

## Kerekasztal-beszélgetés az 1970-es évek tanulságairól – Terítéken az infláció és a monetáris politika\*

Nagy Márton Zsolt 

„Milyen tanulságokat vonhatunk le a múltból, kiemelten lényegében az 1970-es évekből az inflációt, a monetáris politikát és a bankrendszert érintő aktuális kihívások vonatkozásában?”<sup>1</sup> címmel rendezett online kerekasztal-beszélgetést a Magyar Közgazdasági Társaság Pénzügyi szakosztálya 2023. október 5-én. Az esemény céljának megfelelően a rendezők arra kívántak rávilágítani, hogy mennyire fontos a gazdaságtörténeti, történelmi tapasztalatok felelevenítése az infláció mindenkori vizsgálatakor. A rendezvényt *Kolozsi Pál Péter*, a Magyar Közgazdasági Társaság Pénzügyi szakosztályának elnöke, a Magyar Nemzeti Bank igazgatója, a Neumann János Egyetem MNB Tudásközpontjának docense moderálta. *Virág Barnabás*, a Magyar Nemzeti Bank monetáris politikáért, pénzügyi stabilitásért és nemzetközi kapcsolatokért felelős alelnökének köszöntője után a résztvevők két külföldi és két hazai kutatás eredményeiről láthattak előadásokat, melyek az elmúlt fél évszázad nagy inflációs epizódjainak tanulságait, tapasztalatait mutatták be az infláció kérdéskörének jelenkori vizsgálatának tükrében.

*Virág Barnabás* megnyitó beszédében a gazdaságtörténet kitüntetett fontosságát emelte ki. Különösen igaz ez napjainkban, amikor a szokványos elemzési keretek és a hagyományos modellek nem képesek a nemlineáris történések átfogó magyarázatára. „Ha a történelem szemüvegén keresztül szemléljük a jelenségeket, olyan strukturális változások, trendek és mintázatok felfedezése is lehetséges, melyekre a szokványos modellek nem képesek rávilágítani” – fogalmazott. Az új közgazdaságtani modelleknek is először a múlt eseményeivel kell konzisztenciát mutatniuk, mielőtt biztosan alkalmazhatónak tekintenénk őket előrejelzésekre. Bár nincs olyan történelmi precedens, amely tökéletes analógiát mutatna a jelen helyzettel, a felmerülő kérdések megválaszolásához, a párhuzamok megvonásával mégis születhetnek a koordinációt elősegítő elképzelések. Ehhez hozzájárul a módszertani pluralizmus ismerete és a hosszú lefutású gazdasági folyamatok megértése is. Ugyan

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

Nagy Márton Zsolt: Magyar Nemzeti Bank, gyakornok; Budapesti Corvinus Egyetem, Pénzügy és Számvitel szakos hallgató. E-mail: nagymart@mnbb.hu

<sup>1</sup> What can we learn from the past (essentially from the 1970's) concerning the actual challenges linked to inflation, monetary policy and the banking sector?

az elemzések rövid távról történelmi léptékűvé bővítése és a kvalitatív módszertanok nem helyettesítik a már használatban lévő elméleti és empirikus modelleket, de képesek kiegészíteni azokat, így a döntéshozatal szélesebb bázisú és mélyebb információk alapján történhet. A releváns történelmi mintázatok felismerése az olyan kérdésekben, mint amilyenek az eladósodottság mértékének hatásai, az infláció természetét meghatározó tényezők azonosítása vagy a növekedési modellek eredményességének felmérése, elengedhetetlen ahhoz, hogy egy olyan turbulens évtizedben, mint amilyenek a 2020-as évek bizonyulnak, a monetáris politika gyorsan és adekvát módon tudjon választ adni a felmerülő kihívásokra.

Az első előadást *Laurent Ferrara*, a SKEMA Business School professzora tartotta „Az inflációt meghatározó tényezők, tanulságok korábbi olajársokkókból”<sup>2</sup> címmel, kiemelten a fejlett országok tapasztalataira fókuszálva. A jelenlegi inflációs környezet keletkezésében a pandémia alatt jelentkező, fogyasztási cikkek iránti lakossági kereslet és a hozzá képest elmaradó kínálat által okozott egyensúlytalanságnak és az orosz–ukrán háború 2022-es kirobbanásának hatására tapasztalható ipari-, és mezőgazdasági cikkekben és energiahordozókban tapasztalható áremelkedésnek tulajdonított szerepet. Ferrara előadásában azokra a kérdésekre kereste a választ, hogy a jegybankoknak hogyan célszerű reagálniuk egy olyan, stratégiai fontosságú energiahordozó árban végbemenő sokkokra, mint amilyen a kőolaj. Szükséges-e a jegybankoknak olajársokkok hatására kamatot emelniük, és amennyiben igen, mekkora mértékben és meddig kell azt fenntartaniuk? Az Amerikai Egyesült Államokban tapasztalt olajársokkok, kamatemelések és recessziók közötti viszony szakirodalmának bemutatásával a jegybankok tevékenységének nem magától értetődő potenciális hatásaira világított rá.

A szakirodalom felhívja a figyelmet a negatív kínálati sokkokra reagáló monetáris szigorítás szerepére a recessziók elmélyítésében, a különböző, sokkokat előidéző tényezők eltérő hatásaira és a miattuk meghozott gazdaságpolitikai beavatkozások hatásosságának kérdésességére. Az elmélet azt állítja, hogy az Amerikai Egyesült Államokban az olajársokkokat recessziók követik, a jegybankok pedig elmélyítik ezt a folyamatot a kamatemeléssel, szétteríthetik az olajársokkok hatását a gazdaságban. Megkülönböztethetők kínálati sokkok, aggregált keresleti sokkok és a hírek hatása a kőolaj világgpiaci árára. Míg a kínálati viszonyok alakulásának általánosságban nem tulajdonítható szerep az olaj árának vezérlésében, az aggregált keresleti sokkok háromnegyed éves késleltetéssel mutatkoznak meg, a hírsokkok pedig azonnali hatást fejtenek ki. A tudomány álláspontja szerint az ilyen sokkokra adott monetáris szigorítási válasz hatásossága kérdéses: szokványos és zéró alsó korlát melletti időszakok olajársokkjait összevetve a fogyasztói árindex mérséklésében és az inflációs várakozások lehorgonyzásában nem elkülöníthető a kamatemelések szerepe, a GDP alakulását azonban kedvezőtlenül érintheti. Vagyis az olajársokkot

<sup>2</sup> The determinants of inflation and the role of central banks: Lessons from past oil shocks

követő kamatemelés a normalizálódáshoz történő hozzájárulás nélkül gyakorolhat kedvezőtlen hatást a gazdaságra. Ferrara a fentiekből adódóan aggasztónak tartotta, hogy a többek között túlkeresleti és a 2022-es geopolitikai feszültségek miatt jelentkező infláció hatására a FED, az EKB, a Bank of England és a Bank of Japan gyors és meredek módon emelték az alapkamatokat a 2008-ban kirobbant gazdasági világválságot megelőző szintre. Kiemelte ezért, hogy kulcsfontosságú az ársokk természetének ismerete a gazdaságpolitikai beavatkozások meghozatalának pillanatában. Hírsokkok esetében ez elérhető *szövegbányászati* (text mining) és *természetes nyelvi feldolgozási* (natural language) módszerekkel, míg keresleti-kínálati viszonyok egyensúlytalanságának megállapítására a nyersanyagok árának együttmozgása adhat választ. Ferrara kutatótársaival végzett tanulmányában azt találta, hogy amennyiben a nyersanyagok árának együttmozgását tapasztaljuk, aggregált keresleti sokkról, annak hiányában pedig kínálati sokkról beszélhetünk.

*Eric Monnet*, a Paris School of Economics professzora „*Feldúlják-e a dezinflációs intézkedések a jegybankok eredményeit? Tanulságok a 70-es és 80-as évekből*”<sup>3</sup> címmel adott elő. Előadásában arra a kérdésre keresi a választ, hogy szükségszerű velejárója-e a dezinflációs monetáris politikának a jegybanki veszteségeség? Egyes országokban, ahol jegybanki veszteség merült fel, politikai diskurzus indult a jelenségről, ezért arra a kérdésre is fontos választ találni, hogy amennyiben veszteségek merülnek fel a jegybank működése során, problémás-e ez a monetáris politika vagy a jegybankok hitelességének szempontjából. Kutatása során azt találta, hogy a jegybankok nyereségtermelési képessége az 1980-as években a dezinflációs környezet ellenére is meghaladta az 1970-es évekbéli. Ez a jelenség ellentétben áll a manapság tapasztaltakkal, ezért a dezinfláció következtében megjelenő veszteség törvényszerűsége kizárható, fontos azonban rávilágítani a különbségekre a jegybankok mérlegeinek mai és múltbéli összetétele között. A két legfontosabb eltérésként a kötelező tartalékok kamatozását és a korábbi beavatkozások jegybanki mérlegekben megjelenő örökségét hozza fel, utóbbi alatt az alacsony hozamkörnyezetben felhalmozott értékpapírállomány jelentőségére utalva. Kimutatta azonban azt is, hogy pusztán a kötelező tartalékok renumerációja nem eredményezne veszteséget, a két jelenség együttes felmerülése viszont igen. Jegybanki veszteségek ugyan az 1970-es években is jelentkeztek, ezek azonban a devizatartalékokat a dollár leértékelődése miatt érintő árfolyamveszteségek voltak. A devizatartalékokkal kapcsolatos veszteségek azonban csak átértékelés miatt jelentkeztek, és nem realizálódtak. Ma a jegybanki veszteségek forrásai között egyrészt a jegybank eszközei között szereplő értékpapírok késedelme, a jegybanki eszközök piaci áron aluli értékesítése, valamint a jegybanki instrumentumokra fizetett kamat és az eszközoldalon lévő értékpapírok hozama közötti különbség a legmeghatározóbbak.

---

<sup>3</sup> Do Disinflation Policies Ravage Central Bank Finances? Lessons from the 1970–1980s

Monnet rámutatott, hogy a Volcker-sokk idején azért nem realizálták a veszteségeket a jegybankok, mert eszközeiket nem értékesítették. A GDP-hez viszonyított jegybanki mérlegfőösszeg 15 százalékponttal emelkedett az 1980-as években, ami az évtized végére a GDP 20 százalékát is kitette. Fontos, hogy a mindekori veszteségek mögött lássuk azoknak az okait. Mint ahogyan a 1970-es években a devizatartalékok értékében bekövetkezett veszteség hatására sem kérdőjelezték még a tartalékolás szükségességét, úgy most is előtérben kell állnia annak, hogy a mai veszteségek részben a korábbi jegybanki intézkedések következményei. A kötelező tartalékok kamatozása mögötti megfontolásokban bekövetkezett változásokról már zajlik diskurzus, illetve középtávon már a jegybanki instrumentumokra fizetett kamatok normalizálódásával, ezzel együtt az efféle veszteségek elkerülésével is lehet számolni. Összefoglalva elmondható, hogy a mai és a múltbéli veszteségeket eltérő tényezők képezték, és ahogy régebben a devizatartalékokon jelentkező veszteség révén sem kérdőjeleződött meg a jegybankok függetlensége és a beléjük vetett bizalom, úgy most is a gazdaságpolitikai eszközök és célok összehangolására, a veszteségeket okozó tevékenységek szükségességének alátámasztására és kommunikációjára van szükség – fejezte be előadását a francia professzor.

*Lehmann Kristóf*, a Magyar Nemzeti Bank igazgatója, a Neumann János Egyetem Tudásközpont – Fenntartható Pénzügyek Központ vezetője „*Belepillantás az 1970-es évek tükrébe*”<sup>4</sup> címmel tartott előadást. Közös vonása mindkét időszaknak a geopolitikai feszültségektől való fűtöttség. A 1970-es években a háborúkkal járó szankciók sarkallták az OPEC-országokat a kartellezésre, a szankciók jelenléte és a protekcionista jelszavak népszerűsödése pedig ma is otthagyja a lenyomatát a világkereskedelmen. A geopolitikai tényezőkön túl azonban a pandémia is kihatással volt a fogyasztói cikkek és a nyersanyagok árának alakulására, 2021-ban az energiahordozók árának növekedése már megközelítette a 1970-es években tapasztalt ütemet.

Több, lényeges tekintetben azonban eltér a két évtized, például világgazdaság és világkereskedelem összetételében és a tőke áramlásának irányában. Míg az 1970-es években a fejlett országokra a munkavégzésre képes lakosság arányának növekedése volt jellemző, addig a jelenben egy hosszú távú trend részeként ennek az ellenkezője mondható el. A múltban a szakszervezeti tagsággal rendelkező munkavállalók szintje a mai két és félszeresét tette ki, így mára a szakszervezetek szerepének elhalványulásával alkupozíciójuk is romlott, ezért egy, az 1970-es évekbelihez hasonló ár-bér spirál kialakulásának valószínűsége is kisebb. A reál-GDP egy egységére jutó energiafelhasználásban bekövetkezett csökkenés öröndetes az energiahordozók árának való kitettség szempontjából, mára az OPEC-országok árazási hatalma sem akkora, mint volt az 1970-es években, amihez a palaolaj-kitermelés fokozódása és a stratégiai kőolajtartalékok létesítése is hozzájárult. Az árszabályozásokról már

<sup>4</sup> Looking in the mirror of the 70s.

viszont ekkor bebizonyosodott, hogy hatásosságuk rövid távon a legvalószínűbb, ezért átmenetileg érdemes alkalmazni őket, ugyanis hosszú távon elnyúlóan költségessé válnak – mutatott rá az előadó.

A hetvenes évek példáiból megtanulható leckék közül az egyik legfontosabb az, hogy azokban az országokban, ahol sikeres válságkezelés ment végbe, a beavatkozások melletti elköteleződés határozott volt, valamint hogy megvalósult a koordináció a monetáris és fiskális politikai eszközök között. Ez jellemezte a Német Szövetségi Köztársaság gazdaságpolitikáját, ahol nem is jelentkezett kétszámjegyű infláció. Az Amerikai Egyesült Államokban azonban az 1970-es években az ár-bér spirál megtörésére összpontosultak a gazdaságpolitikai törekvések. A valódi változást Paul Volcker és pozitív reálkamat-politikája hozta el az 1980-as években. Az Egyesült Királyságban a deflációs monetáris politikához társuló fiskális élénkítések hatására 25 százalékra rúgott a fogyasztói árindex, Japánban pedig az árfolyamkötési megállapodások miatti kamatcsökkentés tetőzte az inflációt. Érdemes felfigyelni továbbá a demográfiát és reálbéreket illető trendekben és az állam és a magánszektor eladósodottságának fokában megfigyelhető különbségekre is.

*Spéder Balázs*, a Magyar Nemzeti Bank gazdaságelméleti és gazdaságtörténeti főosztályának vezetője az „*Inflációs sokkok és dezinfláció: stilizált tények az elmúlt 50 évből*”<sup>5</sup> címmel mutatta be kutatásukat. Előadásában számos kérdésre keresett választ: az elmúlt évek inflációs nyomása átmeneti-e vajon, vagy tartós inflációt fog eredményezni; lehetséges-e általánosítani és stilizált tényeket megállapítani az 1970-es évek eleje óta bekövetkezett négy inflációs sokkról; milyen feltételek szükségesek a dezinfláció gyors lezajlásához egy erős inflációs sokk után; milyen reálhatásai vannak a dezinflációnak, és mi a jegybankok szerepe az esetlegesen feláldozott növekedés arányának megszabásában? Ezek megválaszolására tanulmányukban egy 201 országot tartalmazó mintán vizsgálták az országok makrogazdasági mutatóinak alakulását, eloszlását 1970 és 2022 között.

A fogyasztói árindex, a GDP növekedési üteme, a rövid távú kamatlábak, a fiskális egyensúly és további mutatók vizsgálatának célja a mutatók inflációs sokkok előtti, alatti és utáni alakulásában mutatkozó mintázatok feltárása volt. Az inflációs epizódok alakulásának függvényében megkülönböztettek sikeres és sikertelen dezinflációs kísérleteket. A sikeres dezinflációs folyamatokat az jellemezte, hogy az inflációs sokkok csúcspontjától számított második évben már 10 százalék alatt alakult az infláció, míg a sikertelennek minősített dezinflációs folyamatok esetében az infláció még a második évben is 20 százalék felett volt. Eredményeik azt is mutatják, hogy míg a sikeresen stabilizáló országokban nem jelentkezik a GDP növekedési ütemének csökkenése, addig a sikertelenül stabilizáló országokban ez már az infláció kicsúszosodása előtt megkezdődik. Fontos előfeltétele lehet a dezinflációnak a fiskális

---

<sup>5</sup> Inflation shocks and disinflation: stylized facts from the past 50 years.

egyensúly, ugyanis a sikeres beavatkozást végrehajtó országok esetében ez a mutató már az inflációs csúcspot megelőző évben elkezd javulni, míg a sikertelen kísérletet tévő országok esetében ugyanettől az időponttól kezdődik meg a mutató fokozott romlása. Megfigyelhető még, hogy a sikeres esetekben a kamatemelések az infláció sokk alatt felvett maximális értékének időpontjához képest egy évnél korábban elkezdődik, míg a sikertelen eseteket az jellemzi, hogy később kezdik a kamatemelési ciklust, aminek lefutása is hosszabb, mint a sikeres esetekben.

Összességében megfigyelhető, hogy a sikeres dezinflációs esetekben a szigorúbb monetáris politikai álláspont jellemzőbb, a kamatemelések korábban kezdődnek és előbb érnek véget, és a GDP növekedési üteme sem csökken az inflációs sokk következtében. A sikeres beavatkozásokat jellemzi továbbá a GDP-hez viszonyított államadósság korábbi stabilizációja. A sikertelen kísérletekről elmondható, hogy az esetek legalább felében az infláció 40 százalék felett stabilizálódik, a kamatemelések később kezdődnek és tovább maradnak magasak, mint a sikeres kísérletek esetében. A GDP növekedési ütemének lelassulása már az infláció csúcspotjának bekövetkezése előtt megkezdődik, valamint a GDP-arányos államadósság növekedése és a fiskális egyensúly megbomlása következik be.

Az előadásokat a résztvevők eszmecsereje követte. A teljes esemény visszaneézhető a következő linken: [What can we learn from the past – YouTube](#)