

A jegybankpolitika hét aktuális kérdése*

Willem H. Buiter 

A jegybankok az államnak mint tényleges tulajdonosuknak fiskális és pénzügyi megbízottjai. Pénzügyi mérlegeiket konszolidálni kell, és a jegybank tőkéje nem lehet magántulajdonban. A jegybank és az állam között szimmetrikus profit- és veszteségmegosztásra vagy feltőkésítésre vonatkozó megállapodásnak kell lennie. A jegybankpénz csak névlegesen kötelezettség. Ezt a tényt figyelembe kell venni a jegybank és a konszolidált állam intertemporális költségvetési korlátainak számításakor. Az árszínvonal fiskális elmélete logikailag hibás. Az átlagos inflációs cél alapú monetáris rendszer potenciálisan költséges, és nincs közgazdaságtani alapja. A működésükben független jegybankok monetizálhatják az államadósságot az államcsőd és a vele összefüggő súlyos pénzügyi instabilitás megelőzése érdekében még akkor is, ha ez nem felel meg az árstabilitással kapcsolatos mandátumuknak. A kamatláb effektív alsó korlátját el kell törölni, ehhez meg kell szüntetni a papírpénzt, és létre kell hozni egy kamatot fizető lakossági digitális jegybankpénzt, amely online és offline tranzakciókban is használható, a számlák vagy a tranzakciók méretére vonatkozó korlátozások nélkül.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E42, E52, E58

Kulcsszavak: jegybanki profit és veszteség, jegybankpénz, árszint, infláció, inflációs cél, fiskális dominancia, negatív kamatlábak

1. Bevezetés

Ez a tanulmány hét, a jegybankok számára releváns kérdést jár körül. Az első, hogy a jegybank az állam fiskális és pénzügyi megbízottja. Tényleges tulajdonosa az állam. A jegybank és az államháztartás pénzügyi mérlegeit konszolidálni kell. Minden formális, részben magántulajdonra épülő struktúrát fel kell számolni, és 100 százalékos

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

Willem H. Buiter: Maverecon LLC, alapító. E-mail: whb1002@gmail.com

A szerző korábban az LSE, a Cambridge-i Egyetem, a Yale Egyetem és a Bristol-i Egyetem professzora volt. Külsős tagja volt a Bank of England Monetáris Politikai Bizottságának, valamint vezető közgazdászként dolgozott az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Banknál (EBRD), illetve globális vezető közgazdászként a Citigroupnál. A szerző köszönetet mond Anne Sibertnek, Ebrahim Rahbarinak, Morvay Endrének és a két anonim bírálónak hasznos megjegyzéseikért és javaslaataikért.

Az angol nyelvű kézirat első változata 2025. május 20-án érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.25201/HSZ.24.3.5>

állami tulajdonlást kell megvalósítani. A második, hogy a jegybankpénz csak névleges kötelezettség. Ennek fontos következményei vannak a jegybank és a konszolidált állam intertemporális költségvetési korlátaira. A harmadik, hogy a jegybanki profitot és veszteséget a tényleges tulajdonosnak szimmetrikusan kell kezelnie. A negyedik, hogy az árszínvonal fikális elmélete logikailag hibás. Az ötödik, hogy az „átlagos inflációs cél”-on (average inflation targeting) alapuló monetáris rendszer potenciálisan költséges, és közgazdaságilag értelmetlen. A hatodik, hogy létezhet fiskális dominancia akkor is, ha a jegybank függetlenül működik. A pénzügyi stabilitás megőrzése minden jegybank legfontosabb mandátuma, ezért a jegybank rákényszerülhet, hogy az államadósságot olyan mértékben monetizálja, amelyről tudja, hogy nincs összhangban az árstabilitással. A hetedik, hogy a nominális kamatláb effektív alsó korlátját (effective lower bound, ELB) el kell törölni, ehhez meg kell szüntetni a nulla kamatozású fiat¹ értéket és papírpénzt, és létre kell hozni helyettük egy kamatozó lakossági digitális jegybankpénzt (CBDC), amely offline és online tranzakciókban is használható, a számlák vagy a tranzakciók méretére vonatkozó korlátozások nélkül.

2. A jegybank az állam fiskális és pénzügyi megbízottja

A jegybank az állam fiskális és pénzügyi megbízottja. A legtöbb országban a jegybank tényleges tulajdonosa a központi vagy szövetségi kormányzat. Alacsonyabb szintű állami szervezetek osztozhatnak a tényleges tulajdonosi szerepen. A jegybank és a tényleges tulajdonos pénzügyi mérlegeit konszolidálni kell az államadósság fenntarthatóságának megfelelő elemzése, illetve a hatékony gazdaságpolitikai tervezés érdekében. Az államháztartási adósság fenntarthatóságának megfelelő elemzéséhez, illetve a hatékony gazdaságpolitikai tervezéshez a jegybanki állampapír-állományt (és az államháztartással szembeni egyéb központi banki követeléseket) netósítani kell. A jegybank államháztartással szembeni kötelezettségein kívüli egyéb jegybanki kötelezettségeket hozzá kell adni, de tisztában kell lennünk azzal, hogy a jegybank monetáris kötelezettségei csak névleg kötelezettségek (ahogy azt majd a 3. szakaszban tárgyalni fogjuk).

Vannak jegybankok, ahol a tulajdonosi struktúra furcsa és meglepetésszerű volta elfedheti, hogy a jegybank az állam fiskális és pénzügyi megbízottja, és emiatt indokoltnak tűnhet a jegybank kihagyása a kormányzati beszámolókból. Erre példa a Federal Reserve System (Fed) központi banki rendszer, melynek 12 regionális jegybankja magántársaságként működik, továbbá a japán jegybank, a svájci jegybank, a Banca d'Italia, a belga jegybank és a görög jegybank, amelyek mindegyikénél találunk magánrészvényeseket (is). Az egyetlen észszerű tulajdonosi struktúra, azaz a 100 százalékos állami tulajdon jellemzi az Egyesült Királyság jegybankját, a Bank of Englandet (1946 óta), a Bundesbankot, a Banque de France-t, a De Nederlandsche Bankot,

¹ Rendeleti pénz, aminek értékét a törvény biztosítja. Nem áll mögötte teljes körű (pl. arany) fedezet. A kibocsátó állam tartja fenn, és előírásokkal biztosítja az elfogadását.

a svéd Riksbankot és a jegybankok legtöbbszörét. Bár nincs tudomásom arról, hogy bármely jegybankban a magánrészvényesek kollektíven részt vennének a monetáris politikával kapcsolatos döntések meghozatalában vagy a mikro- vagy makroprudenciális szabályozásban és felügyeletben, ideje lenne megszabadulni a jegybankok zavart okozó magántulajdonosi szerkezetétől. Az Egyesült Államokban a Federal Reserve System központi banki rendszer minden pénzügyi eszközét és kötelezettségét viselő 12 regionális jegybank magántársaság, emiatt gyakran felmerül, hogy a Fed magánérdekeket szolgál (lásd pl. *Zarlenga 2023*).

Annak felismerése, hogy a jegybank az állam fiskális és pénzügyi megbízottja (és a kincstár likviditásának biztosítója), nem ássa alá a jegybank függetlenségét. A jegybanki működés függetlensége és (bizonyos jegybankok esetén) a korlátozott célfüggetlenség kifejezetten összhangban van azzal, hogy a kincstár a jegybank tényleges tulajdonosa, mint ahogy a jegybank működési függetlensége sem zárja ki a jegybank és a kincstár együttműködését vagy a monetáris és fiskális politika koordinációját. A működési függetlenség csak azt jelenti, hogy a kincstár (vagy bármely más hivatalos entitás vagy személy) nem mondhatja meg a jegybanknak, hogy mit tegyen vagy mit ne tegyen. A működési függetlenséghez nagy valószínűséggel törvényileg biztosított intézményi függetlenségre van szükség. Ez minden bizonnyal megköveteli azt is, hogy a monetáris politikai eszközöket irányító bizottság tagjai személyükben függetlenek legyenek.

3. A jegybankpénz csak névlegesen kötelezettség

A jegybankpénz nem visszaváltható: X dollárnyi jegybankpénz kizárólag X dollárnyi jegybankpénzre szóló követelés². Ezért a jegybankpénz, bár birtokosa számára eszköz, csak névleges kötelezettség. Amikor a jegybank vagy a konszolidált állam fizetőképességét vizsgáljuk, a *nem pénzügyi kötelezettségek* teljesítésére való képességre kell koncentrálnunk. Kulcskérdés az, hogy a jelenlegi és jövőbeni nettó seigniorage minimális diszkontált jelenértéke (minimum present discounted value, PDV), amely a jegybank (és a konszolidált állam) fizetőképességének fenntartásához szükséges, összhangban van-e az árstabilitással.

A jegybank (és a konszolidált állam) valódi intertemporális költségvetési korlátja (intertemporal budget constraint, IBC) egészen más, ha a jegybankpénzt nem valódi kötelezettségként kezeljük. A jegybank (és a konszolidált állam) teljes körű mérlegében (vagy az IBC-ben) bármely t időpillanatban eggyel kevesebb a kötelezettség, ami a forgalomban lévő jegybankpénz állománya. Emellett van még egy eszköz: a jelenlegi és jövőbeni nettó seigniorage diszkontált jelenértéke. Az ebből eredő különbség a jegybank nettó értéke tekintetében jelentős lehet. 2024 végén

² Lásd Buiter (2007) és Buiter (2021a).

2,4 billió USD volt a Fed által kibocsátott, forgalomban lévő pénzmennyiség, a Federal Reserve-nél tartott kereskedelmi bankok tartaléka pedig 3,2 billió USD. A nettó seigniorage diszkontált jelenértéke könnyen meghaladhatja a jegybankpénz jelenlegi állományát (Buiter 2021a).

Mivel a jegybankpénz csak névlegesen kötelezettség, egy jegybanknál jelentős negatív saját tőke szerepelhet a hagyományos mérlegben anélkül, hogy fennállna a szerződéses kötelezettségek nemteljesítésének veszélye (Buiter 2024). Ha egy jegybanknak nincsenek külföldi devizában denominált kötelezettségei vagy árucikkben denominált, fizikai teljesítést igénylő kötelezettségei, mindig tudja törleszteni adósságát azzal, hogy további jegybankpénzt hoz létre, és növeli a jelenlegi és jövőbeni nettó seigniorage diszkontált jelenértékét. Ugyanakkor előfordulhat, hogy a fizetőképesség biztosításához szükséges további pénzkibocsátás mértéke nincs összhangban az árstabilitás biztosításának mandátumával. A jegybank kincstár általi feltőkésítése feloldhatja ezt a dilemmát, ha ez a lépés nem veszélyezteti a kincstár fizetőképességét.

A jegybank hagyományos mérlege a jegybankpénzt (a forgalomban lévő pénzt, valamint a kereskedelmi bankok és más pénzintézetek által tartott jegybanki tartalékokat) kötelezettségként kezeli. Mivel a jegybankpénz csak névlegesen kötelezettség, a fizetőképességgel kapcsolatban csak akkor merülnek fel aggályok, ha a jegybank saját tőkéjének és a jegybankpénz-állománynak összege negatív. Még ha a jegybank nem monetáris kötelezettségei meg is haladják eszközeinek értékét, csak akkor lép fel probléma, ha (1) a fizetőképesség fenntartásához szükséges jelenlegi és jövőbeni pénzkibocsátás mértéke nagyobb, mint ami összhangban lenne az árstabilitással, és emellett (2) a központi kormányzat (jellemzően a kincstár) nem hajlandó vagy nem képes annyira feltőkésíteni a jegybankot, hogy annak nettó értéke (saját tőkéje) újra összhangban legyen az árstabilitási mandátummal.

4. A jegybanki profit és veszteség aszimmetrikus kezelése bizonyos pénzügyminisztériumok/kincstárak esetén

A jegybanki veszteségek tényleges tulajdonos általi kezelése gyakran nem szimmetrikus a nyereség kezelésével. Ebből a szempontból kitűnik az Egyesült Királyság, ahol két módon is szimmetrikusan kezelik a Bank of England veszteségeit. Először is van egy profit- és veszteségmegosztási megállapodás a brit pénzügyminisztériummal a Bank of England eszközvásárlási programjára (Asset Purchase Facility), amely jelenleg az angol jegybanki eszközök mintegy 79 százalékát teszi ki. Másodszor pedig a Bank of England és a brit pénzügyminisztérium között érvényben van egy feltőkésítési és nyereségmegosztási megállapodás. Ez célértéket, alsó küszöböt és felső határértéket határoz meg a Bank of England veszteségviselő tőkéjére (loss-absorbing capital, LAC) vonatkozóan. Ha a tényleges LAC meghaladja a felső határértéket,

minden nettó profit a kincstáré. Ha a tényleges veszteségviselő tőke a célérték és a felső határérték között van, a nettó profit fele a kincstáré. Ha a tényleges veszteségviselő tőke az alsó küszöb és a célérték között van, a Bank of England-é marad a teljes profit. Ha a tényleges veszteségviselő tőke az alsó küszöb alatt van, a Bank of England akkora tőkeinjekciót kap a kincstártól, amellyel tőkéje eléri a célértéket. Svédország esetében a Sveriges Riksbank és a svéd parlament között van érvényben egy feltőkésítési megállapodás.

A Federal Reserve-nek nincs veszteségmegosztási vagy feltőkésítési megállapodása az amerikai pénzügyminisztériummal. Néhány veszélyhelyzeti hitelprogramra, melyeket a Fed a Covid-világjárvány kitörése után hozott létre, az amerikai pénzügyminisztérium (korlátozott) garanciát vállal (tőkebefektetéseken keresztül). Az Európai Központi Bank (EKB) és tényleges tulajdonosai – az euroövezet jegybankjai, illetve rajtuk keresztül az euroövezet tagállamainak nemzeti fiskális hatóságai – között sincs veszteségmegosztási vagy feltőkésítési megállapodás.

4.1. Trükközés a „halasztott” eszközökkel

A Fed azokat a veszteségeket, amelyek a CET1³ tőkéje vagy a saját tőkéje bizonyos küszöbérték alá csökkenését eredményeznék, vagy pozitív, „halasztott eszköz”⁴, vagy negatív kötelezettség⁵ formájában tünteti fel a mérlegében⁶. Az EKB is alkalmazza ezt a trükköt a halasztott eszközökkel.

A halasztott eszköz azt jelenti, hogy a jegybank a jövőben a kincstárnak átutalandó profitot („befizetéseket”) csökkenti addig, amíg tőkéje újra elér vagy meghalad egy küszöbértéket. Igaz, hogy a kincstár részére teljesítendő jelenlegi és jövőbeni nettó befizetések diszkontált jelenértéke a jegybank teljes körű mérlegében (az intertemporális költségvetési korlátban) kötelezettséggént jelenik meg, ugyanakkor korántsem egyértelmű, hogy a kincstár elfogadná a jegybanktól várt nettó befizetések diszkontált jelenértékének azonos mértékű csökkentését a jegybank minden olyan vesztesége esetén, amely a jegybank tőkéjét a küszöbérték alá csökkentené. Ehhez adott esetben a kincstárnak a jegybank felé történő pozitív átutalására, vagy akár a jegybank által a kincstárnak teljesítendő befizetések negatív várható diszkontált jelenértékére lenne szükség.

A Fed és az EKB a halasztott eszköz kezelésénél abból indul ki, hogy bármilyen nagyok is a jegybank veszteségei, nem lesz szükség egy kulcsfontosságú eszköz növelésére a jegybank teljes körű mérlegében (az intertemporális költségvetési korlátban) – ez a jelenlegi és jövőbeni nettó seigniorage várható diszkontált jelenértéke, vagyis

³ Common Equity Tier 1 (elsődleges alapvető tőke)

⁴ <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/quarterly-report-20241122.pdf>

⁵ <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/current/h41.htm#h41tab9>

⁶ A negatív kötelezettség az Egyéb kötelezettségek és tőke (<https://www.federalreserve.gov/releases/h41/current/h41.htm#h41tab9>) tételbe tartozik, amely „magába foglalja az Amerikai Egyesült Államok Pénzügyminisztériumának járó nyereségátutalási kötelezettségeket”.

a jegybankpénz-kibocsátási nyereség a forgalomban lévő jegybankpénz-állomány után fizetett kamatok levonásával. Ehelyett feltételezik a kincstárnak teljesítendő jelenlegi és jövőbeni nettó befizetések diszkontált nettó jelenértékének olyan csökkentését, amellyel megőrizhető a jegybank fizetőképessége (likviditása) anélkül, hogy további seigniorage-ra lenne szükség. Ez világosan kiderül a Fed közleményéből⁷: „A halasztott eszköznek nincs hatása a Fed monetáris politikai gyakorlatára, illetve arra, hogy képes-e pénzügyi kötelezettségeinek teljesítésére”.

A halasztott eszközzel való trükközés oda vezet, hogy a csak a jogszabályokon és szerződéseken alapuló eszközöket és kötelezettségeket⁸ tartalmazó hagyományos mérlegből egy *hiányos* és félrevezető teljes körű mérleg (vagy intertemporális költségvetési korlát) lesz. Ez beemel a mérlegbe egy implicit kötelezettséget (a jegybank által a kincstárnak teljesítendő jelenlegi és jövőbeni nettó befizetések diszkontált jelenértékét), de kihagy egy fontos implicit eszközt (a jelenlegi és jövőbeni nettó seigniorage diszkontált jelenértékét). Nem ismeri fel, hogy a jegybank fizetőképességét esetleg csak a jelenlegi vagy jövőbeni seigniorage növelésével lehet elkerülni, amennyiben a kincstár nem hajlandó, vagy nem képes, elégséges mértékű pozitív átutalást teljesíteni a jegybank felé.

5. Az árszínvonal fiskális elmélete logikailag hibás

Az árszínvonal fiskális elmélete (Fiscal Theory of the Price Level, FTPL, lásd *Cochrane 1999, 2001, 2005, 2023*) logikailag hibás (lásd *Buiter 2002, 2021a, 2023; Buiter és Sibert 2018*). Ez nem annak a kérdése, hogy az FTPL irreális feltételezéseken alapszik-e, vagy hogy az empirikus bizonyítékok ellentmondanak-e neki. Az FTPL egy azonosságot – a konszolidált állam intertemporális költségvetési korlátját (IBC), amely gyenge egyenlőtlenségként az endogén változók minden lehetséges értékére fennáll – úgy alkalmaz, hogy azt egyenlőségként, kiegészítő egyensúlyi feltételként írja elő anélkül, hogy bevezetne egy újabb endogén változót is. A konszolidált állam intertemporális költségvetési korlátja szerint a jelenlegi és jövőbeni, reálértéken számított elsődleges (kamatkiadásokat nem tartalmazó) államháztartási többlet diszkontált jelenértékének és a jelenlegi és jövőbeni, reálértéken számított nettó seigniorage-bevétel diszkontált jelenértékének összege legalább akkora, mint az állam nem monetáris adósságállományának (kötvényeknek) a reálértéke⁹. Azokat a fiskális-pénzügyi politikákat, amelyek biztosítják, hogy az állam intertemporális költségvetési korlátja mindig teljesüljön, *Cochrane* ricardói ekvivalencián alapuló politikáknak nevezi, míg azokat a kormányzati fiskális és pénzügyi politikákat, amelyeknél az állam intertemporális költségvetési korlátjának minden esetben való

⁷ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20240112a.htm>

⁸ Amelyeket én explicit eszközöknek és kötelezettségeknek nevezek.

⁹ *Cochrane*-nél – mint a közgazdasági szakirodalom nagy részében – a jegybankpénz valódi kötelezettség. Az FTPL továbbra is logikailag hibás.

teljesülése nem feltétel (fiskális patológiák), *nem ricardói* fiskális-pénzügyi politikáknak hívja.

Bármelyik gazdasági modell, amely önmagában is egyértelműen meghatározott a konszolidált állam intertemporális költségvetési korlátjának egyensúlyi feltételként kezelése nélkül, túlhatározottá (logikailag ellentmondásossá) válik, amikor az intertemporális költségvetési korlátot egyenlőségként, egyensúlyi feltételként írjuk elő. Ez igaz minden olyan régi és új keynesi modellre, amelyet a ragadós árak és/vagy ragadós nominális bérek jellemeznek. Ugyanakkor egyfajta *nominális* indetermináltság kapcsolódik azokhoz a sztenderd, rugalmas nominálbérekhez és árakhoz használó modellekhez, ahol a monetáris hatás határozza meg a rövid távú (nominális) kamatot, és a nominális pénzállomány endogén. Ebben a rugalmas árat használó modellben a reálpénzállomány meghatározott, de az árszint és a nominális pénzállomány nem. Amikor egy kormányzat nem ricardói fiskális-pénzügyi politikát folytat, az FTPL az állam intertemporális költségvetési korlátját használja – azt egyenlőségként érvényesítve – az árszint meghatározásához. Az árszint értéke akkora kell legyen, hogy biztosítsa, hogy az állam nem monetáris nominális adósságállományának reálértéke megegyezzen a jelenlegi és jövőbeni, reálértéken számított, elsődleges államháztartási többlet és a jelenlegi és jövőbeni, reálértéken számított nettó seigniorage-bevétel összegének diszkontált jelenértékével. Az állam intertemporális költségvetési korlátját államadósság-értékelési egyenletként kezelik.

Az FTPL nem teszi túldeterminálttá az exogén nominális kamatlábat használó, rugalmas ármodellt, de olyan anomáliákhoz vezet, amelyeknek nincs értelme. Először is, az árszint, amint már említettük, nem determinált, ha nincs fennálló, nominális értéken denominált államadósság – ha minden államadósság indexhez kötött vagy külföldi pénznemben denominált. Másodszor, ha van pozitív forgalomban levő nominális államkötvény-állomány, az állam intertemporális költségvetési korlátja IBC (egyenlőségként érvényesítve) határozza meg az árszintet (a pénz árának reciprokát), akkor is, ha nincs pénz a rendszerben sem értékhordozóként sem csereeszközként – a pénz egyszerűen ármérce, mint a flogiszton. Harmadszor, ha van fennálló nominális és indexhez kötött (vagy külföldi pénznemben denominált) adósságállomány, az állam intertemporális költségvetési korlátja által meghatározott árszint lehet negatív¹⁰. Negyedszer, miért korlátoznánk az adósságértékelési egyenletet az államra? A lakosságnak és a vállalatoknak is van intertemporális költségvetési korlátja, és sokaknál előfordulhat (és elő is fordul), hogy nem tudják visszafizetni az adósságukat. Miért ne lehetne az árszínvonal fiskális elmélete helyett Mrs. Jones IBC árszínvonal-elmélete? Ötödször, ha az árszínvonal mindig az állam intertemporális

¹⁰ Ha a reálértéken számított jelenlegi és jövőbeni elsődleges államháztartási többlet és a reálértéken számított jelenlegi és jövőbeni nettó seigniorage-bevétel összegének diszkontált jelenértéke negatív, az árszint még akkor is negatív lesz, ha csak (pozitív) hazai pénznemben denominált államadósság-állomány van.

költségvetési korlátjának egyenlőségként való teljesüléséhez szükséges értéket veszi fel, akkor a valóságban miért fordul elő az államcsőd?

Nem azt állítom, hogy hibás az állam intertemporális költségvetési korlátját (egyenlőségként érvényesítve) egyensúlyi feltételként – államadósság-árazási egyenletként – kezelni. Csak akkor hibás ez, ha nem adunk hozzá egy további, megfelelő endogén változót. Korábban (Buiter 2002) bemutattam, hogy a további endogén változó a „kötvény-újraértékelési tényező”, vagyis az államkötvényeknek az államcsőd lehetőségének fennállása melletti piaci értékének a szerződéses értékéhez (utóbbi azon piaci ár, amely mellett az állam intertemporális költségvetési korlátja mindig teljesülne) viszonyított aránya. Ha bevezetjük a kötvény-újraértékelési tényezőt, újra megjelenik a nominális indetermináltság, akkor is, ha az állam intertemporális költségvetési korlátja egyenlőségként érvényesül.

A monetáris és fiskális politikai döntéshozók számára fontos, hogy az FTPL logikailag hibás, mert az FTPL felelőtlen fiskális és pénzügyi magatartáshoz vezethet. Sosem áll fenn az államadósság által okozott fizetéseképtelenség kockázata, függetlenül attól, hogy mekkora a fennálló nominális államadósság-állomány és hogy milyen alacsony a jelenlegi és jövőbeni, reálértéken számolt elsődleges többlet és a nettó seigniorage-bevétel összegének a várható diszkontált jelentértéke. Az általános árszint mindig azt az értéket veszi fel, amely ahhoz szükséges, hogy a fennálló nominális államkötvény-állomány reálértéke egyenlő legyen azzal, ami az állam intertemporális költségvetési korlátjának egyenlőségként való teljesüléséhez szükséges. Ez ösztönözheti a fiskális pazarlást és a túlzott államadósság-kibocsátást.

6. Az átlagos inflációs célkövetés potenciálisan költséges és közgazdaságilag értelmetlen

2020 augusztusában a Fed bevezette az „átlagos inflációs célkövetés” egy formáját, a rugalmas átlagos inflációs célkövetést (flexible average inflation targeting, FAIT, lásd Clarida 2021 és Buiter 2021b). Ez egy olyan, hosszabb időszak után történt (2008 végétől 2021 elejéig), amikor az infláció rendszeresen a célérték¹¹ alatt volt, és a Federal Funds ráta célsávja az effektív alsó korlátnál, vagy annak közelében volt. A FAIT azt tételezi fel, hogy a Fed, egy célérték *alatti* inflációs időszakot követve, szándékosan célérték *feletti* inflációt folytathat annak érdekében, hogy az átlagos inflációs rátát közelebb hozza a célértékhez.

Korábbi inflációs értékek a múlt részei, és nem tartoznak a jegybank célfüggvényébe. A stabil árakra vonatkozó mandátummal rendelkező jegybankároknak a jelenlegi és a várható jövőbeli inflációt kell megcélozniuk. A múltbeli infláció természetesen hatással lehet az infláció jelenlegi és jövőbeni alakulására, valamint a jelenlegi inflációs

¹¹ Ez évi 2 százalék a személyes fogyasztási kiadások magárindexe esetén.

várakozásokra. Példaként említhetők erre a késleltetett indexálási záradékokat tartalmazó ár- és bérszerződések. A múltbeli infláció hatással lehet a jövőbeni inflációs várakozásokra is, és ezáltal a tényleges jövőbeni inflációra. Ezeket az indexálási és várakozásképzési mechanizmusokat gondosan és pontosan kell modellezni a jegybanki inflációs modellekben, még akkor is, ha a politikai döntéshozók csak a jelenlegi és a várt jövőbeni inflációval foglalkoznak.

Ugyanakkor 2020 végén megalapozatlan dolog volt azzal érvelni, hogy egy hosszabb, célérték alatti inflációval jellemzett időszak után az inflációs várakozások csak akkor igazíthatók a célhoz, ha szándékosan egy célérték feletti inflációt tervezünk a jövőben.

Mindenképpen számít az, hogy miért volt az infláció 2020 végén olyan hosszú ideig a célérték alatt. Ennek az oka az volt, hogy gyengült a Fed azon képessége, hogy felpörgesse a gazdasági aktivitást és az inflációt, ugyanis a Fed nem tudta a Federal Funds rátát (FFR) negatív szinten, potenciálisan mélyen, a nominális kamatlábak effektív alsó korlátja alatt tartani. Az FFR-eszköz csak azzal tudná előretekintő iránymutatáson keresztül befolyásolni a gazdasági aktivitást, ha további FFR-csökkentéseket jelezne a jövőbeli időszakokra vonatkozóan, amikor az effektív alsó korlát már nem jelentene kötelező érvényű korlátot. A gazdasági aktivitás és infláció élénkítésére csak olyan relatíve hatástalan eszközök maradtak, mint a mennyiségi lazítás (Quantitative Easing, QE). A Fednek el kellene tudnia magyarázni a legtöbb – ha nem az összes – gazdasági szereplőnek, hogy a hosszú, célérték alatti inflációval jellemzett időszak oka az volt, hogy az effektív alsó korlát akadályozta a Fedet abban, hogy felpörgesse a gazdasági aktivitást és az inflációt.

A Fednek azt is el kell tudnia magyarázni, hogy az FFR-nek nincs effektív felső korlátja. Ha az infláció meghaladná a célértéket (vagy fennállna ennek veszélye), az FFR-t mindig fel lehetne emelni arra a szintre, amellyel elkerülhető az inflációs cél jelentős és tartós túllépése. Nincs értelme egy elkerülhetetlen, múltbeli monetáris politikai kudarcot egy elkerülhető jövőbeni monetáris politikai kudarcral kompenzálni. Csak akkor van értelme amellett érvelni, hogy egy hosszú – az effektív alsó korlát miatt a célértéknél alacsonyabb – inflációval jellemzett időszak után az inflációs cél kizárólag az inflációs cél szándékos túllépésével tartható, ha a releváns gazdasági szereplők nem elég okosak ahhoz, hogy megértsék a monetáris politika hatékonyságának aszimmetriáját, melyet az effektív alsó korlát okozott, illetve ha a Fed képessége a kommunikációra és ezen kérdések elmagyarázására komoly kívánnivalót hagy maga után. Jerome Powell, a Fed elnöke a nemrég Jackson Hall-i beszédében bejelentette a Fed a 2025-ös széles körű – a monetáris politika stratégiájára, eszközeire és kommunikációjára vonatkozó –, 5 éves felülvizsgálatának részeként a FAIT elhagyását (Powell 2025).

Ha nincs effektív alsó korlát, ez a probléma nem merült volna fel. Az alábbi 8. szakasz kifejti, hogyan és miért most kellene felhagyni az effektív alsó korlát használatával.

7. Az Egyesült Államok a fiskális dominancia felé halad, még egy működésében független Fed-del is

Valószínűnek tartom, hogy Donald Trump négyéves elnökségének vége előtt az infláció jelentősen a Fed által kitűzött 2 százalékos cél felett fog alakulni. Ebben az esetben a Fed tudatosan az árstabilitás biztosításával konzisztens szint alatt fogja meghatározni az irányadó kamatlábakat. Emellett tudatosan olyan mértékben fog szövetségi államadósság-monetizálásba kezdeni, amely nem kompatibilis az árstabilitási mandátumával. A „fiskális dominancia” nem a Fed működési függetlenségének elvesztéséből vagy egy formális – a Fed monetáris politikai mandátumára vonatkozó – törvényi változásból fog eredni. A fiskális dominancia annak eredményeképpen jön majd létre, hogy a működésében független Fed pénzügyi stabilitási feladata elsőbbséget élvez a változatlan, hármas monetáris politikai mandátumhoz képest (ezek a teljes foglalkoztatottság, a stabil árak és a mérsékelt hosszú távú kamatlábak). A pénzügyi stabilitást az egyre inkább fenntarthatatlan szövetségi államadósság és deficitek nyomán előálló jelentős államcsődkockázat veszélyeztetné.

A fiskális dominanciát három különböző tényező mozditja elő: a nyers erő, a jegybanki célok formális törvényi módosítása, és az, ha a jegybank csak akkor képes a pénzügyi stabilitást biztosítani, ha tudatosan expanzívabb monetáris politikát folytat, mint ami az árstabilitással konzisztens.

7.1. Nyers erővel érvényesített fiskális dominancia

A nyers erővel érvényesített fiskális dominancia a legtöbb fejlett gazdaságban, így az Egyesült Államokban is valószínűtlen. Ez akkor következik be, ha a jegybank működési függetlensége sérül, vagy megszűnik. Az elnök vagy miniszterelnök által támogatott költségvetési hatóság a működésében elvileg független jegybank döntéshozóit arra kényszeríti, hogy tartsák alacsonyabban az irányadó kamatlábakat és/vagy nagyobb mértékű államadósság-monetizálásba kezdjenek, mint amit a jegybank megfelelőnek talál. Az egyik nyers erőt használó mechanizmus, ha a költségvetési hatóság a jegybank működésében független döntéshozóját/döntéshozóit olyanokra cseréli le, akik akkor is követik a hatóság utasításait, ha az ellentétes a jegybank mandátumával.

Elttekintve a devizapiaci beavatkozásoktól, valószínűtlennek tartom, hogy a Fed elveszítené működési függetlenségét. Lehetséges ugyanakkor, hogy a pénzügyminisztérium/kincstár olyan árfolyampálya megcélzására vagy kijelölésére kényszerítse a Fedet, amely nem egyeztethető össze annak árstabilitásra vonatkozó mandátumával.

A devizaárfolyam-célok (amennyiben vannak ilyenek) a pénzügyminisztérium hatáskörébe tartoznak. Az amerikai pénzügyminisztérium kimondja,¹² hogy „minden külföldi deviza árfolyamának meghatározása a pénzügyminiszter kizárólagos hatásköre...”. A Fed¹³ megerősíti ezt: „A Pénzügyminisztérium az Egyesült Államok nemzetközi gazdaságpolitikáját alakító legfőbb szerv, ideérve a dollárt érintő politikákat is.” Majd ezzel árnyalja: „...Sem az Egyesült Államok Pénzügyminisztériuma, sem a Federal Reserve nem határoz meg árfolyamcél.” Ez ma igaz, de nem volt az a Bretton Woods-i rögzítettárfolyam-rendszerben (az 1940-es évek közepétől az 1970-es évek elejéig) vagy korábban, az aranystandard idején. Lehet, hogy a jövőben sem lesz igaz.

Ahhoz, hogy az amerikai pénzügyminisztérium (az elnök nevében) csökkentse a Fed működési függetlenségét, arra lenne szükség, hogy a Szövetségi Nyíltpiaci Bizottság (FOMC) 12 szavazati joggal bíró tagjának többsége a Fehér Ház utasításait kövesse. Az FOMC szavazati joggal bíró tagjai a Federal Reserve System Kormányzótanácsának (Board of Governors) hét tagja és a Federal Reserve 12 regionális bankjának elnökei közül öt. Az elnök azzal, hogy eltávolítja a Kormányzótanács elnökét, még nem vehetné kézbe a Fed monetáris politikája feletti irányítást.

Sem az elnök, sem a Kongresszus nem bocsáthatja el (és nem nevezheti ki) a Federal Reserve regionális bankjainak elnökeit. A Kormányzótanács (soha nem gyakorolt) jogkörébe tartozik a regionális bankok elnöki kinevezéseinek visszavonása.

Amennyiben a Kormányzótanácsnak csak azok a tagjai távoznak, akiknek hivatali ideje lejár, Trump elnök két új tagot jelölhet a tanácsba, akiket az Egyesült Államok Szenátusa fogad el.

A Federal Reserve törvény¹⁴ egyértelművé teszi, hogy az elnök a Federal Reserve System Kormányzótanácsának bármely tagját „alapos okból” (*for cause*) elmozdíthatja¹⁵. Az „alapos okból” (*for cause*) egy homályos jogi fogalom, amely azt jelenti, hogy „a hatékonyság hiánya, a kötelesség elhanyagolása vagy a hivatali visszaélés miatt”¹⁶. Feltehetően egy független külső félnek (végső soron a Legfelsőbb Bíróságnak) kellene eldöntenie, hogy a hivatalából való rendkívüli felfüggesztés feltételei fennállnak-e. Erre mindeddig a Kormányzótanács egyetlen tagjának esetében sem került sor. Ha Donald Trump elmozdítja Jerome Powellt, az elnök csak a Szenátus támogatásával tud utódot kijelölni (a Kormányzótanács tagjának és elnökének egyaránt).

¹² <https://fiscaldata.treasury.gov/datasets/treasury-reporting-rates-exchange/treasury-reporting-rates-of-exchange>

¹³ https://www.federalreserve.gov/faqs/economy_12763.htm

¹⁴ <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section10.htm>

¹⁵ Federal Reserve törvény, 10. cikk, 2. bekezdés: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section10.htm>.

¹⁶ <https://columbialawreview.org/content/the-three-permissions-presidential-removal-and-the-statutory-limits-of-agency-independence/>

Powell menesztésével az elnök még nem vonná irányítása alá az FOMC 12 szavazati joggal bíró tagjainak többségét. Ehhez az FOMC tagjai többségének menesztésére (és helyük betöltésére) lenne szükség (kivéve azt a két (hamarosan három) jelenlegi kormányzótanácsi tagot, akik az infláció szempontjából Powellnél sokkal megengedőbbek).

7.2. Fiskális dominancia a jegybank mandátumának formális módosításával

Fiskális dominancia megvalósulhat működésében független jegybank esetén is, ha a jegybank célértékeit vagy céljait nem a jegybank határozza meg, azaz nincs célfüggetlenség. Az olyan kvalitatív célokat, mint a teljes foglalkoztatottság, az árstabilitás és a pénzügyi stabilitás, általában jogszabályok határozzák meg, és csak törvényhozói többséggel módosíthatók. 2012 januárjáig az FOMC nem határozott meg konkrét, számszerű célértéket az árstabilitás vonatkozásában. Nincs meghatározott célérték a teljes foglalkoztatottságra vagy a mérsékelt hosszú távú kamatokra sem. Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa dönt a Szerződés szerinti árstabilitási mandátum számszerű interpretációjáról. A japán jegybank is maga határozza meg a számszerű inflációs célt. Az Egyesült Királyságban az infláció számszerű célértékét a pénzügyminiszter határozza meg. Lehetséges a fiskális dominancia elérése azáltal, hogy a jegybank számára jóval megengedőbb törvényi mandátumot határoznak meg az inflációval szemben, de ez a legtöbb fejlett gazdaságban – így az Egyesült Államokban is – valószínűtlen forgatókönyv.

7.3. A pénzügyi instabilitástól való félelem által vezérlt „önkéntes” fiskális dominancia

A működésében független jegybank esetén az árstabilitás mint az egyik monetáris politikai cél mellett akkor valósulhat meg fiskális dominancia, ha rendszerszintű pénzügyi válság fenyeget. A pénzügyi stabilitás a jegybank elsődleges célja (és annak is kell lennie). Ez a jegybankot létrehozó és a céljait meghatározó törvényben nincs mindig egyértelműen megfogalmazva. A japán jegybanki törvény¹⁷ a pénzügyi stabilitás célját az árstabilitási cél előtt említi – bár a célokat nem rangsorolja. Az Egyesült Királyságban a Bank of England feladata, hogy „megvédje és fokozza a pénzügyi rendszer stabilitását” (Bank of England törvény, 1998, 2. cikk (a) szakasz¹⁸). A törvény felsorol több, lexikográfiailag rangsorolt monetáris politikai célt, amelyek közül az árstabilitás az első (Bank of England törvény, 1998, 11. cikk¹⁹).

A Federal Reserve törvény csak egyszer említi a pénzügyi stabilitást – akkor, amikor a 2010-es Pénzügyi stabilitási törvényre hivatkozik. A Fed pénzügyi stabilitásra vonatkozó feladatait legújabbban a 2010-es Pénzügyi stabilitási törvény sorolja fel. A törvény 179 alkalommal említi a „Federal Reserve”-et.

¹⁷ <https://www.japaneselawtranslation.go.jp/en/laws/view/3788/en>

¹⁸ <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1998/11/contents>

¹⁹ <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1998/11/contents>

Az Európai Unió működéséről szóló szerződés 127(1) cikkében az EKB lexikográfiai sorrendbe rendezett céljai között az első az árstabilitás. A pénzügyi stabilitásra csak két – nem túl meggyőző – utalás van a Szerződésben. 2021. novemberi pénzügyi stabilitási jelentésében az EKB foglalkozott a pénzügyi stabilitás szerepével az új monetáris stratégiájában. Kulcsfontosságú²⁰ az a (Szerződésből hiányzó) kijelentés, miszerint „A pénzügyi stabilitás az árstabilitás feltétele, és fordítva.”

A jegybank pénzügyi stabilitási mandátumának elsőbbségére egy közelmúltbeli példa az Egyesült Királyság államkötvénypiacának 2022. őszi bekövetkezett (rövid ideig tartó) működési zavarai. 2022. szeptember 23-án Liz Truss miniszterelnök és Kwasi Kwarteng pénzügyminiszter egy olyan „miniköltségvetést” javasoltak, amelyben kirívóan magas volt a költségvetési hiány. Ez a hosszú lejáratú államkötvények hozamainak meredek emelkedéséhez és a kötelezettségvezérelt befektetési stratégiákat (LDI) alkalmazó meghatározott nyugdíjjuttatási programok komoly veszteségeihez vezetett. 2022. szeptember 28-án a Bank of England bejelentette, hogy²¹ átmenetileg hosszú lejáratú brit államkötvények vásárlásába kezd a rendezett piaci körülmények helyreállítása érdekében. A bejelentés legfontosabb mondatai: „A vásárlások célja a rendezett piaci körülmények helyreállítása. Ezek mértékét csak az szabja meg, hogy a kívánt eredmény eléréséhez mire van szükség.” A Bank of England lépését az az eredményessé, hogy szükség esetén bármekkora mértékű beavatkozásra hajlandó volt. Ennek a pénzügyi stabilitás helyreállítását célzó intézkedésnek a hatékonyságához, a tényleges vásárlások mérsékelt volumenéhez és rövid időtartamához mindenképpen hozzájárult a pénzügyminiszter 2022. október 14-i felmentése (38 hivatalban töltött nap után) és a miniszterelnök 2022. október 20-i lemondása (45 hivatalban töltött nap után). A „miniköltségvetésben” bejelentett, rendkívül fenntarthatatlan fiskális politikákért felelős két legfőbb politikus páratlanul gyors távozása segített helyreállítani az utódaik által meghirdetett, fenntarthatóbb fiskális politikákba vetett bizalmat.

A fenntarthatatlan költségvetési politikák növelik a fiskális dominancia valószínűségét mint a független jegybank legkevésbé rossz választását. Nem gondolom, hogy – esetlegesen az eurokorszak előtti Bundesbank kivételével – bármelyik jegybank hitelesen azzal tudna fenyegetni, hogy nem kezd a célértéket jelentősen túllépő inflációt okozó léptékű államadósság-monetizálásba, ha ennek a lépésnek a hiánya valószínűsíthetően államcsődhez vezet.

Az USA-ban a konszolidált szövetségi kormányzat és a Fed nem monetáris adósságának GDP-hez viszonyított aránya 2024 végén 87,3 százalék volt. A szövetségi deficit a 2024-es naptári évben a GDP mintegy 6,8 százaléka volt, ami nagyon magas érték,

²⁰ https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/focus/2021/html/ecb.fsr-box202111_08~d3131413c2.en.html

²¹ <https://www.bankofengland.co.uk/news/2022/september/bank-of-england-announces-gilt-market-operation#:~:text=On%2028%20September%2C%20the%20Bank,grounds%20at%20an%20urgent%20pace>

tekintve, hogy a gazdaság békeidőben, teljes foglalkoztatottság mellett működött. A magam részéről 2025-re jóval a GDP 7 százaléka feletti szövetségi deficitre számítok, és ennek további növekedésére a következő évek során. Ez az államadósság és deficit fenntarthatatlan, ha a semleges reálkamat nem tér vissza a 2008-as pénzügyi válság utáni, de még a Covid-világjárvány előtti 0,5 százalékos vagy annál alacsonyabb értékre²². Ha a fiskális fenntarthatóság hiányának kérdését nem kezelik azonnal és hatékonyan, akkor az Egyesült Államok szövetségi adósságának monetizált vásárlásai – bármilyen mértékben is legyenek szükségesek a piacok rendezett működésének helyreállításához és az államcsőd elkerüléséhez – hatalmasak és tartósak lehetnek, annak ellenére, hogy az FOMC tudja, hogy mindez nem egyeztethető össze a 2 százalékos inflációs céllal.

Az Egyesült Államok fiskális fenntarthatatlansággal kapcsolatos problémái nem tűnnek el, ha az államadósság helyett (helyesen) az állam nettó vagyonára koncentrálnunk (lásd *Ball et al. 2024*). Az amerikai szövetségi kormányzat²³ pénzügyi mérlege 2024. szeptember 30-án 5,7 billió USD eszközt mutatott. Azonban a kötelezettségek összesen 45,5 billió USD-t tettek ki. A két legjelentősebb kötelezettség a szövetségi adósság és a fizetendő kamatok (28,3 billió USD), ami szerepel a hagyományos, adósság- és készpénzalapú állami beszámolóknak, és a szövetségi alkalmazottaknak és veteránoknak fizetendő ellátások (15,0 billió USD), amely nem szerepel a hagyományos állami kimutatásokban. A szövetségi állam teljes nettó pozíciója (nettó vagyon) –39,9 billió USD, a 2024-es GDP –136,6 százaléka.

Ha a szövetségi kormány jövedelemtermelő eszközeit jól kezelnék és megfelelően értékelnék (mint a jelenlegi és jövőbeni bevételeik várható diszkontált jelenértékét), a szövetségi kormány nettó vagyonértéke bizonyára kevésbé lenne katasztrofális. A DOGE²⁴ hatékonyságnövelési törekvései ellenére sem valószínű, hogy belátható időn belül hatékonyabbá válna a jövedelemtermelő eszközök kezelése vagy jobb lenne ezek értékelése.

Hacsak az Egyesült Államok diszfunkcionális politikai rendszere nem esik át olyan komoly reformokon, amelyek eredményeképpen valamilyen kombinációban jelentősen nőnek az adóbevételek, csökkennek az állami kiadások és hatékonyabbá válik az állami reáleszközök kezelése, gyorsan fog növekedni a fiskális és pénzügyi zavarok valószínűsége. Fennáll annak kismértékű kockázata is, hogy „technikai”, rövid ideig tartó államcsőd következik be, ha a szövetségi adósságplafont az amerikai Kongresszus nem emeli, terjeszti ki vagy vizsgálja felül időben. 1960 óta a Kongresszus 78-szor lépett²⁵ az adósságplafonra vonatkozó szabály megszegését elkerülendő, és

²² <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>

²³ <https://www.fiscal.treasury.gov/reports-statements/financial-report/balance-sheets.html>

²⁴ Department of Government Efficiency (Kormányzati Hatékonysági Minisztérium)

²⁵ <https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-markets-financial-institutions-and-fiscal-service/debt-limit>

minden valószínűség szerint újra lépni fog, ha erre lesz szükség. Az amerikai szövetségi likviditási válság – amennyiben lesz ilyen – a fiskális fenntarthatatlanság alapvető tényezői miatt fog bekövetkezni még akkor is, ha az adósságplafont eltörlőnék.

Ha adósságválság áll elő, és nincs egy Truss-Kwarteng-féle korai megoldás a legrosszabb fiskális túlzásokra, a Fednek a közül a két lehetőség közül kell választania: vagy tartósan, nagy léptékben monetizálja az államadósságot, ami a célérték feletti inflációhoz vezet, vagy államcsőd következik be, amelyet hazai és globális pénzügyi válság követ. A célérték feletti inflációt fogják választani.

8. Ideje pozitívan tekinteni a(z esetlegesen jelentősen) negatív kamatokra

Ideje végrehajtani azt az alapvető pénzügyi reformot, ami lehetővé teszi, hogy a jegybank esetlegesen nagymértékben negatív irányadó kamatot határozzon meg. Erre azért van szükség, mert a jövőbeni megfelelő jegybanki irányadó kamatot meghatározó tényezők valószínűleg időnként újra olyan irányba mutatnak, hogy a jelentősen negatív irányadó kamat a kívánatos – ami nem érhető el, amíg érvényben van az effektív alsó korlát. Az effektív alsó korlát eltörlésével megszűnne az árstabilitási cél megvalósításának két akadályja közül az egyik, az, hogy 0 százalékos inflációs célt lehetne megadni a 2 százalék (a legtöbb fejlett gazdaságban) vagy magasabb (néhány feltörekvő piacon) helyett. Ott, ahol az irányadó kamatlábnak van effektív alsó korlátja, magasabb inflációs cél esetén ez a határ kevésbé valószínű, hogy korlátozza a jegybankot az aggregált kereslet ösztönzésében és az infláció élénkítésében. A nulla százaléknál magasabb inflációs cél melletti másik érv az, hogy a valós világpiaci árindexek eltúlozzák a megélhetési költségek növekedését. Például a fogyasztói-ár-index egy fix termék- és szolgáltatáskosár átlagos árának változását vizsgálja, így nem veszi figyelembe a helyettesítési hatást. Az is valószínűtlen, hogy bármilyen árindex teljesen tükrözni tudná a minőségi fejlődést. A pozitív inflációs célértéket alátámasztó „inflációs torzítás” érv akkor is érvényes marad, ha az effektív alsó korlát megszűnik. Az, hogy az „inflációs torzítás” 2 százalék-e, továbbra is kérdés.

Az az érvelés, hogy a negatív kamatok nem hatásosak, három okból is helytelen. Először is, eddig még nem láttunk nagyobb mértékű negatív nominális kamatlábat. A Svájci Nemzeti Bank és a Danmarks Nationalbank határozott már meg $-0,75$ százalékos irányadó kamatlábat. A Sveriges Riksbank legalacsonyabb irányadó kamatlába $-0,50$ százalék volt, legalacsonyabb betéti kamatlába pedig $-1,25$ százalék. Az EKB határozott már meg $-0,50$ százalékos betéti kamatlábat. A Fed sosem vitte a FFR célsávját $0,00$ – $0,25$ százalék alá. A Bank of England legalacsonyabb banki kamatlába $0,10$ százalék volt.

Másodszor, ezek a de minimis negatív jegybanki irányadó kamatlábak az effektív alsó korlát miatt nem jelentek meg teljes mértékben a magánszektor hitelfelvételi

és hitelnyújtási kamatlábai esetén. A korlát a jegybanki papírpénz létezése miatt jött létre, amely egy nulla nominális kamatozású alternatív likvid eszköz, a papírpénz mérsékelt tartási költségével (carry cost).

Harmadszor, annak az érvelésnek, hogy a negatív nominális kamatlábak negatív hatással vannak a bizalomra a magánszektorban, nincs szilárd empirikus alapja. Ez irracionális lenne. Semmi természetellenes nincs a negatív nominális kamatban. A negatív reálkamatlábak gyakori jelenségnek számítottak (lásd *Rogoff et al. 2022*). A negatív nominális ráták szinte teljes hiánya az effektív alsó korlátból fakadó anomália.

Nem meggyőző az az érv, hogy az aggregált kereslet ösztönzésében az effektív alsó korlát mellett alkalmazott mennyiségi lazítás (QE) ugyanolyan hatékony lehet, mint a nagyobb mértékű negatív kamatlábak. A mennyiségi lazítás gyakran együtt jár az irányadó kamatlábra vonatkozó előretekintő iránymutatással (forward guidance) (annak változásával). Ezért önmagában a jegybanki eszközvásárlások hatásának azonosítása is nehéz. Ez valószínűsíthetően hozzájárult a kockázatos eszközök piacán kialakult jelentős buborékok létrejöttéhez, és ösztönözte a túlzott szövetségi adósságkibocsátást. Kis, nyitott, és rugalmas árfolyamrendszert alkalmazó gazdaságokban a devizaeszközök piaci intervenciókon keresztül történő adásvétele is a mennyiségi lazítás egy formájának tekinthető. Ha a monetáris hatóságok gyengíteni kívánják a hazai fizetőeszközt, és a hazai irányadó kamatláb az effektív alsó korláton van, a hatóságok tetszőleges nagyságrendben vehetnek külföldi valutát, illetve adhatnak el belföldi valutát. Az továbbra is kérdés, hogy az ilyen „nemzetközi mennyiségi lazítás” hatékonyabb-e a sztenderd, belföldi mennyiségi lazításnál.

A negatív nominális irányadó kamatláb négy ok kombinációja miatt lehet kívánatos: (1) alacsony semleges reálkamat; (2) gyenge gazdasági aktivitás (negatív kibocsátási rés); (3) célérték alatti infláció; és (4) túlságosan erős árfolyamszint. A megfelelő irányadó kamatláb első három tényezőjét szépen összegzi a Taylor-szabály (*Taylor 1993*): a nominális irányadó kamatláb értéke egyenlő a semleges reálkamatnak, az inflációs célértéknek, egy konstans (általában 0,5 és 1,0 közötti érték) és az arányos kibocsátási rés szorzatának, valamint egy konstans (általában 1,5) és az infláció tényleges és célértéke közötti különbség szorzatának az összegével.

A Taylor-szabály nem veszi figyelembe az árfolyam erősségét mint az alacsonyabb irányadó kamatláb egyik tényezőjét. Az Egyesült Államok esetén ez nem feltétlenül jelent problémát. Ugyanakkor az olyan kis és rendkívül nyitott gazdaságok számára, mint Svájc, Dánia vagy Csehország, az árfolyam nagyon fontos tényező a jegybanki irányadó kamatláb alakulásában. A Taylor-szabály nem engedi, hogy a pénzügyi stabilitási szempontok hatással legyenek az irányadó kamatlábra.

Mennyire valószínű az, hogy a Taylor-szabály az effektív alsó korlát alkalmazása mellett lehetséges legnegatívabb szint alatti nominális irányadó kamatlábat indokolna? *Rogoff et al. (2022)* az általuk vizsgált fejlett gazdaságoknál a hosszú lejáratú reálkamatok következetesen csökkenő trendjét mutatták ki (hét évszázados periódus alatt). Taylor semleges reálkamatra vonatkozó, 1992-es, 2 százalékos becsléséről széles körben azt tartják, hogy jelentősen magasabb, mint a 2008-as pénzügyi válságot követő évtized értéke; az 1,0 (vagy akár 0,5) százalékos referenciaérték használata nem lenne észszerűtlen.

Az Egyesült Államokban a közelmúltban²⁶ több alkalommal is nagymértékű negatív kibocsátási rés volt (−5,3 százalék 2009 1. negyedévében és −9,1 százalék 2020 2. negyedévében). Az Egyesült Államokban a személyes fogyasztási kiadások éves árindexe²⁷ számos negyedéven át a 2,0 százalékos célérték alatt volt 2008 és 2021 között, esetenként 1,0 és 0 százalék alá is csökkent.

Ezen adatok alapján a Taylor-szabályból kialakított saját verziókn könnyen vezethetne −3,5 vagy akár −5,0 százalékos irányadó kamatlábhoz.

Az én javaslatom a következő: az effektív alsó korlát eltörlése a fizikai fiat pénz megszüntetésével és egy kamatozó lakossági digitális jegybankpénzzel (CBDC) való helyettesítésével, amely online és offline tranzakciókban is használható, a CBDC-betétek vagy -tranzakciók méretére vonatkozó korlátozások nélkül. Nincsen olyan érvényes közgazdasági érv, ami ez ellen szólna. Ez a lépés a kereskedelmi bankoknál való betétek (folyószámlák) iránti lakossági kereslet jelentős csökkenéséhez vezethetne. Ha ezt problémának tekintjük (mert csökkenti a kereskedelmi bankok által végzett potenciálisan értékes pénzügyi közvetítést), akkor azzal lehet ellensúlyozni, hogy a jegybank a kereskedelmi bankoknál helyezi el a CBDC-kibocsátásból származó, a CBDC előtti papírpénz-kibocsátást meghaladó befolyó összegeket.

A pénzürmék és bankjegyek eltörlése elleni egyik politikai érv az, hogy ezek anonimitást kínálnak. Ez érthető aggály, bár a fizikai fiat pénzzel járó anonimitás és titkosság a bűncselekményeket és illegális tevékenységeket is ösztönzi (*Rogoff 2017*). Lehetőség lenne arra, hogy a CBDC a Bitcoinhoz és a kriptoeszközökhöz hasonló, korlátozott anonimitást biztosítson. Ha a kamatozó CBDC engedély nélküli (permissionless) blokkláncra kerülne, a blokkláncon lévő tárcák tényleges tulajdonosainak személyazonossága rejtve maradna, de a tranzakciók nem lennének privátok.

A fizikai fiat pénz megtartása mellett másik érv az, hogy vannak banki szolgáltatásokat nem használó emberek, akik kizárólag papírpénzt használnak fizetésre.

²⁶ <https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=f1cZ>

²⁷ <https://apps.bea.gov/iTable/?reqid=19&step=3&isuri=1&1921=survey&1903=11#eyJhcH-BpZCI6MTksInNOZXBlpbMSWYLDMSM10smRhdGEiOiI0bkl5JUEFfVGFibGVfTGldZCsljQyNCjdlFsiQ2F0ZWdvcmlldyIsIlN1cnZleSJdLFsiRmlyc3RfWWVhcilsljIwMDciXSxbIkhzc3RfWWVhcilsljIwMjQxSXBllNjYWxliwiM-CjdlFsiU2VyaWVzIiwiaTSjdxX0=>

Az előre feltöltött kártyák és az online és offline tranzakciókat támogató mobiltárcák megfelelő fizetési módot biztosítanak a készpénzt használók számára.

Felfoghatatlan, hogy vezető jegybankok, köztük a Fed és az EKB is azt mondta, hogy ha bevezetik a lakossági CBDC-t, az nem fog kamatozni, illetve a CBDC-számlák méretének lesz felső korlátja. Azt is megígérték, hogy a papír jegybankpénzt nem fogják megszüntetni. Lehet, hogy a jegybankok félnek nagyobb mértékű negatív kamatlábat meghatározni a lakosság és a vállalatok számára? Mindez valóban előnytelen lenne a megtakarítani szándékozók számára. A hitelfelvevőkre gyakorolt negatív hatástól való félelem ugyanakkor nem tartotta vissza a jegybankokat attól, hogy komoly pozitív irányadó kamatlábat határozzanak meg. Úgy vélem, hogy a jegybankok ezen álláspontja teljesen téves. Elutasítják az effektív alsó korlát eltörlésének lehetőségét.

9. Következtetések

A tanulmány hét javaslatot vezet elő:

1. A jegybank az állam – a tényleges tulajdonos – fiskális és pénzügyi megbízottja. A jegybankok mérlegeit a fiskális fenntarthatósági elemzések és a szakpolitikák kialakítása érdekében konszolidálni kell. A jegybank saját tőkéje ne legyen magántulajdonban, mert ez kérdéseket vethet fel azzal kapcsolatban, kinek az érdekeit szolgálja a jegybank.
2. A jegybankpénz csak névlegesen kötelezettség.
3. Az államnak a jegybanki profitot és veszteséget szimmetrikusan kell kezelnie. A jegybankok fizetőképessége megmaradhat akkor is, ha tartósan negatív a hagyományos saját tőkéjük. Nagyobb mértékű negatív hagyományos saját tőke esetén szükség lehet az állam általi feltőkésítésre, ha a jegybanki fizetési képesség elkerüléséhez olyan mértékű jegybankpénz-teremtésre lenne szükség, amely nincs összhangban az árstabilitási mandátummal.
4. Az árszínvonal fiskális elmélete logikailag hibás.
5. Az átlagos inflációs célon alapuló monetáris rendszer potenciálisan költséges, és közgazdasági szempontból megkérdőjelezhető.
6. A jegybankok monetizálhatják az államadósságot az államcsőd és a pénzügyi instabilitás elkerülése érdekében akkor is, ha ez nem felel meg az árstabilitásnak.
7. A kamatláb effektív alsó korlátját el kell törölni, ehhez meg kell szüntetni a papírpénzt, és létre kell hozni egy kamatot fizető lakossági digitális jegybankpénzt.

A jegybanki tevékenység mind közgazdasági, mind politikai vonatkozásai továbbra is rendkívül izgalmas témák maradnak.

Felhasznált irodalom

- Ball, I. – Buiter, W.H. – Crompton, J. – Detter, D. – Soll, J. (2024): *Public Net Worth, Accounting-Government-Democracy*. London: Palgrave Macmillan. <https://doi.org/10.1007/978-3-031-44343-5>
- Buiter, W.H. (2002): *The Fiscal Theory of the Price Level: A Critique*. *Economic Journal*, 112(481): 459–480. <https://doi.org/10.1111/1468-0297.00726>
- Buiter, W.H. (2007): *Seigniorage*. *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 1(10): 1–49. <https://doi.org/10.5018/economics-ejournal.ja.2007-10>
- Buiter, W.H. (2021a): *Central Banks as Fiscal Players: The Drivers of Fiscal and Monetary Policy Space*. Cambridge: Cambridge University Press. <https://dokumen.pub/central-banks-as-fiscal-players-the-drivers-of-fiscal-and-monetary-policy-space-book-9781108842822-9781108904292-9781108822763.html>
- Buiter, W.H. (2021b): *The Fed Must Abandon Average Inflation Targeting*. *Financial Times*, 14 November. <https://www.ft.com/content/57e61776-bef9-4f8d-943e-d2678e921145>
- Buiter, W.H. (2023): *The Fiscal Theory of the Price Level, by John H. Cochrane (Princeton University Press, Princeton, 2023), 584 pp.* *Economic Record*, 99(327): 568–572. <https://doi.org/10.1111/1475-4932.12768>
- Buiter, W.H. (2024): *Central Bank Capital Adequacy: The Simple Analytics and Complex Politics*. CEPR Discussion Paper DP19057, 27 May. <https://cepr.org/publications/dp19057>
- Buiter, W.H. – Sibert, A.C. (2018): *The Fallacy of the Fiscal Theory of the Price Level – One Last Time*. *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 12(2018–48): 1–56. <https://doi.org/10.5018/economics-ejournal.ja.2018-48>
- Clarida, R.H. (2021): *Flexible Average Inflation Targeting and Prospects for U.S. Monetary Policy*. Speech at the Symposium on Monetary Policy Frameworks, The Brookings Institution, Washington, D.C. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/clarida20211108a.htm>
- Cochrane, J.H. (1999): *A Frictionless View of US Inflation*. In: Bernanke, B.S. – Rotemberg, J.J. (eds.): *NBER Macroeconomics Annual 1998*, volume 13. MIT Press, pp. 323–384. <https://www.nber.org/system/files/chapters/c11250/c11250.pdf>
- Cochrane, J.H. (2001): *Long-Term Debt and Optimal Policy in the Fiscal Theory of the Price Level*. *Econometrica*, 69(1): 69–116. <https://www.jstor.org/stable/2692186>
- Cochrane, J.H. (2005): *Money as Stock*. *Journal of Monetary Economics*, 52(3): 501–528. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2004.07.004>

- Cochrane, J.H. (2023): *The Fiscal Theory of the Price Level*. Princeton, NJ: Princeton University Press. <https://doi.org/10.2307/j.ctv2sbm8kh>
- Powell, J. H. (2025): *Monetary policy and the Fed's Framework Review*. Remarks at "Labor Markets in Transition: Demographics, Productivity, and Macroeconomic Policy," an economic symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. Jackson Hole, Wyoming, 22 August. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/powell20250822.pdf>
- Rogoff, K.S. (2017): *The Curse of Cash: How Large-Denomination Bills Aid Crime and Tax Evasion and Constrain Monetary Policy*. Princeton, NJ: Princeton University Press. <https://doi.org/10.2307/j.ctvc77m90>
- Rogoff, K.S. – Rossi, B. – Schmelzing, P. (2022): *Long-Run Trends in Long-Maturity Real Rates, 1311–2021*. NBER Working Paper No. 30475. <https://doi.org/10.3386/w30475>
- Taylor, J.B. (1993): *Discretion Versus Policy Rules in Practice*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39(December): 195–214. [https://doi.org/10.1016/0167-2231\(93\)90009-L](https://doi.org/10.1016/0167-2231(93)90009-L)
- Zarlenga, S. (2023): *Is the Federal Reserve System a Governmental or a Privately Controlled organization*. American Monetary Institute, 6 March 2005, updated on 3 July 2023. <https://monetary.org/articles/97-is-the-federal-reserve-system-a-governmental-or-a-privately-controlled-organization/>