



Magas István

Világgazdasági lassulás és infláció, a stagfláció veszélyei

Bevezető

A világgazdaságban újra tartós veszélyt jelent az infláció. A világ legfejlettebb gazdaságában, az USA-ban 2022 júliusában és augusztusában az áremelkedés éves viszonylatban 8,2–9,1% között mozgott, novemberre 7%-ra csillapodott. A jegybank szerepét betöltő *Federal Reserve System* (FED) kénytelen volt az alapkamatot negyedszer is megemelni, amely így októberre már 4,5%-os szintet ért el. Az irányadó kamatot 2023 márciusában 25 bázisponttal tovább kellett emelni, mivel az infláció 2022 márciusához képest még mindig magas, 6% volt. Az elmúlt négy évtizedben nem jártak még ilyen magasságokban a fogyasztói árak.

Az amerikai gazdaság az árrobbanás eredményeként 2022 második és harmadik negyedévében, tehát két egymást követő negyedévben is technikai recesszióba került, 2021 ugyanezen két negyedévéhez képest – éves szinten – zsugorodott. Ugyanakkor speciális, pozitív jellegzetessége volt az amerikai konjunktúrának, hogy a munkapiac feszes maradt, és a munkanélküliség 2022-ben kifejezetten kedvező, 3,6%-os szinten tudott stabilizálódni. A magas kamatok és a feszes munkapiac együttes léte azonban megnehezíti az infláció letörését célzó monetáris szigorítás várható eredményének becslését.

Jerome Powell, a FED elnöke 2022 nyarán a központi bankok számára tartott jacksonville-i konferencián így nyilatkozott: „The economy is always evolving. Our recent estimates and statements reflect our appreciation that a robust job market can be sustained without causing unwelcome increase in inflation.”¹ Az idézet

¹ „A gazdaság mindig, folyamatosan átalakul. Legutóbbi becsléseink és nyilatkozataink tükrözik azt az elismerésünket, hogy a robusztus munkaerőpiac az infláció nemkívánatos növekedése nélkül is fenntartható.” (Economist 2022b – A szerző saját fordítása.)

és nyilatkozata további tartalma alapján megállapítható, hogy az inflációs veszélyről alkotott klasszikus jegybanki vélemény nem változott, az infláció ugyanis minden gazdasági szereplőnek kárt okoz. Az infláció megfékezésének igénye újra hangsúlyossá tette a primer jegybanki szerepeket.

A 2019–2023 közötti időszak gazdasági eseményeit, az infláció elszabadulását tekintve kísérteni látszanak az 1970-es évek, az 1972–1973-as világgazdasági krízis, amikor a globális energiapiacokon kialakult durva külső sokkhatás volt az egyik legfontosabb inflációt generáló tényező. A fél évszázaddal ezelőtti helyzethez képest 2023-ban azonban az infláció és az energiakrízis súlyosabb, mivel a tartós világjárvány okozta sokkhatás elhúzódónak ígérkező háborús konfliktussal párosult Oroszország és Ukrajna között. A háború következtében globális geopolitikai játszma is elindult, két katonai világhatalom, az Egyesült Államok, az Észak-atlanti Szerződés Szervezete (NATO) és Oroszország ütközik, amelybe – úgy tűnik – Kína is, passzívan ugyan, de bekapcsolódik. Világgazdasági dimenzióban egyikük, Oroszország ma már legfeljebb csak középhatalmat képvisel, GDP-je Olaszország nagyságrendjébe esik. A háború végkimenetelét, illetve hogy a katonai hadviselés és a gazdasági háború együttesen milyen eredményre vezet, nehéz megítélni. Oroszország világgazdasági pozíciójavulási esélyei azonban jóval gyengébbnek tűnnek, mint fél évszázada.

Árrobbanás és növekedésllassulás a világgazdaságban

Energiakrízis

Az 1970-es válságévekhez képest a világgazdaság az energiaválság tekintetében most más helyzetben találta magát, mert jelenleg az átállás rendkívüli gyorsasága kikerülhetetlen követelmény lett, viszonylag rövid időn belül, szinte azonnal kell az energiarendszerek szerkezetét és működtethető *inputforrásait* – tartósan – átalakítani. Az 1970-es években a drágulás nem jelentett ekkora mértékű, azonnali nyomást, sem a fogyasztói árakra, sem a technológiai váltások kikényszerítésére. Akkoriban a legnagyobb energiafogyasztó, az USA lényegében elnyújtva, egy évtized leforgása alatt állt át a kisebb fogyasztású motorokkal felszerelt autók használatára, átalakultak a vegyi üzemek, az energiafálgó iparágak is, a közlekedés (beleértve a légi járműveket és a hajózást is) sokkal üzemanyag-takarékosabb meghajtással működött. Mindezekkel a változtatásokkal – az óriási amerikai olajimportigény ellenére – akkor sikerült kihúzni a kőolaj-exportáló országok, az OPEC méregfogát.

Mivel a szénhidrogén-felhasználású eszközök elterjedése lényegesen nem csökkent, már 50 évvel ezelőtt is lehetett látni, a veszély nem múlt el teljesen. Az energia-étvágy nemcsak az USA-ban, hanem Európában, de főleg a feltörekvő országokban, mindenekelőtt Kínában rohamos mértékben növekedett továbbra is, ezért a világgazdaság energiafelhasználása, ezzel pedig a szén-dioxid-lábnyoma folyamatosan és gyorsuló ütemben tovább nőtt. Így, ahogy az az 1970-es években is történt, a jelen energiaválsága idején is Oroszország és Irán ismét kitüntetett világgazdasági és geopolitikai szereplővé lépett elő.

Az inflációrobbanás okai

A 2019-ben indult, világvárányná duzzadó Covid-19-fertőzésláncolat következtében fellépő ellátási-szállítási nehézségek, elakadások a világgazdaság kulcsországait is érzékenyen érintették, a világgazdaság vérkeringése veszélyesen lelassult. De a járvány visszaszorulása sem tudott valódi enyhülést hozni a világgazdaságban. A megváltozott, folyamatosan romló geopolitikai helyzet, az elhúzódó orosz–ukrán háború és az ahhoz köthető szankciós korlátozások, a diplomáciai és gazdasági kapcsolatok lefojtása jelentősen növelte a nemzetközi befektetői félelemérzetet. A járványkezelés során alkalmazott pénzügyi megoldások, fiskális könnyítések – tehát az olcsó és könnyen teremthető pénz – inflációt gerjesztő hatásain túl a 2023 tavaszára kialakult inflációs helyzet megítélésében külön megjelölést kell hogy kapjon – mint alapvető inflációs forrás – az elhúzódó háborús konfliktus, amely ijesztő méretekből táplálta az elszabaduló, szinte „vágatató” inflációs félelmeket.

Az inflációs előrejelzés nehézségei

Makroökonómiai értelemben a jelenlegi infláció jelentős részben, de nem kizárólag drámai, előre nem jelzett, külső kínálati sokknak, ellátási szűkülésnek tekinthető. A nehéz gazdasági helyzetben mind a kulcsállamok, mind a nemzetközi nagyvállalatok – mint a világgazdaság legfontosabb szereplői – az alkalmazkodás során az energiaszűkösség által leginkább érintett szektorokban előre nehezen látható, pontosan nem is kalkulálható válaszokat adtak. A pandémia miatti globális gazdasági visszaesésre ránehezedő újabb külső sokk következményeként kialakult makrogazdasági visszaesés, recesszió, illetve általános gazdasági-kereskedelmi zsugorodás mértékének pontos előrejelzése azonban ebben a soktényezős válsághelyzetben

igen nehéz, majdnem lehetetlen vállalkozás. Főleg, ha tartamának és mértékének egyidejű pontos előrejelzését követeljük.² Noha a GDP-t illetően a modellszerű gondolkodás ezekben a „vészhelyzetekben” is megállja helyét, mert előjelüket tekintve a legfontosabb szereplők várakozásai nem változnak alapvetően, de többször is és sokféleképpen átalakulnak, ami miatt a megváltozott várakozások pontatlanul mérhetők, a jövőbeni árszínvonal-változásra vonatkozó várható következmények nehezebben ítéltethők meg.

Mivel az infláció jelensége és a gazdasági zsugorodás a jelentős világgazdasági szereplőknél egyszerre alakult ki, az Egyesült Államokban, Európában és az ázsiai országok közül Kínában is jelentős lejtmenet volt tapasztalható, ezért a világgazdasági szintű konjunktúraromlás 2023-ban és 2024-ben is reálisan várható, a teljes növekedés mértéke a korábbi évek harmada, esetleg fele lehet, még az optimista becslések szerint is. Az mindenesetre leszögezhető, hogy a világgazdaság fejlettebb országaiban az 1970-es évek közepe óta nem volt ilyen mértékű és ennyire tartós árrobbanás, az elmúlt 50 évben ritkának számított a kétszámjegyű árszínvonal-emelkedés.

Ez a rendkívüli mértékű infláció a legfejlettebb országokban is rendellenes, egymást követő, esetenként 75–100 bázispontos alapkamat-emeléseket kényszerített ki. A magas, egyszeri kamatemelési lépések azt valószínűsítik, hogy a jegybankokat is alaposan meglepte ez az új helyzet. Az amerikai Citibank például úgynevezett „gazdaságimeglepetés-index” sorozatot készít, amelyben azt is méri, hogy az infláció mekkora meglepetést okozott a várakozásokhoz képest. Előjellel is bíró – tehát a negatív, illetve a pozitív változást is rögzítő – mutatószámról van szó, amely a tényleges és a várt infláció hányadosát mutatja 100-as skálán. A tényszám ismeretében minél nagyobb az index értéke, annál nagyobb volt a „meglepetés”, vagyis az eltérés mértéke a várakozáshoz képest. Ez az úgynevezett inflációsmeglepetés-index az elmúlt két évtizedben a (+30) és (–30) százalék közötti sávban ingadozott, ami azt jelentette, hogy felfelé is és lefelé is nagyjából egyharmaddal tértek el a tényleges inflációs adatok a várttól. Statisztikai szemléletben ez az eltérés igen jelentősnek mondható (becslések esetében ugyanis 5–10%-os vagy ennél kisebb hibahatárt gondolunk jónak). Elmondható tehát, hogy hosszú időtávban, a 2000–2020 közötti időszakban tipikusan gyenge volt az előrejelzés, vagyis gyakran volt nagy a „meglepetés”. A 2021–2022-es tényadatok ismeretében elmondható, hogy a nem várt események előrejelzése még rosszabbul sikerült, a meglepetésindex túllőtt a 100%-on, vagyis a ténylegesen mért infláció az adott évi várakozáshoz képest több mint a duplája lett.³

² MAGAS 2022: 68–81.

³ Adatok: Economist 2022a.

Annak megítélése most, 2023 tavaszán, hogy az infláció lefutásának menete, majd tűrhető szinten való stabilizálódása (jegybanki szakemberek 2–3% között gondolják az inflációt tarthatónak) mégis mikor következik be, igen nehéz. Noha a nagyságrendet (egy vagy két számjegyű lesz-e), illetve a lefutás idejének durva (3–6–12 havi) becslését el lehet találni, de az előrejelzés nagyobb (legalább 90%-os) pontosságát illetően már nem lehetünk bizakodóak. Ugyanis még a hibahatárokat sem lehet előre jól megbízhatóan rögzíteni, mivel azt sem tudhatjuk a jelenben, hogy egy bekövetkező esemény mennyire számít véletlennek vagy kiszámíthatónak. Noha a becsléshez használt magyarázó tényezők az infláció alakulásának döntő hányadát tartósan meg tudják magyarázni, mégis, a becslés pontatlan lesz, mert az *inputok* nem várt mértékben változhatnak meg. A precizitást növelendő a FED kutatói például az amerikai fogyasztók költségét a már bevált mellett egy másik mutatószámmal is próbálják mérni – ezt nevezik a személyes fogyasztás indexének (*personal consumption expenditures*, PCI) –, amely leszűkítve nézi a fogyasztói kosarakban tartósan elhelyezkedő tételek tényleges áralakulását. Ennek alapján 2023-ra azt várják, hogy az inflációs kosár 5,2%-ról 2,6%-ra fog csökkenni, vagyis majdnem a felére. Az USA-ban tehát – jó eséllyel – normalizálódni fog a fogyasztói magatartásban azonosítható inflációs mérték. Persze, a legszakszerűbbnek nevezhető előrejelzésekben is jogos a kételkedés, az óvatosság. A FED kutatói apparátusához kötődő Jeremy B. Rudd egy 2022-ben rendezett konferencián elhangzott előadásában – egy korábbi publikációjában foglaltakhoz hasonlóan⁴ – úgy fogalmazott, hogy a gazdaság makroökonómiai működéséről meglévő tudásunk és előrejelző képességünk – abban a tekintetben, hogy a külső sokkok és az azokra adott válaszok hogyan hatnak – érdemben nem különbözik az 1960-as évektől.⁵

Miután az inflációs várakozásokkal kapcsolatosan ma még nem létezik pontosan definiált és követhető, stabil mérőszám, az inflációs előrejelzések nehézségei nyilvánvalóak. Történtek kísérletek az inflációs várakozások pontosabb megragadására. Az egyik ilyen, egyértelműen pozitív, modern analitikus módszer például az inflációt befolyásoló tényezők közül csak azokat veszi figyelembe, amelyek az úgynevezett „hírfolyam által generált” impulzusokkal azonosíthatóak. Már számos olyan tanácsadó cég működik, amelyik több millió, a legelterjedtebb nyelveken megjelenő újságcikk inflációval kapcsolatos hírfolyamait pásztázva kreál olyan mutatót (*news-inflation index*), amellyel az inflációs várakozásokhoz a média hírei által hozzáadott plusznyomást próbálja megragadni. Amikor 50% feletti tartományban tartózkodott ez az új index, márpedig 2022-ben sokszor előfordult, akkor jelentős felfelé ható

⁴ RUDD 2021.

⁵ NBER 2022b.

inflációs plusznyomásról beszélhettünk. Az inflációnak létezik olyan, az inflációs pszichózishoz köthető forrása is, amely most masszív, „*big-data*” dokumentációt kapott. Mind a mai napig megoldatlan problémát jelent azonban az átlagos fogyasztó, a vállalkozó, a befektető, a megtakarító saját fejében kialakított várakozásai inflációs erejének, a várakozásfolyam eredményének pontos mérése, tudományos értelemben precíznek nevezhető definíciója. Ezt a vélekedést erősíti meg a modern monetáris makroökonomia-szakma csúcsán helyet foglaló volt FED-elnök, a 2022-ben megosztott közgazdasági Nobel-emlékdíjat elnyert Ben S. Bernarke véleménye is, aki szerint az inflációs várakozásokat illetően mind a mai napig nem rendelkezünk egyetlen pontos mérőszámmal sem.⁶ Véleményével nehéz vitatkozni, de tervezni, előre jelezni akkor is kell.

Jelen állás szerint, a 2023-as év tavaszán jó eséllyel állapítható meg, hogy a világ-gazdaság az árszínvonalat illetően még nem fog visszatérni a járvány előtt kialakult kibocsájtási és árszínvonal-változási szintekhez. Alapvetően azért nem, mert a világ-gazdaság jelentős demográfiai nyomással, fokozottan erős inflációs várakozásokkal is terhelt. A lefojtott, de nem szűnő pandémia és a globális elosztási láncolatok tartós és kritikus akadozása miatt globális, általános inflációs pesszimizmusról is beszélhetünk.

*Jegybanki lépések az infláció,
a recesszió visszaszorítására*

Visszatekintve a közel fél évszaddal ezelőtti kritikus évekre, akkor például a FED által elindított globális jegybanki szigorítási lépések az USA-ban eredményesek voltak, sikerült az inflációt stabilizálni, és az amerikai gazdaságot – a magas kamatok ellenére – megkímélni a mély és tartós recessziótól.

A mostani, 2022-től kezdődő globális inflációs környezet kezelése még a FED számára is jóval bonyolultabb feladatot jelent a nagyszámú amerikai dollárban kereskedő gazdasági szereplő, valamint a jelentős nemzetközi ellenérdekek (Kína, Oroszország) miatt. A világ vezető jegybankja is keresi a gazdaság „normális” állapotához visszavezető utakat, helyes módszereket. A közgazdasági gondolkodásban az inflációs várakozásokat illetően olyan új osztályozás jelent meg, amely jegybanki kommunikációt figyelő (*attentive*) és azt ignoráló (*non-attentive*) piaci szereplőket különböztet meg. Utóbbiakat nevezhetjük „laikus” megfigyelőknek is,

⁶ NBER 2022a; 2022b.

akik kevésbé koncentrálnak a jegybankok által küldött jelzésekre, helyette inkább ösztöneikre, esetleg saját bankáruk, befektetői tanácsadók véleményére hallgatnak. Ez a megkülönböztetés segítséget nyújt a jegybanki döntéshozók számára, ugyanis lehetőséget ad annak a szűkebb, mértékadó körnek az elkülönítésére, amelynek tagjai saját döntéseikkel majd befolyásolni tudják magát az inflációvárakozási környezetet. Ilyeneknek tekinthetők azok az alapkezelők és befektetők, illetve kereskedők, piacok, amelyek megpróbálják az úgynevezett inflációs „break-even”, azaz egyensúlyi pontokat árazni, azokat a jövőbeni kötvényárakat és hozamokat meghatározni, amelyeken vételi-eladási kontraktusok állnak rendelkezésre. Ezek az úgynevezett *inflation-swapok* olyan kötvénykereskedelmi ügyletek kínálatát jelentik, amelyekben várható jövőbeni hozamszintet lehet rögzíteni. Ezekkel a *swapárakkal* az átlagos inflációs várakozási véleményt már jól meg lehet közelíteni, persze előrejelzési precizitásról az ilyen ügyletek esetében sem beszélhetünk. A *swapügyletekhez* hasonló, az inflációs várakozásokat befolyásoló szerepet tölt be maga a kötvénypiac is, amennyiben a vevők és az eladók várakozásai függvényében ezen a piacon is – normál esetben – mindkét irányban lehet mozogni, vásárolni, illetve eladni. Ezeknek a piacoknak az árazása természetesen érdemben befolyásolja a kurrens, jelenben megragadható inflációs trendet, de az ár a jövőbeli inflációs várakozásokról is „átlagvéleményt” tükröz. A kialakult árakat, hozamokat mint múltbéli adatokat és szórásokat stabil matematikai, valószínűségi kifejezésekbe kényszeríteni azonban meglehetősen nehéz. Igaz, hatalmas előrelépés érezhető az IT és az algoritmizálási kapacitás fejlődése következtében, az adatfeldolgozási sebességben mindenképp, de valójában csak abban.

A precíz inflációs előrejelzés metodikája – leszögezhetjük – még nem született meg annak ellenére, hogy a fentebb már említett újabb metodikáknak – így a „figyelő” és a „nem figyelő” szereplők megkülönböztetésének is – nagy jelentőségük van. Ahogy azt Bernanke professzor megerősítette, a jegybanki működés is leginkább (közel 98%-ban) kommunikációból áll, és csak 2%-nyi a tényleges cselekvésben megvalósuló monetáris-politikai lépés. Megállapítása megerősíti a korábbi, jegybanki hitelességen nyugvó felfogást is, azt, hogy a befektetők és a megtakarítók inflációs várakozási lépéseit főleg a jegybank kommunikációja indítja be. A korábbi időkhez képest alapvetően csak annyiban változott a helyzet, hogy a kommunikációhoz való hozzáférés és annak elemzése sokkal gyorsabb lett, a médiafelületeken szinte azonnali visszatükröződést kap, de – sajnos – gyakran jelentős torzítást is elszenved. A kellő pontossággal algoritmizálható valós idejű adatok és stabil, függvényszerű kapcsolatok hiányában a jövőbeli infláció árazásának nehézsége megmarad ugyan, de a hagyományos tapasztalati közelítés lehetősége mindig adott.

*A tartós árszínvonal-emelkedés
gazdasági következményei*

A világgazdasági átalakulásokat, a jövőben befolyásoló tényezőket tartva szem előtt jó eséllyel állapítható meg, hogy a 2022-től kezdődően globálissá terebélyesedő inflációs környezetben, főleg annak tartósan két számjegyű szintjein a munkavállalók milliói jelentős bérkompenzációt, pontosabban inflációs kompenzációt fognak követelni, a bér-ár spirál veszélye újra fenyeget. A fejlett országokban a megnőtt bérigény mind gyakoribbá vált. A spanyol jegybank felmérése szerint Spanyolországban az inflációs klauzulák (biztosítékok) az új munkaszerződésekben a korábbi 20%-os szintről 50%-ra futottak fel, 2023 végére várhatóan minden második munkavállaló a szakszervezet segítségével, illetve a formális csatornákon keresztül kéri majd a bér infláció elleni védelmét. Hollandiában is felgyorsultak a minimálbért felfelé módosító tárgyalások. A korábban árszínvonalában kimondottan stabilnak, munkapiacában igen fejlettnak elismert Kanadában 7%-os bérnövekedést kért az átlagos munkavállaló, ez a mérték a legfejlettebb, úgynevezett G7 országcsoportban 2022-ben a legmagasabb szintnek minősült. A sokáig stagnáló árszínvonalú Japánban, ahol 2021-ben a jegybankok által ideálisnak tartott mértékű, 2,5%-os árszínvonal-növekedés volt, nőtt az inflációs várakozás: a megkérdezettek egyötöde jelentős, 4–6%-os béremelkedést vár 2023-ban. Az EU-ban a termelői és a kereskedelmi, szolgáltatói szektor inflációs várakozásai is hihetetlen módon megnöttek, a kiskereskedelemben pedig még soha nem látott, 15–20%-os magasságokban jártak 2022 őszén. A Bank of England (BoE) felmérése szerint a brit textilipari munkások szakszervezete 7%-os emelést vár 2023-ban.

Az angliai iparági szakértők 30%-os beszállítói áremelkedésről beszélnek. Különösen Európában, 2022 novemberében erős kínálati szűküllet jellemezte a piacokat. Olyan nehézzé váltak, olyannyira elakadtak a gyártói szállítások, hogy például az új autók eladására szerződött szalonokban hosszú várólisták alakultak ki. Ez a II. világháború utáni időszakban egészen egyedülálló piaci helyzet, a kettős sokkhatás keresleti és kínálati oldalról egyaránt árfelhajtó piaci konstelláció.

Középtávon, 1–3 év távlatában ezek az aggasztó jelek arról tanúskodnak, hogy az infláció valóban makacs és tartós erejűnek bizonyul. A geopolitikai helyzet rendeződése, a gyors orosz–ukrán békemegállapodás – amelynek jelei még nem látszanak – ezt a negatív forgatókönyvet némileg javíthatja, de alapvetően felül nem írhatja.

Monetáris politikák és kamatemelési kérdőjelek (2022–2023)

A modern, modellalapú elméletek számára csak akkor „problémás” a jegybank inflációval kapcsolatos tevékenysége, ha teljesen ignorálja, figyelmen kívül hagyja az infláció alakulását. Ez a gyakorlat számára nyilván nem értelmezhető, valójában képtelenség, ám a matematikai modellezés elbírja ezt a lehetőséget is. A jegybank effajta ignoráló gyakorlata természetesen fel sem merülhet a valóságban.

Azok a viták, amelyek a monetáris politikák helyes és arányos lépéseit tárgyalják, 2022 végén még inkább felerősödtek.⁷ A legnagyobb befolyással bíró központi bankokban, így a FED-nél, a BoE-nél, az Európai Központi Banknál (EKB) és a Bank of Japannél (BoJ) is a monetáris tanácsokban egyértelműen a gyors és határozott szigorítás mellett kardoskodó vélemények jutottak többségbe.

Kamatemelések és a mértékük körüli viták

A szakirodalomban a monetáris politikák elméleti lehetőségeit és gyakorlati lépéseit illetően változatlanul, továbbra is folynak a homlokegyenest ellenkező véleményeket ütköztető viták. Sokan úgy vélik, hogy 2022 végére már eleget emelkedtek a kamatlábak, mások viszont úgy gondolják, hogy még mindig nem volt elegendő a szigorítás. Találó orvosi hasonlattal élve a helyzet olyan, mint amikor egy kiugrott vállalat kell a helyére tenni. Tulajdonképpen egyszerűnek tűnik, ám el lehet rontani, és nemcsak a beavatkozás, de a rehabilitáció is eléggé fájdalmas. Ezt a gazdaságra értelmezve: az „elrontás” a gazdasági visszaesés veszélyével azonos, ha ugyanis a jegybankok akár az emelések mértékét, akár az időzítését elvétik, akkor túl nagy lesz az „áldozati” költség (*opportunity cost*), vagyis az *outputzsugorodással* kényszerűen együtt járó munkahely-, adó- és általános jövedelemvesztés. A „sebészeti pontosságú” kamatművelet azért is kritikus jelentőségű, mert a hiteldrágulás utáni konjunkturális összehúzódot bizonyos pont után már különösen nehéz visszafordítani.

A nehézségek ellenére a kamatemelések elméleti és praktikus lényegét, a szigorítást illetően meglehetősen nagy az egyetértés például abban, hogy az úgynevezett Taylor-szabályt (-elvet) kell alkalmazni. Ez a „hüvelykujjszabály” azt követeli meg, hogy az irányadó kamatlábakat mindig nagyobb mértékben kell növelni, mint amekkora az infláció meglévő és főleg a várható szintje, azaz a jegybankoknak pozitív

⁷ MIAN–STRAUB–SUFİ 2021; RUDD 2021; COCHRANE 2022.

reálkamat-ígérettel kell előállniuk. Abban az esetben, ha ezt a szabályt mégsem tartják be, akkor a hitelfelvevők jövőbeni költségei indokolatlan mértékben csökkennek, negatív reálkamat-ígérlet esetén a jelenben kalkulálható terhek ugyanis nem igazodnak az emelkedő inflációhoz, a hitelezők költségei viszont nőnek. Évszázados tapasztalatok és az elméletek szerint is az ilyen állapot, a negatív reálkamat-környezet a pénz- és a hitelpiacon aligha tartható.

A korábbi, inflációt kezelő gyakorlatok alapján az is bizonyított tapasztalat, hogy ha változatlanul emelkedő az árszínvonal periodikus trendje, akkor minden egyes ilyen periódus végén további kamatlábemelés szükségeltetik. Régóta tudott tény, hogy a kamatemelések egyértelműen lassítják a gazdasági növekedést, sőt, recesszióba tolhatják az üzleti konjunktúrát, még a legkorszerűbb gazdasági modellekben is.⁸

A reálkamat-emelés körüli elméleti viták

A Taylor-szabályt – mint elvet – elfogadja a közgazdasági szakma, azonban a kiemelten jelentős jegybankok gyakorlatát figyelve 2022 decemberében még egyetlen nagy központi bank sem követte azt szigorúan. Annak ellenére, hogy jegybanki mértékkel mérve a kamatemelések nagyok voltak, a pozitív reálkamat még így sem látszott, a teljes évet tekintve 2022-ben például az USA-ban 5,5, Nagy-Britanniában 8, az eurózónában pedig 10 százalékponttal emelkedett az infláció.

Sokan gondolják úgy egyébként, hogy önmagában csak az adott év inflációjához igazított reálkamat-emelés az infláció megfékezéséhez elégtelen. Közéjük tartozik például Jonathan A. Parker.⁹ A Taylor-szabály nem kérdőjeleződött meg, a vita az úgynevezett „előre tekintő reálráták” (*forward looking real rates*) körül bontakozott ki. Valóban, az infláció megfékezésében a legfontosabb tényező, hogy mi a várható infláció mértéke, és annak függvényében mekkora a várható reálkamatok mértéke. Ha az USA-t tekintjük például, ahol a 2023-as évre 5,4%-os áremelkedést várnak, és ezt levonjuk a megcélzott, a *FED-Funds Rate* irányadó, 4,5%-os szintjéből, akkor –0,9%-os rátát kapunk, amely a 2019-es Covid-év előtti reálkamat szintjénél is lejjebb van. Ez a –0,9%-os reálráta semmiképp sem jelez szigorítást, vagy erős kontraakciót a GDP-ben, ugyanis ahhoz egy kellően restriktív reálkamatnak bizony markánsan pozitív tartományban kellene tartózkodnia.

Az is megfontolandó vélekedés, hogy ne csak egy évre tekintsünk előre. A jegybanki gondolkodásban már meg is jelenik, hogy többéves horizonton kell

⁸ MANKIW 2016; COCHRANE 2023.

⁹ Parker a Massachusetts Institute of Technology (MIT) Sloan Finance Department vezetője.

a hozamígéreteket, illetve a reálkamat-ígéreteket megtenni. De a szükséges időtáv mértékében a távolabb tekintő jegybanki perspektívával kapcsolatban is akadnak viták. A makroökonómia egyik igen neves szakértője, Mankiw, a Harvard Egyetem professzora például úgy érvel, hogy a FED máris túlzásba esett azzal, hogy 5 évre előre tekintő reálkamatokat határozott meg. Ha a Taylor-szabály kiterjesztett (távlatosan előre tekintő) változatát nézzük, amely szerint az ígért reálkamatok szintjeinek 5 éves távlatban minimum 50 bázisponttal (fél százalékponttal) kell meghaladnia az infláció szintjét, az infláció szintjéhez igazodva a piacok 3,5%-os reálkamatot áraznak be. Ez azt jelenti, hogy 5 évre előre tekintve a meglévő és az előre jelzett inflációt, továbbá 3 százalékpontos éves bérnövekedést is előre vetítve, tulajdonképpen a reálráták együtt mozogtak a várható inflációval, legalábbis a piacok szerint. Ekkor viszont, ebben az értelmezésben a FED által végrehajtott szigorítás inkább túl sok, semmint túl kevés. Legalábbis ez Mankiw véleménye. A kép teljességéhez még az is hozzátartozik, hogy a diskurzusba muszáj a racionális várakozások logikáját is bekapcsolni, tehát amit a közvélemény a jegybankok tevékenységéről, nemcsak a jelenlegi kamatokról, hanem a jövőbeni jegybanki reakciókról gondol.

Az USA-ban a piacok 2023-ban 5%-os irányadó kamatot várnak, amellyel akár már a Taylor-szabály is teljesülhet. A FED-argumentációt követve – csökkenő infláció mellett – a kamatok tulajdonképpen majdnem minden időhorizonton már pozitív reálkamatsávba kerülnek. Ha mégsem, akkor a legrosszabb esetben az úgynevezett fordított hozamgörbe (*inverted yield curve*) – amely korrigálva mutatja, hogy időben előre haladva a kockázatokkal miként változik a kötvények hozama – ad a befektetők számára értékelhető információt. A hosszabb lejáratokban, nyugodt piaci környezetben a hozamok feljebb vannak, az abnormális esetekben azonban, és most ilyen helyzet alakult ki, a rövidebb időre szóló kamatok meghaladják – ideiglenesen – a hosszabb lejáraton kialakuló hozamokat. Az Egyesült Királyságban például a piacok nagyobb kamatemelést vártak, mint amelyet a BoE hajlandó volt megtenni.

Az látható tehát, hogy ha az előre is tekintő Taylor-szabály tendenciaszerűen érvényesül, akkor abból nagyobb baj nem lehet. Főleg azért, mert tulajdonképpen a szigorítás minimumát írja elő, arról viszont nem beszél, hogy mi az a minimális időtáv, amely nyomán az infláció visszatérhet az elvárt és kontrollálható zónába (ez a sáv jelen állás szerint 2–3% közötti). Valamennyire más a helyzet, ha egy gazdaság a teljes kapacitáskihasználtság közelében van, mint amilyen 2023 elején az Egyesült Államok gazdasága, ahol a munkapiac rettentő feszes, nagyobb a kínálat, mint a kereslet (minden munkát kereső dolgozóra két álláslehetőség kínálkozik), ezért az infláció megfékezése jóval hosszabb és nehezebb időszakot teremthet.

Konklúzió

Összegzésként megállapítható, hogy az 50 évvel ezelőtti világgazdasági eseményekhez ugyan hasonló a mostani helyzet, ám a korábbiak megismétlődése nem valószínű. A világnak 2022–2023-ban már gyorsabban és határozottabban sikerült reagálnia az energiakrízisre, mint az 1970-es évek közepén. Jelenleg a nagyobb veszélyt a geopolitikai átrendeződés és az orosz–ukrán háború okozta gazdasági következmények, a háború kimenetele jelenti, mindennél fontosabb lenne a háborús konfliktus lezárását célzó békefolyamat elindulása. A világgazdaságnak most kevesebb ideje maradt a krízishez való alkalmazkodásra. Az infláció visszaszorítása is nehezebbé vált technikai értelemben és egyéb, főleg a kommunikációs közeg változása miatt.

A stagfláció, vagyis a gazdasági pangás, a lassú növekedés és a makacs infláció együttes jelenléte változatlan veszélyt jelent, a jegybankok és a gazdaságpolitikák felelőseinek nehezebb regulációs dilemmát is. Új szemléletek bevezetése, megújuló gondolkodás mindenképp szükséges, mert ha csak a hagyományos, eddig alkalmazott, meglévő eszközökkel történnek beavatkozások, a siker közel sem garantált. Annyi azonban biztosan megállapítható, hogy 2020–2023 között a közgazdaságtan által kínált modellekben és a pénzügyi piacok által tett előrejelzésekben is a kamatláb-emelések becslése egyaránt rosszul sikerült, mindkettő eltévesztette az infláció bekövetkezésének pontos idejét, illetve annak mértékét is. Mind a jegybankok, mind a gazdasági modellek és a piacok jelentősen alulértékelték az infláció kirobbanásának kockázatát. Ilyen helyzetben viszont elfogadható az a bevett gyakorlat, hogy a jegybankok sokkal inkább a beérkező tényadatokra támaszkodnak, semmint az előrejelzésekre (*data driven policy*). Ez nyújt némi „menedéket” az esetleges téves döntések ellen. Ám hogy a modellek szintjén ez a módszer pontosan mit eredményez, az még a szakértő megfigyelőknek sem teljesen világos. A teljes képhez tartozik, hogy a diskurzusba kötelező a racionális várakozások logikáját is bekapcsolni, főleg azt, hogy a közvélemény, különösen a megtakarítók mit gondolnak a jegybankok jövőbeni tevékenységéről, hitelességéről és az államadósság finanszírozásának fiskális prudenciájáról. Jelentőségét tekintve a közvélemény és a megtakarítók értékítéletében csak elenyésző részt képvisel az, hogy mit gondolnak a valós idejű, aktuális monetáris politikáról.

Felhasznált irodalom

- COCHRANE, J. H. (2022): Expectations and the Neutrality of Interest Rates. *NBER Working Paper*, no. 30468. Online: <https://doi.org/10.3386/w30468>
- COCHRANE, J. H. (2023): *The Fiscal Theory of the Price Level*. Princeton, NJ: Princeton University Press. Online: <https://doi.org/10.1353/book.109854>
- Economist (2022a): Why Inflation Looks Likely to Stay Above the Pre-Pandemic Norm. *The Economist*, 2022. június 26. <https://www.economist.com/finance-and-economics/2022/06/26/why-inflation-looks-likely-to-stay-above-the-pre-pandemic-norm>
- Economist (2022b): Central Bankers Worry That a New Era of High Inflation is Beginning. *The Economist*, 2022. augusztus 30. Online: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2022/08/30/central-bankers-worry-that-a-new-era-of-high-inflation-is-beginning>
- MAGAS A. I. (2022): A GDP-előrejelzés különös nehézségei a járványhelyzetben (2020–2021): Van-e keynesiánusi újhullám? *Pénzügyi Szemle*, 67(1), 68–81. Online: https://doi.org/10.35551/PSZ_2022_1_4
- MANKIW, G. N. (2016): *Macroeconomics*. New York: Worth Publishers.
- MIAN, A. – STRAUB, L. – SUFI, A. (2021): Indebted Demand. *The Quarterly Journal of Economics*, 136(4), 2243–2307. Online: <https://doi.org/10.1093/qje/qjab007>
- RUDD, J. B. (2021): *Why Do We Think That Inflation Expectations Matter for Inflation? (And Should We?)* (Finance and Economics Discussion Series). Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System. Online: <https://doi.org/10.17016/FEDS.2021.062>
- NBER [@NBERvideos] (2022a): 2022 Inflation Expectations: Determinants and Consequences – Keynote, Ben Bernanke, *YouTube*, 2022. május 25. Online: <https://www.youtube.com/watch?v=mV9sPolnFol>
- NBER (2022b): *Conference on Inflation Expectations: Determinants and Consequences, Spring 2022*. Online: <https://www.nber.org/conferences/inflation-expectations-determinants-and-consequences-spring-2022>