

A Fed monetáris politikájának tanulságai*

Botos Katalin 

Ben S. Bernanke:

The 21st Century Monetary Policy: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19

WW Norton & Company, 2022, p. 512

ISBN: 978-1324020462

Ben Bernanke 2022-ben (megosztott) Nobel-díjat kapott, banki és a pénzügyi válságok terén végzett kutatómunkájáért. Terjedelmes könyve, amelyet a jelen írás röviden ismertet, részben összefoglalója a munkásságának, de részben válaszkérés arra is, hogy mi minden változott meg a világban. Elemzi, hogy e változások eredményeként hogyan módosul a 21. században a Federal Reserve tevékenysége.

A nemzetközi pénzügyi válság időszakára esett Ben Bernanke 2014-ig tartó, 8 éves elnöki periódusa. Korábban kitűnő akadémikus szakember, kutató volt. 2002 után viszont a Fed vezető tisztségviselői között találjuk. Tudományos munkásságánál is fontosabb az a szakmai eredménye, hogy átvezényelte az amerikai gazdaságot az évszázadnyi idő alatt legnagyobb, 2008–2009-es pénzügyi válságon. Megakadályozta a nemzetközi pénzügyi rendszer összeomlását, és kidolgozta azokat a módszereket, amelyek – könyve címének megfelelően – a 21. századi Federal Reserve System eszköztárává válhatnak.

A könyv feltételezi annak ismeretét, hogy a Fed hogyan jött létre, milyen jogi alapon működik, milyen a szerepe az amerikai pénzügyi intézményrendszerben, hogyan változott ez a szerep az aranystandard összeomlása után, és milyen ma a világban a dollár mint világváluta szerepe. A mű fentiekkel csak érintőlegesen foglalkozik, és *alapvetően arra helyezi a hangsúlyt, hogy az USA belgazdaságában milyen szerepet játszik a Fed.*

Tudnivaló, hogy a Fed lényegében vegyes, köz- és magánintézmény is egyben (public-private). Felépítése olyan, mint egy részvénytársaságé, de alapokmányát a Kongresszus hagyta jóvá, és ő módosíthatja. „Tulajdonosa” nem az állam, hanem

* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Botos Katalin: Szegedi Tudományegyetem, professzor emerita; Pázmány Péter Katolikus Egyetem, professzor emerita. E-mail: evmkabor@gmail.com

magánbankok, amelyek részvényt jegyeznek benne. Ezek a részvények speciális, nem forgatható értékpapírok, aminek fejében a tulajdonosok törvényben rögzítetten 6 százalékos osztalékra jogosultak a bevitt tőkékük után, és díjmentesen kapják a Fed által nyújtott szolgáltatásokat. (Nem túlságosan ismert tény, de az amerikai bankoknak csak a 38 százaléka tartozik a Fed körébe. A nem-tag bankok csak a magánszférában tevékenykednek, nem végezhetnek a kormányzattal műveleteket. Ezt csak a Fed teheti meg. A nem-Fed bankoknak külön klíringközpontjuk van; a Fed a tagbankoknak ezt a szolgáltatást ingyen nyújtja.) A Fed vezető testületét, az igazgatótanácsot (a Board-ot), annak elnökét és alelnökét a Kongresszus nevezi ki, a tagokat 14 évre. Az elnök csak a tagok közül választható; de őt és helyettesét pozíciójukra csupán négy, vagy esetleg – hosszabbítással –, további négy év időtartamra lehet kinevezni. Az igazgatósági tagok hosszú időtartamú kinevezése a garanciája a politikai „széjjárástól” való függetlenségnek. Ami azért nyilván nem tökéletes, mert az együttműködés a mindenkori kormányzattal szükségszerű. A Fednek (a Dodd–Frank-törvény elfogadásáig) kettős mandátuma volt. Elsősorban a pénz értékének stabilitását kellett biztosítani, ami végül is az infláció alacsonyan tartására irányult. Ez a feladat az 1970-es években egészült ki a foglalkoztatás megfelelő szintjének biztosításával. *Végül a 2007–2008-as pénzügyi válság után a Dodd–Frank-törvény megtoldotta ezt egy harmadik mandátummal: a pénzügyi rendszer stabilitásának felügyeletével.*

Természetesen a kormányzatnak, amely választott testület, alapvető fontosságú az infláció; hiszen választópolgárokat érintő széleskörű gazdasági jelenségről van elsősorban szó. Az infláció „megeszi” a kisemberek jövedelmének reálértékét. De azért nemcsak nekik fontos, hogy alacsony legyen az infláció: a tőketulajdonos rétegeknek is, hiszen így őrzi meg értékét felhalmozott vagyonuk. Hogy melyik szempont fontosabb a Fednek, lehet rajta vitatkozni. Azt, hogy működése során az elmúlt fél évszázadban e két alapfeladata közül vajon melyikre helyezte a hangsúlyt, többen felvetették. Bernanke jelen könyvében elismeri, hogy hosszabb időn át inkább az infláció alacsonyan tartását preferálták.

Mint ismeretes – és ezzel szerzőnk behatóan foglalkozik –, a Philips-görbe fejezi ki az infláció és a foglalkoztatás kapcsolatát. Viszonylag hosszabb időn át érvényesnek tűnt, hogy bizonyos mértékű infláció „árán” a foglalkoztatást lehet bővíteni. Amint a könyv megállapítja, ez a törvényszerűség napjainkra megváltozott, s ennek megfelelően változnia kellett a monetáris politikának is.

Az inflációnak nemcsak a pénzbőség miatti túlkereslet az oka: van költséginfláció is. (Nemcsak demand-pull infláció létezik, hanem cost-push infláció is.) A kettő egymásba átmegy, ha az áremelkedések miatt a bérkövetelések megerősödnek. A vállalatok számára a bérköltség növekedése ugyanúgy költséginflációt okoz, mint a váratlan energia- vagy anyagköltség-emelkedés. Az energiaárak robbanása az 1970-es években Amerikában *stagflációt* eredményezett. A szakszervezeti bérkövetelések

nyomást gyakoroltak a vállalkozásokra, s ennek eredményeként a növekedés stagnálássá változott. Bernanke könyve leírja, hogyan törte ezt le *Volcker*, a Fed akkori elnöke, a kamatok drasztikus megnövelésével. Azzal Bernanke keveset foglalkozik, hogy ennek milyen nemzetközi kihatása volt, pedig jól tudjuk, hogy lett következménye az USA-n kívül is. A fejlődő országok súlyosan eladósodtak, mert dollárhiteleik roppant megrágtak. (Mi, magyarok is így jártunk...)

Rámutat a szerző arra is, hogy a drasztikus válságjelek hatására a kamatokat hamosan csökkenteni kellett, mert az amerikai gazdaság számos ágazata csődbe jutott. A lazítás után a fellendülés meg is indult, s jól tudjuk, *Greenspan* elnöksége alatt a kamatok hosszú időn át igen alacsonyan maradtak. (Ma már úgy értékelik, hogy talán túlságosan is alacsonyan.) Mindenesetre az USA-nak egy prosperáló időszak következett be. A gazdaság működése – többek között az így elért munkaerőpiaci fejlemények hatására – kedvező volt. Mivel relatíve alacsony volt a munkanélküliség, Bernanke a munkaerőpiacot *egészségesnek minősítette*.

A recenzens itt megenged magának néhány kritikai észrevételt. Bernanke hallgat arról, amit számos amerikai közgazdász – így például az ugyancsak Nobel-díjas J. Stiglitz – élesen bírál, hogy a reálbérek *Volcker* óta nem emelkedtek. Viszont az amerikai gazdaság folyamatosan növekedett. Kérdés: akkor hova áramlott a megtermelt új érték? Válasz: nyilván a tőketulajdonosokhoz, máshová nem mehetett. Korábban a munkások és a tőkés arányosan részesedtek a termelékenység növekedéséből fakadó többletből. Több mint 40 éve azonban ez *csak a gazdagokhoz* áramlik, s így a jövedelemkülönbségek mélyülnek, ami napjainkra már súlyos társadalmi problémák forrása.

De ennek a megállapításnak a kapcsán egy harmadik Nobel-díjast is idéznünk kell. *Angus Deaton*, aki feleségével 2020-ban nagyhatású könyvet írt „*Death of despair*”, azaz, a kétségbeesés okozta halál címmel. Ebben megmutatták, hogy milyen tragikus méreteket öltött Amerikában az alkoholizmus, a drogok és a kilátástalanság miatti öngyilkosságok aránya, elsősorban a fehér munkavállaló férfi lakosság körében... Nyilván azért, mert a munkahelyek elvesztése, vagy az attól való szorongás igen megnövekedett. A jelenség Obama és Trump figyelmét is felkeltette. Lehet-e akkor „egészségesnek” titulálni a munkaerőpiacot?

Az infláció alakulását természetesen nem csak, sőt, nem is elsősorban a Fed tevékenysége befolyásolja. Reálgazdasági alapja van. A globalizáció előretörésével nagy tömegekben olcsó munkaerő jelent meg a világpiacon, és ez letörte a bérköveteléseket. Kína áttérése a piacgazdaságra döntő lépés volt, hiszen jelentős külföldi beruházások történtek Távol-Keleten, és az USA-ban a kiszervezési folyamatok miatt mindenki aggódott a munkahelye megmaradásáért. A szerző könyvében ezzel sem igazán foglalkozik.

Megjegyzendő, Bernanke azt sem tárgyalja súlyának megfelelően, hogy milyen jelentősége volt a szovjet birodalom összeomlásának a fejlett Nyugat gazdasági helyzetére. A kelet-európaiak jól képzett, de olcsó munkaerőt jelentettek. Az ebből a régióból átáramló jövedelem a nyugati országok számára „windfall” profitot hozott. Amerikának meg a katonai kiadások mérséklődését (bár ez lehet, hogy a hadiiparban érdekelteknek nem volt annyira pozitív jelenség). Az egypólusúvá vált világgazdaság politikailag és gazdaságilag azonban mindenképpen előnyös volt az USA-nak, legalábbis a gazdasági növekedés szempontjából. A fejlődő és felemelkedő országok alacsony bérű munkásai *korlátozták az amerikai munkások bérköveteléseit*. Így alakulhatott ki az a helyzet, hogy a munkások reálbére nem emelkedett. Azért nem volt ez számukra olyan tragikus, mert az alacsony infláció miatt olcsó hitelekkel bővíthették fogyasztásukat, sőt belevághattak saját lakás megszerzésébe. Az amerikai jelzálogpiac felvirágozott! Ez volt a nagy kamatmérséklődés következménye. Amikor azonban az „egészséges” munkaerőpiacon a munkások munkahelyeiket elvesztették, és a hiteleket (jelzáloghiteleiket) már nem tudták megfizetni, a piac összeomlott. Természetesen más is belejátszott a válság kitörésébe. A pénzügyi innovációk elszaporodtak – amelyekről Bernanke bevallja, hogy nem tudták igazán kontroll alá vonni őket –, s a transzparencia súlyosan sérült. A különböző „átcsomagolt” értékpapíroknál egyáltalán nem volt látható a vevő, illetve az eladó oldala, helyzete, és a bizalmatlanság robbanásszerűen nőtt. Kitört a likviditási válság, és hamarosan magával sodorta az egyébként szolvens pénzügyi intézményeket is.

Felvetődik mindenkiben a kérdés: hogyan nem látták a veszélyes helyzetet az ellenőrző hatóságok? Ehhez tudni kell, hogy az USA-ban nagyon széttagolt intézményi szempontból a pénzügyi szektor felügyelete. A bankokat a Comptroller of the Currency, (a Treasury önálló ellenőrző szervezete), a Fed, és az FDIC is ellenőrzi. Az értékpapírpiacot a Securities and Exchange Commission, a SEC felügyeli. (Az FDIC és a SEC az 1929-es válság hatására jött létre.) Az értékpapír-felügyeletnek eddig nem volt feladata a makroprudenciális felügyelés; nem rendelkezett hatáskörrel és eszközökkel a piac kellő megrendszabályozásához. A Fed pedig csak a bankokat felügyelte. Végül is úgy tudta elkerülni a pénzügyi intézményrendszer összeomlását, hogy csaknem korlátozás nélkül szaporította a rendelkezésre álló pénzt. Nemcsak a kereskedelmi bankokat, de a befektetési bankokat is megmentette! Ez a feladat, mint írja Bernanke, a közvélemény számára nem volt túl szimpatikus. A törvényhozás lépéseinél mindig meg kellett küzdeni a lakosság részéről a bankokkal szembeni ellenszenvvel, ami nyilvánvalóan befolyásolta a Kongresszus döntéseit.

A Fed válságkezelése azon alapult, hogy a 1929–1933-as Nagy Válság idején kiegészítették a Fed alapokmányát egy paragrafussal (13/3), amely lehetővé tette, hogy súlyos és sürgős probléma esetén a *Fed a nem-bankoknak is forrást biztosíthasson*. A paragrafus 70 évig „alvó állapotban” volt, majd a 2007–2008-as válság alkalmával „bevetésre került”. Olyan hatalmas cégek is voltak a 2008-ban megmentettek

között, mint a Bear Stearns és az AIG... A hitelt kapott intézmények fedezetet kellett biztosítani a Fednek, és a válság elmúltával vissza is fizették a kölcsöneiket. Nem érte tehát az adófizetőket veszteség; de a közvélemény mégis nehezen fogadta el a bankmentő akciókat. A Dodd–Frank-törvény pontosította ezért az alkalmazás feltételeit: egyéni kimentéseket nem engedélyezett a továbbiakban, de azt igen, hogy bajba került csoportokon segítsen a Fed. A törvény, mint láttuk, lényegében kiegészítette a Fed alapvető feladatait egy harmadik fontos kérdéssel: a pénzügyi stabilitás felügyeletével. De ez nem biztosítható, ha csak a szorosan vett bankok felügyelete tartozik a Fed hatókörébe... Hiszen napjainkra *alapvetően megváltozott maga a pénzügyi szektor intézményi összetétele.*

Miért? Azért, mert az elmúlt húsz évben olyan változások mentek végbe, amelyek lényegét sokáig se a társadalom, se a szakértők nem fogták fel. A Fed figyelme korábban a bankokra irányult, amelyek a rövid lejáratú forrásokat hosszú lejáratú hitelekkel alakították, és nem realizálta, hogy e funkciót a 20. század végére átvették az ún. *árnyékbankok*. Ezek befektetési bankok, biztosítótársaságok és egyéb intézmények: kockázati alapok, jelzálog-hitelezők stb., és igen nagy arányt képviselnek a finanszírozásban, szerte a világban (A Pénzügyi Stabilitási Tanács (FSB) szerint 2021-ben az összes pénzügyi eszköz 49,2 százalékát tették ki, így figyelmen kívül hagyásuk végzetes hiba!) Sajnos 2023 nyaráig még nem volt igazán szabályozva az USA-ban a terület, pedig ott igen nagy az árnyékbankok szerepe. Fontos ezért, hogy a pénzügyi stabilitás érdekében a Fednek legyen módja ezzel a szektorral is kapcsolatba lépni. Vagyis a kivételesnek tekintett 13/3 paragrafusnak az alkalmazása mind gyakrabban válik szükségessé.

A válság elleni küzdelem fő módszere jó ideig a kamatcsökkentéssel való pénzszaporítás volt, azonban amikor az alsó határt elérték, *új típusú eszközök bevetése is szükségessé vált.* A Fed nem vállalkozott arra, hogy negatív kamatokkal ösztönözzön (mint azt Svájc, az ECB és Japán megtette). Az új eszköz a mennyiségi lazítás (*Quantitative Easing*) volt. A könyv részletesen foglalkozik ezzel az eszközzel, mely azt jelenti, hogy különböző struktúrájú értékpapírok eladásával és vételével a Fed befolyásolja a pénzmennyiséget és a hosszú lejáratú kötvények kamatait. Szofisztikáltabb módon működik, mint a japán jegybank, amely a mechanikus mennyiségi pénzelmélet alapján áll. Ugyanakkor messze nem alkalmazott a Fed olyan szelektivitást ezen műveleteinél, mint pl. az ECB, amely adott esetben kifejezetten bizonyos konkrét országok segítésére törekedett. Nem is mindig a pénzmennyiség növelésével, hanem pusztán a lejáratú összetétel változtatásával is képes volt hatni a Fed a hosszú távú államkötvények kamatainak alakulására, ami a gazdasági növekedés szempontjából döntő fontosságú volt. Bernanke részletesen leírta a vásárolt értékpapírok típusait: milyen állampapírokra terjedt ki, milyen ütemezéssel alkalmazták, milyen feltételek fennállása esetén. Vitatott volt, kellett-e a nyílt piaci műveleteket konkrét feltételekhez kötni, (pl. hogy milyen mutatókhoz kötöttek, mennyit és mikor tervez ezekből

a műveletekből megvalósítani), vagy a kommunikációban bizonyos laza fogalmazásokkal célszerű élni. („A foglalkoztatottság jelentős csökkenése esetén”; „a közeli jövőben”, „a gazdaság élénkülésének függvényében” stb.) Hiszen a Fed alapvetően közvetetten befolyásolja a piacot. Az olvasónak folyamatosan az az érzése, hogy a piaci reagálásokra figyelő monetáris politika *egyre inkább a pszichológia* eszközeivel él. Hiszen a piac valóban idegesen reagál a jegybanki vezetők minden mondatára. A spekuláció azonnal megindul... Ezzel nagyon részletesen foglalkozik Bernanke.

Az mindenképpen forradalmian új elem volt, hogy az állampapírokon túl egyéb értékpapírokat is vásárolt a Fed. Évtizedeken át azt tanultuk, hogy a központi bank csak a bankok bankja, s nem áll közvetlen kapcsolatban cégekkel. De amikor a GM kereskedelmi papírjait is megvásárolta, akkor nyilvánvalóan diszkrecionális lépést tett, közvetlen kapcsolatba került egy nem-banki piaci reálgazdasági szereplővel. A válság lecsendesedésével próbált a Fed a hagyományos eszközökhöz visszatérni. Idézte azonban a szerző részletesen a saját ciklusa utáni történéseket is. Ekkor ugyanis *új típusú problémák* keletkeztek.

A *vírusválság* miatt konkrét vállalatok, egész szektorok kerültek komoly nehézségbe. A nemzetközi ellátási láncok megszakadtak; a pandémia miatt a személyes szolgáltatással kapcsolatos vállalkozások ellehetetlenültek. Ezek a változások nem a menedzselés hibái voltak; vis majoroknak minősülnek. Amelyek miatt változatos „alanyok” szorultak átmeneti segítségre: pénzalapok, helyi hatóságok, kis- és középvállalatok, cégek, kereskedelmi papírok forgalmazói. Ismét sor került a 13/3 paragrafus alkalmazására.

Hogy ezt a rendkívüli helyzetet hogyan tudta átvészelni az amerikai gazdaság, az a Fed és a kormányzat együttműködésén múlt. Bernanke bemutatja, hogy a vírusválság okozta problémák szoros együttműködést követeltek meg a kormányzat és a Fed között. Olyan megoldások is voltak, amelyeknél a kormányzat bizonyos tőkével beszállt a Fed által alapított speciális célú, – pl. a kisvállalati szektor finanszírozására alapított – vállalkozásokba (az SPV-be). Ezeket a költségvetési pénzeket a Fed hiteleivel megsokszorozhatta. Az így rendelkezésre álló források segítettek áthidalni a nehézségeket.

Janet Yellent, aki a Fed elnöki székében követte Bernankét, 2021-ben pénzügyminiszterré kinevezték. E minőségében nyomban megindította az amerikai mentési tervet (American Rescue Plan). Jegybankos tapasztalatai alapján tisztában volt azzal, mit tud, és mit nem tud megoldani a Fed. Szükségesnek, sőt, elkerülhetetlennek látta a fiskális áldozathozatalt, hiszen esetenként tőkepótlásra volt szükség. A Fed hitele erre nem alkalmas. A hitel ugyanis nem fiskális támogatás; mögötte fedezet kell, hogy álljon; és vissza kell fizetni. A kormányzat is aktivizálódott; kimondottan a reálszféra meghatározott szereplőinek megsegítését szolgálta a költségvetés eszközeivel, végleges felhasználás céljából (274. o.). (Természetesen a Fed egyes elemzői

nyomban elkezdtek vizsgálni, vajon lesz-e ennek inflációs hatása...) Bernanke világosan utal rá, hogy a monetáris politika általában *csak közvetetten* tudja erősíteni a gazdaságot, s elvileg csak ilyen módon járul hozzá az üzleti élet és a munkavállalók jobb életkörülményeihez. Kiemeli viszont, hogy a fiskális eszközök alkalmazása valóban nehézkes; a költségvetés bevételi-kiadási oldalának módosítása törvények meghozatalával, politikai vitákkal jár. A monetáris politika rugalmasabban tud alkalmazkodni a váratlan helyzetekhez (355. o).

Mindenesetre bemutatja, hogy a Fednek kevesebb diszkrecionális jogköre van, mint a többi központi banknak. Hivatkozik az ECB-re, amely profitja terhére támogatta a kereskedelmi bankok bizonyos hitelezését. A CARES Act alkalmával azonban a törvény az USA-ban is delegált bizonyos diszkrecionális jogokat a Fedhez (pl. amikor a Treasury-vel közösen létrehozott vállalkozásokat – melyekre utaltam). Itt a túlélés érdekében olyan kihelyezésekre is sor kerülhetett, amelyek veszteséggel járhattak, végső soron azonban a fiskus számlájára. A határvonal a Fed és a kormányzat tevékenysége között – Bernanke szerint – mindenképpen elmosódóban van.

Látható, hogy a korábban kivételesnek tekintett megoldások egyre inkább betagozódnak az új szakasz monetáris politikai eszköztárába. Éppen ezért volt elkerülhetetlen a már idézett változtatás, a *harmadik feladatkör* bevezetése a Fed alapokmányába és a gyakorlatába is. Hogy ezt a jövőben miként tudja megvalósítani, az a pénzelmélet és a gyakorlati gazdaságpolitika izgalmas kérdése.

A Fed éppen ezért igyekszik egyre pontosabb képet kapni a gazdaság konkrét állapotról, beleértve a reálgazdaságot is, nemcsak a pénzügyi világot. Ezt a célt szolgálják az ún. „Fed Listens” események, azaz olyan konferenciák szervezése, amelyeken a Fed a gazdasági élet legkülönbözőbb szereplőivel találkozik. Meghallgatja őket; kérdéseket tesz fel, hogy világosabban lássa, miként hat politikája a mindennapok gyakorlatára, az emberek életére. 2019-ben indították el a folyamatot, és az csak erősödött a következő években, a vírusválság és a fokozódó geopolitikai zavarok hatására. Úgy tűnik, a Fed fokozódó szerepvállalása a gazdaságpolitikában szükségessé teszi az alaposabb tájékozódást.

A könyve végén a jövőt illetően három fontos kérdést vet fel Bernanke.

Az *egyik*, hogy az infláció leszorítása mint feladat mennyiben fog szerepet játszani a jövőben, a másik két alapfeladathoz – főleg a foglalkoztatás alakulásához – képest? Saját időszaka alatt nagyjából egyenlő fontosságú kérdésként kezelte Bernanke a Phillips-görbe két változóját, de 2023-ban úgy látta, hogy utódai (J. Powell például) adott esetben nagyobb ingadozást (esetleg overshootingot) engednek meg az inflációs számokban, mert a foglalkoztatottság alakulása annyira kardinális kérdéssé vált. (Ebben jól kifejeződik a fentiekben említett jegybanki gazdaságpolitikai szerep erősödése.) Bernanke hangsúlyozza, hogy a Fed számára igen fontos a hitelességének

megőrzése, ezért minden probléma ellenére a pénzürték-stabilitás terén törekedni kell az infláció alacsony tartására.

A másik kérdés – nem függetlenül az elsőtől –, az, hogy vajon a neutrális (natural, természetes) kamatrátá, az R^* , hogyan alakul. Ez a fogalom azt az inflációval korigált kamatrátát jelenti, amely mellett hosszú távon a gazdaság teljes kapacitásait kihasználva, hatékonyan működik, mert ez a kamat se visszafogó, se expanziós hatással nincs rá. Ez a reálgazdasági állapottól függ; csak becsülhető; nem a Fed – vagy bármelyik jegybank – határozza meg. Az a kérdés, vajon milyen szinten stabilizálódik?

Az tapasztalható volt, hogy az R^* mértéke mintegy 3 százalékponttal csökkent az 1980-as évek közepe óta. A központi bankok számára az alacsony neutrális ráta azt jelenti, hogy szűkülnek a lehetőségeik a kamatok csökkentésére a gazdaság élénkítése érdekében. A demográfiai és technológiai folyamatok a ráta csökkenése, az alacsony kamatszint fennmaradása irányában hatnak. Ilyen feltételek esetén a Fednek továbbra is fel kell készülnie a hagyományostól eltérő, új monetáris eszköztár használatára. Ekkor a monetáris politika jobban igényli a fiskális politika közreműködését, ha komolyabb recesszió jelentkezik. Ilyen esetben – a fiskális politikában – szükség lenne „automatikus stabilizátorokra”, hogy élénkítsék a gazdaságot. Bernanke 2023-ban úgy vélte, nem valószínű, hogy a kamatok alacsonyak maradnak. A némileg megnövekedett infláció és a nagy költségvetési hiányok az USA-ban azt igénylik, hogy a befektetők hosszú lejáratú kötvényeikért magasabb kompenzációt kapjanak, viszont a magasabb kamatszint legalább nagyobb lehetőséget jelent a rugalmasabb monetáris politikai alkalmazkodása számára.

Bernanke a *harmadik feladatot* tekinti a legnehezebbnek. A pénzügyi stabilitás biztosításához igen jelentős változtatásokra lenne szükség a felügyeleti, intézményi rendszereken. Hiszen, mint utaltunk rá, az árnyékbanki szektorban és a lakásfinanszírozásban a szabályozók nem rendelkeznek elegendő eszközökkel. Sokkal komolyabban kellene tehát azt venni, hogy az azonos funkciókat végző egységek azonos szabályozás alá essenek. Csak ebben az esetben tudna a Fed jobban megfelelni makropudenciális szabályozói feladatának.