

OZSVALD ÉVA–PETE PÉTER

A japán gazdasági válság – likviditási csapda az új évezredben?

Az elmúlt évtizedekben a piacgazdaságok kormányzati politikája nem kis részben az inflációellenes harc jegyében fogant. Ami viszont a japán gazdaságban az elmúlt másfél évtizedben történt fontos tanulság arra nézve, hogy a deflációtól kísért gazdasági pangás sem teljesen kizárható azon veszélyek közül, amelyek a gazdasági fejlettség magas szintjére jutott gazdaságokra leselkednek. Először ismertetjük a Japán gazdaság jelenlegi válságának lényeges konkrétumait, tömör összefoglalót adva a már több mint egy évtizede tartó stagnálás legfontosabb vonásairól és az idevezető út főbb állomásairól. A japán válság egyik különlegessége, hogy a monetáris politika alkalmatlanná vált az aggregált kereslet befolyásolására, azaz a Keynes által a harmincas években leírt likviditási csapda – először egy modern gazdaság történetében – mint létező jelenség tanulmányozható. Írásunk második részében ezt elméleti oldalról közelítjük meg, és bizonyítjuk, hogy a makroökómia mégoly egyszerű modelljei is hasznos gondolati keretül szolgálnak az esetenként igen bonyolult gazdasági helyzet leírására.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E19, E31, E52, E58.

Egy évtized növekedés nélkül

Japánnak, úgy látszik, sohasem sikerül a középmezőnyhöz tartozni. Az egykori „növekedési bajnok” az 1970-es és a 1980-as években OECD-első volt a legtöbb növekedési, egyensúlyi és hatékonysági mutató tekintetében. Az 1990-es évek elején azonban lecsúszott a sor végére, és e státusából mind a mai napig nem tudott kivergődni. A japán gazdaság az elmúlt 12 év egészét tekintve stagnál; a gazdaság tényleges teljesítménye lényegesen elmarad a lehetséges kibocsátástól, és már ötödik éve sorra buknek el a deflációt orvosolni próbáló gazdaságpolitikai kísérletek.

A gazdaság tüdőklésének utolsó felvonása az 1985. szeptemberi Plaza-egyezménnyel indult, aminek hatására a japán valuta a dollárral szemben jelentősen felértékelődött. Miután a nyolcvanas évek első felében a külkereskedelmi mérleg többlete hatalmasra duzzadt, erős nemzetközi nyomás is nehezedett Japánra, hogy térjen át a belföldi kereslet vezérelte növekedési pályára. A japán gazdaságpolitika az árfolyamsokkra a monetáris politika nagymértékű lazításával felelt. A fiskális politikában ugyanakkor nem adták fel a korábbi deficitcsökkentő irányzatot. Az olcsó pénz – párosulva a pénzügyi szektor rész-

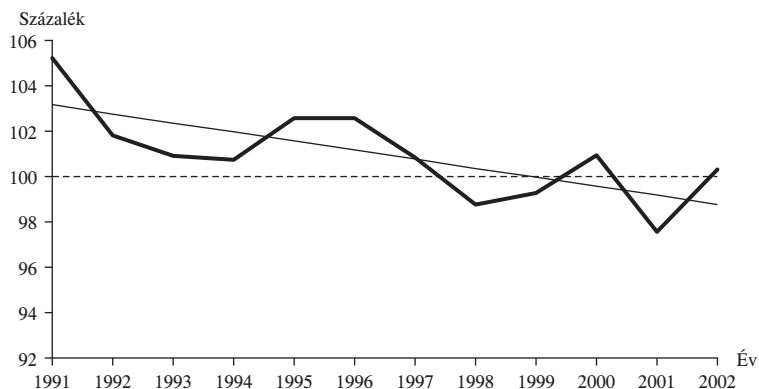
* A tanulmány elkészítését a T 032137 sz. OTKA kutatási program is támogatta.

Ozsvald Éva az MTA KTK tudományos főmunkatársa.

Pete Péter az MTA KTK tudományos főmunkatársa.

1. ábra

A nominális GDP éves növekedési ütemének alakulása (1991–2002)



Forrás: Bank of Japan, <http://www.economagic.com/>.

leges deregulációjával – óriási beruházási boomot indított el a gazdaságban. Ezt az élénk belső kereslet részben megalapozta, részben azonban az ingatlan- és részvényvásárlási spekuláció elharapódzásának a következménye volt. A gazdaság megállíthatatlannak tűnő lokomotívként haladt előre, és – merőben szokatlan módon – a túlfűtött gazdaságban teljes kapacitáskihasználás mellett a termelői és fogyasztói árak csak mérsékelten emelkedtek. Minderre csak részben ad magyarázatot, hogy a nagymértékben nyersanyag-behozatalra utalt Japánban az erős jen az importtermékek árait leszorította, ráadásul ekkor az olaj dollárára is nagyon alacsony szinten állt.

Mivel a központi bank feladata a hagyományos módon mért infláció kordában tartása volt, a vagyoneszközök árának emelkedését figyelmen kívül hagyta. A bankfelügyelet pedig nem ügyelt arra, hogy a pénzintézetek a kockázat kellő mérlegelésével járjanak el hitelnyújtási ügyleteik során, így az expanzív monetáris politika fokozta az ingatlan- és részvényárak felfúvódását. A japán központi bank – ekkor még a kormánynak, azaz a pénzügyminisztériumnak alárendelve – csak 1989-ben kapott észbe, és kezdte el restriktív lépéssorozatát. A kamatláb jelentős emelésének hatására a vagyoni buborék kipukkadt: a részvény- és ingatlanárak lezuhantak, valójában ma, több mint 13 évvel a krach után sem tértek magukhoz. A Nikkei-index, amely 1989 végén megközelítette a 40 000-es értéket, manapság a 8000-es érték alá süllyedt, az ingatlanok árai pedig a csillagászati magasságok után ma alacsonyabbak, mint 1985-ben, a buborék előtti utolsó évben voltak.

A pénzügyi buborék felfúvódásának, majd lepadásának egyik legsúlyosabb következménye az volt, hogy a bankok portfóliójában igen komoly mértékben halmozódtak fel a nem teljesítő és kétes kinnlevőségek. 1992 és 2000 márciusa között a japán bankok 66 ezer milliárd jent (körülbelül 570 milliárd dollárt) veszítettek, mert sok adós vállalat képtelen volt a boom időszakában (részben spekulációs céllal) felvett hiteleit törleszteni. A hitelek biztosítékaul szolgáló ingatlanok árának drámai csökkenése pedig egyenesen vezetett a rossz hitelek akkumulálódásához, amihez hozzájárult a gazdaság gyenge teljesítménye is, ami sokkal hosszabb ideig tartott, mint amire a gazdaság szereplői és irányítói számítottak. A befagyott kölcsönök leírásának esélyeit rontotta a tőzsdei papírok mélyrepülése is – a japán bankok tőkéjének ugyanis jelentős része vállalati részvény. Az 1990-es évek folyamán, a kedvezőtlen gazdasági folyamatok közepette nem képződött elegendő profit a japán bankokban ahhoz, hogy leírassák rossz hiteleiket, ezért azokat továbbgör-

gették, manipulálták és rejtegették. Mindezért később sok kritika érte a laza könyvelési gyakorlatot, a bankfelügyeletet ellátó, az új helyzet kezelésére felkészületlen, pontos információkkal nem rendelkező, ráadásul gyakran korrupt pénzügyminisztériumi hivatalnokgárdát.

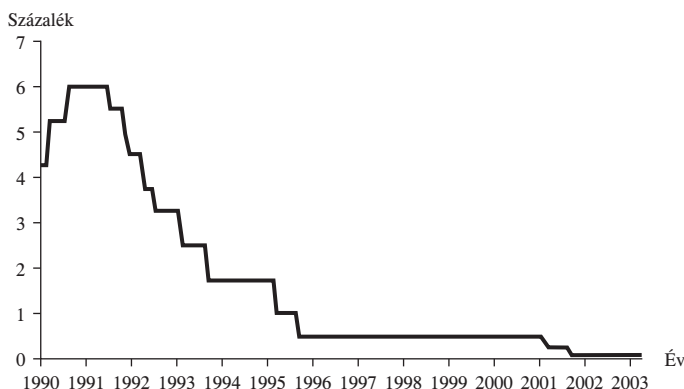
A radikálisabb kormányzati intézkedések halogatását vélhetően a pénzügyi válság megoldásához szükséges állami források nagyságrendjének nyilvánosságra kerülésétől való félelem magyarázza. A halogatások azonban visszaütöttek: egyrészt hólabdaként növelték a válságkezelés költségeit, másrészt oly mértékben fokozták a bankrendszer működési zavarait, hogy az, sokak szerint, hatástalanította a monetáris politika eszközeit.

A buborék kipukkadása után bekövetkezett gazdasági visszaesést a japán gazdaságpolitika prominensei – de a független szakértők is – kezdetben a „túlszaladás” természetes korrekciójának tekintették. Komolyabbnak, mint egy normális üzleti ciklus leszálló ágában, viszont – hangsúlyozták – a megelőző fellendülés is viharosabb volt. Ennek megfelelően úgy vélték, hogy a recesszió annak rendje-módja szerint véget ér majd, és a gazdaságpolitika – mindenekelőtt a monetáris politika – részéről ehhez elegendő egy kisebb rásegítés. Visszatekintve nyilvánvaló, hogy a téves helyzetmegítélés alapján 1992–1993-ban legalább két gazdaságpolitikai hibát követett el a japán kormányzat. Az egyik hiba az volt, hogy ismét késlekedett a monetáris politika: ezúttal a lazítással vártak az indokoltnál hosszabb ideig, és a könnyítés mértéke sem volt elegendő. Ma már tudjuk, hogy a monetáris politika esetleges tévedéseinek költségei *aszimmetrikusak*. A deflációt ugyanis – ha egyszer már elkezdődött – jóval nehezebb megállítani, mint az inflációt.

A másik hiba az volt, hogy egészen a kilencvenes évek közepéig a gazdaságélénkítés feladatából aránytalanul nagy részt róttak a monetáris politikára, és csak vonakodva és ellentmondásosan vetették be a fiskális ösztönzés eszközeit. A pénzügyminisztérium ugyan 1992-től évente állt elő gazdaságélénkítő csomagokkal, de ezek sem összegükben, sem struktúrájukban nem bizonyultak kielégítőnek. Az 1995-ös pénzügyi év pótköltségvetése volt az első, amit erősebb hatású fiskális ösztönzésnek lehet nevezni. A monetáris politikában is ebben az évben került sor határozott lépésre: a jegybank a napi kamatot 0,5 százalékra csökkentette, majd ezt folytatva, egészen a nulláig faragta le 1999-ben. A költségvetési és pénzügyi politika együttes hatására az 1996-os pénzügyi évben a reál GDP 4,63 százalékkal (a nominális GDP 2,43 százalékkal) emelkedett.

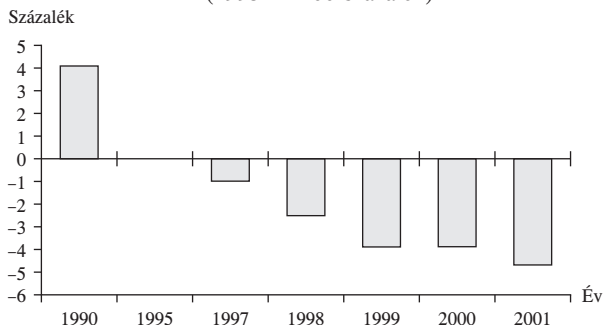
2. ábra

A jegybanki alapkamat változása
(1990–2003)



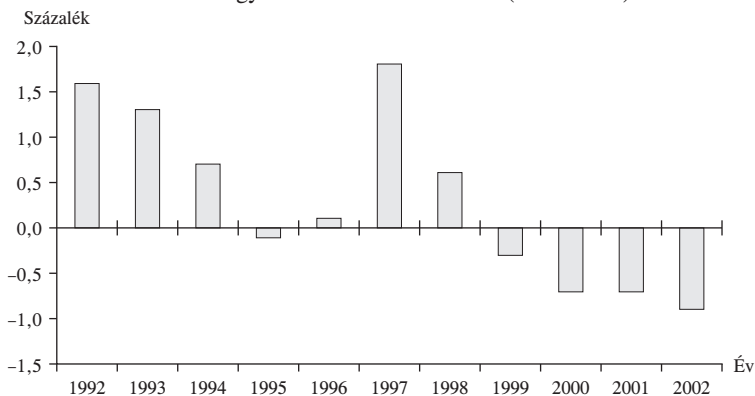
Forrás: Bank of Japan, <http://www.economagic.com/>.

3. ábra
A termelői árindex alakulása (1990–2001)
(1995 = 100 százalék)



Forrás: Statistical Handbook of Japan, 2002.

4. ábra
A fogyasztói árindex alakulása (1992–2002)

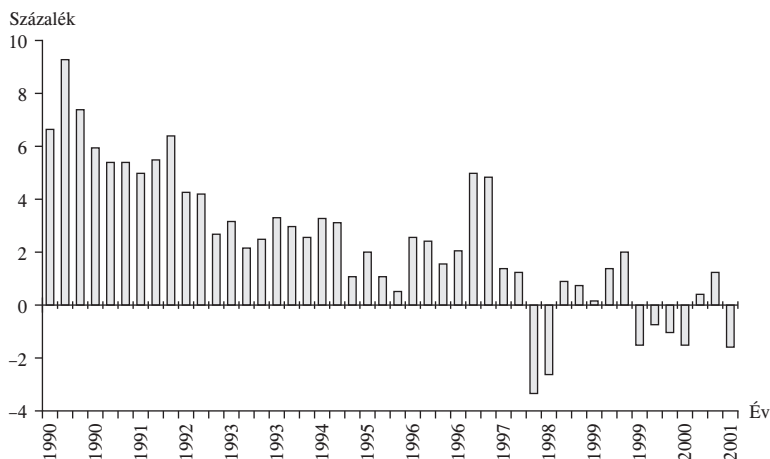


Forrás: Bank of Japan, <http://www.economagic.com/>.

Az élénkülés biztató jelei láttán a japán kormány fellélegzett, és immár másodszor helytelenül diagnosztizálta a gazdaság állapotát. Úgy ítélte meg, hogy a japán gazdaság – az eredeti várakozásoknak megfelelően – kilábal a ciklikus jellegű visszaesésből-stagnálásból, visszaállt a gazdaság korábbi időszakokban megszokott működésének normális rendje. E vélelemtől felbátorodva, hozzákezdett ahhoz a költségvetési reformhoz, amely a korabeli Hasimoto-kormány programjának központi eleme volt. Első lépésként a fogyasztási adót 3 százalékról 5 százalékra emelték, és beszüntették a korábban – átmeneti időre – bevezetett jövedelemadó-csökkentést is. Ezeknek az intézkedéseknek feltétlenül szerepük lehetett abban, hogy a japán lakosság részben előrehozta, majd jelentősen visszafogta a fogyasztását. A reál GDP 1997-ben egészében 0,6 százalékkal, 1998-ban pedig már közel 3 százalékkal zsugorodott.

5. ábra

A lakossági fogyasztás növekedési üteme negyedéves bontásban (1990–2001)

Forrás: Bank of Japan, <http://www.economagic.com/>.**Válság a pénzügyi szektorban**

Az 1997-es év azért is emlékezetes marad a japán gazdaságtörténet számára, mert a szigetország pénzügyi rendszere legújabb kori történetében először veszélyesen közel jutott az összeomláshoz: az év vége felé egy bank és az egyik legnagyobb értékpapír-kereskedő cég csődbe jutott. Az események sokkolóan hatottak a betétesekre, mert a japán gazdaság korábban legendásan stabil működéséhez történetileg hozzátartozott az a ki nem mondott állami garancia, hogy „bank nem mehet csődbe”. A válság napjaiban-heteiben a lakosság kezdte kivonni pénzét a kereskedelmi bankokból, és megtakarításait inkább készpénzben tartotta, vagy az állami tulajdonú „postabankban” helyezte el. A föld- és részvényárak a korábbi zuhanás után még tovább estek, ami a bankok tőkéjét még inkább apasztotta. A kis- és középvállalati szférában a csődök száma ugrásszerűen emelkedett. A pénzügyi rendszer működőképességének fenntartása érdekében a központi bank arra kényszerült, hogy jelentősen növelje a vállalati adósságok vásárlását.

A pánik elharapódzását sikerült megállítani, ám ekkortól már lehetett kétség afelől, hogy a növekedés szorgalmazása mellett a pénzügyi szektor stabilizálását egyenrangúan fontos gazdaságpolitikai célként kell kezelni. Az sem maradhatott titokban, hogy ez igen sok pénzbe fog kerülni. 1998 elején 17 ezer milliárd jent költöttek a betétbiztosítási alap feltöltésére, 13 ezer milliárddal pedig a bankok tőkéjét növelték, majd még ugyanabban az évben egy újabb 31 ezer milliárdos tőkeinjekcióra is sor került. A banki ügyfelek bizalmát erősítendő, a kormány ígéretet tett, hogy minden bankbetételre – összeghatárra való tekintet nélkül – garanciát vállal 2001 márciusáig (ezt a határidőt azóta újra és újra meghosszabbították). Megszigorították a számviteli szabályokat, és megerősítették a bankfelügyeletet is.

A közpénzekből történő feltőkésítés mellett a bankrendszer stabilitását szolgálta a banki fúziók 1998-ban kezdődő beindítása is. Néhány évvel korábban még elképzelhetetlen lett volna, hogy az egymással versenyben álló vállalatcsoportok, a keiretsuk bankjai

fuzionáljanak, vagy az, hogy japán banknak külföldi tulajdonosai legyenek. A pénzügyi válság előtti 21 nagybankból egy ment csődbe, nagyobb részük pedig közvetlen fúzióval vagy holdingtagként a négy nagy bankcsoport egyikéhez csatlakozott. Két bankot államosítottak, majd privatizáltak, és az új tulajdonosok egyike egy amerikai holding, a másik pedig egy hazai nem pénzügyi csoport lett. Az egyesülések nyomán a világ legnagyobb pénzintézetei jöttek létre. A koncentráció fokát jelzi, hogy a négy nagy bankcsoport együttesen a hazai bankok összes eszközének több mint 50 százalékát mondhatta magáénak. Normális piaci körülmények között a banki fúziók a nagyobb hatékonyság, több profit reményében jönnek létre. Nos, a japán bankok esetében sem a portfóliók látványos megtisztításáról, sem a hatékonyságjavulásról mind ez ideig nem beszélhetünk. E megabankoknak jelenleg csak nagyságukban van az erejük – mármint abban, hogy „túl nagyok lettek a csődhöz”.

A japán bankszektor válsága korántsem egyedi jelenség, az elmúlt húsz év során számos fejlett országban volt hasonló pénzügyi krízis. A témával foglalkozó kutatók kimutatták, hogy a pénzügyi válságoknak a keletkezése és stabilizálása is meglepően sok közös vonást mutat (*Posen–Mikitani* [2000]). A pénzügyi szektor deregulációja és liberalizációja, expanziós hitelkihelyezés, gyors GDP-növekedés és a vagyoneszközök árának „buborékosodása”, majd recesszió, mélyen lecsökkent eszközáruk, a hitelforrások „bedugulása” mind-mind ismerős állomásai ennek a folyamatnak. Nem japán sajátosság az sem, hogy a bankválság elhúzódik: Olaszországban például nyolc évig, Norvégiában és az Egyesült Államokban hét évig tartott.

A japán bankválság azonban sokkal súlyosabb következményekkel járt a gazdaság egészére, mint más országok bankválsága. A gazdaságpolitika ugyanis csak nagy késéssel reagált a bankválságra, és hiányzott a politikai erő az érdekcsoportokkal szembeni fellépésre, a politikai meggyőződés és bátorság a bankkonsolidáció következetes végrehajtására. A behajthatatlan kölcsönök halmozódásának negatív makroökonómiai hatása is jóval nagyobb volt Japánban, mint az OECD-országok bármelyikében, ami ismét több tényezőre vezethető vissza. Először is, a japán cégek jobban függenek a bankkölcsönöktől a vállalatfinanszírozás más formáihoz képest, mint általában külföldi társaik. Másodszor, a helyzetet súlyosbította az is, hogy korábban az irreálisan magasra értékelt földingatlant széles körben használták hitelfedezetként, és ezen ingatlanok értéke a válságban a töredékére zuhant. A vállalati részvények a japán bankok tőkéjének nem elhanyagolható részét teszik ki, így a katasztrofális tőzsdei lejtmenet duplán sújtotta a bankokat. Végezetül, a makroökonómiai helyzet sem segítette a pénzügyi válság megoldását. Egy növekvő, inflációs gazdaságban sokkal könnyebb a rossz kölcsönök leírását kikényszeríteni, a bankok konsolidációját végrehajtani, mint a defláció nyomasztó terhe alatt. Az összefüggések ugyanakkor oda-vissza érvényesek: ameddig a japán bankrendszer nem szabadul meg a már több mint egy évtizede görgetett, dollármilliárdokban mérhető befagyott hiteleitől, és nem alakul ki egy, a jelenleginél jóval kisebb, ugyanakkor versenyképesebb bankszféra, nehezen képzelhető el, hogy végbemenjen az a szerkezeti átalakulás, ami megalapozhatná a tartós, kiegyensúlyozott növekedést.

Fiskális politika és az államadósság finanszírozása

Láttuk, hogy az 1998-as év fordulatot jelentett abban, hogy a japán kormány az állami költségvetésből kihasított tekintélyes összeggel látott hozzá a bankrendszer konszolidációjához. A büdzsé másik nagy kiadási tételét a 40 ezer milliárd jenes (az akkori éves GDP körülbelül 10 százaléka) gazdaságösztönző csomag jelentette, amelynek az egynegyede adócsökkentés alakját öltötte. Az új miniszterelnök 180 fokos fordulat mellett kötelezte

el magát a fiskális politikában: a költségvetési egyensúly elérésének középtávú stratégiáját feladva, első számú feladatként a gazdasági növekedés beindítását jelölte meg.

A szakértők többsége egyetért abban, hogy a költségvetési gazdaságösztönző csomagok nélkül a japán gazdaság nem a jelenlegi nulla növekedés körüli stagnálást produkálná, hanem már a kilencvenes évek végére mély recesszióba süllyedt volna. Az államadósság gyors ütemű növekedése – 2003-ban már elérte az éves GDP 150 százalékát – azonban számos problémát vet fel. Az első az, hogy az államháztartási egyensúly ilyen mértékű meg bomlása, párosulva a kedvezőtlen demográfiai jellemzőkkel, igen negatívan hat a gazdasági szereplők várakozásaira. A japán lakosság összességében pesszimistán gondol a nyugdíjak és az egészségügyi ellátás jövőbeli alakulására és az adózás várható mértékére. Legfőképpen ezért részesíti előnyben a megtakarításokat a jelen fogyasztással szemben.

Számos tanulmány foglalkozik a költségvetés kiadási oldalának szerkezetével, és a következtetések egybecsengenek: a japán állam közmunkái és beruházásai alacsony hatékonyságúak, a multiplikátorhatás csak szerényen érvényesül. A gazdaság dualitásának (szupertermelékenységű exportorientált feldolgozóipari vállalatok együttélése az alacsony hatékonyságú, a versenytől védett belföldi piacra termelő-szolgáltató ágazatokkal) fennmaradását a költségvetésen belüli jövedelemtranszfer segíti. A közkiadások egy jelentős része nem irányul másra, mint a tartósan veszteséget termelő vállalatok életben tartására. E jövedelemtranszfer kedvezményezettjeinek sorába tartozik az állami vállalatok többsége, a magánszektoron belül pedig különösen az építőipar és a mezőgazdaság.

A hosszú lejáratú államkötvényeknek igen alacsony a kamata, és ezek a papírok döntő részt a japán befektetők tulajdonában vannak. E két tényező együtt mind ez idáig biztosította a piac nyugalalmát. Nem sok jóval kecsesget azonban, hogy továbbra is a gazdaság stagnálására lehet számítani, hiszen így az államadósság belátható időn belül elérheti az éves GDP dupláját. A Moody hitelminősítő intézet 2002. május végén a hosszú lejáratú japán állampapírok értékelését AA3-ról A2-re, Izraelével és a Dél-Afrikai Köztársaságéval egy szintre szállította le, így Japán e tekintetben Magyarország és Botswana mögé került. A leminősítés okaként a gyors ütemben növekvő államadósságot és a gazdaság romlásával megbirkózni képtelen japán gazdaságpolitikát jelölték meg.

A strukturális reformok szembeállítása a növekedéssel

1999-ben ismét a javulás jelei mutatkoztak, ami újra felerősítette azokat a hangokat, miszerint a megelőző krízis alapvetően mégiscsak ciklikus jellegű volt. Az exportkereslet kedvező alakulásától is támogatva, az olló kezdett zárulni a lehetséges és a tényleges GDP-növekedés között. Meg kell jegyeznünk, hogy nemcsak a japán kormány ítélte meg ekkor derűlátón a gazdaság helyzetét. A külföldi elemzők általános vélekedését is tükrözve, az OECD aktuális országtanulmánya megállapította: a japán gazdaság 1999 közepe óta élénkül, a jelek szerint a fenntartható növekedési pályán halad előre, „a deflációs aggodalmak pedig halványodnak” (OECD [2000] 9. o.). A kedvező jelek a központi bankot is arra ösztönözték, hogy feladja az akkor már 18 hónapja tartó „nulla kamatláb” politikát: 2000 augusztusában az egy napi kamatot 0,25 százalékra emelték.

Az optimizmus azonban ismét túl korainak bizonyult, a 2000. év vége felé a japán gazdaság újra a recesszió felé fordult, a deflációs tendenciák erősödtek, a Nikkei-index pedig jelentősen esett. A központi bank ezért 2001. március 19-én ismét visszatért a nulla kamatlábbal és „menyiségi könnyítéssel” operáló monetáris politikájához.

Szembe kellett nézni azzal a ténnyel is, hogy a bankrendszeret érintő intézkedések és változások (a nagybanki fúziók) nem állították meg a rossz kölcsönök halmozódását, és

nem küszöbölték ki annak bénító hatását. A fiskális ösztönzés ugyan hatásos volt, de olyan mértékben növelte meg az államadósságot, hogy felelős politikus nem állhatott elő egy újabb nagyszabású gazdaságélénkítő csomaggal. Az újabb csalódások következtében a *status quo* híveinek pozíciója gyengült, és az ellentábor azon része erősödött, amely a gazdaság bajainak orvoslását a mélyreható szerkezeti átalakítástól várta, és az átláthatóság növelését, a deregulációt és általában a piac erősödését szorgalmazta. A politikában ez úgy jelent meg, hogy 2001 áprilisában a hangsúlyt a strukturális reformokra helyezte, a problémák megoldásának rövid távú áldozataival nyílt szembenézést hirdető Junichiro Koizumi lett Japán új miniszterelnöke. Programjának listájáról csak a két legfontosabb célt emeljük ki: a költségvetés konszolidációját és a bankrendszer átvilágítását és megtisztítását. Az államadósság vesztes növekedésének megállítására az államkötvény-kibocsátás korlátozását is terve vették.

A gazdaság mutatói 2002 elején tovább romlottak, és számolni kellett azzal, hogy a pénzügyi krízissel kapcsolatos félelmek önmagukat beteljesítő jóslatokká válnak. A válságérzetet számos tényező táplálta. Az árak csökkenése, a termelés zsugorodása, a munkanélküliség növekedése egyértelműen jelezte, hogy a kormány és a központi bank immár ki tudja hányadszori élénkítő kísérleteinek ezúttal sem volt fogantaja. A nagy hitelminősítő intézetek pesszimista álláspontra helyezkedtek az ország romló fiskális helyzete és az ígért strukturális reformok elmaradása miatt, leminősítették a japán bankokat, és kilátásba helyezték a szuverén adósság még alacsonyabb osztályba sorolását is. Vészjósló cikkek jelentek meg arról, hogy hová vezethetne a „tripla eladások” beindulása, azaz ha a befektetők egyszerre akarnának megszabadulni a japán részvényektől, állampapíroktól és valutától.

A kormányzat újabb, 2002. februári antideflációs csomagterve általános csalódást keltett, mert a várakozásokkal ellentétben nem volt más, mint a pénzügyi válság rövid távú eszkalálódását elkerülni hivatott tűzoltási program. Bár a csomagtervhez tartozott az is, hogy a kormány és a jegybank együttműködik a defláció megszüntetésért, és ennek érdekében a kormány arra kéri a jegybankot, hogy „merész monetáris politikát” folytasson, konkrétumként azonban csak az szerepelt, hogy a központi bank az államadósság eddiginél nagyobb volumenű monetizálását vállalta, az államkötvények havi vásárlásának összeghatárát ezermilliárd jenre emelték.

Míg az általános várakozás az volt, hogy a központi bank ezúttal megfogadja a közgazdászok tanácsát, és inflációs célkitűzést alkalmazva törli meg a deflációt, a kormány viszont a bankoknak adott tőkeinjekcióval gyorsítja fel a konszolidációt, áttérés egyik területen sem következett be. Ellenben – az akut pénzügyi válság veszélyének enyhülésével – Koizumi „felforgató” reformjaival szemben a konzervatív erők kerültek ismét fölénybe. Ők az „előbb a növekedés, aztán a reform” jelszót zászlajukra tűzve, úgy vélik, hogy a reformok rövid távon való bevezetése deflációs spirálba sodorván a gazdaságot, még tovább rontaná a makroökonómiai egyensúlyt. Ezért a hatékonyabb erőforrás-allokációt elősegítő reformok ideje szerintük majd akkor érkezik el, ha az árak csökkenése megáll, és a gazdaság újra növekszik. A defláció elleni küzdelem letéteményese pedig a központi bank. A jegybank vezetése ezzel szemben továbbra is úgy gondolta, hogy amíg a bankrendszer nem tisztul meg, a bármennyire laza monetáris politika is hatástalan marad.

Az természetesen senki előtt sem kétséges, hogy egy radikális, a portfóliók megtisztítását célzó bankreform rövid távon a legkevésbé sem lenne expanzív hatású az amúgy is pangó aggregált keresletre. Az e téren eddig kidolgozott legradikálisabb koncepció, a 2002 novemberében meghirdetett Takenaka-terv a bankok kintlévőségei kategorizálásának szigorítását és céltartalékok képzését javasolta azzal, hogy a tervek szerint eljáró bankokat állami támogatásban részesítik, vagy akár átmenetileg állami tulajdonba is veszik.

A program következetes végrehajtása azt is jelentette volna, hogy az eddig mesterségesen életben tartott vállalatok vagy csődbe mennek, vagy mélyreható átstrukturálásra kényszerülnek. A terv azonban a korábbi reformprogramok sorsára jutott: erősen felhígított formában fogadták el, miután részleteinek kiszivárgása – még a hivatalos bejelentés előtt – bankrészcény-eladási hullámot váltott ki a tokiói tőzsdén. Ez pedig alapot adott arra, hogy a nagybankok vezetői a kormánypárt Koizumi-ellenes, antireformer politikusaival egyetértésben ellentámadásba lendüljenek. Koizumi nemcsak ezen a területen kényszerült visszalépésre eredeti programjától, a költségvetési kiadások előirányzott limitjét sem sikerült tartani, mint ahogy ez a 2002. évi pótköltségvetésből és az idei év fiskális tervéből kiderült.

A jelenlegi lanyha világgazdasági kereslet, különösen az Egyesült Államok növekedésének lassulása nem sok jóval bíztatnak a közeljövőre sem, de aggasztók a japán gazdaság belső állapotát jellemző mutatók is. A tokiói tőzsdei papírok reménytelen helyzetét mutatja, hogy a Nikkei-index az 1983. évi szintig esett vissza. A bankok jelentős része veszélyesen közel került ahhoz, hogy tőkemegfelelési mutatóik a nemzetközileg elfogadott standard alá kerüljenek. Ennek megelőzésére, hogy a pénzügyi válságot elkerülje, a központi bank tavaly ősszel váratlan lépésre szánta el magát: a bajba jutott nagybankok tulajdonában levő részvényeket vásárolt. Az eredeti tervek szerint az erre szánt keret 2 ezer milliárd jen. Mondanunk sem kell, hogy a részvénypiaci folyamatokba való ilyen közvetlen beavatkozást a fejlett világ központi bankjai megdöbbenéssel fogadták.

Likviditási csapda és deflációs spirál elméleti modellje

A fenti összefoglaló a Japán gazdaság problémáinak súlyos halmazát tárja elénk. Olyan kríziseket, amelyek jó része más időszakban, más országokban is előfordult már, az azonban mégis ritkaságszámba megy, hogy így, együtt sújtsanak egy amúgy gazdag, fejlett országot. Mint láttuk, a betegségek és szimptomák felsorolásában nincs is igazán vita, amiben az elemzők és gazdaságpolitikusok különböző körei sehogyan sem tudnak konszenzusra jutni, az sokkal inkább az, hogy vajon a tengernyi baj közül melyik az, amelyik a gazdaság elnyúló stagnálásáért közvetlenül felelős, s ezért mit is lehetne tenni a növekedés megindulása, a gazdaság tartós növekedési pályára való visszatolása érdekében.

Vajon még mindig a vagyonpiaci árak zuhanása, a buborék kipukkadásának vagyon-apasztó hatása áll a kereslet stagnálása mögött? Vagy az ettől természetesen nem független bank- és hitelpiaci válság, a vagyonmérlegek megtisztításának elmaradása? Hogyan függ össze mindezzel a tőkepiaci liberalizáció felemássága? Vannak, akik a beruházási kereslet tartós és drasztikus visszaesésében hosszabb távú, a népesség gyors öregedéséhez, a foglalkoztatott létszám emiatt várható csökkenéséhez kötődő pesszimista várakozásokat látnak, mások egyszerűen a defláció tényével azonosítják a probléma magvát. És miért nem látszanak működni azok a tradicionális monetáris és fiskális politikai eszközök, amelyek máskor és másutt eredményesek voltak?

Nem tekintjük célunknak, hogy ezekben a súlyos kérdésekben egyértelműen állást foglaljunk. Cikkünk hátralévő részében arra törekszünk, hogy megmutassuk, a tradicionális makroökonómiai elmélet viszonylag egyszerű modelljei konzisztens gondolkodási keretet nyújthatnak a japán gazdasági krízis lényeges vonásainak megragadásához. A modellek konkrét helyzetre való alkalmazása, a lehetséges gyógymódok latolgatásán túl egy általánosabb, Keynes korában divatos, ám azóta szinte elfeledett gazdaságelméleti kérdés újraéledésével is járhat. Japánban a rövid távú kamatláb már hosszú évek óta zéró, és a jegybank meg-megújuló monetáris expanziós lépései minden hatás nélkül ma-

radnak. Keynesnek a monetáris politikával mint a gazdaságot a depresszióból kivezetni képes egyik eszközzel szembeni szkepszisét a likviditáscsapda-jelenség lehetősége táplálta (Keynes [1930], [1965]). Lehetséges, hogy Japán éppen a likviditási csapdától szenved?

A következőkben egy standard makroökonómiai modell variánsainak segítségével illusztráljuk a japán gazdaság stagnálásának okait. A japán krízis elméleti makroökonómiai modellekkel való illusztrálásában, miként a likviditási csapda újraéledésével kapcsolatos aggodalmak megfogalmazásában is Paul Krugman végzett az 1990-es évek utolsó harmadában úttörő munkát. Krugman számos, a témával foglalkozó írásában (Krugman [1998]) szerkesztett hol egyszerűbb, hol bonyolultabb elméleti modelleket. A magunkét igyekeztünk úgy megformálni, hogy a közérthetőség kedvéért a legközelebb legyen a középszintű makroökonómia-tankönyvek alapmodelljéhez. Az analitikai egyszerűség érdekében az alábbi rendszer egyenleteit loglinearizált formában definiáltuk:

$$Y = a - br \quad (1)$$

$$r = i - \pi^e \quad (2)$$

$$m - p = \alpha Y - \beta i \quad (3)$$

$$\partial m / \partial t = \sigma \quad (4)$$

Az (1) egyenlet az árupiac redukált egyensúlyi feltételét megfogalmazó *IS* görbe, amely szerint az output (Y) keresleti oldalon a reálkamatláb (r) függvénye. A (2) egyenlet a Fisher-egyenlet, amely a reálkamatláb, a nominális kamatláb (i) és a várt infláció (π^e) közti viszonyt definiálja. A (3) az *LM* görbe, a pénzpiaci egyensúly feltétele, amely szerint a nominális pénzkínálat (m) és az árszint (p) által definiált reálpénzkínálat a jövedelemtől és kamatlábtól függő pénzkereslettel egyenlő. Az árszint időbeli változása az infláció rátája.

$$\partial p / \partial t = \pi$$

A (4) egyenlet a pénzkínálat növekedési rátáját (σ) definiálja, ez utóbbi egzogen gazdaságpolitikai paraméter.

Rugalmas árak – a likviditási csapda fogalma

Ha az (1)–(3) egyenletekre támaszkodva, kiejtjük a nominális és reálkamatláb változóját, akkor az output, az árszint és a várt infláció közti viszonyt kapjuk meg. A modell további specifikálása az ezekre tett feltevések segítségével történhet. Ha a klasszikus–újklasszikus tradíció haladva, az árszint tökéletesen rugalmas alkalmazkodását tételezzük fel, akkor az árak azonnali alkalmazkodása az árupiacon a kapacitások mindenkor teljes kihasználását (a teljes foglalkoztatottságot) biztosítja. Ennek megfelelően:

$$Y = Y^*, \quad (5)$$

ahol Y^* a kibocsátás teljes foglalkoztatás melletti szintje, vagyis a lehetséges output.

A tökéletesen rugalmas árak feltevése konkrét gazdaságok helyzetére természetesen nem igazán alkalmazható – mi több, fenti elemzésünk Japánra vonatkozóan éppen azt erősítette meg, hogy a gazdaság több mint egy évtizede a lehetséges kibocsátás szintje alatt termel –, mégis célszerű ebből kiindulnunk. Így ugyanis a modell elegendően egyszerű lesz ahhoz, hogy a likviditási csapda jelenségét könnyen definiálhassuk, s a lényegesen bonyolultabb, ragadós áralkalmazkodás következményeire már e fontos fogalom ismeretében térhetünk rá.

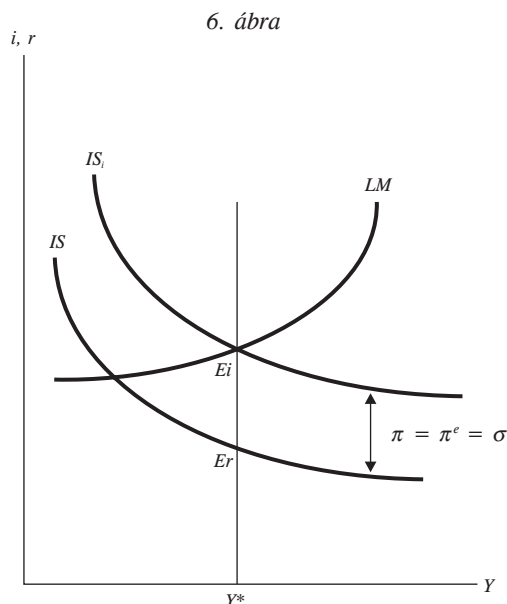
Ha az inflációs várakozások meghatározásakor a fentieket az adaptív várakozások for-

mulájával egészítenénk ki, akkor a jól ismert Cagan-modellt kapnánk (Cagan [1956]). Ám most kezdjük az elemzést az analitikailag egyszerűbb, racionális várakozások szerepeltetésével! Ez a mi esetünkben azért lesz egyszerűbb, mert – lévén modellünk determinisztikus – a racionális várakozások feltevése az árdinamika tökéletes előrelátásával ruházza fel a gazdasági szereplőket. Képletben:

$$\pi = \pi^e \quad (6)$$

A rugalmas árak miatt a rendszerben természetesen érvényesül a klasszikus dichotómia. Az (5) és az (1) egyenletek meghatározzák a reálkamatlábát, a nominális pénzkínálat növekedési rátája pedig az inflációt, amit a szereplők pontosan előre is jeleznek. A pénzpiac egyensúlyi feltétele [(3) egyenlet] az árak szintjét rögzíti.

A modell grafikus megoldását látjuk a 6. ábrán, ahol a függőleges tengelyen a nominális és a reálkamatlábát mérjük attól függően, hogy melyik egyenletet tekintjük, a vízszintes tengely pedig a jövedelem szintjét mutatja. Az ábrán az IS görbe és a lehetséges kibocsátás függőleges egyenesének metszéspontja (Er pont) a monetáris faktoroktól függetlenül meghatározza a reálkamatlábát. Ha (2)-t az (1)-be helyettesítjük, akkor az IS_i görbét, vagyis az IS nominális kamatlábtól függő görbét kapjuk. Mivel π és így a várt inflációs ráta is a pénzkínálat növekedési rátájával adott, adott a nominális kamatláb is. A pénzpiac egyensúlyi feltétele már csak az árszintet határozhatja meg. Az LM görbe pozíciója a reálpénz mennyiségétől függ, így az LM görbe szerepe az, hogy az árszint meghatározásával a reálpénzkínálat nagyságát beállítsa. Az LM görbe az IS_i és Y^* metszéspontján (Ei) fog átmenni.



A közép szintű makroökonómia-tankönyvek a fenti struktúrával általában a pénzkínálat növekedési ütemében bekövetkező változás hatását szokták illusztrálni (McCallum [1989], Pete [1996]). A japán makroökonómiai helyzetet szemmel tartó elemzésünkben mi viszont arra vagyunk kíváncsiak, hogy mi történik akkor, ha az aggregált kereslet szintjében beállott jelentős zuhanás miatt a teljes foglalkoztatást biztosító output csak negatív reálkamatláb mellett valósulhat meg. Modellünkben az a paraméter csök-

kenésével illusztrálható sokkhelyzet számos ok eredőjeként jöhet létre. Lehet egy korábbi beruházási és/vagy vagyoni piaci buborék kipukkadásának a pesszimista üzleti várakozásokon, vagyoni veszteséssel keresztül érvényesülő hatása vagy a hosszabb távú outputra és jövedelmekre vonatkozó negatív előrejelzés következménye, amint azt cikkünk Japán konkrét makroökonómiai helyzetének elemzésével foglalkozó részében már kifejtettük.

Egy negatív keresleti sokk lefelé tolja az IS görbét, s ha közben a monetáris körülményekben (a nominális pénzkínálat növekedési rátájában) nem tételezünk fel változást, akkor az IS_i görbe vele együtt párhuzamosan tolódik lefelé. Tökéletesen rugalmas árak mellett a kereslet csökkenésére az árak szintjének egyszeri zuhanása a válasz, miközben az árszint növekedési dinamikáját a pénzkínálat növekedési rátája változatlanul meghatározza. Az egyszeri áresés megnöveli a reálpénzmennyiséget (az LM görbe a másik két görbével azonos mértékben lefelé tolódik), aminek hatására a nominális kamatláb a reálkamatlábbal azonos mértékben csökken. Az alacsonyabb reálkamatláb a keresletet visszahozza a lehetséges kibocsátás szintjére.

Mindezen az sem változtat, ha a kereslet csökkenése olyan mértékű, hogy a teljes foglalkoztatás fennmaradásához a reálkamatlábunk negatívvá kell válnia. Feltéve persze, hogy a nominális kamatláb még mindig pozitív marad. Az árszínvonalat ekkor is a pénzpiac egyensúlya [(3) egyenlet] határozza meg, s a monetáris hatóság a pénzkínálat növekedési rátájának manipulálásával továbbra is képes befolyásolni mind az infláció rátáját, mind az árszínvonalat.¹ Mi történik azonban akkor, ha a keresleti sokk mértéke olyan nagy, hogy a teljes foglalkoztatottságot biztosító output eléréséhez a nominális kamatlábunk is negatívvá kellene válnia?

A nominális kamatláb természetesen nem vehet fel negatív értéket. A pénzpiac a vagyontulajdonosok portfóliódöntésének a színtere. A vagyoni kamatmentes pénzben és a kamathozamú egyéb eszközökben tartható. Ha a nem pénz (kötvény) jellegű pénzügyi eszközök hozama is nullára csökken, akkor ez a döntés elveszíti a jelentőségét, a pénz tökéletes helyettesítője lesz a többi pénzügyi eszköznek, ezért a tartott mennyiségével szemben a vagyontulajdonosok közömböseké válnak. Ezt a helyzetet bizvást nevezhetjük likviditási csapdának abban az értelemben,² hogy ekkor a vagyontulajdonosok korlát nélkül bármekkora pénzmennyiséget hajlandók tartani, hiszen ez nem jelent költséget a kötvénytartással szemben. A pénzpiac egyensúlyi feltétele [(3) egyenlet] nem állít többé magatartási korlátot, és emiatt monetáris politikával (a pénz és a kötvény állományának az összvagyonon belüli cseréjével) semmilyen hatást nem lehet gyakorolni nemcsak a gazdaság reál-, de a nominális változóira sem.

Természetesen el lehet gondolni olyan magas outputszintet, ahol a tranzakciós pénz iránti magas igény ismét pozitív kamatlábhoz vezetne. Ez azonban, ahogy azt a 7. ábrán az LM görbe illusztrálja, messze jobbra fekszik a lehetséges outputtól, és ezért érdektelen. Az, hogy az $i = 0$ szakaszra az LM görbét végtelenül rugalmasnak tekintjük-e, vagy egyáltalán nem is értelmezzük, a modell viselkedése szempontjából irreleváns.

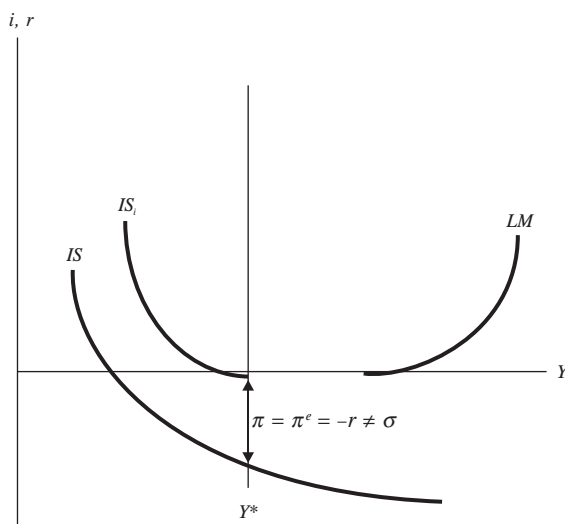
A lehetséges output környezetében tehát „a pénz nem számít”, a pénzkínálat manipulálásával lehet tologatni az LM görbét, de ennek sem a reál-, sem a nominális változókra semmilyen hatása nem lesz. Mi határozza meg ekkor a nominális változók értékét?

A rugalmas árak miatt adott az Y , az (1) egyenletből pedig az r . A nominális kamatláb nulla értéke adott reálkamatláb mellett a Fisher-egyenlettel (2) definiálja a várt inflációs rátát, ami így azonos lesz a reálkamatláb abszolút értékével. A gazdaság reakcióját a

¹ Az árszint tökéletes rugalmassága miatt a reálkibocsátás befolyásolására eddig sem volt lehetőség.

² Arról, hogy az így értelmezett likviditási csapda milyen viszonyban van a Keynes által eredetileg használt fogalommal, lásd Summer [2002].

7. ábra



keresleti sokkra úgy értelmezhetjük, hogy a kereslet csökkenésének hatására az árszint odáig esik, hogy innen már az árak emelkedésére lehessen számítani. A várt inflációnak pedig éppen akkorának kell lennie, hogy a nulla nominális kamatlábal együtt olyan negatív szintre szorítsa a reálkamatlábát, hogy az elegendő legyen az árupiac teljes foglalkoztatást biztosító egyensúlyához. A várakozások racionalitása miatt a tényleges infláció ugyanezen a szinten alakul, teljesen függetlenül a pénzkínálat növekedési rátájától. A likviditási csapda miatt *ebben a helyzetben az infláció az árak rugalmassága ellenére nem monetáris jelenség.*

A 7. ábrán az IS görbét továbbra is az (1) definiálja. Mivel azonban a várt infláció most a Fisher-egyenlet, és a nulla nominális kamatláb révén adott, $\pi^e = -r$. Az IS_i -t a negatív kamattartományban nem is értelmeztük. Mivel a pénzkínálat növekedési rátája most az eredeti pénzkínálati ütem mellett nem, de a monetáris politika megváltozása esetén is csak véletlenszerűen eshet egybe az infláció rátájával, az LM görbe pozíciója az idő múlásával változni fog, a pénz reálmennyisége nem lesz állandó. Ennek azonban – mint ahogy a monetáris politika bármilyen akciójának – sem az árszínvonalra, sem az infláció rátájára mindaddig semmilyen hatása nem lesz, amíg a görbe oly mértékben el nem tolódik balra, hogy ismét a pozitív tartományban metssze a lehetséges output függőleges görbéjét. Ehhez a reálpénzkínálat csökkenésére, vagyis vagy restriktív monetáris politikára, vagy az árszint eddiginél lényegesen gyorsabb növekedésére volna szükség. Márpedig egy olyan gazdaságban, amelyik éppen egy hatalmas keresleti visszaesés következményeihez alkalmazkodik, mindkettő meglehetősen szokatlan jelenség volna.

Modellünk jelenlegi formájában amúgy is csak mérsékelten alkalmas valós gazdasági helyzetek elemzésére, hiszen az árszint rugalmassága miatt a kapacitások teljes kihasználása mindig automatikusan biztosított. Márpedig, ha a japán gazdaságban ez volna a helyzet, akkor nem volna igazán baj. A fenti változatot azért találtuk fontosnak, mert pontosan meghatározza a likviditási csapda jelenségét, amelyben a monetáris politika elveszíti gazdaságsszabályozó erejét. A fiskális politika hatásmechanizmusát a likviditási csapda nem befolyásolja, a reálkereslet növelése állami kiadásokon vagy adócsökkentéssel keresztül továbbra is keresletmódosító hatású marad.

Ragadós árak, depresszió és defláció

Az áralkalmazkodásra és az inflációs várakozások képzésére vonatkozó feltevések módosításával a japán makroökonómiai helyzet illusztrálására inkább alkalmas struktúrát kapunk. Új modellünk első négy egyenlete azonos a megelőzővel, az (5) és a (6) egyenlet azonban az eddigieknél nehezebb alkalmazkodást definiál. A könnyebb áttekinthetőség kedvéért itt a változatlan szerepű egyenleteket is megismételjük.

$$Y = a - br \quad (1)$$

$$r = i - \pi^e \quad (2)$$

$$m - p = \alpha Y - \beta i \quad (3)$$

$$\partial m / \partial t = \sigma \quad (4)$$

$$\pi = c(Y - Y^*) + \pi^e \quad (7)$$

$$\partial \pi^e / \partial t = \lambda(\pi - \pi^e) \quad (8)$$

A (7) egyenlet az azonnali áralkalmazkodás helyébe a várakozásokkal kiegészített Phillips-görbét állítja. E szerint az árak változása a kereslettől és a várt inflációs rátától függ, a kereslet tehát rövid távon hat az outputra, mert az áralkalmazkodás lassú, az árak ragadósak. A (8) egyenlet pedig a racionális várakozások helyébe az adaptív várakozásokat lépteti, a gazdaság szereplői a múltban érzékelt tendenciák alapján alakítják ki a jövőbeli inflációra vonatkozó várakozásaikat.

Az már nem nyilvánvaló, hogy ennek a rendszernek van stabil egyensúlyi megoldása, a konvergencia a λ és β paraméterekértékétől függ.³ Ha a konvergencia feltétele teljesül, akkor a rendszer egyensúlya továbbra is jellemezhető az 6. ábra diagramjával. A hosszú távú egyensúlyban ugyanis $\pi = \pi^e$ teljesül, azaz ekkor a szereplők nem várnak változást az infláció dinamikájában, és az output a lehetséges kibocsátás szintjén stabilizálódik. Lényegesen bonyolultabb lesz viszont a rendszer sokkokhoz való alkalmazkodási folyamata.

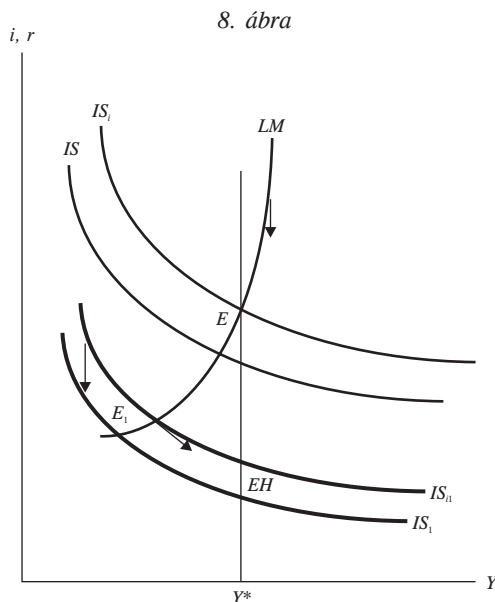
A számunkra releváns negatív keresleti sokk, vagyis a csökkenése természetesen most is lefelé tolja az IS görbét. A múltba tekintő várakozások következményeként az inflációs várakozások csak később alkalmazkodnak, ezért IS_i az IS görbével párhuzamosan toódik lefelé. Az árak szintjében azonban az árak ragadósága miatt nem következik be zuhanás. Az árdinamika lassulni fog, de nem lesz szakadós áresés. Az LM görbe pozíciója ezért változatlan marad, és a pillanatnyi egyensúly az LM és az új IS_i görbe metszéspontjában alakul ki. Mielőtt a számunkra igazán érdekes likviditási csapda esetét tárgyalnánk, kísérjük végig, hogyan alkalmazkodik modellünk egy mérsékelt negatív keresleti sokkhoz, vagyis egy olyan recessziót vizsgálunk, ahol a kamatlábak még a pozitív tartományban maradnak.

A 8. ábrán a keresleti sokk miatt eltolódott görbékét rendre IS_{i1} -gyel, illetve IS_1 -gyel jelöltük. Az új egyensúly az E_1 pontban alakul ki, ahol mind a nominális, mind a reálkamatláb alacsonyabb az eredeti egyensúlyi szintnél, ám e kamatlábak csökkenése nem elegendő ahhoz, hogy a gazdaság a teljes foglalkoztatás szintjén maradjon. Az E_1 -ben az infláció lassul, a tényleges inflációs ráta kisebb, mint a várt, ennek megfelelően az output kisebb, mint a lehetséges szint [(5) egyenlet], a kereslet csökkenése pedig recesszióba sodorja a gazdaságot.

Az E_1 természetesen csak rövid távú egyensúly. Miután e pontban a tényleges infláció kisebb, mint a várt, az adaptív várakozások [(8) egyenlet] mechanizmusának megfelelően a várakozásokat lefelé korrigálják. Ez az idő múlásával az IS_{i1} görbét a nyílnak megfelelően lefelé tolja, miközben az IS_1 a helyén marad. Másfelől, mivel a pénzkínálat

³ A feltétel egészen pontosan $\beta\lambda < 1$.

növekedési rátájában nem tételeztünk fel változást, az E_1 pontban az infláció rátája kisebb, mint a nominális pénzkínálat növekedési üteme. Ez pedig az idő múlásával az LM görbét tolja lefelé. Ha a rendszernek van stabil egyensúlya, akkor e két tényező együttes hatására az output növekedni, a kamatláb (a nominális kamatláb a reálkamatlábnál valamivel gyorsabban) pedig csökkenni fog. Az E_1 pontból gazdaságunk a nyíllal jelzett irányba, lefelé és jobbra, a lehetséges output irányába mozdul.



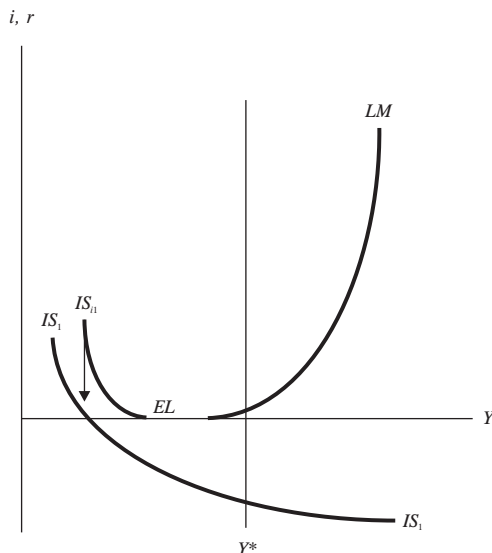
A nehézkes áralkalmazkodás az outputban ciklust generál. Amikor Y eléri a lehetséges kibocsátás szintjét, ott nem áll meg, hanem tovább növekszik. Ezt azért állíthatjuk biztosan, mert a várt inflációs ráta az eddigi alkalmazkodás során folyamatosan csökkent, a lehetséges output elérésekor viszont $\pi = \pi^e$ teljesül. Az infláció kisebb, mint a nominális pénzállomány változatlanak tekintett növekedési üteme. A reálpénzállomány tehát tovább növekszik, az LM görbe tovább tolódik lefelé, és az output túllendül hosszú távú egyensúlyi értékén, Y^* -on. Ettől kezdve azonban az infláció gyorsul, és a várt infláció rátája is emelkedik. Amikor az infláció rátája eléri σ -t, akkor a reálpénzállomány növekedése és így LM lefelé tolódása is megáll, majd π további növekedése miatt a reálpénzállomány csökkenésének megfelelően visszafelé mozdul. A várt és tényleges infláció ismét közeledik egymáshoz, és Y csökkenni kezd. A ciklus tovább folytatódik, és ha a rendszer – feltételezésünknek megfelelően – dinamikusan stabil egyensúllyal rendelkezik, akkor az Y a lehetséges output körül egyre kisebb amplitúdóval ingadozva, eléri hosszú távú egyensúlyát. Ez az egyensúly, amit a 8. ábrán EH -val jelöltünk, alacsonyabb nominális és reálkamatlábbal, de a korábbiakkal azonos, a pénzkínálat növekedési rátájával megegyező inflációs rátával jellemezhető.

Alkalmasan megválasztott monetáris politika ellensúlyozhatja mind az output visszatesését, mind az azt követő ciklikus ingadozást. Ha a gazdaságpolitika érzékeli a kereslet esését, a nominális pénzmennyiség növekedésének gyorsításával rásegíthet a kamatláb szükséges csökkenésére. Természetesen nem szeretnénk azt a látszatot kelteni, hogy a megfelelő monetáris politikai lépés megtervezése és végrehajtása egyszerű feladat volna. Az is különleges szakértelmet kívánna a döntéshozóktól, hogy az output stabilizálása

érdekében végrehajtott monetáris lazítás későbbi inflációs hatását megfékezzék. Mindössze annyit állítunk, hogy mindaddig, amíg a keresleti sokk nyomán a nominális kamatláb nem kerül a nulla szint közelébe, addig a monetáris politikának vannak esélyei a kereslet és így az output manipulálására. Empirikus elemzésünk azt sugallja, hogy a japán gazdaságpolitikának ez nem sikerült. Mind a monetáris lazítás, mind a fiskális expanzió túlságosan bátortalan és elégtelen volt ahhoz, hogy a csapdát elkerülje.

A likviditási csapda beálltával, vagyis akkor, ha a nominális kamatláb a nulla szint közvetlen közelébe ér, a monetáris feltételek nem számítanak többé. Ezt, a japán gazdaságra jellemzőnek tartott helyzetet illusztráljuk a 9. ábrán. A jobb áttekinthetőség kedvéért itt már csak a keresleti sokk utáni pillanatnyi állapotot rögzítjük. Szemben a 8. ábrával azonban, most IS_1 görbe a nominális kamatláb negatív tartományában metszené az LM görbét. A nominális kamatláb azonban nem csökkenhet nulla alá, ebben a tartományban a görbét nem is értelmezzük.

9. ábra



A jelenséget a gyakorlatban úgy értelmezhetjük, hogy az inflációs várakozások pillanatnyi adottsága mellett a reálkamatláb csak a várt és a kiinduló helyzetben adott inflációs várakozások mértékéig csökkenhet, hiszen további csökkenését lehetetlenné teszi az, hogy a nominális kamatláb beleütközik a nulla szintbe. Ezért a reálkamatláb csökkenése kisebb, az output esése viszont nagyobb lesz annál, mintha ez a korlát nem létezne. A pillanatnyi egyensúly az IS_1 és a vízszintes tengely metszéspontjában fog kialakulni, amit az ábrán EL -lel jelöltünk.

Az inflációs ráta e pontban alacsonyabb, mint a várt, s ezért π^e csökkenésnek indul. Szemben azonban az előző helyzettel, sem a várt infláció csökkenése, sem a reálpénzmenyiség lassuló inflációnak betudható növekedése nem vezethet a nominális kamatláb további csökkenéséhez, hiszen likviditási csapdában vagyunk, a pénzpiaci kondíciók a további alkalmazkodás szempontjából irrelevánsak. Éppen ellenkezőleg, a várt infláció csökkenése a nulla szinten konstans nominális kamatláb miatt a reálkamatláb növekedéséhez vezet. Emiatt az output tovább csökken, még akkor is, ha normális feltételek mellett a rendszernek stabil stacioner egyensúlya lenne. A 9. ábrán az IS_1 görbe π^e csökke-

nésével folyamatosan tolódik lefelé, ahogy a nyíl is mutatja. Az *EL* egyensúlyi pont pedig balra mozog, a nominális kamatláb nulla szinten állandó, míg az output folyamatosan csökken. Mivel az output és az inflációs várakozások is egyaránt csökkennek, a (8) egyenlet árkalkulációs szabályát követve, az infláció tovább csökken, maga után húzva a várakozásokat. Az idő múlásával az infláció negatív tartományba mozdul (az IS_{11} görbe az IS_1 alá tolódik), ez azonban nem állítja meg a folyamatot, a defláció deflációs várakozásokat szül, a reálkamatláb tovább emelkedik és a gazdaság deflációs spirálba kerül, a kibocsátás zsugorodik.

E modellvariáció valóban sokat megragad a japán gazdaság több mint egy évtizede tartó küszködéséből. Nemcsak az output stagnálása, a kapacitások depresszióra emlékeztető alacsony kihasználása, de a rövid távú pénzügyi kamatok több mint fél évtizede nulla szint körül megragadása és a már évek óta tartó defláció is megfelelő modellünk előrejelzésének. A modellben, ahogy Japán tényleges makrofolyamataiban is, az inflációs várakozások alakulása a kulcselem. A modellbeli gyorsuló defláció és a teljes összeomláshoz vezető depresszió nyilván azért nem következik be, mert a gazdasági szereplők inflációs várakozásaikat ténylegesen nem kizárólag adaptív módon, tehát a múltbeli inflációs tendenciák egyszerű extrapolálásával, hanem más, a gazdaságra, gazdaságpolitikára vonatkozó információk felhasználásával is formálják. Ez azonban a recesszióból való kilábaláshoz önmagában természetesen nem elegendő.

Aggresszív fiskális politika, a stagnáló magánszektorbeli kereslet állami forrásokból való támogatása elvileg segíthetne, ahogy az output mai szintje is sokkal alacsonyabb lenne a múltban végrehajtott expanzív lépések nélkül. Ám az állam eladósodásának mai magas szintjén tovább növelt kiadási vagy adócsökkentési akciókra aligha lehet számítani. Fogalmazhatunk úgy is, hogy ha a kormányzat már korábban, a kilencvenes évek közepén felismerte volna a várható krízis súlyosságát, és már akkor koncentráltabban, megtorpanások nélkül lépett volna a gázpedálra, akkor – akár azonos szintű államadósság generálásával – jobb eredményeket érhetett volna el. Akkor még volt ugyanis esély arra, hogy a likviditási csapdát, a nominális kamatláb nulla szintre esését elkerüljék, márpedig a fiskális expanzió által támogatott magasabb növekedési ütem ehhez jelentősen hozzájárulhatott volna. S ha sikerül elkerülni a likviditási csapdát, akkor a monetáris ösztönzés eszköze is megmaradt volna, a két politika összehangolt működtetése, együttes húzóereje nagyobb eséllyel emelhetne volna a gazdaságot vissza a normális kerékvágásba. Ma ez már csak ábránd, mert az egyik oldalon a fiskális politika – az elért adósságállomány magas szintje s a romló hitelminősítéstől való indokolt félelem miatt –, a másik oldalon pedig a – tradicionális, a pénzügyi feltételeket egyszerűen a pénzmennyiség növelésével lazítani akaró – monetáris politika a likviditási csapda miatt tehetetlen.

Segíthet-e a külföldi kereslet?

Befolyásolja-e a helyzet megítélését az, hogy Japán gazdasága a leírt egyszerű modellel szemben nem zárt, hanem nyitott? Modellünk a gazdaság stagnálását az elégtelen aggregált kereslet hiányával indokolta, márpedig egy, a világpiacba erősen integrált gazdaság esetében a belföldi kereslet esetleges elégtelen voltát a külföldi kereslet, vagyis a nettó export növekedése pótolhatja. De érvelhetünk a zárt gazdaságot feltételező modell predikciójával szemben a megtakarítások oldaláról is. Ha a gazdaság pangását az elégtelen kereslet okozza, az a megtakarítások oldaláról azt jelenti, hogy a megtakarítások szintje „túl magas”, a japán gazdaság egyszerűen nem kínál elegendő jövedelmező beruházási lehetőséget a lehetséges output szintjén (potenciálisan) keletkező megtakarítások felhasználására. A megtakarítási szándékok és a korlátozott belföldi beruházási lehetősé-

gek egymásnak meg nem felelése vezet az aggregált kereslet lehetséges kibocsátást alulmúló szintjéhez. A japán tőkepiac azonban nyitott, a megtakarítókat nem korlátozza a belföldi beruházási lehetőségek szűkösége. Ha valóban ez volna a probléma, beruházhatnának külföldön, ahogy tették eddig is, s a megtakarítások többlete a külföldi – a belföldinél jobb hozamot biztosító – eszközök megnövekedett vásárlásában, a tőkemérleg megugró hiányában csapódhatna le.

Ez az érvelés azonban erősen sántít, a Japán gazdaság nyitottsága bár árnyalja, alapvetően nem változtatja meg a fenti modell által sugallt vészjósló képet. A megtakarítások kiáramlásának, vagyis a tőkemérleg hiányának erőteljes növekedése csak akkor mehet végbe, ha a folyó fizetési mérleg többlete ezzel párhuzamosan és azonos mértékben növekszik. Ez önmagában nem elképzelhetetlen, de oly mértékű növekedés, ami az aggregált kereslet egészére a pangásból kimozdító mértékű húzóerőt gyakorolhatna, elképzelhetetlen.

Ne feledjük, hogy Japán nyitott gazdaság ugyan, ám egyben meglehetősen nagy is, az export súlya a GDP-hez viszonyítva alig éri el a 10 százalékot. Ahhoz, hogy az export-többslet növekménye ellensúlyozhassa a belföldi kereslet (a maradék 90 százalék) pangását, annak igen nagyra kellene lennie. Ez nemcsak a partnerek megjósolható ellenállása miatt esélytelen, de azért is, mert a fennálló relatív árak mellett nem is volna vevő a japán termékekre. Az exportexpanziót a jen masszív leértékelődésének kellene támogatnia, ám ez sem nyerné meg a kereskedelmi partnereket. Objektív piaci feltételek is korlátozzák azt, hogy a jen nominális árfolyama rövid időn belül nagyon leértékelődhessen.

Éppen arról van szó, hogy a tőkepiac már elegendően nyitott, a mai árfolyam ezért összhangban van a belföldi és külföldi valutában mért vagyionon élvezett hozamvárakozásokkal. Ha nem így volna, az rövid távú tőkeáramlást és az árfolyam megváltozását okozná. Ahhoz, hogy az árfolyam jelentősen leértékelődhessen, arra volna szükség, hogy a jen denominációjú rövid lejáratú eszközök hozama jelentősen csökkenjen. *Ez a hozam azonban már most is nulla, negatív pedig nem lehet.* Ugyanazzal a problémával állunk itt szemben, amit korábban likviditási csapdának neveztünk. A nulla nominális kamatláb, ami egyfelől lehetetlenné teszi, hogy a pénz és más belföldi eszköz cseréjére alapozott monetáris politika bármilyen hatást érjen el, hasonlóan illuzórikussá teszi azt, hogy a pénz és külföldi pénz cseréjére alapozott devizapolitika működjön.

Ez a gondolatmenet arra is rámutat, hogy illúzió arra számítani, hogy a jegybank esetleges masszív devizapiaci intervencióval képes volna az árfolyam érdemi leértékelődését elérni. Egyszerűen az történné, hogy a jegybank külföldi valutavásárlását (tőkekiáramlás a tőkemérleg jegybanki tartalékok rovatán) a piac privát japán szereplőinek valutaeladásai (tőkebeáramlás a privát tőkemérlegben) ellensúlyoznák. A nulla nominális kamatszint miatt egyszerűen nincs eszköz a jegybank kezében, amivel a jenetétek vonzerejét csökkenthetné.

*

A japán gazdasági válsággal szemben a legilletékesebbek is tanácsstalanok – természetesen mi sem vállalkozunk arra, hogy megoldásokat javasoljunk. Befejezésül azonban két kérdés továbbgondolására ösztönözzük az olvasót. Az első a megoldás kereséséhez, a bevethető gazdaságpolitikai eszközök kiválasztásához kötődik. Cikkünkben jeleztük azokat a korlátokat, amelyek a monetáris és fiskális politika alkalmazhatóságával szemben állnak. Egyes közgazdászok, mindenekelőtt Krugman maga, „nem konvencionális” monetáris politikát javasolnak, aminek az volna a lényege, hogy a jegybank teremtsen inflációs várakozásokat. A pénzkínálat egyszerű mennyiségi növelése a jelen körülmények között hatástalan, hiszen – ahogy modellünkéből is látható volt – a probléma kulcsa az inflációs várakozások alakulásában van, a monetáris politika csak akkor nyeri vissza

képességeit, ha a nominális kamatláb nulla fölé emelkedik, ez pedig ma kizárólag az inflációs várakozásokon múlik. A jegybanknak tehát – paradox módon – el kellene hittenie az emberekkel, hogy feltett szándéka az infláció gerjesztése. Ráadásul mindezt „hitelesen” kellene tennie, vagyis demonstrálnia kellene, hogy ha az infláció ténylegesen megindul, akkor sem fog – legalábbis egy jó darabig – visszatérni a konvencionális árstabilizáló célokhoz. Egy ilyen „hitelesen felelőtlen” politika azonban szemben áll a hagyományos jegybanki szerep paradigmájával.

A másik – nem kevésbé fontos – továbbgondolásra javasolt kérdés pedig az, hogy vajon mennyire a japán modellhez kapcsolható, mennyire csak a Japánban fellelhető tényezőkkel magyarázható a szigetország válsága. Gondolhatunk itt egyes intézményi sajátosságokra vagy a lakosság speciális megtakarítási hajlamára. Ha azonban nem ezek az igazán fontosak, akkor hasonló veszélyek más fejlett országokra is leselkedhetnek. Ez nemcsak elméleti lehetőség: a 2001-es tőzsdebuborék kipukkadása után az Egyesült Államokban sokan féltek a japán kor megjelenésétől, és a deflációs veszély az éppen stagnáló német gazdaságban is aggodalmakat kelt.

Hivatkozások

- CAGAN, PH. [1956]: The Monetary Dynamics of Hyperinflation, Megjelent: *Fridman, M.* (szerk.): *Studies in the Quantitative Theory of Money.* University of Chicago Press, Chicago.
- KASHYAP, A. [2002]: *Sorting Out Japan's Financial Crisis* papers.nber.org/papers/W9384.
- KEYNES, J. M. [1930]: *A Treatise on Money.* MacMillan, London.
- KEYNES, J. M. [1965]: *A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete.* Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- KRUGMAN, P. [1998]: *A Special Page on Japan* <http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/>.
- KRUGMAN, P. [1998]: *It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap.* *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 137–205. o.
- McCALLUM, B. T. [1989]: *Monetary Economics, Theory and Policy.* McMillan, London.
- OECD [2000]: *Economic Surveys, Japan, 2000.* OECD, Párizs.
- OECD [2001]: *Economic Surveys, Japan, 2001.* OECD, Párizs.
- PATRICK, H. [1998]: *The Causes of Japan's Financial Crisis. Financial Reform in Japan and Australia* című konferenciára benyújtott tanulmány. The Australian National University, augusztus 24., 2.
- PATRICK, H. [2002]: *Japan's Mediocre Economic Performance Persists and Fundamental Problems Remain Unresolved.* www.gsb.columbia.edu/japan/pdf/Op51.pdf.
- PETE PÉTER [1996]: *Bevezetés a monetáris makroökonómiába.* Osiris, Budapest.
- POSEN, A. S.–MIKITANI, R. (szerk.) [2000]: *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience.* Institute for International Economics, Special Report 13.
- PREVENTING DEFLATION... [2002]: *Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s.* Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers No. 729. www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/.
- SAXONHOUSE, G. R.–STERN, R. M. (szerk.) [2002]: *Japan's Lost Decade: Origins, Consequences, and Prospects For Recovery.* University of Michigan, Discussion Paper No. 484.
- SUMMER, S. [2002]: *Some Observations on the Return of the Liquidity Trap.* *Cato Journal*, Vol. 21. No. 3.