



Takáts Előd

Sziklaszilárd elkötelezettség az infláció ellen

Sziklaszilárd elkötelezettség az infláció ellen – ez volt az egyik, számomra talán leglényegesebb következtetése a Bank for International Settlements (Nemzetközi Fizetések Bankja), a Magyar Nemzeti Bank, a London School of Economics and Political Science és a Budapesti Corvinus Egyetem közös *New Age for Central Banking in Emerging Markets* nevű konferenciájának.¹

Sziklaszilárd elkötelezettség – nagyon erős kijelentés, ráadásul nagyon jelentős kihívással kapcsolatban sikerült megfogalmazni. Több mint egy generáció óta nem volt az infláció olyan magas, mint most – egyes fejlett országokban az 1970-es évek végéig vagy az 1980-as évek elejéig kell visszamennünk, hogy ilyen magas inflációt lássunk.

A központi bankok keresztúton állnak. Keskeny, alig kitaposott, tüskés bokrokkal szegélyezett, nehezen járható út vezet felfelé: ez az infláció letörésének útja, a pénzünk értékének védelme. De van egy másik, széles út is: kényelmesen kikövezett, de lefelé tart. Ez a széles út az infláció elszabadulásának az útja, az árstabilitásnak, a pénzünk értékének a fokozatos elvesztése. A konferencia résztvevői egyértelműen a keskeny, nehezen járható út mellett foglaltak állást: de ahhoz, hogy ezen az úton végig tudjunk menni, sziklaszilárd elkötelezettségre van szükség.

Miért is fontos az infláció letörése? Miért fontos az árstabilitás?

A központi bankok szerepe azért kritikus, mert a modern pénzrendszer a bizalmon alapul – és ez a bizalom az alapja a modern gazdaság működésének. A modern pénz mögött nem áll valamilyen fizikai eszköz, mint az arany vagy az ezüst. A modern pénz értékét az adja, hogy a pénz birtokosa jogosan számít arra, hogy az általa birtokolt pénzt mások a jövőben elfogadják, azért cserébe árut vagy szolgáltatást adnak, még hozzá a maihoz hasonló árak mellett. Az árstabilitás a modern gazdaság alapja: enélkül egy sor, ma teljesen természetesnek vett gazdasági tranzakció nem tudna megvalósulni. A modern pénz kibocsátása óriási hatalom, hiszen nem kell hozzá

¹ A konferenciát a Budapesti Corvinus Egyetemen rendezték meg 2023. március 17-én. A részletes program elérhető a konferencia honlapján: <https://www.uni-corvinus.hu/post/landing-page/new-age-of-central-banking-in-emerging-markets-conference>.

sem arany, sem ezüst, csak nyomtatni kell – illetve a digitális gazdaságban már papír sem szükséges a pénzkibocsátáshoz. Ugyanakkor óriási felelősség is: miután nem áll a pénz mögött fizikai eszköz, egyedül a központi bank (és a mögötte álló nemzetgazdaság) hitelessége az, ami garantálja a pénz értékét.

A bizalom, a központi bank hitelességének sérülése elvezethet először a magas inflációhoz, a nemzeti fizetőeszköz gyors leértékelődéséhez vagy éppen a dollarizációhoz, ahol külföldi fizetőeszköz veszi át a nemzeti fizetőeszköz szerepét. Szélsőséges esetben, mint a II. világháború után Magyarországon, hiperinfláció során a pénz megszűnik általános fizetőeszközként működni, és barter veszi át a szerepét. A pénz iránti bizalom tehát olyan a modern gazdaságban, mint az oxigén a levegőben: ha megvan, valószínűleg nem is figyelünk fel rá, de a hiánya azonnal feltűnik!

Ez a bizalom ma megvan. Visszatekintve a globális pénzügyi válság óta eltelt hosszú évtizedre a feltörekvő országok központi bankjai különösen sikeresen megerősítették a pénzük iránti bizalmat. Az infláció alacsony szinten stabilizálódott, az inflációs célt követő központi bankok esetében közel a megállapított inflációs célokhoz. A pénzügyi stabilitás is erősödött, a feltörekvő piaci bankok és más pénzügyi szereplők látványosan megerősödtek.

Az elszabaduló infláció azonban pontosan ezt a bizalmat áshatja alá. A Covid-19-járvány után megjelenő inflációt eleinte sokan nem vették komolyan. Sokan várták, hogy a kereslet és a kínálat nem tud ugyanúgy egyszerre helyreállni, mint amennyire egyszerre a járványügyi karanténok mindkettőt lezárták. Így a megjelenő inflációt sokan átmenetinek is gondolták. A pandémia alatt alkalmazott monetáris és fiskális ösztönzők azonban szélesebb inflációs nyomást fejtettek ki: az árukban megjelenő infláció hamarosan áterjedt a szolgáltatások terére. Már az orosz–ukrán háború előtt világossá vált, hogy az infláció tartós és globális jelenség – a háborús energia- és élelmiszer-infláció ezt még hangsúlyosabbá tette.

A központi bankok feladata világos: ezt a lassan tartóssá váló inflációt meg kell fékezni, mielőtt aláássa a modern pénzben meglevő bizalmat. Ehhez kell a sziklaszilárd elkötelezettség, mert a szükséges monetáris szigorítás (így a kamatemelés és a kvantitatív lazítás visszafogása) súlyos negatív mellékhatásokkal jár. Nem egyszerű a keskeny úton végigmenni.

A központi bankoknak azonban szembe kell nézniük a szigorú monetáris politika erőteljes mellékhatásaival. Ezek közül három különösen releváns: lassuló gazdasági növekedés, növekvő költségvetési hiány és gyengülő pénzügyi stabilitást.

Először is, a monetáris szigorítás lelassítja a gazdasági növekedést. A lassabb gazdasági növekedés a szigorúbb monetáris politika szándékolt következménye: az alacsonyabb növekedés alacsonyabb keresletet és alacsonyabb inflációs nyomást

jelent. Azonban az alacsonyabb növekedés magasabb munkanélküliséget és kisebb profitot jelent a befektetők számára.

Másodszor, ahogy a kötvények és a hitelek átarazódnak, a magasabb kamatlábak növelik az állami és magánadósságok kamatterheit. Költségvetési szempontból az egybeesés különösen fájdalmas: a kamatokhoz kapcsolódó kiadások pontosan akkor emelkednek, amikor a gazdasági lassulás növeli a költségvetési hiányt (a kisebb adóbevételek és a megnövekedett szociális transzferek révén). Hasonlóképpen a vállalatok pontosan akkor szembesülnek magasabb kamatkiadásokkal, amikor nyereségességük a gyengébb növekedéstől amúgy is szenved.

Harmadszor, a monetáris szigorítás pénzügyi stabilitási kockázatokhoz is vezethet. Ennek az az oka, hogy a kamatlábkkockázat természetsszerűleg együtt jár a pénzügyi közvetítéssel: a bankok rövid lejáratú betétek és hosszú lejáratú hitelek között közvetítenek. Ha ezek a kamatlábkkockázatok fedezetlenek maradnak, és a rövid lejáratú kamatok gyorsabban emelkednek, mint a hosszú lejáratú kamatok (ami a monetáris szigorítás velejárója), akkor a bankok jövedelmezősége csökken. Szélsőséges esetekben a bankok tönkre is mehetnek, ahogy ez a Silicon Valley Bank esetében meg is történt.

A fenti három mellékhatás eltérő egyes országok között. A központi bankoknak ezeket – a mandátumokkal összhangban – alaposan figyelembe kell venniük a megfelelő monetáris szigorítási ütemterv tervezése során. Ezért a monetáris szigorításra nincs mindenre érvényes recept. Azonban, még ha erősek is, a mellékhatások nem indokolhatják az árstabilitás feladását. Az árstabilitás feladása hosszú távon fájdalmas: a hitelesség elvesztése az 1970-es években látott stagfláció megismétlődését kockáztatja, amikor az alacsony gazdasági növekedés egybeesett a magas inflációval. Az elvesztett hitelesség visszaszerzése pedig az 1970-es évek vége és az 1980-as évek eleje recesszióinak visszatérését kockáztatja. A magasabb infláció széles, könnyen járható útja lefelé vezet – az árstabilitás elvesztésének igazi negatív hatásai majd csak hosszú távon válnak teljesen láthatóvá. Az árstabilitás feladása egyszerűen nem éri meg.

A mellékhatások rávilágítanak a jegybanki függetlenség szükségességére is. A valóban fájdalmas mellékhatások arra ösztönözhetnek gazdasági vagy politikai érdekcsoportokat, hogy saját rövid távú érdekeik mentén ellenálljanak az árstabilitás eléréséhez szükséges lépéseknek. A központi bankok pontosan azért függetlenek, és pontosan azért is kell függetlennek maradniuk, hogy ellen tudjanak állni ezeknek a nyomásoknak.

Összefoglalóan, a központi bankok egygenerációnyi idő óta nem látott kihívással, magas inflációval szembesülnek. Az infláció letörése elsőrendű gazdasági érdek: az árstabilitás a modern gazdaság sikeres működésének kulcsa. Ugyanakkor az árstabilitáshoz szükséges monetáris politika rövid távon nagyon is fájdalmas mellékhatásokkal jár: lassabb gazdasági növekedés, nagyobb kamatkiadások és pénzügyi stabilitási kockázatok.

A központi bankok válaszában állnak: keskeny, nehezen járható út vezet felfelé, az árstabilitáshoz és a tartósan erős gazdasági növekedéshez. És van egy másik, széles, könnyen járható, de lefelé vezető út, amely rövid távú előnyökkel kecsegtet – de hosszú távon az árstabilitás feladása az egész nemzetgazdaságot gyengíti. Ezen a keresztúton a központi bankoknak jól kell választaniuk. Ilyenkor van szükség a sziklaszilárd elkötelezettségre az árstabilitás iránt. Sziklaszilárd elkötelezettségre a nehezen járható, de felfelé tartó keskeny út választása iránt. Ezért volt a BIS–LSE–MNB–Corvinus-konferencia egyik fő közös üzenete a sziklaszilárd elkötelezettség.