

Csáki György, a Kodolányi János Egyetem egyetemi tanára

E-mail: gyorgy.csaki@gmail.com

RECESSZIÓ ÉS/VAGY INFLÁCIÓ?

Noha manapság gyakrabban támaszkodnak az ökonometriára, mint a gazdaságtörténetre, sokan sok fórumon idézik fel az 1970-es és az 1980-as évek fordulóját, az akkori úgynevezett Volcker-pillanatot.

Az Egyesült Államokban az 1970-es években a teljes foglalkoztatottság megteremtésének céljától vezérelve, a tartalékok kezelésének fontosságát alábecsülve a Fed alkalmazkodott az 1973–1974-es (első) kőolajár-robbanás következtében hatalmasra duzzadt (és folyamatosan növekvő), az energiaköltségek által keltett költségvetési hiányokhoz. Ez a monetáris politika felgyorsította a pénzkínálat bővülését és megemelte az általános árszínvonalat, anélkül hogy a munkanélküliséget csökkentette volna. A helyzetet súlyosbította, hogy a Phillips-görbe, amely mindaddig a gazdaságpolitikai döntések fontos útmutatója volt, fölfelé mozdult el: míg 1964-ben 1 százalékos infláció társult 5 százalékos munkanélküliséggel, addig tíz év múlva az infláció elérte a 12 százalékot, ám 7 százalék feletti munkanélküliséggel egyidejűleg, 1980 nyarán pedig a 14,5 százalékos infláció már 7,5 százalékos munkanélküliséggel járt együtt. *Paul Volcker*, a Fed 1979-ben hivatalba lépett elnöke az infláció letörése érdekében határozott kamatemeléseket kezdeményezett; így érte el 1980-ban a kamatláb a 20 százalék feletti történelmi csúcsát. *Ennek a drasztikus monetáris politikának meg is lett az eredménye, legalábbis az USA-ban: bár 1981-ben recesszió tört ki, és a munkanélküliség megközelítette a 11 százalékot, de az éves infláció egy év alatt csaknem 10 (!) százalékponttal, 5 százalékra csökkent.* Az USA-ban a súlyos monetáris restriktció hatására *rövid idő alatt megszűnt a stagfláció.* A növekedés a megszokottnál némileg magasabb munkanélküliségi ráta és infláció mellett már dinamikusnak volt mondható, az 1982. évi recessziót követően 1983-ban 4,6 százalékos, 1984-ben egyenesen 7,2 százalékos volt a „visszapattanás”.¹

¹ <https://www.thebalancemoney.com/fed-funds-rate-history-highs-lows-3306135#toc-fed-chair-paul-volcker-august-1979-august-1987> Letöltés ideje: 2022. 02. 22.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2023.67.1-2.46>

Az egekbe emelkedő dollárkamatok a velük erősödő dollárfolyammal karöltve ugyanakkor katasztrofális hatást gyakoroltak a világgazdaság egészére: az 1970-es évek második felében gyakorlatilag nulla reálkamat mellett a fejlődő országokba kihelyezett petrodollárok adósságszolgálatára elviselhetetlen mértékben emelkedett. Ez lett az 1980-as évek adósságválságának fő oka. A globálissá vált adósságválság következtében az 1980-as években (gyakorlatilag 1982 és 1989 között) 386 adósságátütemezésre került sor, összesen 556 milliárd dollár összértékben. Latin-Amerikában 150 átütemezés 396 milliárd dollár szuverén adósságot érintett, ez az összes ilyen pénzügyi manőver csaknem 39 százaléka, a prolongált hitelösszeg 71,2 százaléka. Ugyanebben az időszakban a szubszaharai Afrikában 184 adósságátütemezés zajlott le, amelyek 60 milliárd dollár összértéket képviseltek; ez az összes átütemezés 48 százaléka, az összérték 9 százaléka volt (Rahnama-Moghadam, 1995:14).

Manapság persze inkább Volcker sikeres monetáris politikáját emlegetik,² feledve annak katasztrofális világgazdasági következményeit. Az amerikai monetáris szigor az 1980-as években a fejlődő országok számára elvesztett évtizedet okozott. Ha eltekintünk attól, hogy a magas dollárkamat és az erős dollár ma is súlyos következményekkel jár a nyersanyag- és energiahordozó-importőr, valamint a dollárban eladósodott országok számára, akkor a kérdés tényleg a recesszió és az infláció közötti választásra egyszerűsíthető le, pontosabban annak mérlegelésére, hogy milyen *recessziós áldozatot ér meg az infláció leszorítása.*

Az USA – rövid távon várható – monetáris politikájának elemzése előtt azért idézzük emlékezetünkbe, hogy a dollár a mai világgazdaságban is „horgonyvaluta”: noha a Bretton-Woods utáni korszakot általában a lebegő árfolyamok rendszerével írjuk le, a valóságban a szabadon lebegő árfolyamok rendszere még ma sem nevezhető általánosnak: egy nemrégiben végzett számítás szerint a globális GDP mintegy 60 százalékát képviselő országok valutáit még mindig a dollárhoz kötötték, vagy követik annak árfolyamát. (Eichengreen, 2021). Általánosabban fogalmazva: „Még akkor is, ha magát az Egyesült Államokat nem vesszük figyelembe, a világ GDP-jének több mint a fele a dollárhoz kötődik, szemben az euró megjelenésekor mért

² A Volckerre való hivatkozás azért is természetes, mert kongresszusi meghallgatása során *James Powell* „hősnek” és „a korszak legnagyobb gazdasági köztisztviselőjének” nevezte Paul Volckert. Ha az USA-ban a magas inflációs ráta makacsnak bizonyul, Powell számára csábító lehet Volcker példájának követése: „A Fed egykori elnökére leginkább azért emlékeznek, mert agresszív – és fájdalmas – támadást indított a gyors áremelkedés ellen, amely az 1980-as évek elején sújtotta Amerikát.” (Smialek, 2022)

egyharmaddal. Ez nagyrészt a dollárhoz kötött feltörekvő piacok növekedésének köszönhető, amelyek közül a legjelentősebb Kína.” (Ilsetzki et al., 2020)

A dollár 2000 óta 2022 októberében volt a legerősebb, „az év eleje óta a jennel szemben 22 százalékkal, az euróval szemben 13 százalékkal, a feltörekvő piaci devizákkal szemben pedig 6 százalékkal értékelődött fel. A dollár ilyen erősödése néhány hónap alatt szinte minden ország számára jelentős makrogazdasági következményekkel jár, tekintettel a dollár dominanciájára a nemzetközi kereskedelemben és pénzügyekben” (Gopinath & Gourinchas, 2022). A helyzet – 2022 októberében – sokakat emlékeztet az 1970–1980-as évek fordulójára, erősen tartva a *stagfláció* megismétlődésétől. Meghökkenítő, hogy 2021 végén az USA-ban és az EU-ban a háztartások és a vállalatvezetők a szakértőknél nagyobb valószínűséggel gondolták úgy, hogy az inflációs hullám tartós lesz. A politikai döntéshozók kommunikációs stratégiái ezért olyan narratívákra helyezték a hangsúlyt, amelyek kiemelték, hogy az inflációs nyomás valószínűleg nem fog fennmaradni (Wohlfart et al., 2021). Az idei év legelején már világos, hogy ez elhamarkodott vélemény volt.

2022 szeptemberében az USA-ban 8,2 százalékos volt a fogyasztói áremelkedés (szezonális kiigazítás nélkül),³ a szövetségi alapok (federal funds) hozama 3,08 százalék, a bankközi irányadó kamat 6,25 százalék, az egyéves államkötvény hozama pedig 4,26 százalék volt.⁴ Az euróövezetben 2022 szeptemberében az inflációs ráta elérte a 10 százalékot,⁵ ugyanakkor a vállalati hitelek kamatlába 2 százalék alatt maradt, míg a háztartási hiteleké 2,3 százalék volt.⁶ 2022. október 14-én az USA-dollár (hivatalos heti) árfolyama 0,9739 euró és 1,1208 angol font volt.⁷ Mivel *az USA-ban lényegesen magasabbak a kamatlábak és a kötvényhozamok, mint Európában* (az euróövezetben és azon kívül is), *nem meglepő a dollár erőssége*. Az Európai Központi Bank kényszerhelyzetben van: az eurónak a reálisnál lényegesen alacsonyabb, 2 százalékos alapkamata aligha emelhető meg jelentős mértékben, mert könnyen ellehetetlenülhet az euróövezet 12 762 milliárd euró bruttó adósságának finanszírozása. Olaszország 2678 milliárd és Görögország 1427 milliárd eurós adósságát⁸ már

³ Forrás: <https://www.bls.gov/cpi/> Letöltés ideje: 2022. 10. 15.

⁴ 2022. október 7-i adatok. Forrás: <https://www.federalreserve.gov/releases/h10/current/> . Letöltés ideje: 2022. 10. 15.

⁵ Forrás: <https://sdw.ecb.europa.eu/> . Letöltés ideje: 2022. 10. 15.

⁶ 2022. augusztusi adatok. Forrás: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/mfi/html/ecb.mir2208~f78003f57e.en.html>. Letöltés ideje: 2022. 10. 15.

⁷ Forrás: <https://www.federalreserve.gov/releases/h10/current/>. Letöltés ideje: 2022. 10. 18.

⁸ Forrás: https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/sdg_17_40/default/table?lang=en Letöltés ideje: 2023. 01. 02.

ma is 4,5 százalékos hozammal finanszírozzák, az alapkamat emelése ebben a két országban az államháztartás összeomlásával fenyegetne.

„Az Egyesült Államokban tapasztalható gazdasági és politikai zűrzavar ellenére a zöldhasú az elmúlt két évtized legerősebb szintjére erősödött, mivel *a globális befektetők ismét azt választották biztonságos menedékként*. Ráadásul a múltbeli tapasztalatok azt sugallják, hogy túlértékelt marad, amíg az amerikai hatóságok úgy nem döntenek, hogy vissza kell térnie” (O’Neil, 2022 – kiemelés tőlem: Cs. Gy.). Általánosan elfogadott valutaértékelési szempontok alapján a dollár 2022 nyarának elejére elérte azt az értéket, amikor a befektetők komolyan fontolóra vehetik az eladást. Körülbelül 20 százalékkal túlértékeltnek tekinthető a legtöbb jelentős valutával, az euróval és a jennel szemben, és ez gazdaságtörténetileg sem túl gyakori jelenség.⁹

A *Fed Nyíltpiaci Bizottságának* (Federal Open Market Committee, FOMC) a 2022. december 14-ei üléséről kiadott közleménye hangsúlyozza, a FOMC célja, hogy hosszabb távon teljes foglalkoztatottság mellett valósuljon meg a 2 százalékos infláció. „E célok támogatása érdekében a bizottság úgy döntött, hogy a szövetségi alapkamatláb célsávját 4,25–4,5 százalékra emeli. A bizottság arra számít, hogy a célsáv folyamatos emelésére lesz szükség ahhoz, hogy olyan, kellően restriktív monetáris politikai irányvonalat érjen el annak érdekében, hogy az infláció idővel ismét elérje a 2 százalékot. A célsáv jövőbeli emelésének ütemét meghatározva a bizottság figyelembe veszi a monetáris politika kumulatív szigorítását, a monetáris politika gazdasági tevékenységre és inflációra gyakorolt hatásának késleltetését, valamint a gazdasági és pénzügyi fejleményeket. Ezen túlmenően a bizottság folytatja a kincstári értékpapírok, valamint az adósságlevelek és a jelzálog-fedezettű értékpapírok állományának csökkentését, ahogyan azt a májusban kiadott tervben rögzítette. A bizottság határozottan elkötelezett amellett, hogy az inflációt visszaállítsa a 2 százalékos célhoz” (Fed, 2022).

⁹ Könnyen lehet, hogy a dollár erősödésének megállítása, jelenlegi erős pozíciójának gyöngítése csak akkor és úgy lesz lehetséges, ha az USA erre vonatkozó politikai döntésre szánja el magát. Erre számos példát találhatunk a Bretton-Woods-i rendszer felbomlása óta – gondoljunk csak az 1985-ös Plaza-megállapodásra, amelynek keretében Franciaország, Nyugat-Németország, Japán, az Egyesült Királyság és az Egyesült Államok megállapodtak abban, hogy beavatkoznak a devizapiacokon a dollárnak a francia frankkal, a német márkával, a jennel és a fonttal szembeni gyengítése érdekében. Gondolhatunk *Robert Rubin* amerikai pénzügyminiszter 1998-as nyilvános szakítására az erős dollár politikájával, de az amerikai hatóságok azon döntésére is, hogy a 2000-es évek elején elfogadták a dollárnak az euróval szembeni erőteljes leértékelődését. Mindhárom alkalommal politikai döntéshozók avatkoztak közbe, hogy előidézzék vagy erősítsék a dollár leértékelődését. A kérdés az, mikor érzi az amerikai politikai és gazdasági vezetés erre elértékettnek az időt.

A döntés utáni sajtótájékoztatón *Jerome Powell*, a *Fed* elnöke kijelentette: „Jelenleg arra összpontosítunk, hogy olyan irányba mozdítsuk el a monetáris politikát, amely eléggé korlátozó ahhoz, hogy idővel biztosítsuk az infláció 2 százalékos célértékre szorítását. Nincs kamatsökkentésről szó. (...) És úgy gondoljuk, hogy még egy ideig fenn kell tartanunk ezt a restriktív monetáris politikai irányt. A történelmi tapasztalatok óva intenek a monetáris politika idő előtti lazításától. Nem mondanám, hogy kamatsökkentést fontolgatunk” (CNN, 2022). A *Fed* azt is megerősítette, hogy 2023-ban tovább emelheti a kamatokat – s 2023. február 1-jén újabb 25 bázisponttal megemelte az alapkamatot.¹⁰

A *Fed* persze nehezen tud mindenki kedvére és megelégedésére tenni. *Joseph Stiglitz* szerint „a központi bankok rendíthetetlen elszántsága a kamatlábak emelésére valóban figyelemre méltó. Az infláció megfékezése nevében szándékosan olyan pályára állították magukat, amely recessziót okozhat – vagy súlyosbíthatja azt, ha az amúgy is bekövetkezik. Ráadásul nyíltan elismerik, hogy politikájuk milyen fájdalmat fog okozni, még ha nem hangsúlyozzák is, hogy a szegények és a marginalizáltak, nem pedig Wall Street-i barátaik fogják viselni a legnagyobb terhet. És az Egyesült Államokban ez a fájdalom aránytalanul nagy mértékben fogja sújtani a színes bőréket” (Stiglitz, 2022). *Stiglitz* arra alapozza véleményét, azaz a további kamatemelések elutasítását, hogy a mai inflációt nagyrészt a kínálati sokkok és az ágazati keresletváltozások okozzák, nem pedig a túlzott aggregát kereslet. A monetáris politika tehát túlságosan tompa eszköz, mert csak a szükségtelenül magas munkanélküliség árán csökkenti nagymértékben az inflációt, ami súlyosan negatív elosztási következményekkel jár. Számos fiskális és egyéb politikai intézkedés áll rendelkezésre, amelyek jelentősebb hatással lehetnek az inflációra. Ezek az intézkedések csökkentenék az infláció hatását a legnehezebb helyzetben lévőkre, és hosszú távú előnyöket biztosítanának a gazdaság számára a kamatlábak túlzottan gyors és nagy mértékű emelése nélkül (Stiglitz & Regmi, 2022).

¹⁰ A FOMC közleményében leszögezte, hogy „arra számít, hogy a célsáv folyamatos emelésére lesz szükség annak érdekében, hogy a monetáris politika megfelelően korlátozó jellegű legyen az infláció 2 százalékos szintre való visszatéréséhez. A célsáv jövőbeni emelése mértékének meghatározásakor a bizottság figyelembe veszi a monetáris politika kumulatív szigorítását, a monetáris politika gazdasági tevékenységre és inflációra gyakorolt képlettett hatását, valamint az általános gazdasági és pénzügyi fejleményeket. Ezen túlmenően a bizottság folytatja a kincstárjegyek, valamint az adósságok és a jelzálogfedezetű értékpapírok állományának csökkentését, ahogyan azt korábban bejelentette. A FOMC határozottan elkötelezett amellett, hogy az infláció visszatérjen a 2 százalékos célértékhez.”
Forrás: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230201a.htm> Letöltés ideje: 2023. 02. 04.

Mások ugyanakkor a negatív reálkamatok felszámolását tartják az egyedüli ki vezető útnak. A Fed *Ben Bernanke* irányítása alatt új eszközrendszert teremtett (mérlegkiigazítások, speciális hitellehetőségek és az eredménytől függő politikai jelzésekből álló „előrettekintő iránymutatás”, forward guidance révén), míg a *Volcker-féle monetáris politikai* megközelítés egyszerű, nyers és közvetlen volt: a kamatlábakkal kezdődött és a kamatlábakkal végződött. „Nem, nem azt állítom – hangsúlyozza *Stephen Roach* –, hogy Powellnek meg kell ismételnie Volcker szigorítási kampányát. De ha a Fed el akarja kerülni az 1970-es évek végi és 1980-as évek eleji stagfláció megismétlődését, akkor fel kell ismernie a Volcker-féle 4,4 százalékos reálkamatláb és a Powell-féle mínusz 2,25 százalékos reálkamatláb közötti rendkívüli szakadékot. Tévhit, hogy egy ilyen vadul alkalmazkodó politikai pálya megoldhatja Amerika egy generáció óta legsúlyosabb inflációs problémáját.” (Roach, 2022)

*

2023 világgazdasági perspektívái nem különösebben rózsásak. A mindig minden válságot megjósoló *Nouriel Roubini* szerint „az évekig tartó rendkívül laza költségvetési, monetáris és hitelpolitikát, valamint a jelentős negatív kínálati sokkhatások kialakulását követően a stagflációs nyomás most az állami és a magánszektor hatalmas adóssághegyét szorítja meg. Gazdasági válság fenyeget, és a politikai döntéshozók nem sokat tehetnek ellene. (...) A világgazdaság a gazdasági, pénzügyi és adósságválságok példátlan összefolyása felé tántorog, miután az elmúlt évtizedekben robbanásszerűen megnőtt a hiány, a hitelfelvétel és a tőkeáttétel” (Roubini, 2022). Az IMF első embere kevésbé pesszimista, szerinte a „világgazdaság harmadát fenyegeti recesszió”, az idei esztendő „keményebb lesz, mert az USA, az EU és Kína gazdasága egyaránt lassul”, továbbá még azokban az országokban is, ahol nem lesz recesszió „az emberek százmilliói számára úgy tűnik majd, mintha az lenne” (BBC, 2023).

A dollárkamatok és az árfolyam körüli bizonytalanságok éppúgy nem erősíthetik rövid távú optimizmusunkat, mint a tartósan erős dollár nagy valószínűsége.

Hivatkozások

- BBC (2023). *Third of world in recession this year, IMF head warns*. Január 2. <https://www.bbc.com/news/business-64142662> . Letöltés ideje: 2023. 01. 02.
- CNN (2022). *Stocks struggle after the Fed eases up on rate hikes*. <https://edition.cnn.com/business/live-news/stock-market-fed-today/index.html> Letöltés ideje: 2022. 12. 14.
- Eichengreen, B. (2021). *The Big Float*. Project Syndicate, június 11. <https://www.project-syndicate.org/onpoint/nixon-shock-bretton-woods-collapse-fifty-years-later-by-barry-eichengreen-2021-06>
- Fed (2022). FOMC Statement, december 14, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20221214a1.pdf> Letöltés ideje: 2022. 12. 15.
- Gopinath, G., & Gourinchas, P-O. (2022). *How Countries Should Respond to the Strong Dollar*. IMF Blog. <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/10/14/how-countries-should-respond-to-the-strong-dollar> Letöltés ideje: 2022. 12. 16.
- Ilzetzki, E., Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2020). *Why is the Euro Punching below its Weight?* NBER Working Paper 26760. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w26760/w26760.pdf Letöltés ideje: 2022. 12. 15.
- O'Neil, J. (2022). *The Dollar Rules*. Project Syndicate, július 11. <https://www.project-syndicate.org/commentary/dollar-strengthening-against-other-currencies-by-jim-o-neill-2022-07>
- Rahnama-Moghadam, M. (1995). Debt rescheduling in less-developed countries: world or regional crisis? *The Journal of Developing Areas*, 30(1). <https://www.jstor.org/stable/4192517>
- Roach, S. S. (2022). *Jerome Powell's Volcker Deficit*. Project Syndicate, május 25. <https://www.project-syndicate.org/commentary/jerome-powell-paul-volcker-inflation-interest-rate-contrast-by-stephen-s-roach-2022-05?barrier=accesspaylog> . Letöltés ideje: 2023. 01. 03.
- Roubini, N. (2022). *The Unavoidable Crash*. Project Syndicate, December 2. <https://www.project-syndicate.org/commentary/stagflationary-economic-financial-and-debt-crisis-by-nouriel-roubini-2022-12?barrier=accesspaylog> Letöltés ideje: 2023. 01. 02.
- Smialek, J. (2022). Powell Admires Paul Volcker. He May Have to Act Like Him. *The New York Times*, March 14. <https://www.nytimes.com/2022/03/14/business/economy/powell-fed-inflation-volcker.html>
- Stiglitz, J. E. (2022). *All pain and no gain*. Project Syndicate. <https://www.project-syndicate.org/commentary/fed-interest-rate-increases-counterproductive-all-pain-no-gain-by-joseph-e-stiglitz-2022-12?barrier=accesspaylog> Letöltés ideje: 2023. 01. 03.
- Stiglitz, J. E., & Regmi, I. (2022). *The Causes of and Responses to Today's Inflation*. Roosevelt Institute. https://rooseveltinstitute.org/wp-content/uploads/2022/12/RI_CausesofandResponsestoToday'sInflation_Report_202212.pdf Letöltés ideje: 2023. 01. 03.
- Wohlfart, J., Haaland, I., Roth, Ch., & Andre, P. (2021). *Inflation narratives*. VOXEU-CEPR. <https://cepr.org/voxeu/columns/inflation-narratives> Letöltés ideje: 2023. 01. 02.