

Aradványi Péter

'70-es évek cikk-sorozat V.

Az emelkedő inflációra adott monetáris politikai válaszok az 1970-es években

Az 1970-es évekről szóló, 9 részes cikk-sorozatunk ötödik részeként bemutatjuk, hogy az 1970-es évek stagflációjára hogyan reagáltak a legnagyobb fejlett gazdaságok jegybankjai. Ebben az időszakban egyik vizsgált jegybank sem rendelkezett számszerűsített monetáris politikai célváltozóval, ami nehezítette antiinflációs politikájuk eredményességét. Problémát jelentett továbbá, hogy a mai értelemben véve egyik vizsgált jegybank sem volt független és monetáris politikájuk alakítása során egyéb (gazdaság)politikai szempontokat is figyelembe vettek. A két angolszász jegybank esetében az infláció okainak és a monetáris politika szerepének félreértelmezése is hozzájárult az infláció nagymértékű emelkedéséhez. Jelen cikkben a 2022. január 12-ig rendelkezésre álló adatokat vettük figyelembe.

Bundesbank

Az 1960-as évek végére egyre inkább világossá vált, hogy a Bretton Woods-i rögzített árfolyamrendszer akadályozza a Bundesbankot az árstabilitás elérésében és fenntartásában. A helyzet alapjaiban változott meg 1973. márciusában, amikor Németország áttért a márka árfolyamának dollárral szembeni lebegtetésére. Felszabadulva a devizapiaci intervenciók kötelezettsége alól, a Bundesbank immáron jobban összpontosíthatott az árstabilitási céljának elérésére (Issing, 2005).

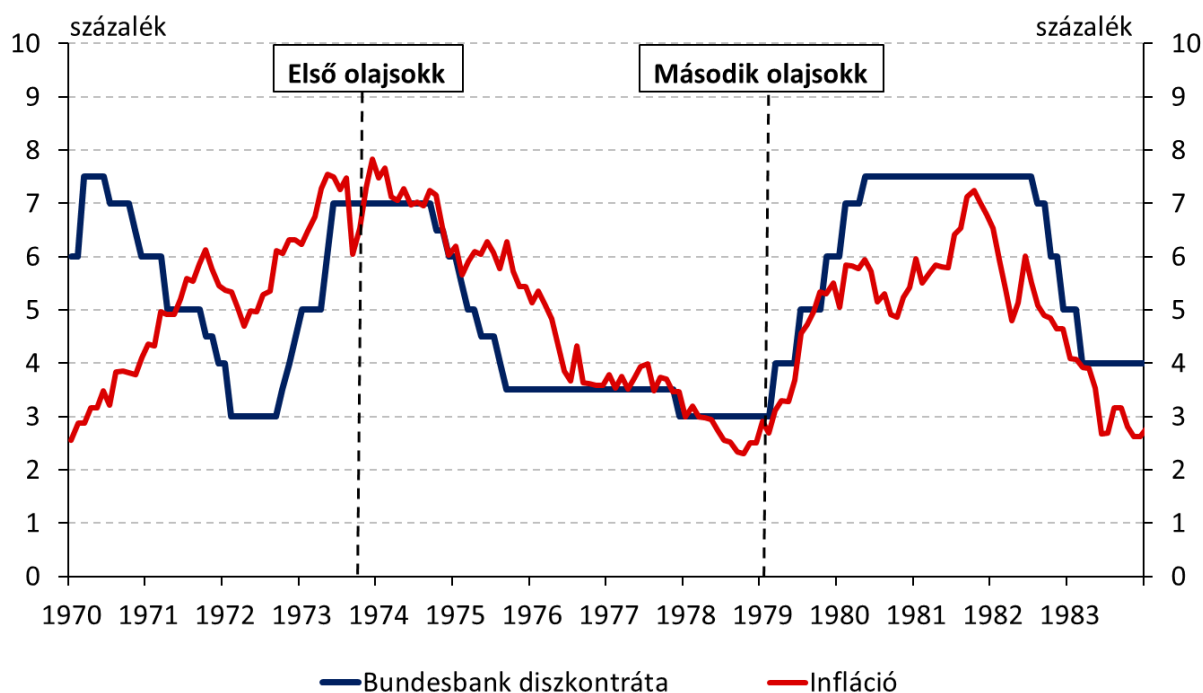
Az első olajár-robbanást követően a Bundesbank igyekezett semlegesíteni a másodkörös inflációs hatásokat. Ennek érdekében a jegybank 1972. szeptember és 1973. június között két lépésben, 3 százalékról 7 százalékra emelte az irányadó rátát (1. ábra) és igyekezett alacsonyan tartani a pénzmennyiség növekedési ütemét.

Problémát jelentett azonban, hogy a német jegybank nem rendelkezett hiteles antiinflációs stratégiával és nem köteleződött el számszerűsített célváltozó mellett. Ehelyett „morális meggyőzés” révén próbálta befolyásolni a gazdasági szereplők viselkedését. A stratégia kudarcot vallott, az érintettek figyelmen kívül hagyták a jegybank jelzéseit, és az 1973. évi reáljövedelmi veszteségek kompenzálása végett, 1974-ben nagyarányú nominális béremeléseket hajtottak végre.

Az 1970-es években a monetarista irányzat térnyerésének hatására, a monetáris aggregátumok növekedési ütemére vonatkozó számszerűsített célérték

bevezetésének koncepciója széleskörű népszerűsége tette szert. A Bundesbank 1974-ben, kísérleti jelleggel, elsőként vezette be a „monetáris célkövetés” keretrendszerét, amely értelmében minden év végén meghatározta a pénzmennyiség következő évi növekedési ütemére vonatkozó célértéket. A célérték meghatározása rendkívül transzparens módon zajlott, valamint rendszeres kommunikáció kísérte (Nelson, 2007).

1. ábra: Az infláció és diszkontráta alakulása a Német Szövetségi Köztársaságban



Forrás: Deutsche Bundesbank, Trading Economics

A Bundesbank „pragmatikus” monetáris célkövetési keretrendszere eltért a Friedman-féle monetáris célkövetési szabálytól. Egyrészt, a monetáris bázisnál tágabb monetáris aggregátumra vonatkozó célértéket határozott meg. A Bundesbank által célzott monetáris aggregátum, az úgynevezett CBM (central bank money stock), lényegesen több tételt foglalt magában, mint a Milton Friedman által ajánlott, szűken értelmezett monetáris bázis (monetary base). Másrészt a Bundesbank csak közvetett módon, a rövid lejáratú kamatlábak és a kötelező tartalékráta révén próbálta befolyásolni a pénzmennyiség növekedési ütemét. Emellett a Bundesbank kezdettől fogva világossá tette, hogy nem képes, és éppen ezért nem is köteleződik el céljának pontos elérése mellett (Beyer et al., 2009).

A nominális horgony szerepét betöltő, számszerűsített célérték és a középtávú árstabilitásra való törekvés sikeres kommunikációja, lehorgonyozta az inflációs várakozásokat. Bár a Bundesbank több éven át felüllőtte az önmaga által meghatározott pénzmennyiség-növekedési célértéket, Németország volt az egyetlen nagy, fejlett gazdaság, amely egyszámjegyű átlagos inflációval vészelt át az 1970-es évek stagflációját (1. ábra). A jegybank az infláció csökkenésével párhuzamosan 1975 szeptemberére több lépésben 3,5 százalékra, majd 1978 januárjában 3 százalékra csökkentette az irányadó rátát.

Tanulva az évtized első felében szerzett tapasztalatokból, a második olajár-sokkra válaszul, a Bundesbank korábban kezdte meg a monetáris kondíciók szigorítását. A jegybank 1979. február és 1980. május között, öt lépésben, 3 százalékról 7,5 százalékra emelte a diszkontrátát, valamint csökkentette a pénzmennyiség növekedési ütemére vonatkozó célértéket is. A szigorú kamatpolitikának köszönhetően a német reálkamat végig pozitív maradt. A kellően restriktív és hiteles jegybanki politikának köszönhetően az infláció a 7,3 százalékos csúcscról, kevesebb mint 2 év alatt 3 százalék alá csökkent.

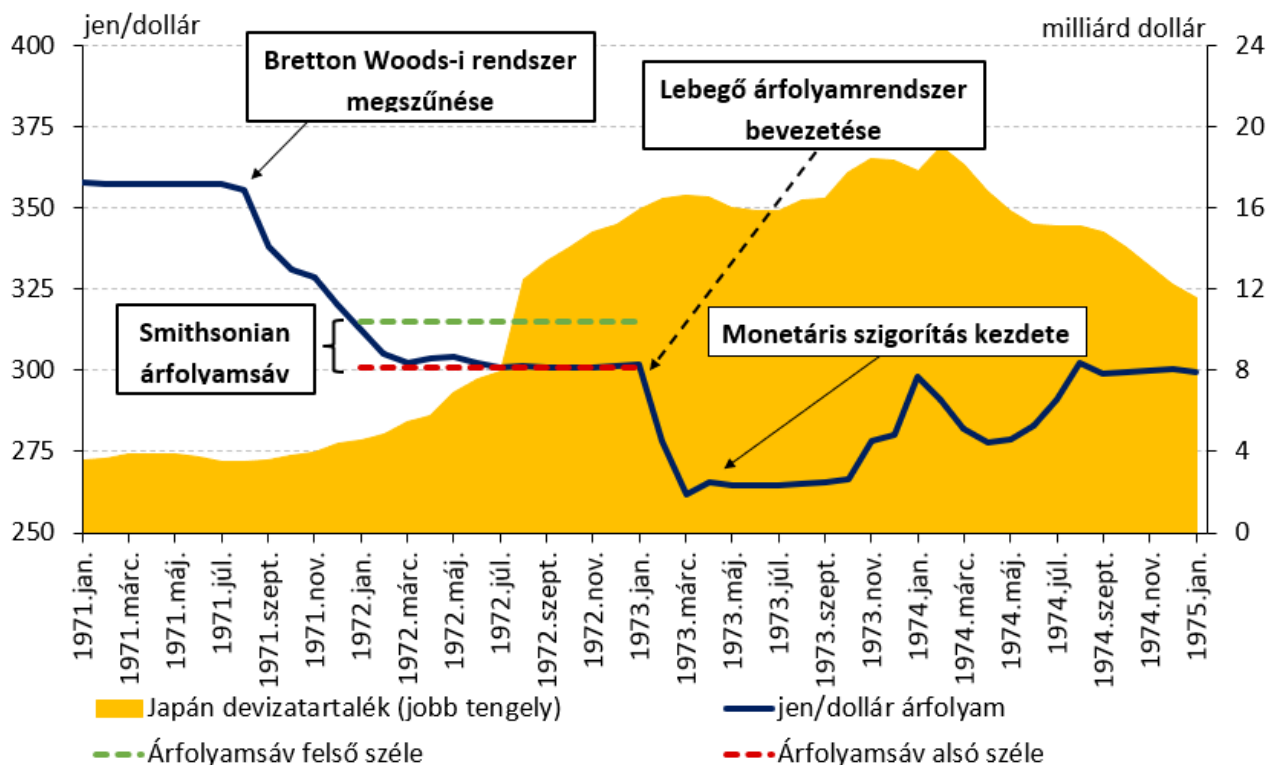
Japán jegybank

A Bretton Woods-i rendszer megszűnését követően, 1971. augusztus-december között, a jen dollárral szembeni árfolyama, 360-ról 315-re erősödött. Az 1971 decemberében, a Tízek Csoportja által aláírt Smithsonian egyezményben (melynek értelmében, az arany dollárban kifejezett unciánkénti árát 35 dollárról 38 dollárra emelték; az iparosodott országok pedig felértékelték és ismét rögzítették valutájukat a dollárral szemben), egy ennél is erősebb, 308 jen/dollár-os ($\pm 2,25$ százalék) szinten állapították meg az egyensúlyi árfolyamot, amelyet a japán döntéshozók túlértékeltnek tartottak.

A lebegő árfolyamrendszer 1973. február 14-i bevezetéséig, a jen árfolyama végig a Smithsonian egyezményben meghatározott sáv erős szélénél tartózkodott (2. ábra). Ebből kifolyólag a japán gazdaságpolitika célja a jen – sávon belüli – gyengítése volt, amelyet devizapiaci intervencióval, kamatcsökkentéssel és a belső kereslet élénkítésével kívánták megvalósítani. A BoJ által végrehajtott kamatcsökkentések (6 százalékról több lépésben 4,25 százalékra) és az expanzív fiskális politika következtében, a japán infláció már fél évvel az első olajár-sok előtt 10 százalék fölé

emelkedett (3. ábra). A lebegő árfolyamrendszer bevezetését követően, a jen másfél hónap alatt 13,5 százalékot erősödött a dollárral szemben.

2. ábra: A jen árfolyamának és a japán devizatartalékok alakulása



Forrás: Bank of Japan, Tarding Economics

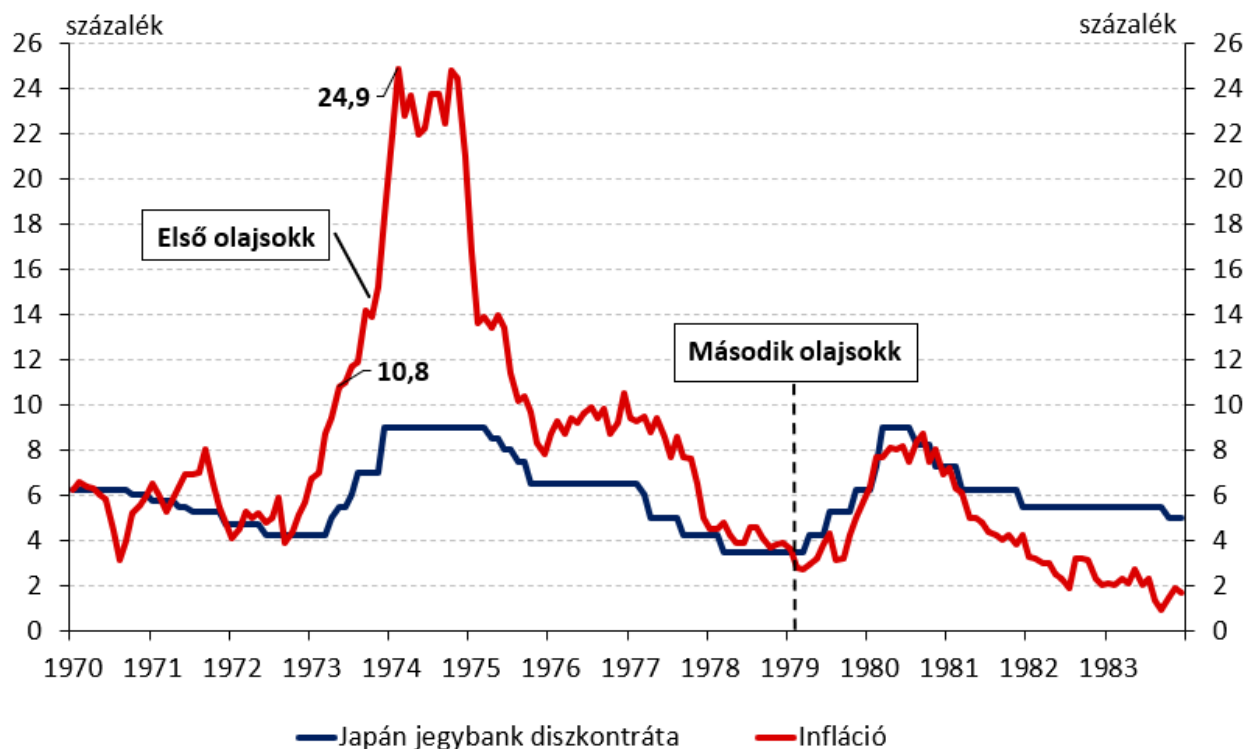
Az első olajsokk okozta olajár-emelkedés eredményeként, az 1972 októbere óta meredeken emelkedő infláció, 1974 februárjában 24,9 százalékra emelkedett. A japán jegybank a jen jelentős erősödése miatt csak 1973 áprilisában, 9,4 százalékos infláció mellett kezdte meg a kamatemelési ciklust. A BoJ 1973 decemberéig, öt lépésben, 9 százalékra emelte és egészen 1975 áprilisáig ezen a szinten tartotta az irányadó rátát (3. ábra).

Az elégtelen mértékű szigorítás oka a japán jegybankra nehezedő politikai nyomás és az intézményi függetlenség hiánya volt. Az 1972. decemberi általános választásokra való tekintettel, a pénzügyminisztérium „megtiltotta” a jegybanknak a monetáris kondíciók változtatását. A választásokat követő parlamenti költségvetési vita időszakában pedig, a könnyebb tervezhetőség érdekében, a jegybank hagyományosan nem módosított a monetáris politikáján (Nelson, 2007).

Az 1979. évi második olajsokk alkalmával, a japán jegybank már az infláció érdemi emelkedését megelőzően szigorítani kezdett. Tanulva az első olajár-sokkra adott

reakció hibáiból, a második sokkra megfelelően reagált a jegybank. A kamatemelések következtében a japán reálkamat az 1979-1981. közötti időszak során nem került negatív tartományba és a gazdaság végül 10 százalék alatti inflációval vészelte át az időszakot.

3. ábra: Az infláció és a diszkontráta alakulása Japánban



Forrás: Bank of Japan, Trading Economics

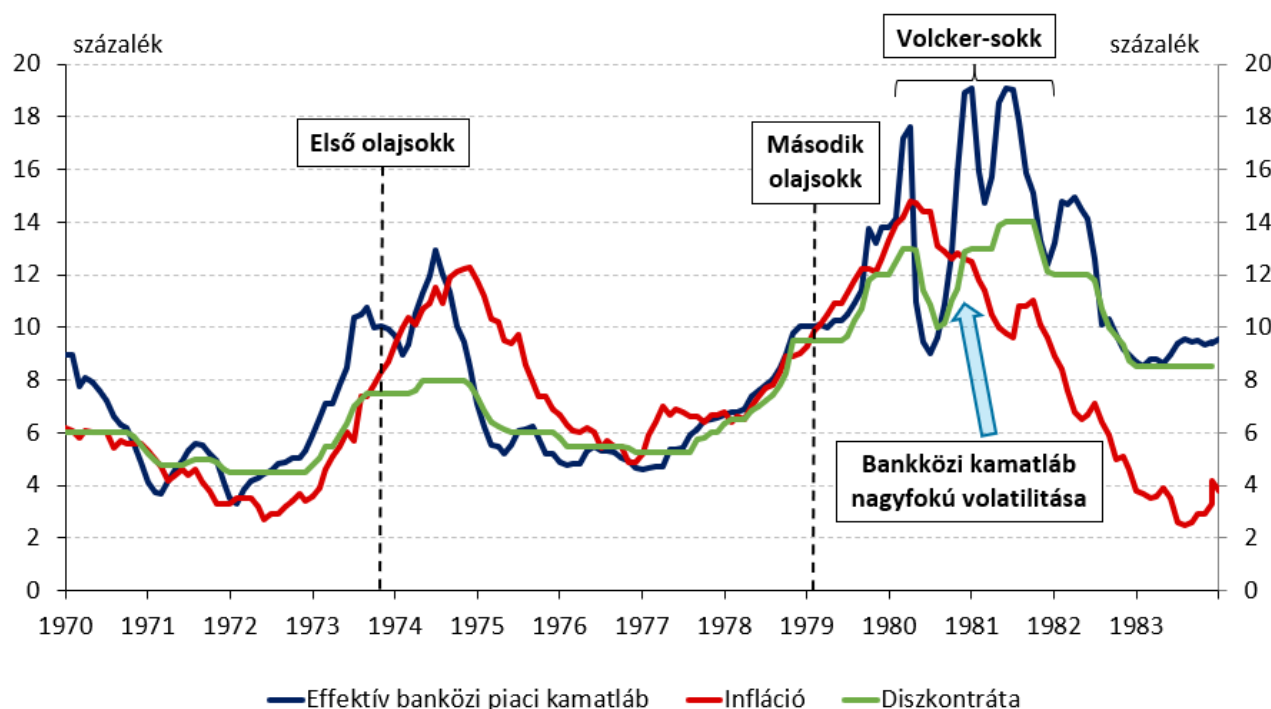
Federal Reserve

Az első olajár-sokk idején, a Federal Reserve emelkedő inflációra adott monetáris politikai reakciója elégtelennek bizonyult. Az időszakot értékelő elemzések alapján az Arthur F. Burns vezette központi bank monetáris politikája hozzájárult az infláció és az inflációs várakozások emelkedéséhez. Ugyan a Fed 1973-ban 11, majd 1974-ben 13 százalékra emelte az alapkamatot (4. ábra), a kamatemeléseket elégtelen mértékűnek és megkésettnek tartották ahhoz, hogy megállítsa az inflációs ár-bér spirál kialakulását (Nelson, 2004).

Az elégtelen mértékű szigorítás oka az volt, hogy Burns meggyőződése szerint, az infláció emelkedését a szakszervezetek túlzott mértékű bérkövetelése okozták. Ezen következtetéseit a Fed akkori elnöke az 1970-es gazdasági visszaesés és az azt követő gyenge kilábalás során szerzett tapasztalataiból vonta le. Az 1970-es recesszió

alatt, a szakszervezetek túlzott alkuerejének köszönhetően, a bérnövekedés üteme az emelkedő munkanélküliség ellenére sem csökkent, amelynek következtében az infláció végig 5 százalék fölött alakult. Burns szerint az inflációt csak a munkaadók és a szakszervezetek közötti bérmegállapodások korlátozásával lehet szabályozni. A bérkontroll az inflációs várakozások mérséklődését vonná maga után, lehetővé téve a monetáris politika számára, hogy komolyabb reálgazdasági veszteség nélkül csökkentse az inflációt (Moss-Wyatt, 1997).

4. ábra: Az infláció, a diszkontráta és az effektív bankközi piaci kamatláb alakulása az Egyesült Államokban



Forrás: FRED, Trading Economics

Az első olajsokk okozta válságból történő kilábalással párhuzamosan, az infláció 1977-ben ismét emelkedni kezdett. Mire a második olajsokk hatása elérte az amerikai gazdaságot, az infláció két év alatt 5 százalékról 9 százalékra emelkedett. A Fed ismét nem szigorított kellő mértékben, mivel az 1978-ban megválasztott William Miller jegybankelnök meggyőződése szerint, az infláció emelkedése átmeneti jelenség volt. A Miller-be vetett bizalom hamar megingott és James Carter elnök 1979 augusztusában Paul Volcker-t nevezte ki a Fed elnökének (Yardeni, 2020).

Volcker vezetése alatt a Fed 1979 októberében áttért a monetáris célkövetés keretrendszerére. Az új rezsimben a nem kölcsönzött tartalékok szintjét célozták, amely a Fed akkori döntéshozói szerint hatékonyabb módja volt az infláció kontroll

alatt tartásának. Ez a gyakorlatban azt jelentette, hogy a Fed lehetővé tette a bankközi piaci kamatláb – jegybankpénz iránti kereslet függvényében történő – korábbinál jóval nagyobb mértékű kilengéseit (Fed, 2003). A Nyíltpiaci Bizottság tagjai arra számítottak, hogy az új keretrendszer a bankközi piaci kamatláb nagyobb volatilitását fogja eredményezni, amely várakozásuk beigazolódott (4. ábra).

A második olajár-robbanás okozta inflációt csak a Fed új elnökéről elnevezett „Volcker-sokk” tudta megfékezni. Paul Volcker elsődleges céljának az infláció letörését tartotta, még a kibocsátás csökkenése és a munkanélküliség átmeneti megemelkedése árán is. A 15 százalék közelébe emelkedő inflációra válaszul, a Volcker vezette Fed 13-14 százalékra emelte a diszkontrátát (4. ábra) és korlátozta a kereskedelmi bankoknak – nyíltpiaci műveleteken keresztül – nyújtott tartalékok nagyságát. A Fed szigorú monetáris politikájának köszönhetően az effektív bankközi piaci kamatláb szintje 1980-1982. között több alkalommal is 19 százalékra emelkedett. Az extrém magas kamatoknak köszönhetően az infláció 1983 júniusára 2,5 százalékra csökkent.

Angol jegybank

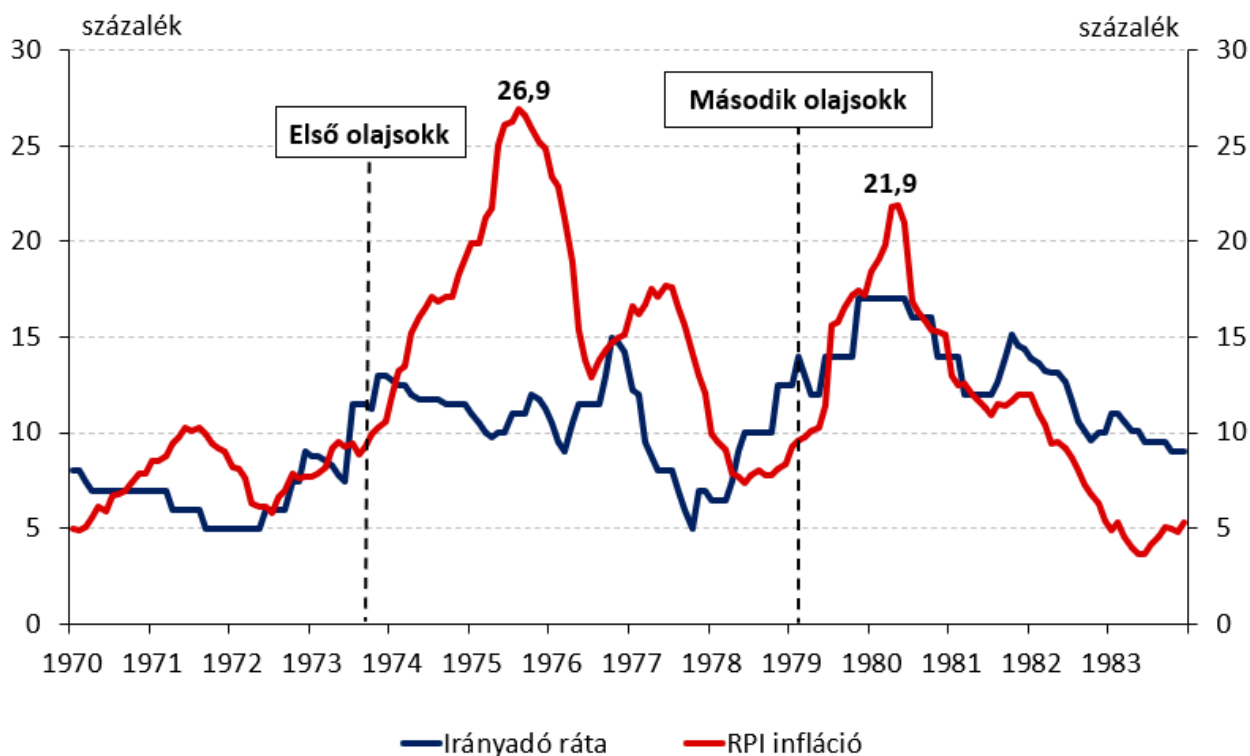
A fejlett piacgazdaságok közül az Egyesült Királyságban emelkedett a legmagasabb szintre az infláció, mind az első, mind a második olajár-sokk során (5. ábra). Az infláció drasztikus emelkedésének elsődleges oka a gazdaságpolitikai döntéshozók és tanácsadók téves helyzetértékelése volt.

Az 1960-1970-es évek angol gazdaságpolitikai döntéshozóinak gondolkodását nagy mértékben befolyásolta a keményvonalas keynesiánus közgazdászok egy szűk köre. Ezen közgazdászok véleménye szerint, a monetáris politikának nincs hatása az inflációra, mert a pénzmennyiség nagyságában bekövetkező változásokat, a pénz forgási sebességének ingadozása ellensúlyozza (Nelson és Nikolov, 2002). A monetáris politika hatástalanságáról szóló nézeteikkel összhangban, az angol döntéshozók és tanácsadók alábecsülték a monetáris politika aggregált keresletre gyakorolt hatását.

Ennek következtében a döntéshozók a monetáris politika helyett a jövedelempolitikában látták az infláció ellenszerét. Ezen meggyőződésüket tovább erősítette, hogy túlbecsülték az 1960-as évek inflációjának leszorítása érdekében eszközölt ár- és bérszabályozások hatásosságát. Az 1966-ban bevezetett ár- és

bérkontrollt ugyanis fiskális és monetáris szigorító intézkedések is kísérték, ám utóbbiak inflációcsökkentő hatását is tévesen az előbbieknek tulajdonították.

5. ábra: Az infláció és az irányadó ráta alakulása az Egyesült Királyságban



Forrás: Bank of England, Office for National Statistics

Ennek következtében a gazdaságpolitikai döntéshozók az első olajsokk idején megugró inflációra is ár- és bérszabályozással reagáltak. Mérsékelték az állami kontroll alatt lévő szektorok termékeinek árát, csökkentették az indirekt adókat, élelmiszerár-támogatást vezettek be és korlátozták a béreket. Azonban, az 1970-es évek során bevezetett ár- és bérkontroll ezúttal nem párosult kellően szigorú monetáris politikával. Ennek következtében a reálkamat szintje 1974-től kezdve, éveken át mélyen negatív tartományban mozgott.

A kormányzat 1973-ban utasította a jegybankot, hogy csökkentse az M3 pénzágregátum éves növekedési ütemét. A jegybank közvetlen mennyiségi kontrollt vezetett be az M3 pénzmennyiségre és büntetéssel sújtotta azon bankokat, amelyek betétállománya meghaladta az előírt szintet. A jegybank 1976-ban formális éves növekedési ütemet határozott meg az M3 pénzágregátumra, azonban a tényleges monetáris szigorítás továbbra is elmaradt (Needham, 2010).

A második olajár-sokk okozta inflációs hullámra határozottabban reagált a Bank of England. Az angol jegybank az emelkedő inflációra reagálva 1979 decemberére 17 százalékra emelte, majd 1980. közepéig ezen a szinten tartotta az irányadó rátát. Az első olajár-sokkra adott válasznál határozottabb monetáris szigorításnak köszönhetően az infláció csúcspontja 5 százalékponttal elmaradt az első olajsokk során tapasztalttól és 1983. elejére ismét 5 százalékra mérséklődött (5. ábra).

Konklúzió

Általánosságban elmondható, hogy a hiteles jegybankok a '70-es években is sikeresebbek voltak az infláció kordában tartásában. A monetáris célkövetés, az egyes pénzaggregátumok abszolút szintjének vagy növekedési ütemének célzása, önmagában egyik esetben sem bizonyult hatékony eszköznek. Csak a jól időzített, kellően szigorú kamatpolitika – pozitív reálkamat biztosítása – volt képes megfékezni és újra mérsékelt szintekre csökkenteni az inflációt. Ezt támasztja alá, hogy felhasználva az első olajár-sokk során szerzett tapasztalatokat, valamennyi vizsgált jegybank hatékonyabban kezelte a második olajár-robbanás okozta inflációs sokkot.

Felhasznált irodalom

Beyer, Andreas et al. (2009). Opting out of the great inflation – German monetary policy after the break down of Bretton Woods. European Central Bank Working Paper Series. No. 1020.

Federal Reserve (2003). How did the Fed change its approach to monetary policy in the late 1970s and early 1980s? Elérhető: [How did the Fed change its approach to monetary policy in the late 1970s and early 1980s? – Education \(frbsf.org\)](#)

Issing, Otmar (2005). Why did the great inflation not happen in Germany?. Federal Reserve Bank of Saint Louis Review. Elérhető: [Why Did the Great Inflation Not Happen in Germany? \(stlouisfed.org\)](#)

Moss, David A., and Wyatt C. Wells. "Crisis at the Federal Reserve: Arthur Burns and the Stagflation of 1973-75." Harvard Business School Case 797-079.

Needham, Duncan (2010). Britain's monetary supply experiment, 1971-73. University of Cambridge. Elérhető: [Microsoft Word - Needham - Britain's money supply experiment 22 August 2012 .doc \(cam.ac.uk\)](#)

Nelson, Edward (2004). The Great Inflation in the Seventies: What Really Happened?. The Federal Reserve Bank of St. Louis. Working Paper series. January 2004. Elérhető: [The Great Inflation of the Seventies: What Really Happened? \(stlouisfed.org\)](#)

Nelson, Edward (2007). The Great Inflation and Early Disinflation in Japan and Germany. International Journal of Central Banking. Elérhető: [The Great Inflation and Early Disinflation in Japan and Germany \(ijcb.org\)](#)

Nelson, Edward; Nikolov, Kalin (2002). Monetary policy and stagflation in the UK. Bank of England. Working Paper Series No. 155. Elérhető: [WP 155 \(bankofengland.co.uk\)](#)

Yardeni, Edward (2020). Yardeni Research. Elérhető: [excerptinflaters.pdf \(yardeni.com\)](#)

„Szerkesztett formában megjelent a Pénzcentrum.hu oldalon 2022. augusztus 17-én.”