távú, főként az olajár által okozott hatásoknak, emellett az EKB nem készült arra, hogy a válság után a nem konvencionális monetáris politikai lépéseit hogyan vezesse ki. Az európai fizetéképtelenségi válság pedig továbbmélyült 2008-ban, ami odáig vezetett, hogy a szuveréneknek csődközeli helyzetbe jutott bankokat kellett kimenteniük. Ez már magukat a szuveréneket is veszélybe sodorta, pedig ekkor még Görögország nem került a figyelem középpontjába. Brown az EKB vezetőinek beszédeit elemezve megállapította, hogy egyikük sem ismerte el, hogy hibáztak volna a válság kezelésében, sőt még akkor sem, amikor a többi jegybankkal párhuzamosan nem indítottak el mennyiségi lazító programot.

A hetedik fejezetben a szerző azt tárgyalja, hogy a Fed által indított eszközár-infláció nyomán kialakult eurózóna szuverén válsága, az EKB hibás lépései ellenére is, az integráció mozgatórugójává vált, új lendületet biztosítva Európának. Brown itt a Draghi–Merkel párosra gondol. Mario Draghi és Jean-Claude Trichet még együtt tárgyalt 2011 őszén a Fed vezetőjével és az amerikai pénzügyminiszterrel egy komoly dollár swap-ügyletről, amelynek következtében az EKB el tudta indítani két hosszú távú refinanszírozási programját (LTRO). Angela Merkel a szerző szerint politikai

oldalról támogatta Mario Draghi nem konvencionális monetáris politikai lépéseit, amelynek központi eleme volt a monetáris célú, végleges értékpapír-adásvételi ügyletek (OMT) bevezetése. Ennek lényege abban állt, hogy megfelelő feltételek mellett az EKB tökéletesen hatékony támaszt tud nyújtani a bajba jutott euróvezetési tagállamoknak.

Brendan Brown könyvének zárófejezetében az összefoglalás helyett inkább a Gazdasági és Monetáris Unió előtti lehetséges jövőképet vázolja. Bemutatja a Párizs–Berlin tengely által „létrehozandó” új monetáris uniót. Ennek tervéről elvéve a sajtó is cikkezett, viszont bármilyen tényleges szándék (kész forgatókönyv) komoly problémákat okozna: egyrészt erőteljes feszültségeket gerjesztene az eurózóna országainak jegybanki vezetői és pénzügyminiszterei között, másrészt a pénzügyi piacok spekulatív támadásainak újabb hullámaival kellene szembe nézni. Ezzel szemben a Maastrichtban kialakított monetáris unió eddigi hibáiból tanulva ki lehetne alakítani egy olyan új monetáris uniót az eurózónában, amelynek felépítése stabilabb lenne, mint a mostani.