

Melléklet

Forrásnyelvi szöveg

Chi vince la partita dell'inflazione

C'è una metafora che circola tra gli economisti che può aiutarci a trarre qualche conclusione da questo viaggio nei meandri dell'inflazione: quella dello stadio. Il premio Nobel Paul Krugman l'ha rubata al suo maestro e collega di Nobel William Nordhaus, possiamo prenderla in prestito per un attimo anche noi.

L'inflazione ricorda quello che succede in uno stadio durante una partita di football, o di calcio, per usare uno sport più familiare a noi europei. Quando l'azione sul campo diventa particolarmente appassionante, per esempio quando l'attaccante arriva nell'area avversaria e si trova in un duello solitario con il portiere, alcuni spettatori spinti dall'emozione possono scattare in piedi per seguire meglio e per vivere più intensamente il momento.

La conseguenza, però, è che gli spettatori nelle file dietro non riusciranno più a vedere niente e, anche se non lo avevano preventivato, dovranno alzarsi anche loro. E così quelli nella fila ancora posteriore, finché tutto lo stadio non sarà in piedi.

Se poi i più esagitati dovessero anche alzare le braccia per incitare la propria squadra, ecco che ci troveremmo in una situazione disastrosa nella quale nessuno riuscirebbe più a vedere l'eventuale gol che tanto entusiasmo aveva suscitato.

Nella metafora di Krugman, le banche centrali cercano di riportare la situazione sotto controllo con un intervento sul campo: basta un fischio dell'arbitro a rallentare l'azione, o un cambio delle regole che rende più difficile segnare (il fuorigioco, nel calcio, in fondo serve a questo, a complicare un po' la vita agli attaccanti).

Se la partita diventa noiosa, non c'è più ragione di stare in piedi e tutti tornano a sedersi. Ma è davvero un esito auspicabile? Nello stadio sarà tornato l'ordine, tutti potranno guardare liberamente un campo dove non succede niente di interessante.

Il fischio dell'arbitro che interrompe l'azione e annulla l'incentivo a stare in piedi, nella metafora di Krugman, è la recessione o comunque la frenata della crescita. Gli spettatori sono scontenti in entrambi gli scenari: quello in cui la partita diventa così interessante che il caos sugli spalti impedisce di seguire le azioni, e quello in cui tutti stanno seduti a vedere un grigio pareggio senza reti.

La sfida per la politica economica, monetaria e per la società nel suo complesso è riuscire a ottenere al contempo una partita avvincente e la gente seduta al proprio posto che tiene un comportamento cooperativo, cioè si gode la partita senza creare problemi agli altri. Nel migliore dei mondi possibili, anche al momento del gol gli spettatori applaudono composti.

Uno scenario che in economia è quello di una moderata crescita dei prezzi (gli applausi vivaci) ma senza eccessi che compromettano la fruizione della partita (quindi senza che i prezzi aumentino abbastanza da costringere tutti gli altri, concorrenti, fornitori e dipendenti ad adeguare al rialzo le proprie richieste), il tutto mentre l'azione sul campo si sviluppa appassionante (la crescita del Pil marcia spedita).

Paul Krugman in questi anni ha prima sottovalutato i rischi di inflazione, poi ne ha minimizzato le conseguenze e infine ha cercato di sostenere soluzioni che non passassero per una recessione traumatica o altri interventi che mettano a rischio la crescita economica e la spesa pubblica.

Non sorprende, quindi, che nella metafora da lui scelta la soluzione più coerente con l'obiettivo - una partita appassionante che tutti possono guardare - sia quella che in Italia è diventata nota come "politica dei redditi": gli spettatori che si coordinano tra loro per rimanere seduti mentre i giocatori continuano la loro sfida senza interferenze dall'esterno. «È davvero così assurdo immaginare che possiamo combattere l'inflazione con qualcosa di più sfidante senza di meno doloroso che vada oltre l'aumento dei tassi di interesse fino al punto in cui imprese e lavoratori si trovano al limite?» si è chiesto Krugman sul "New York Times".

Quando ho iniziato a lavorare a questo libro, ero abbastanza d'accordo con l'attitudine di Krugman a minimizzare il problema ed evitare di ripetere alcuni errori collettivi che abbiamo commesso nella crisi 2009-2012, quando i timori per la sostenibilità del debito pubblico di alcuni stati (Italia e Grecia incluse) hanno spinto a misure di austerità contabile molto severe.

Per timore di un male futuro - l'insostenibilità dell'indebitamento - mercati finanziari, governi e banche centrali hanno inflitto sofferenze concrete e immediate che, secondo diverse analisi, non erano del tutto giustificate e forse erano sproporzionate.

Dopo il lavoro di ricerca per scrivere queste pagine e dopo aver analizzato il problema da diverse dimensioni, devo riconoscere di essere molto più preoccupato di prima sulle prospettive dell'inflazione e sul suo impatto sulle nostre società.

Certo, c'è sempre il rischio di cadere vittima della sindrome del martello: se ne hai uno in mano, il tuo occhio sarà particolarmente attento a cercare chiodi su cui usarlo. E dunque chi dedica tanto tempo a studiare l'inflazione può cadere nella tentazione di sovrastimarne la rilevanza, perché tutti vogliamo convincerci di dedicare le nostre energie a qualcosa di importante.

Però credo di aver spiegato nelle pagine precedenti perché ci sono molti rischi che abbiamo fin qui sottovalutato. E perché, per affrontarli, serve un approccio molto laico, orientato a trovare le soluzioni più efficaci e non quelle più semplici o che generano il maggior consenso immediato. Sempre con la consapevolezza che l'inflazione è meglio non provocarla e non lasciarla andare fuori controllo, invece che dibattere di cosa fare se e quando le fiamme inflazionistiche saranno così alte da richiedere interventi di emergenza.

In passato abbiamo già riportato l'inflazione sotto controllo, quindi sappiamo che è una sfida che si può vincere. E tutte le profezie sulla crisi terminale del capitalismo sono state fin qui smentite. Dunque, non è tempo di profezie apocalittiche, ma bisogna discutere in modo lucido le risposte a un contesto sicuramente difficile, che espone tutti ma in particolare le persone a basso reddito e poco qualificate a tempi molto incerti e forse drammatici.

Molti governi, incluso quello italiano, sono tentati dall'individuare nelle banche centrali il nemico, invece che nell'inflazione: secondo questa attitudine, il problema per l'economia deriva dall'aumento dei tassi di interesse e dalle politiche restrittive che possono spingere alla recessione, invece che direttamente dall'inflazione.

Contestare le banche centrali per un approccio un po' meccanico, che spinge a reagire a un problema dall'origine complessa come l'inflazione postpandemia con uno strumento ormai antico come i tassi di interesse è inoltre considerato non soltanto legittimo, ma anche progressista. Perché l'esito delle politiche restrittive può essere la recessione. E ancor più che in tempi di inflazione, durante le recessioni soffrono soprattutto i più deboli, i lavoratori con un

contratto che non viene rinnovato, i giovani che iniziano male la propria carriera e poi faticano a riprendersi, le imprese innovative che non trovano capitale.

Inoltre, nei momenti di crescita stagnante o di recessione, le riforme che dovrebbero mettere le basi per la crescita futura diventano più difficili se non impossibili, perché le poche risorse a disposizione vengono consumate dagli aiuti a chi è in difficoltà e non ci sono soldi per misure temporanee che facilitino il cambiamento nelle fasi di transizione.

Le grandi conquiste in termini di diritti economici e sociali sono sempre arrivate in momenti di espansione dell'economia, quando è anche più facile correggere le disuguaglianze perché si tratta di modulare i tassi di crescita delle diverse componenti della società e non di togliere a uno per dare a un altro.

Insomma, sembra davvero inaccettabile che l'unica scelta che abbiamo sia tra inflazione e recessione, tanto più che nel contesto post-Covid gli sforzi per arginare l'aumento dei prezzi o inevitabilmente a erodere i risultati ottenuti dalla politica vanto economica nell'evitare che un disastro sanitario diventasse un disastro sociale.

Il ricorso all'indebitamento, privato e soprattutto pubblico, ha mitigato le conseguenze dell'improvviso blocco dell'attività economica nel 2020 e in parte nel 2021, così che le imprese fossero ancora attive e i lavoratori ancora al loro posto quando poi il mondo è ripartito.

Quel debito è stato sostenibile anche grazie all'azione delle banche centrali che ne hanno tenuti bassi i tassi di interesse e dunque il costo.

Ma se adesso l'inflazione derivata - anche dalle politiche anti-Covid va combattuta con misure che mandano i paesi industrializzati in recessione, non era più semplice evitare di intervenire nel 2020-2021 e lasciare che il mercato facesse il suo corso, anche a rischio di trovarsi in una Grande depressione tipo anni venti del secolo scorso?

Oppure, detto in altro modo, le banche centrali rischiano di disfare quello che hanno fatto i governi e di farci arrivare il conto della pandemia con due anni di ritardo ma non per questo con meno conseguenze?

Perché l'aumento dei tassi di interesse - nel quale BCE e Federal Reserve si sono impegnate con grande riluttanza e, secondo molti, un certo ritardo - non si limiterà a rallentare la crescita, con costi più alti per finanziare consumi e investimenti, ma renderà nel tempo più oneroso il debito

già in circolazione. Con il rischio di rendere più probabili crisi di finanza pubblica come quelle che abbiamo visto tra 2009 e 2011.

Tutti rischi concreti, certo, ma non bisogna dimenticare che la partita di calcio per la quale abbiamo comprato i biglietti è un po' diversa da quella che ci ha fatto intravedere Paul Krugman.

Se vogliamo stare alla sua metafora, dobbiamo aggiungere qualche dettaglio: gli spettatori si alzano tutti in piedi (inflazione) dopo che l'arbitro (la banca centrale) ha fatto di tutto per incitare la folla dai megafoni, ha annunciato gol imminenti a ripetizione, ha fornito medicine sperimentali per far continuare a giocare i campioni infortunati e così via....

L'eccitazione degli spettatori, insomma, non è soltanto la fisiologica conseguenza di una partita interessante, ma il risultato di una serie di stimoli dati da chi, in teoria, doveva solo vigilare che tutto si svolgesse correttamente.

Dunque, dopo anni di emergenze continue tra Covid e guerra, non si può più tanto facilmente commentare la reazione degli spettatori senza chiedersi cosa l'ha davvero provocata, se la partita o l'arbitro.

Fuori di metafora: alla vigilia e durante gli anni delle crisi continue, le banche centrali hanno espanso enormemente i propri bilanci, prima nel tentativo di evitare una deflazione che pareva imminente, poi per arginare le conseguenze di quello che sembrava un infarto dell'economia globale, cioè il blocco delle attività nei momenti più duri della pandemia.

Ci sono molte ragioni per adottare adesso politiche monetarie restrittive, e quindi per cercare di far sedere gli spettatori anche al prezzo di rendere la partita meno interessante.

La prima è che le banche centrali non hanno il controllo che pensavano di avere sull'economia: le previsioni clamorosamente sbagliate sul tasso di inflazione tra 2021 e 2022 hanno dimostrato che la credibilità di Federal Reserve e Banca centrale europea non basta a tenere bassa l'inflazione.

Forse può tenere "ancorate", come si dice, le aspettative nel medio periodo, con gli operatori economici convinti che i prezzi torneranno a breve sotto controllo. Ma nell'immediato si sono scoperte impotenti: se l'inflazione obiettivo è intorno al 2 per cento e per mesi quella reale è sopra l'8, non si può certo considerare un buon risultato. Neanche se dall'8 passa al 6.

Dopo mesi di obiettivi mancati, anche la credibilità che ancora le aspettative di medio periodo inizia a vacillare: prima o poi, perfino i più fiduciosi nella capacità delle banche centrali di fare tutto il necessario, anche causare una recessione, inizierà a vacillare se quelle azioni necessarie quanto impopolari verranno rimandate in eterno.

La seconda ragione che può legittimare politiche monetarie restrittive è che non siamo affatto sicuri che il mondo dopo il Covid sia uguale a quello di prima.

Se la globalizzazione ha iniziato a fermarsi, la transizione ecologica renderà per anni strutturalmente più costose le forme di energia che usiamo e la guerra in Ucraina spinge i paesi occidentali a privilegiare fornitori di gas più sicuri rispetto a quelli più economici e partner commerciali che condividono i valori democratici invece che i più utili, ecco che il potenziale di crescita futuro rischia di essere più basso di quello di qualche anno fa.

Resta in campo l'ipotesi che certi rialzi dei prezzi siano soltanto transitori, ma dopo oltre due anni dall'inizio della pandemia come si fa a riconoscere davvero ciò che è temporaneo da ciò che è permanente?

Detto in altro modo, dopo quanto tempo ci rassegniamo all'idea che un fenomeno che pensavamo passeggero è la nuova normalità?

La terza ragione che spinge a politiche monetarie restrittive è un po' più complessa ed è quella fiscale. I paesi dell'Unione Europea, gli Stati Uniti e tutti quelli che potevano permetterselo hanno affrontato le conseguenze della pandemia con interventi di spesa pubblica senza precedenti.

Si è trattato in gran parte di spesa pubblica corrente, non di investimenti: ristori, indennizzi, sussidi a fondo perduto, assegni spediti a casa delle famiglie. Poi si è aggiunta la spesa pubblica da crisi energetica.

Tra settembre 2021 e la fine di novembre 2022, secondo i calcoli del think tank Bruegel, i paesi europei hanno stanziato 705,5 miliardi di euro per combattere le conseguenze dei rincari nei prezzi dell'energia.

La Germania da sola, il paese più esposto ai problemi derivanti dal gas russo, ha stanziato ben 264 miliardi. L'Italia è arrivata a 90,7 miliardi di euro, pari al 5,1 per cento del Pil, soltanto

quattro paesi (oltre alla Germania) hanno impiegato una parte maggiore del proprio reddito nazionale per arginare lo shock energetico.

Se consideriamo il lato fiscale dell'inflazione, tutto questo nuovo debito pubblico può contribuire all'aumento dei prezzi nel breve e medio periodo.

Poiché quella spesa pubblica non ha aumentato il potenziale di crescita dei paesi che si sono indebitati, ma ha soltanto evitato drammatiche cadute del Pil e aumenti della disoccupazione, quell'indebitamento è sostenibile solo a fronte dell'impegno (implicito ed esplicito) dei governi a tenere politiche economiche coerenti con gli impegni presi.

Il debito pubblico non va necessariamente rimborsato, come credono erroneamente in tanti, ma ogni paese deve adottare avanzi primari (entrate al netto delle spese prima di considerare la spesa per interessi) sufficienti a far fronte al servizio del debito in essere, cioè agli interessi da pagare e ai titoli in scadenza da rinnovare.

Il nuovo indebitamento da pandemia e da Covid non sembra aver condizionato in modo sostanziale l'approccio alla politica economica, anzi: molti governi, Italia inclusa, hanno riscontrato che in alcune circostanze eccezionali tutti i vincoli al ricorso alla spesa pubblica cadono e quando il problema è condiviso non c'è neppure la sanzione da parte dei mercati, in tempi normali molto rapidi a far pagare le scelte irresponsabili con aumenti dei tassi di interesse.

Lo stesso debito pubblico europeo emesso come reazione alla pandemia, quello che finanzia il piano Next Generation Eu non è davvero garantito da nulla se non dalla credibilità stessa dell'Unione Europea di fare il necessario per renderlo sostenibile, o trovando nuove entrate a livello comunitario o tagliando in modo proporzionale le spese (o con l'emissione di altro debito a scadenza).

Certo, ci sarebbero le riforme del piano Next Generation Eu abbinato alla concessione dei fondi europei. Ma soltanto i più inguaribili ottimisti possono pensare che da lì derivi la crescita necessaria a rendere sostenibile il debito pubblico presente e passato.

La Commissione europea è riuscita a ottenere riforme drastiche soltanto dai paesi che sono stati traumatizzati da programmi di austerità abbinati al soccorso finanziario esterno – Portogallo, Grecia, Irlanda, Spagna - ma in tempi normali le sue raccomandazioni annuali vengono sostanzialmente ignorate.

L'uso della carota al posto del bastone, cioè l'erogazione progressiva dei fondi del Next Generation a fronte delle riforme approvate, nella prima fase ha seguito criteri così laschi da garantire promozioni a tutti e risultati a nessuno.

Quando in una classe tutti gli studenti prendono il massimo dei voti, o si tratta di una formidabile coincidenza che ha riunito un gruppo di menti geniali, oppure l'insegnante sottopone compiti troppo facili che non favoriscono davvero l'apprendimento.

Poiché l'inflazione è una delle poche forze in grado di ridurre il valore reale del debito in essere, nel senso che il debitore restituisce a scadenza soldi che "valgono meno" di quando li ha presi in prestito, l'aumento senza conseguenze del debito pubblico che si è verificato tra 2020 e 2022 può generare l'aspettativa nei creditori che i governi in questione saranno particolarmente disinvolti nella gestione della spesa anche in futuro.

Dunque, la resistenza dei governi all'introduzione o al ripristino di vincoli di bilancio e forme di austerità è destinata ad aumentare, con l'effetto di rendere il debito pubblico più rischioso.

Sotto questa prospettiva, la banca centrale (in particolare quella europea) può scegliere tra due scenari soltanto: quello in cui resta ferma e il tasso di interesse per gli stati ad alto debito sale per effetto delle pressioni del mercato, oppure lo scenario in cui guida il processo.

L'aumento dei tassi di riferimento da parte della banca centrale rende il debito di nuova emissione più oneroso e riduce il prezzo di quello già in circolo (cosa che equivale a pretendere rendimenti più alti da parte di chi lo acquista) e così di fatto è la banca centrale a garantire al mercato un binario più rigido per la politica economica.

Se il debito diventa più costoso, i governi saranno costretti per decine a tornare a una mentalità più "tradizionale" e a superare quella dell'emergenza costante che ha legittimato interventi di miliardi di euro al mese di nuovo deficit.

La banca centrale, insomma, complica un po' la vita ai governi per evitare che sia il mercato a complicargliela troppo e in modo drammatico con crisi di fiducia come quelle viste tra 2011 e 2012. Ma le banche centrali riusciranno a gestire questa transizione in modo ordinato e credibile?

Ci sono molte ragioni per essere scettici e per temere che il pericolo di un'ulteriore inflazione fuori controllo resti serio, soprattutto in Europa.

Durante la crisi da Covid, la Banca centrale europea ha superato uno degli ultimi tabù rimasti: ha iniziato a comprare debito pubblico dei paesi membri a seconda delle necessità di intervento sul mercato, invece che in proporzione alle quote di capitale sottoscritto, criterio seguito in passato proprio per evitare favoritismi. Così è ulteriormente aumentata la sua discrezionalità, cioè la possibilità di graduare il proprio intervento sul mercato del debito in base a obiettivi diversi dalla generale tutela della stabilità finanziaria nella zona euro.

Anche il nuovo strumento di emergenza adottato nel corso del 2022 per gestire le turbolenze seguite alla guerra in Ucraina aumenta la discrezionalità.

Il Transmission Protection Instrument prevede la possibilità per la BCE di intervenire nel mercato del debito a sostegno di stati in difficoltà nell'accesso al credito previa una serie di valutazioni finanziarie e anche molto politiche, che dovrebbero garantire il rispetto dei trattati europei che vietano la monetizzazione del debito, cioè il salvataggio di uno stato insolvente a spese degli altri.

Il problema è che, in caso di una crisi di sfiducia nei confronti di un paese, rischia di essere la BCE a doversi assumere la responsabilità - molto politica e non certo soltanto finanziaria - di valutare se lo stato in difficoltà sta rispettando i parametri fiscali che assicurano la sostenibilità del debito o le raccomandazioni della Commissione europea.

La BCE si troverebbe così a emettere una sentenza di vita o morte su paesi già in bilico, nel pieno di una crisi finanziaria. Un peso che lo schema precedente, ai tempi di Mario Draghi e della crisi dell'euro, spostava sul fondo salva stati ESM e sulla Commissione europea: la BCE, con il programma delle Outright Monetary Transactions (OMT), si limitava a impegnarsi a interventi anche illimitati, se necessario, mentre il paese beneficiario poi negoziava le riforme e gli impegni conseguenti con istituzioni dotate di maggiore legittimità politica.

Non è difficile prevedere quale sarebbe l'atteggiamento dei mercati in una potenziale crisi di fiducia nel debito di un grande paese molto indebitato come l'Italia: qualunque sia la condizione dei conti e delle riforme, difficilmente la BCE rifiuterebbe il suo sostegno, visto che un default anche parziale dell'Italia sarebbe per la zona euro un trauma enormemente maggiore della crisi greca del 2009-2010 che aveva quasi fatto crollare la moneta unica.

Gli investitori hanno ben chiaro, insomma, che la BCE è concentrata su tante cose, inclusa la transizione ecologica, e non soltanto sull'inflazione. Quando una istituzione persegue molti

obiettivi contemporaneamente, può scoprire che è difficile o impossibile raggiungerli tutti insieme. E che i successi in un campo possono generare catastrofici fallimenti in un altro.

Dunque, di fronte al pericolo inflazione è razionale aspettarsi che la reazione della BCE sia incerta, rallentata, o comunque meno drastica di quello che sarebbe se la stabilità dei prezzi fosse l'unico punto da considerare e non anche tutte le ricadute politiche e finanziarie di misure di politica monetaria restrittive quali l'aumento dei tassi di interesse.

Inoltre, banche centrali con uno spettro di azione così ampio faticano a difendere la propria indipendenza: le scelte della BCE finiscono per essere la preconditione per altre che dovrebbero essere di competenza esclusiva dei governi legittimati dal voto popolare.

Invece l'autorità di politica monetaria, anche per la debolezza di iniziativa politica delle altre istituzioni di livello comunitario, finisce per riempire i vuoti e occuparsi di tutto un po' invece che limitarsi a definire il contesto all'interno del quale le forze politiche competono con ricette di politica economica diverse.

Se la BCE deve preoccuparsi del cambiamento climatico, deve decidere se le conseguenze della pandemia sono temporanee o durature, se gli impegni sulle riforme sono credibili o meno, entra in un campo minato di inevitabili polemiche politiche che renderanno ancora più complicato adottare misure spiacevoli per far fronte alle spinte inflazionistiche.

Non possono essere tecnici privi di legittimazione democratica, per quanto ben intenzionati, a indirizzare le nostre società, le scelte politiche dovrebbero rimanere di competenza dei governi eletti e delle loro emanazioni, non dei banchieri centrali che dovrebbero concentrarsi sulla stabilità dei prezzi.

Il problema è che non hanno più una bussola. Mervyn King, ex governatore della Bank of England, e tra i pochi ad aver previsto la nuova ondata di inflazione, riassume così gli ultimi decenni: molti anni le banche centrali hanno indicato al mercato che i tassi di interesse sarebbero rimasti vicini allo zero (forward guidance) per un futuro indefinito. E basavano questa previsione (e promessa) su un modello derivato da una teoria in base alla quale sono le aspettative a determinare l'inflazione e le banche centrali a influenzare le aspettative.

Nei modelli delle banche centrali, osserva King, l'unica variabile che contava davvero era l'inflazione obiettivo, poi il mondo si sarebbe adeguato alle indicazioni dei tecnici. Come

evidente, non è successo. E questo è un doppio problema: sia perché siamo trovati con un'ondata di inflazione quasi completamente impreveduta e addirittura negata nonostante la sua rilevanza.

Ma è un problema anche perché i fallimenti delle banche centrali nel prevederla e prevenirla sembrano depotenziare uno degli strumenti che si è rivelato fondamentale nelle crisi inflazionistiche precedenti: rafforzare l'indipendenza della banca centrale perché sia libera di fare tutto il necessario, per quanto spiacevole, affinché i prezzi tornino sotto controllo.

Oggi che le banche centrali sono macchiate nella reputazione e stiracchiate nello spettro di azione, è politicamente impensabile che qualcuno proponga di aumentare ancora il loro potere e la loro indipendenza.

Anzi, tutto sembra indicare che le spinte potrebbero andare nell'altra direzione: poiché FED e BCE hanno sottovalutato l'inflazione ma sono sempre più parte attiva e decisiva delle politiche economiche, fiscali e regolatorie, l'indipendenza inizia a sembrare un ostacolo all'efficacia più che la sua premessa.

Però non abbiamo molte opzioni, se le lezioni del passato rimangono vere. Se l'inflazione è dovuta a troppa moneta e ad aspettative di prezzi in salita, l'unico modo per riportarla sotto controllo è rendere la moneta più scarsa e costosa e influenzare le aspettative verso il basso, cioè convincere gli operatori economici che la banca centrale sta facendo "qualcosa" per ridurre l'inflazione e che questo qualcosa funzionerà.

Non ci sono prescrizioni inderogabili su cosa sia questo "qualcosa". Secondo Mervyn King, in questi tempi di «incertezza radicale» non ci resta che la teoria di politica monetaria "Pep Guardiola", che non è un economista ma un celebre allenatore di calcio noto per il suo stile innovativo: «Si danno le indicazioni giuste ai giocatori in tempo reale, non ci sono piani prefissati perché sarebbero neutralizzati da una reazione intelligente degli avversari o da cambiamenti inattesi nelle circostanze», riassume King. Perché l'approccio "Pep Guardiola" funzioni, però, le banche centrali devono avere un mandato molto chiaro e limitato, altrimenti nessun governo e nessuna opinione pubblica sarà disposta ad accettare che chi ha sbagliato tanto in questi anni sia libero di fare quello che vuole, senza renderne conto e senza avere obiettivi chiari e misurabili da raggiungere.

I tempi di inflazione, però, sono tempi di grandi sconvolgimenti durante i quali le fondamenta economiche delle nostre società vengono rimesse in discussione. Ancor più che durante le recessioni, quando a soffrire sono soprattutto coloro che perdono il posto di lavoro.

L'inflazione colpisce tutti, in modo diseguale, per reddito, settore di attività, per funzione (premia i debitori e sanziona ingiustamente i creditori). L'ordine sociale vacilla.

C'è sempre chi, in situazioni di crisi come questa, vede anche opportunità oltre a rischi. L'influente economista Adam Tooze, in un saggio su "Foreign Policy", ha condensato le domande che si fa un pezzo di mondo progressista convinto che l'inflazione sia di sinistra mentre l'austerità è di destra. Cioè che le stagioni di prezzi in crescita siano un'occasione per rimettere in discussione rapporti di forza e relazioni consolidate che in tempi normali paiono inamovibili.

Gli anni settanta, ricorda Tooze, sono stati anni di crisi ma anche di grandi miglioramenti sociali: sindacati e partiti social-democratici forti hanno ottenuto importanti aumenti salariali ed estensioni del welfare (in Italia il servizio sanitario nazionale nasce poco dopo le crisi energetiche, nel 1978).

Anche l'inflazione crea alcuni vincitori, oltre a tanti sconfitti: chi aveva un mutuo da pagare a fronte di una casa se l'è passata bene, l'inflazione ha eroso il valore reale delle somme da rimborsare mentre il prezzo nominale della casa cresceva in linea con il mercato, il debito pubblico creato in quegli anni ha generato tanti sprechi ma il danno è stato attutito dall'inflazione (o almeno così è sembrato per un po').

Le politiche monetarie restrittive, di Paul Volcker negli Stati Uniti ma poi imitate da tutti gli altri, hanno riportato l'ordine nei prezzi e nel mercato dei cambi, ma hanno anche soffocato i fermenti sociali e le spinte al cambiamento.

Frenare gli investimenti e produrre disoccupazione riduce il potere dei lavoratori e dei sindacati, aumenta il costo del debito pubblico che finanzia infrastrutture o spesa sociale, costringe i governi a politiche fiscali più morigerate che riducono la spesa pubblica, spinge a liberalizzazioni e apertura al commercio internazionale che nel medio periodo fanno crescere il Pil ma nel breve creano anche molte ferite in chi si trova penalizzato dalla nuova competizione.

La sintesi di Adam Tooze è questa: alla fine degli anni settanta, «i banchieri centrali hanno fatto quello che volevano alcuni gruppi di riferimento, cioè i risparmiatori, gli imprenditori e gli

investitori - nessuno di loro ama l'inflazione - ma hanno fatto anche quello che voleva una certa opinione pubblica conservatrice che reclamava il ritorno alla stabilità».

Per questo, conclude Tooze, i banchieri centrali indipendenti non sono affatto indipendenti ma sono «la continuazione della politica conservatrice con altri mezzi tecnocratici e non democratici».

Francesco Saraceno, economista di Sciences Po, in un editoriale su "Domani" ha ricordato che le politiche contro l'inflazione attuate negli Stati Uniti hanno contribuito a innescare anche una crisi del debito in America Latina.

Ma queste conseguenze sociali non hanno reso le scelte antinflattive politicamente problematiche, anzi, contribuivano a rendere credibile l'impegno alla stabilità dei prezzi anche di fronte alla tensione sociale e all'impopolarità delle scelte: «Uno dei consiglieri di Ronald Reagan qualche anno dopo ebbe a dire che "per stabilire la sua credibilità, la Federal Reserve ha dovuto dimostrare la sua volontà di versare sangue, molto sangue di altre persone"», ha scritto Saraceno. Il tasso di disoccupazione negli Stati Uniti passa dal 5,6 per cento del 1979 al 10,8 per cento nel 1983.

La crisi di inflazione dei nuovi anni venti, però, è sovrapponibile soltanto in parte con quella degli anni settanta, al di là delle analogie più superficiali che riguardano la presenza di una crisi energetica come innesco e uno sfondo di forti tensioni geopolitiche.

Anche di fronte a un'inflazione a due cifre, non si è vista in Europa o negli Stati Uniti la rinascita di partiti di sinistra o un ritorno dei sindacati, quasi nessuno ha chiesto l'indicizzazione dei salari. La narrazione diffusa dalle banche centrali che l'inflazione è un fastidio passeggero ha convinto tutti a tal punto da far tollerare una considerevole erosione del potere d'acquisto.

A novembre 2022, mentre l'inflazione marciava al tasso del 10,1 per cento, nell'eurozona i salari continuavano a crescere allo stesso ritmo pre-pandemia, cioè come in un mondo senza inflazione (un tasso medio del 2,1 per cento all'anno).

Questa dinamica ha rassicurato la BCE che l'inflazione non avrebbe contagiato i salari, e che le aspettative rimanevano ben ancorate, cioè i lavoratori non reclamavano aumenti di stipendio strutturali a fronte di una riduzione del potere d'acquisto temporanea. Una spiegazione molto confortevole per i banchieri centrali, ma un po' fragile.

I redditi dei lavoratori europei sono stati così stravolti dai due anni di pandemia e crisi energetica che forse per molti è difficile rendersi conto di qual è davvero il loro reddito disponibile: prima i lockdown e le politiche anti-Covid hanno fatto crollare il numero di ore lavorate, poi i sussidi e le misure emergenziali governative hanno reintegrato gran parte delle somme perse (e in alcuni casi anche più), infine la crisi energetica ha fatto salire alcuni costi, ma di nuovo i governi hanno dato aiuti sulle bollette. Insomma, è molto difficile per una famiglia normale stimare nel 2023 cosa può comprare con, diciamo, un reddito disponibile di 3000 euro mensili in tempi normali, perché è da parecchio che non si registrano più tempi normali, nei quali entrate e uscite sono prevedibili.

Se è così, la spinta al rialzo dei salari potrebbe essere stata soltanto posticipata, difficile che le persone rimangano indifferenti all'erosione del loro potere d'acquisto per percentuali significative, anche intorno al 10 per cento.

Infatti, uno dei più grandi sindacati europei, quello dei metalmeccanici tedeschi Ig Metal, ha ottenuto aumenti salariali dell'8 per cento a novembre 2022, comunque inferiori al tasso di inflazione in quel momento ma un incremento molto maggiore di quello registrato da altre categorie con minore organizzazione e potere contrattuale.

L'ortodossia monetaria costruita dopo gli anni settanta prevede che il momento in cui diventa più urgente e necessario intervenire è proprio quando le richieste di aumento salariale riguardano vaste categorie organizzate di lavoratori, perché quello è l'innesco della spirale tra prezzi e salari che può far perdere definitivamente il controllo. Anzi, in realtà l'ortodossia prevederebbe di anticipare le politiche monetarie restrittive prima ancora che queste richieste acquisiscano forza.

I lavoratori a basso reddito sono anche quelli che hanno la propensione marginale al consumo più alta: ogni euro in più che hanno in tasca, lo trasformano subito in consumi, mentre un milionario non cambia il suo stile di vita se ha un reddito disponibile aggiuntivo di 10 000 euro, quasi certamente lo risparmierà e lo investirà.

I lavoratori dipendenti con uno stipendio fissato da contratti collettivi nazionali sono quindi gli ultimi a ottenere qualcosa quando ci sono le spinte al rialzo nelle fasi di inflazione, e i primi a subire le conseguenze delle politiche deflative.

Perché appena le loro richieste diventano tali da restituire effettivamente risorse sufficienti a ripristinare i consumi precedenti all'aumento dei prezzi, ecco che le banche centrali intervengono per soffocare questa domanda aggiuntiva attraverso la creazione di nuovi disoccupati che riducono il potere contrattuale e dunque le pressioni sui salari.

Questo contesto offre alcune opportunità per la sinistra, più che alla destra. L'inflazione però non genera la forza contrattuale dei sindacati o le riforme di welfare, anche se negli anni settanta si sono manifestate insieme. Anzi, è assai più probabile che il nesso causale sia nell'altra direzione: sindacati e partiti forti danno più potere contrattuale ai lavoratori che può contribuire all'inflazione, così come generose riforme sociali, specie se pagate in deficit, possono contribuire all'aumento della domanda e dunque dei prezzi, come è successo negli Stati Uniti con la Great Society del presidente Johnson, negli anni sessanta. Quindi a monte della catena c'è la politica fiscale troppo espansiva, permessa da una politica monetaria accomodante, che genera una domanda di lavoro sufficiente a dare forza a lavoratori e sindacati.

Abbiamo anche visto che l'illusione di poter scegliere nel menu macroeconomico di avere più inflazione nella speranza di ottenere più occupati e dunque più crescita è roba da apprendisti stregoni: l'inflazione sfugge al controllo e, una volta decollata, è assai difficile e doloroso riportarla sotto controllo.

Però è indubitabile che l'inflazione sperimentata negli Stati Uniti e soprattutto in Europa dopo la pandemia offra delle opportunità ai partiti progressisti, o quantomeno ha ridisegnato il contesto in un senso che offre una nuova legittimità alle politiche redistributive.

Fino al mondo pre-Covid, l'ortodossia monetaria e di politica economica offriva molte più sponde alle forze moderate, centriste o perfino di destra: globalizzazione e concorrenza internazionale hanno generato una crescita che, prima del Covid e della guerra in Ucraina, pochi erano disposti davvero a mettere in discussione per perseguire maggiore sicurezza o equità.

E i mercati finanziari hanno osservato senza reagire l'enorme immissione di moneta fatta dalle banche centrali dopo la grande crisi finanziaria senza avanzare particolari timori di inflazione, perché quel denaro è andato a gonfiare i valori degli attivi di Borsa molto più che a finanziare l'economia reale: non c'è rischio di inflazione se i soldi vanno ai più ricchi, che non aumenteranno molto i propri consumi ma soltanto i risparmi e dunque gli investimenti.

I partiti progressisti faticavano a imporre i temi dell'equità sociale e della redistribuzione perché le politiche conseguenti sembravano mettere a rischio o la crescita, oppure la credibilità finanziaria in caso di politiche finanziate a debito. Per la stessa ragione, anche le politiche necessarie alla transizione ecologica erano spesso percepite come di retroguardia, in uno scambio inevitabile tra tutela dell'ambiente e crescita economica.

Covid, guerra e crisi energetica hanno cambiato quasi tutto. Governi di ogni colore hanno adottato politiche fiscali espansive per decine o centinaia (perfino migliaia, negli Stati Uniti) di miliardi a sostegno dell'economia. La pandemia ha dimostrato l'importanza di politiche pubbliche condivise, a livello nazionale e globale, e l'insufficienza del mercato a produrre risposte adeguate senza il contributo e la regia pubblica.

La guerra e la crisi energetica hanno rimesso in discussione la globalizzazione fondata sull'efficienza per come l'abbiamo conosciuta. Mentre la transizione ecologica è diventata una questione di sovranità nazionale e indipendenza: soltanto i paesi o le aree geografiche che costruiranno un sistema di approvvigionamento autonomo o almeno affidabile potranno competere in un mondo che non sarà più fondato sulle fonti fossili vendute da regimi non democratici e instabili.

L'inflazione, infine, ha creato una potenziale domanda per politiche redistributive perché ha colpito in modo diseguale e ha scosso un mercato del lavoro che in Europa, e soprattutto in Italia, era abbastanza stagnante, visto che la bassa crescita della produttività determinava anche una lenta crescita dei salari.

Adesso tutto è diverso, dopo un paio d'anni di inflazione alta, i lavoratori finiranno per riorientare le proprie preferenze politiche verso chi li promette di ricostituire il potere d'acquisto perduto, invece che a chi offre difese da nemici esterni immaginari come i migranti o interni come le minoranze che reclamano diritti.

In questo contesto le scelte redistributive possono fare un'enorme differenza. Lo dimostra quello che è successo in Italia. Prendiamo l'analisi dell'Ufficio parlamentare di bilancio, l'autorità indipendente sui conti pubblici, su come le scelte del governo Draghi hanno cambiato l'impatto dell'inflazione in Italia.

Senza gli interventi del governo in carica tra 2020 e 2022, il primo decile della popolazione, cioè il 10 per cento più povero, avrebbe subito una decurtazione del proprio potere d'acquisto

molto pesante: 12,4 per cento per l'aumento dei prezzi dell'energia, cui sommare un aumento del 2,7 per cento degli altri, quindi oltre il 15 per cento di reddito disponibile in meno in poco più di un anno.

I vari interventi governativi - bonus sociali, bonus una tantum, rivalutazione delle pensioni, sconti sulle bollette - hanno contenuto l'impatto dell'inflazione al 4,8 per cento, che è meno della media sperimentata dalla popolazione nel suo complesso (sempre al netto degli interventi governativi), 5,4 per cento.

Senza politiche redistributive, il 10 per cento più ricco degli italiani avrebbe sperimentato una inflazione del 6,8 per cento e il 10 per cento più povero del 15,1.

Quindi l'assenza di azione, in tempi di prezzi che corrono, è essa stessa una scelta politica molto forte che aumenta la disuguaglianza. Perché è vero che l'inflazione penalizza tutti, ma penalizza soprattutto chi ha redditi più bassi, specie se si concentra nei rincari di beni irrinunciabili quali cibo ed energia.

Le politiche redistributive verso il basso, che possiamo classificare come di sinistra, in tempi di inflazione e bassa crescita possono essere estremamente più popolari di quelle di redistribuzione verso l'alto, di destra, che trovano invece più consenso quando la crescita è più forte e prevale l'idea che premiare i vincenti serva ad allargare la torta del benessere, poco importa se le fette diventano più diseguali.

Quando il Pil cresce, anche tagli fiscali per i più ricchi o per le imprese possono trovare un vasto consenso perché accompagnati dal messaggio che se chi genera crescita e posti di lavoro ha più risorse da impiegare, i benefici arriveranno anche verso il basso secondo il tanto contestato - ed empiricamente falso - modello dello "sgocciolamento".

Con un'inflazione alta, arriva la frustrazione: tutti, ricchi e poveri, devono correre per rimanere dove sono, nel senso che il caro-vita erode il potere d'acquisto dei ricavi, che devono crescere anche soltanto per garantire il benessere che consentivano in passato. Dunque, la promessa di protezione da questo sfiante sforzo che non permette alcun vero miglioramento risulta più allettante che in contesti di prezzi stabili e crescita moderata.

In questo senso, e soltanto in questo, la stagione della nuova inflazione può essere una opportunità per i partiti progressisti che hanno perso radicamento sociale prima negli anni di

espansione della globalizzazione, e poi durante l'ascesa del populismo che prometteva risposte immediate (ma non molto efficaci) alle disuguaglianze generate da quella lunga fase espansiva.

Il fatto che la transizione ecologica possa essere sia un fattore di spinta per l'inflazione sia una vittima dei prezzi in aumento è un'ulteriore sfida soprattutto per i partiti progressisti, che - almeno in teoria - sono più attrezzati dal punto di vista culturale a ragionare in termini di beni pubblici, crescita sostenibile ed equità tra generazioni. La priorità, però, resta riportare i prezzi sotto controllo perché l'inflazione è capace di corrodere le società nel profondo, visto che rende di fatto impossibile quei rapporti costruiti sulla prevedibilità dell'esito e la fiducia che sono alla base del capitalismo e della crescita come l'abbiamo conosciuta.

Di solito le inflazioni finiscono con una recessione. La sfida per i governi e i partiti che li sostengono - di qualunque colore siano - è di appoggiare le politiche dure e impopolari necessarie a ridurre l'inflazione per tutto il tempo necessario, ma non un minuto di più.

Se gli sforzi - delle banche centrali, ma anche della politica economica - si interrompono troppo presto, sarà stato tutto inutile, e chi avrà subito le conseguenze negative avrà sofferto per nulla, perché l'inflazione ripartirà più forte di prima e ogni azione successiva sarà meno credibile. Se gli sforzi durano troppo a lungo, la recessione sarà più lunga del necessario e i disoccupati più di quelli inevitabili.

La bussola da seguire è quella di proteggere i più fragili ma senza impedire ai prezzi relativi di adeguarsi.

Per esempio: meglio trasferire soldi con bonus dedicati alle famiglie a basso reddito in difficoltà per il prezzo della benzina invece che ridurre il carico fiscale sui carburanti, perché nel primo caso si riduce la domanda del bene che genera inflazione senza che si impoveriscano troppo i consumatori, nel secondo invece la domanda resta invariata. E ogni aumento di prezzo può innescare la richiesta di ulteriori sgravi fiscali, in una rincorsa infinita.

Ancora più efficace, sia per proteggere i più deboli che per frenare l'inflazione, indirizzare la spesa di emergenza alla soluzione permanente dei problemi che si sono fatti più urgenti.

Invece di spendere miliardi di fondi pubblici per assicurare sconti sulle bollette, per esempio, meglio incentivare l'installazione di pannelli fotovoltaici che rendano la famiglia (o la comunità energetica) più autonoma e con una bolletta strutturalmente più bassa: così si riduce sia la

domanda di energia fossile in modo permanente che il budget familiare assorbito dalla bolletta energetica.

Il mondo dopo la doppia pandemia da Covid e da inflazione è cambiato, bisogna adeguare le nostre idee e le nostre politiche per cogliere le opportunità e arginare i nuovi pericoli. Spero che per questo libro abbia dato un piccolo contributo a maturare nuove consapevolezze.

Célnyelvi szöveg

Ki nyeri az infláció ellen játszott mérkőzést?

A közgazdászok körében közkézen forog egy metafora, amely segíthet minket eligazodni az infláció útvesztőjében: a Nobel-díjas Paul Krugman az inflációt a stadionokhoz hasonlítja. Ezen párhuzam ötletét a szintén Nobel-díjas tanáráról, William Nordhaustól csente el. Egy pillanat erejéig mi is kölcsönvesszük.

Az infláció emlékeztethet bennünket egy futball mérkőzés során a stadionban zajló eseményekre. Amikor az akció különösen izgalmassá válik – például amikor a csatár az ellenfél térfelére tör, és magányos csatát vív a kapussal – néhány néző izgalmaiban felpattanhat, hogy jobban követhesse az eseményeket, és intenzívebben élhesse meg a pillanatot.

Ennek azonban az lesz a következménye, hogy a hátrébb ülő szurkolók nem látnak semmit, ezért fel kell állniuk, még ha nem is szerettek volna. Ez egészen addig megy, amíg a stadion egy emberként talpra nem pattan.

Ha a vehemensebbek még a kezüket is a magasba emelnék, hogy szurkoljanak csapatuknak, olyan katasztrofális helyzet alakulna ki, hogy senki sem látná ezt a hatalmas lelkesedéssel kísért gólt.

Krugman metaforájában a központi bankok azok, akik a pályán történő beavatkozással próbálják kordában tartani a helyzetet. Elég egy játékvezetői sípszó az akció lassításához, vagy egy szabálmódosítás a gólszerzés megnehezítéséhez – a les szabálya a futballban végső soron erre szolgál – hogy kicsit megnehezítse a csatárok dolgát.

Ha unalmassá válik a mérkőzés, nincs miért állva maradni, mindenki visszaül. De vajon ez valóban kívánatos eredmény? Visszaáll ugyan a stadion rendje, de mindenki egy eseménytelen, unalmas meccset néz.

A játékvezető sípja – amely megszakítja az akciót és leülésre ösztönzi a nézőket – Krugman metaforájában megfelel a recessziónak vagy legalábbis a növekedés lassulásának.

A gazdaság- és monetáris politika, valamint a társadalom egésze számára az a cél, hogy a játék izgalmas maradjon, ugyanakkor az emberek a helyükön ülve működjenek együtt, és anélkül

élvezzék a meccset, hogy másokat megzavarnának. Egy ideális világban a gól pillanatában még együttesen is tapsolnak a nézők.

Ez az az eshetőség, amikor a gazdaságban mérsékelt árnövekedés (élénk taps) figyelhető meg, anélkül, hogy az veszélyeztetné a játék élvezetét (tehát anélkül, hogy az árak annyira az egekbe szöknenek, hogy a többi szereplőt – a versenytársakat, a beszállítókat és a munkavállalókat – saját igényeik növelésére kényszerítenék), amíg a pályán izgalmas akció bontakozik ki (azaz amíg gyors üteművé válik a GDP növekedése).

Paul Krugman az elmúlt években először alábecsülte az infláció kockázatait, de később olyan elméletet dolgozott ki, amellyel minimalizálta a következményeket, és végül olyan megoldásokat dolgozott ki, amelyek nem járnak mély recesszióval vagy egyéb, a gazdasági növekedést és az állami kiadásokat veszélyeztető beavatkozásokkal.

Nem meglepő tehát, hogy az általa választott metaforában a célnak leginkább megfelelő megoldás az Olaszországban jövedelempolitikaként elhíresült eszköz: a nézők egymást tiszteletben tartva ülve maradnak, miközben a játékosok tovább küzdenek a pályán bármiféle megzavarás nélkül. „Tényleg olyan abszurd azt feltételezni, hogy az infláció ellen lehet küzdeni retorziómentes stratégiával, amely túlmutat a kamatlábak olyan szintre emelésén, ahol a vállalkozások és a munkavállalók már nem bírják tovább?” – tette fel a kérdést Krugman a New York Times-ban.

A könyv megírásának kezdetekor teljesen egyetértettem Krugman hozzáállásával, miszerint minimalizálni kell a problémát és el kell kerülni a 2009–2012-es válság során elkövetett kollektív hibákat, amikor egyes államok (köztük Olaszország és Görögország) a félelemtől vezérelve, az államadósság fenntarthatóságának érdekében súlyos pénzügyi megszorító intézkedéseket vezettek be.

Tartva egy jövőbeli rossztól – az államadósság fenntarthatatlanságától –, a pénzügyi piacok, a kormányok és a jegybankok szigorú és azonnali megszorításokat léptettek életbe, amelyek különböző elemzések szerint eléggé indokolatlanok, és aránytalanul elosztottak voltak.

Be kell vallanom, a könyv megírásához szükséges kutatómunka és a probléma különböző dimenziókból történő vizsgálata után sokkal jobban foglalkoztatnak az infláció perspektívái és a társadalmunkra gyakorolt hatásai, mint valaha.

Természetesen mindig fennáll annak a veszélye, hogyha sokat foglalkozik az ember egy témával, belelát olyan hibákat, amelyek egyébként nem léteznek. Így akik sok időt töltenek az infláció tanulmányozásával, beleeshetnek a kísértésbe, hogy túlbecsüljék annak jelentőségét, mert mindannyian bizonygatják, hogy valami fontosra fordítják energiáikat.

Úgy vélem, az előző fejezetekben már kifejtettem, miért találkozhatunk sok, eddig alábecsült kockázattal, illetve miért van szükség egy ilyen laikus megközelítésre a leghatékonyabb – mintsem a legegyszerűbb vagy legeggyöntetűbb – megoldás megtalálására. Mindig tudatában kell lennünk annak, hogy jobb az inflációt nem kiprovokálni és hagyni kicsúszni az irányítást a kezeink közül ahelyett, hogy azon vitatkoznánk, mit tegyünk, ha és amikor az infláció olyan magasságokba tör, hogy sürgős beavatkozásra van szükség.

Korábban tartottunk már kordában inflációkat, így tudjuk, hogy ez egy megnyerhető csata. Továbbá ez idáig egyetlen olyan jóslat sem teljesült, amely a kapitalizmus végét jelző válságról szólt. Nem jött el még tehát az apokaliptikus prófécia ideje, de meg kell beszélni a válaszokat olyan kérdésekre, amelyek minden bizonnyal nehéz körülmények között merülnek fel, és amelyek mindenkit, de különösen az alacsony jövedelműeket és képzettségűeket sodorja rettentően bizonytalan és súlyos helyzetbe.

Sok kormány, köztük az olasz is abba a hibába esik, hogy az ellenséget a központi bankokban, nem pedig az inflációban látatja. E hozzáállás szerint a gazdaság problémája nem közvetlenül az inflációból, hanem a kamatok emeléséből és a korlátozó, recesszióhoz vezető politikákból ered.

A törvényszerűségeken túl progresszívnek is tekinthető, hogy vitatják a jegybankok kissé mechanikus megközelítését, miszerint az összetett problémákra – például a világjárvány utáni inflációra – olyan őskori eszközzel kell reagálni, mint amilyen a kamatláb. A korlátozó politikák ugyanis recesszióba torkollhatnak. Recesszió idején pedig mindenekelőtt a leggyengébbek – a lejáró szerződésű munkavállalók; a karrierjüket rosszul kezdő, és ezért az önállósodással küzdő fiatalok; az innovatív, de tőkeszegény vállalkozások – szenvednek, és még nagyobb mértékben is, mint infláció esetén tennék.

Stagnáló növekedés vagy recesszió idején a jövőbeni fellendülést megalapozó reformok lehetetlenné, vagy legalábbis nehezebbé válnak, mivel a rendelkezésre álló kevés erőforrást is felemésztik a nehéz helyzetben élőknek nyújtott támogatások. Nincs tőke tehát az átmeneti intézkedésekre, amelyek segíthetnének átlendülni ezeken az időszakokon.

A gazdasági és szociális jogok térhódítása mindig az expanzió időszakában jelentkezett, amikor az egyenlőtlenségeket is könnyebb korrigálni, hiszen ilyenkor nem egymás megsegítése történik, hanem módosítják a társadalom különböző rétegeinek növekedési ütemét.

Összességében valóban elfogadhatatlan, hogy a kizárólagos lehetőségünk az infláció és a recesszió közötti átváltás. Annál is inkább, mivel a covid utáni helyzetben az áremelkedés megfékezésére vagy a politikai eredmények elkerülhetetlen romlása ellen irányuló erőfeszítések gazdaságilag akadályozzák az egészségügyi katasztrófa társadalmi katasztrófába torkollását.

A személyi, de mindenekelőtt az állami hitelek felhasználása mérsékelte a gazdaság hirtelen megtorpanásának következményeit 2020-ban és részben 2021-ben. Így a világ újraindulásakor a vállalkozások még aktívan tudták folytatni tevékenységüket, a munkavállalók pedig megtarthatták állásaikat.

Ezek a hitelek a jegybankok közbeavatkozásának köszönhetően is fenntarthatóak maradtak, mivel alacsonyan tartották a kamatlábakat és így a kiadásokat is.

De ha most a covid ellenes intézkedésekből adódó infláció ellen olyan intézkedésekkel kell küzdeni, amelyek recesszióba sodorják a fejlett országokat, nem lett volna egyszerűbb elkerülni az állami beavatkozást 2020–2021-ben, és hagyni, hogy a piac magától alakuljon—még akár meg is kockáztatva, hogy olyan gazdasági válságba sodródjunk, mint amilyen az 1920-as évek nagy gazdasági világválsága volt?

Másképpen fogalmazva: a központi bankok megkockáztatják, hogy semmissé teszik a kormányok által hozott döntéseket, és két év késéssel ugyan, de kevesebb következménnyel hozzák helyre a járvány okozta eladósodást?

A kamatemelések – amelyekre az EKB, illetve az Egyesült Államok jegybankja, a Federal Reserve nagy vonakodással és sokak szerint némi késéssel vállalkozott – nem csak a növekedést lassítják a fogyasztás és a beruházás megnövekedett költségei miatt, hanem idővel növelik a már jelenleg is magas adósságállományt, megkockáztatva ezzel, hogy gyakoribbá válnak a 2009 és 2011 közöttiekhez hasonló gazdasági válságok.

Természetesen ezek valós kockázatok, ámbár nem feledkezhetünk meg arról, hogy az a focimeccs, amelyre jegyet váltottunk, valamelyest különbözik a Paul Krugman által felvázolttól.

Ha megmaradunk az ő metaforájánál, árnyalnunk kell a szituációt. A nézők mind felállnak (infláció), a játékvezető és a meccshez asszisztáló személyek (a jegybank dolgozói) pedig mindent meg is tettek ezért: hangosbemondón buzdították a közönséget, bejelentették a helyzeteket, azonnali ápolást biztosítottak, hogy a sérült játékosok továbbra is a bajnokságban maradhassanak, és így tovább...

A nézők izgalma röviden tehát nem csak egy érdekes játék élettani következménye, hanem egy sor olyan inger eredménye, amelyet azok adnak, akiknek elméletileg csak arról kellene gondoskodniuk, hogy minden rendben menjen.

Ezáltal a covid és a háború miatti folyamatos veszélyhelyzetek után már nem olyan egyszerű megjegyzést fűzni a „nézők” reakciójához anélkül, hogy elgondolkodnánk, valójában a meccs vagy a játékvezető váltja-e azt ki.

Elvonatkoztatva a metaforától, a válság előtti és alatti években a jegybankok megnövelték költségvetésüket, elsőként a közelgő defláció elkerülése érdekében, később azért, hogy megfékezzék a világgazdaságot potenciálisan legyűrő infarktus következményeit, vagyis hogy gazdasági leállást rendeljenek el a világjárvány tetőző pillanataiban.

Rengeteg ok szól most mellett, hogy korlátozó monetáris politikát fogadjunk el, tehát leültessük a nézőket, még annak árán is, hogy kevésbé lesz érdekes a mérkőzés.

Először is a jegybankok nem kontrollálják olyan mértékben a gazdaságot, mint azt gondolták: a 2021-es és 2022-es inflációs rátára vonatkozó szembetűnően téves előrejelzések azt mutatják, hogy a Federal Reserve és az EKB hitelessége kevés ahhoz, hogy alacsony szinten tartsák az inflációt.

Amennyiben a gazdasági szereplők meg vannak győződve arról, hogy az árakat kontroll alatt tartják, a középtávú várakozások talán megszilárdulhatnak. Viszont azonnal tehetetlennek érezték magukat, amikor az inflációs célkitűzés nagyjából 2 százalékos, a tényleges azonban hónapokig 8 százalék feletti volt. Ez biztosan nem tekinthető jó eredménynek, még akkor sem, ha ez esetleg 8 százalékról le is csökkent 6-ra.

A több hónapos ilyen mértékű eltérés után még a középtávú várakozások hitelessége is meginog: előbb-utóbb – ha a végtelenségig halogatják a népszerűtlen, de szükségszerű intézkedéseket – még azok is elbizonytalanodnak, akik egyébként hisznek abban, hogy a jegybankok képesek bármit megtenni, akár recessziót is előidézni a megoldás érdekében.

Másodszor: legitimálhatja a korlátozó monetáris politikákat az, hogy egyáltalán nem vagyunk biztosak abban, hogy a covid utáni élet ugyanolyan, mint az azelőtti.

Mivel a globalizáció növekedése megállni látszik, az ökológiai átmenet évekre strukturálisan megdrágítja az általunk használt energiaforrásokat. Az ukrán háború emellett arra készíti a nyugati országokat, hogy a biztonságosabb gázszolgáltatókat részesítsék előnyben az olcsóbbakkal és a demokratikus értékeket osztó kereskedelmi partnerekkel szemben. Így a jövőbeni növekedési potenciál alacsonyabb, mint amilyen néhány évvel ezelőtt volt.

Továbbra is fennáll a feltételezés, hogy bizonyos áremelések csak átmeneti jellegűek, de több mint két évvel a járvány kezdete után hogyan lehet felismerni, hogy mi az ideiglenes és mi a tartós?

Vagyis mennyi időbe telik belenyugodni abba a gondolatba, hogy egy múlandónak hitt jelenség az új normális?

Harmadszor pedig az ok, amely korlátozó monetáris politikához vezet, kissé összetett, a költségvetéshez kapcsolódik, azaz fiskális jellegű. Az Európai Unió, az Egyesült Államok és mindazok az országok, ahol bevezették a megszorításokat, példátlan mértékű állami kiadással kezelték a járvány következményeit.

Főként rövid távú állami kiadásokról – fellendülést segítő kölcsönökről, kompenzációkról, vissza nem térítendő, illetve közvetlen családi támogatásokról – volt szó, és nem beruházásokról. Aztán mindehhez hozzáadódtak az energiaválságból származó állami kiadások is.

A Bruegel nevű brüsszeli gazdasági agytröszt számításai szerint 2021 szeptembere és 2022 november vége között az európai országok 705,5 milliárd eurót különítettek el az emelkedő energiaárak következményeinek leküzdésére.

Csak Németország – az orosz gázból eredő problémáknak leginkább kitett ország – önmagában több mint 264 milliárdot különített el, míg Olaszország 90,7 milliárdot, ami a GDP-je 5,1 százalékának felel meg. Németországon kívül egyébként csupán négy ország fordította nemzeti jövedelmének viszonylag nagy részét az energiasokk megfékezésére.

Ha az infláció fiskális oldalát vizsgáljuk, ez az új államadósság hozzájárulhat az árak rövid- és középtávú növekedéséhez.

Tekintve, hogy az állami kiadások nem növelték a hiteleket felvevő országok fejlődési potenciálját, hanem csupán elkerülték a GDP drámai csökkenését és a munkanélküliség emelkedését, ezek a hitelek csak a kormányok (rejtett és tényleges) gazdaságpolitikával összhangban történő kötelezettségvállalása mellett tarthatóak fenn.

Sokak téves elképzelésével ellentétben az államadósságot nem feltétlenül kell visszafizetni, hanem minden országnak döntenie kell egy olyan elsődleges többletről (a kamatkiadások figyelembevétele előtti állami bevételről), amely elegendő a fennálló államadósság kamatainak, illetve a lejáró kötvények kifizetésére.

Úgy tűnik, hogy a világjárványból származó újkeletű eladósodottság nem befolyásolta lényegesen a gazdaságpolitikai szemléletmódot. Éppen ellenkezőleg, sok kormány – köztük az olasz is – úgy tapasztalta, hogy bizonyos rendkívüli körülmények között a kormányzati kiadásokra vonatkozó korlátozások csökkennek, és amikor a probléma megosztott, még azok a piaci szankciók sem lépnek életbe, amelyek átlagos esetben nagyon gyorsan, kamatemelésekkel ellensúlyozzák a felelőtlen döntéseket.

A Next Generation EU – világjárvány utáni európai helyreállítási pénzügyi terv – által nyújtott állami hitelek valójában semmilyen garanciával nem rendelkeznek. Kizárólag maga az Európai Unió hitelessége garantálja, hogy a terv törekszik a fenntarthatóságra, akár új bevételek közösségi szintű teremtésével, akár a kiadások arányos csökkentésével (vagy egyéb határidős hitelviszonyt megtestesítő értékpapír kibocsátásával).

Így hát ott lennének a Next Generation EU reformjai az európai források mellett, viszont csupán a legelvakultabb optimisták gondolhatják azt, hogy ez elegendő a jelenlegi és múltbeli államadósság fenntarthatóságához szükséges növekedés megteremtéséhez.

Az Európai Bizottságnak csak a külső pénzügyi támogatással kombinált megszorító programok által traumatizált országoknál – Portugália, Görögország, Írország, Spanyolország – sikerült drasztikus reformokat elérnie. Válság által nem sújtott időkben azonban a Bizottság éves ajánlásait alapvetően figyelmen kívül hagyják.

A könnyebb utat a gyötrelmesebb helyett: a Next Generation forrásokat az első időszakban fokozatosan folyósították a jóváhagyott reformokkal szembe menve, de olyan laza kritériumok mellett, hogy míg azok előrelépési lehetőséget ugyan mindenki számára garantáltak, eredményt végül senkinek sem hoztak.

Ha egy osztályban az összes diák maximális pontszámot ér el, az vagy egy félelmetes véletlen egybeesés következménye, ahol a csoport kizárólag briliáns elmékből áll, vagy a tanár olyan könnyű feladatsort állított össze, amely nem kifejezetten segíti elő a fejlődést.

Mivel az infláció azon kevés erők egyike, amely képes csökkenteni a fennálló adósságállomány reálértékét – abban az értelemben, hogy az adós pénze a hitel lejáratakor kevesebbet ér, mint annak felvételekor –, a 2020 és 2022 között bekövetkezett következménymentes államadósságnövekedés azt a várakozást ébresztheti a hitelezőkben, hogy a szóban forgó kormányok a jövőben is különösen lazán kezelik majd a kormányzati kiadásokat.

Éppen ezért a költségvetési megszorítások bevezetésével vagy visszaállításával szembeni kormányzati ellenállás erősödni fog, ami kockázatosabbá teszi az államadósság-piacot.

Ha így nézzük, a központi bank (különösen az EKB) csak két forgatókönyv közül választhat: vagy nem tesz semmit, és hagyja, hogy a magas adóssággal rendelkező államok kamatlába a piaci nyomás hatására emelkedjen, vagy pedig ő maga teszi meg az ehhez szükséges lépéseket.

A jegybanki referencia-kamatlábak emelése megterhelőbbé teszi az újonnan nyújtott hiteleket, és csökkenti a már forgalomban lévő hitelek árát (ami azt jelenti, hogy magasabb kamatot követel az adósoktól), így tulajdonképpen a jegybank egy merevebb piaci pályát biztosít a gazdaságpolitika számára.

Ha a hitelek drágulnak, kormányok tucatjai lesznek kénytelenek visszatérni a „hagyományosabb” mentalitáshoz, és felülkerekedni az állandó veszélyhelyzeten, amely legitimálja a havi több milliárd eurós beavatkozásokat.

Röviden tehát, a központi bank kissé megnehezíti a kormányok életét, annak érdekében, hogy megakadályozza a piac túlzó és drámai válságkezelését, mint ahogyan tette azt 2011 és 2012 között. De a központi bankok képesek lesznek kezelni ezt a jelenlegi átmenetet rendezett és hiteles formában?

Több okból kifolyólag is szkeptikusan állhatunk a dolgokhoz, és tarthatunk a rohamosan növekvő inflációtól. Különösen Európában.

A covid-válság idején az EKB az utolsó megmaradt régi berögződések egyike szerint járt el: a múlt irányelveiből okulva – a favoritizmus elkerülése érdekében – a tagországok államadósságát a piaci beavatkozás igénye alapján kezdte el felvásárolni, és nem a jegyzett tőke

arányában. Így tovább nőtt a döntési mozgástere, vagyis az a lehetősége, hogy az adósságpiaci beavatkozását az euróövezet pénzügyi stabilitásának általános védelmétől eltérő célok szerint alakítsa.

Az ukrán háborút követő zűrzavar kezelésére 2022-ben elfogadott új veszélyhelyzeti eszköz szintén növeli ezt a döntési mozgásteret.

Az EKB legújabb monetáris eszköze, a TPI (*Transmission Protection Instrument* [*Áthidaló védelmi eszköz*]) lehetőséget biztosít az intézmény számára, hogy beavatkozzon az adósságpiacon a hitelhez jutás nehézségeivel küzdő tagállamok támogatásába, különböző pénzügyi, sőt akár politikai felmérések segítségével. Ezeknek a felméréseknek biztosítania kell az adósság monetizálását—azaz egy fizetéseképtelen tagállam mások kárára történő megmentését – tiltó európai szerződések betartását.

A probléma abban rejlik, hogy egy országgal szembeni bizalmatlansági válság esetén fennáll annak a veszélye, hogy az EKB-nak kell vállalnia azt a – nagyon is politikai és bizonyára nem csak pénzügyi – felelősséget, hogy értékelje, a bajba jutott állam betartja-e az adósság fenntarthatóságát biztosító költségvetési referenciaértékeket vagy az Európai Bizottság ajánlásait.

Az EKB-nak így tehát megvan az a lehetősége, hogy „élet vagy halál”-ítéletet hozzon a pénzügyi válság közepette már eleve a szakadék szélén álló országokról. Ez egy olyan nehéz döntés, amely az előző rendszer – azaz Mario Draghi és az euróválság – idején az Európai Stabilitási Mechanizmus és az Európai Bizottság feladata volt: az EKB az OMT (*Outright Monetary Transactions* [*Végleges értékpapír-adásvételi műveletek*]) nevű kötvénycsereprogrammal csupán kötelezettséget vállalt arra, hogy szükség esetén akár korlátlanul is beavatkozik, amíg a kedvezményezett ország a nagyobb politikai legitimitással rendelkező intézményekkel tárgyalást folytat a reformokról és az ebből következő kötelezettségvállalásokról.

Nem nehéz megjósolni a piacok hozzáállását egy potenciális bizalmi válság esetén, melyben egy olyan nagy és erősen eladósodott ország állna a fókuszban, mint amilyen például Olaszország. Bármilyen legyen is az elszámolások és a reformok feltétele, az EKB aligha tagadná meg a támogatását, tekintettel arra, hogy Olaszország részleges fizetéseképtelensége sokkal nagyobb traumát jelentene az euróövezet számára, mint a 2009–2010-es görög válság, amely majdnem borította a közös valutát.

Következésképpen, a befektetők világosan látják, hogy az EKB sok mindenre összpontosít az infláción kívül, beleértve az ökológiai átmenetet is. Ha egy intézmény egyszerre több célt is követ, nehéznek vagy lehetetlennek találhatja mindegyiket együttesen elérni, illetve rájöhet arra, hogy az egyik területen elért siker egy másik területen katasztrofális kudarchoz vezethet.

Pontosan ezért kiszámítható, hogy az infláció veszélyével szemben az EKB reakciója bizonytalanabb, lassabb, vagy kevésbé drasztikus, mint amilyen akkor lenne, ha az árstabilitás lenne az egyetlen fontos szempont, és nem kellene figyelembe venni a korlátozó monetáris politikai intézkedéseket vagy a kamatemelés politikai és pénzügyi következményeit.

Ráadásul az ilyen széles mozgástérrel rendelkező központi bankok küzdenek a függetlenségükért is. Az EKB döntései például előfeltételei egyéb olyan döntéseknek, amelyek a népszavazással legitimált kormányok kizárólagos hatáskörébe tartoznak.

Továbbá a jegybank a többi uniós intézmény politikai kezdeményezésének gyengesége miatt végül úgyis megold mindent ahelyett, hogy csupán meghatározná azt a környezetet, amelyben a tagállamok különböző gazdaságpolitikai megoldásai versenyeznek.

Az EKB rálép az elkerülhetetlen politikai viták aknamezejére – amelyek még bonyolultabbá teszik az inflációs nyomás kezelésére irányuló kellemetlen döntések meghozatalát – amennyiben figyelmet fordít az éghajlatváltozás aggályaira, valamint dönt arról, hogy a világjárvány következményei ideiglenesek vagy tartósak-e, és hogy a reformokkal kapcsolatos kötelezettségvállalások hitelesek-e vagy sem.

Társadalmaink irányítóinak muszáj olyan szakembereknek lenniük, akik rendelkeznek demokratikus legitimációval, akár jó szándékúak, akár nem. A politikai döntésekért továbbra is a választott kormányoknak és az azokhoz tartozó állami szerveknek kellene felelősséget vállalniuk, nem pedig a központi bankok dolgozóinak, akiknek az árstabilitásra kellene összpontosítaniuk.

A probléma az, hogy a központi bankárok elveszítették az irányt. Az Egyesült Királyság jegybankjának volt elnöke, Mervyn King azon kevesek egyike, akik megjósolták az új inflációs hullámot. Ő a következőképpen foglalja össze az elmúlt évtizedeket: a központi bankok sok éven át sugallták a piacnak, hogy a kamatlábak bizonytalan jövő esetén a nullához konvergálnak, amely jelenséget előretekintő útmutatásnak neveznek. Ezt az előrejelzést (és

ígéretet) egy olyan elméletből levezetett modellre alapozták, amely szerint a várakozások határozzák meg az inflációt, és a központi bankok befolyásolják a várakozásokat.

King észrevétele, hogy a jegybankok modelljeiben az egyetlen igazán fontos változó az inflációs cél volt. Amennyiben ez így történt volna, a világ a szakemberek irányelveit követte volna. Amint az nyilvánvaló, ez végül nem így történt, eredményezve egy kettős problémát. Egyrészt egy olyan inflációs hullámmal állunk szemben, amely szinte teljesen váratlanul ért minket és sok esetben tudomást sem veszünk róla az életünkre gyakorolt hatása ellenére sem.

Másrészt a központi bankok előrejelzési és megelőzési sikertelensége aláássa az egyik, a korábbi inflációs válságokban kulcsfontosságúnak bizonyult eszközt: a központi bank függetlenségének megerősítését, tehát azon hatalmát, hogy szabadon megtehesse, ami szükséges – bármilyen kellemetlen is – az árak ellenőrzés alá vonásának érdekében.

Most, hogy a központi bankok hírneve megromlott, hatáskörük pedig túlságosan kiterjedt, politikailag elképzelhetetlen, hogy bárki is javasolni fogja hatalmuk és függetlenségük további növelését.

Sőt, minden jel arra utal, hogy éppen ellenkező irányba halad a folyamat: mivel a Fed és az EKB alábecsülte az inflációt, ennek ellenére azonban egyre aktívabb és mérvadóbb résztvevői a gazdaság-, költségvetési és szabályozási politikának, a függetlenség kezd inkább a hatékonyság akadályának tűnni, mint előfeltételének.

Sok lehetőségünk azonban nincsen, ha a múlt hibái bebizonyosodnak. Ha az infláció a túl sok forgalomban lévő pénz és a növekvő árvárakozások miatt alakul ki, akkor a megfékezésének egyetlen módja, ha pénzt vonunk ki a forgalomból, drágábbá téve annak értékét, és a várakozásokat negatív irányba befolyásoljuk, azaz meggyőzzük a gazdasági szereplőket arról, hogy a központi bank tesz „valamit” az infláció csökkentése érdekében, és ez a „valami” majd működni fog.

Nincsenek szigorúan meghatározott előírások arra vonatkozóan, hogy mi legyen ez a „valami”. Mervyn King szerint radikális bizonytalanság idején marad nekünk a „Pep Guardiola-elmélet”, amelynek megalkotója nem közgazdász, hanem az innovatív stílusáról ismert híres futballedző: „A játékosok valós időben kapják meg a megfelelő utasításokat, nincsenek kész tervek, mert azokat az ellenfél intelligens reakciója vagy a körülmények váratlan változása semmissé tenne”. Ahhoz azonban, hogy a „Pep Guardiola-megközelítés” működjön, a jegybankoknak nagyon

világos és korlátozott mandátummal kell rendelkezniük, különben sem a kormányok, sem a közvélemény nem lesz hajlandó elfogadni, hogy azok, akik annyi rosszat tettek az évek során, szabadon, elszámoltathatóság, illetve világos és mérhető célok elérése nélkül azt tegyenek, amit akarnak.

Az inflációs időszakok nagy felfordulással járnak, amelyek során társadalmaink gazdasági alapjai sokkal inkább megkérdőjeleződnek, mint recessziók idején – amikor azok szenvednek a legtöbbet, akik elveszítik a munkájukat.

Az infláció mindenkit egyenlőtlenül érint, jövedelemtől, tevékenységi ágazattól és munkakörétől függetlenül (jutalmazza az adósokat, a hitelezőket pedig igazságtalanul bünteti). A társadalmi rend megbomlik.

Mindig akadnak olyanok, akik az ilyen válsághelyzetekben a kockázatok mellett a lehetőségeket is meglátják. A befolyásos közgazdász, Adam Tooze a *Foreign Policy [Külpolitika]* című lapban megjelent értekezésében összefoglalta azokat a kérdéseket, amelyeket a világ azon haladó gondolkodású része tesz fel, amely meg van győződve arról, hogy az infláció baloldali, míg a megszorítások jobboldaliak, azaz hogy az emelkedő árak lehetőséget adnak arra, hogy megkérdőjelezzük a válsággal nem sújtott időkben mozdíthatatlannak tűnő hatalmi viszonyokat és kapcsolatokat.

Tooze emlékei szerint az 1970-es évek a válságok, de egyben a nagy szociális fejlesztések időszaka is volt. Az erős szakszervezetek és szociáldemokrata pártok jelentős béremeléseket és kiterjesztett jóléti juttatásokat harcoltak ki (Olaszországban például nem sokkal az 1973–74-es olajválság után, 1978-ban létrehozták az állami egészségbiztosítási rendszert).

Megállapította továbbá, hogy az infláció nyerteseket és veszteseket is teremt: a jelzáloghitellel rendelkezőknek könnyű dolguk volt, hiszen az infláció csökkentette a törlesztőjük reálértékét, miközben a ház nominális értéke a piaccal összhangban emelkedett. Az ezekben az években keletkezett államadósság sok túlköltekezést eredményezett, amelyeket az infláció (legalábbis egy ideig) tompított.

A közgazdász Paul Volcker által az Egyesült Államokban bevezetett, majd az összes többi ország által követett korlátozó monetáris politika rendet teremtett az árakban és a devizapiacra, de elfojtotta a társadalmi nyugtalanságot és a változásra való törekvést is.

A beruházások visszaszorítása és a munkanélküliség előidézése csökkenti a munkavállalók és a szakszervezetek erejét, növeli az infrastruktúrát vagy a szociális kiadásokat finanszírozó államadósság költségeit, a kormányokat pedig morózusabb költségvetési politikára kényszeríti. Ezen politika keretében csökkentik a közkiadásokat, ösztönzik a liberalizációt és a nemzetközi kereskedelemre való nyitottságot. Ez középtávon növeli ugyan a GDP-t, de rövid távon sok sebet ejt azokon, akiket az új verseny hátrányosan érint.

Adam Tooze az alábbiakban foglalja össze mindezt: az 1970-es évek végén „a központi bankok azt tették, amit bizonyos célcsoportok, nevezetesen a megtakarításokkal rendelkezők, a vállalkozók és a befektetők akartak – akik közül egyik sem szerette az inflációt –; illetve azt is, amit egy bizonyos – stabilitáshoz való visszatértést követelő – konzervatív közvélemény akart”.

„Ezért a független központi banki dolgozók egyáltalán nem függetlenek, hanem a konzervatív politika más technokrata és nem demokratikus eszközeinek megtestesülései” – vonja le a következtetését Tooze.

Francesco Saraceno, a Sciences Po közgazdásza a *Domani [Holnap]* című lapban megjelent vezércikkében megemlítette, hogy az USA-ban bevezetett inflációellenes politika is hozzájárult a latin-amerikai adósságválság kialakulásához.

Ezek a társadalmi következmények azonban nem tették politikailag problematikuská az inflációellenes döntéseket. Éppen ellenkezőleg, segítettek abban, hogy az árstabilitás melletti elkötelezettség még a társadalmi feszültségek és a döntések népszerűtlensége ellenére is hiteles legyen. „Ronald Reagan egyik tanácsadója néhány évvel később azt nyilatkozta, hogy a hitelesség megteremtéséhez a Federal Reserve-nek be kellett bizonyítania, hogy hajlandó sok, az intézményhez semmilyen szálon nem fűződő ember vérént ontani” – írta Saraceno. Az amerikai munkanélküliségi ráta az 1979-es 5,6 százalékról 1983-ra 10,8 százalékra emelkedett.

A gyökeres változásokat hozó 1920-as évek inflációs válsága azonban csak részben hasonlított az 1970-es évekbelihez: a felszínesebb hasonlóságokon túl hasonlít még abban hozzá, hogy a kiváltó ok az olajválság volt, és jelentős geopolitikai feszültségek uralkodtak.

Még a kétszámjegyű infláció ellenére sem szerveződtek újra a baloldali pártok vagy tértek vissza a szakszervezetek Európában vagy az Egyesült Államokban, és aligha követelte bárki is a bérek inflációhoz való kötését. A központi bankok által terjesztett narratíva, miszerint az

infláció múló kellemetlenség, annyira meggyőzőtt mindenkit, hogy eltűrték a vásárlóerő jelentős romlását.

2022 novemberében 10,1 százalékos infláció mellett az euróövezetben a bérek még mindig ugyanolyan ütemben nőttek, mint a világjárvány előtti időkben, azaz mint egy infláció nélküli világban (átlagosan évi 2,1 százalékkal).

Ez a tendencia biztonságérzetet adott az EKB-nak afelől, hogy az infláció nem lesz hatással a bérekre, és hogy a várakozások szilárdan rögzültek – azaz a munkavállalók nem követeltek strukturális béremelést a vásárlóerő átmeneti romlása miatt. Ez egy végtelenül kényelmes magyarázat a központi bankok számára, de kissé instabil.

Az európai munkavállalók jövedelmét annyira eltorzította a két éven át tartó járvány és az energiaválság, hogy sokaknak talán nehéz számontartania, valójában mennyi is a rendelkezésre álló jövedelme: először a kijárási korlátozások és a covid ellenes intézkedések miatt csappant meg a ledolgozott órák száma, de a kieső összeg nagy részét később a támogatásokkal és a kormányzati szükségintézkedésekkel pótolták (sőt, egyes esetekben még többet is); végül az energiaválság miatt nőttek a költségek, de a kormányok ismét a családok segítségére siettek. Röviden, egy átlagos háztartás számára nagyon nehéz megbecsülni, hogy 2023-ban mit tudna vásárolni, tételezzük fel, havi 3000 eurós rendelkezésre álló jövedelem mellett válság által nem sújtott időkben, mert azok az idők – amelyekben a bevételek és a kiadások kiszámíthatóak – már régen elmúltak.

Ha ez valóban így van, akkor a béremeléseket csak késleltetik, de az emberek nehezen tudnak nem tulajdonítani jelentőséget a vásárlóerejük drasztikus, akár 10 százalékos romlásának.

Európa egyik legnagyobb szakszervezete, az Ig Metall 2022 novemberében 8 százalékos béremelést harcolt ki. Ez ugyan így sem érte el az akkori infláció mértékét, de még ennek ellenére is sokkal nagyobb volumenű volt más, kevésbé szervezett és alacsonyabb alkupozícióval rendelkező szakszervezet eredményénél.

Az 1970-es évek után kialakított ortodox monetáris politika azt diktálja, hogy a legsürgősebb és legszükségesebb pillanat a beavatkozáshoz pontosan az, amikor a béremelési igények a munkavállalók nagy szervezett csoportjait érintik, mert ez a kiváltó oka az ár-bér spirálnak, amely végleg kicsúszhat az irányítás alól. Valójában igazi ortodox monetáris politikáról akkor beszélhetnénk, ha már az igények térnyerését megelőzné egy restriktív monetáris politika.

Alacsony jövedelműeknek számítanak azok is, akiknek a legnagyobb a fogyasztási határhajlandóságuk: minden plusz megkeresett eurót azonnal fogyasztásra fordítanak, míg egy milliomos nem változtat az életmódján plusz 10 000 euró rendelkezésre álló jövedelem miatt, szinte biztosan megtakarítja és befekteti azt.

Ebből adódóan a minimálbérből élők az inflációs fázisokban a legutolsók, akik bármit is nyerhetnek, és az elsők, akik a deflációs politikák következményeit elszenvedik.

Amint ugyanis az igényeik olyan mértékűvé válnak, hogy ténylegesen elegendő erőforrás áll rendelkezésre az áremelkedés előtti fogyasztási szintjük visszaállításához, a központi bankok beavatkoznak, hogy megfojtsák ezt a többletigényt azáltal, hogy megnövelik a munkanélküliséget, amely csökkenti az alkupozíciót és ezáltal a bérekre gyakorolt nyomást.

Ez a környezet több lehetőséget kínál a baloldálnak, mint a jobboldalnak. Az infláció azonban nem változtatja meg a szakszervezetek alkupozícióját vagy a jóléti reformokat, még akkor sem, ha ezek kéz a kézben jártak az 1970-es években. Éppen ellenkezőleg, sokkal valószínűbb, hogy az ok-okozati összefüggés a másik irányba mutat: az erős szakszervezetek és pártok nagyobb alkupozíciót biztosítanak a munkavállalóknak, ami hozzájárulhat az inflációhoz, ahogyan a nagyvonalú szociális reformok is hozzájárulhatnak a kereslet és ezáltal az árak növekedéséhez. Így történt ez az Egyesült Államokban, a Johnson elnök által létrehozott *Great Society* [Nagyszerű társadalom] nevű reformprogrammal az 1960-as években.

Azt is láttuk, hogy a makrogazdasági palettán a magasabb infláció melletti szabad döntés képzelete – a több munkahely és ezáltal a nagyobb növekedés reményében – csak a piaci szemfényvesztők műve: az infláció kicsúszik a kezeink közül, és ha egyszer nekilódul, nagyon nehéz és gyötrelmes visszaszorítani.

Kétségtelen azonban, hogy az Egyesült Államokban, de még inkább Európában a világjárvány után tapasztalt infláció lehetőségeket biztosít a haladó szellemű pártok számára, vagy legalábbis úgy alakította át a környezetet, hogy az újraelosztás visszanyerte legitimitását.

A covid-időszak kezdetéig az ortodox monetáris- és gazdaságpolitika sokkal nagyobb mozgásteret biztosított a konzervatív, centrista vagy akár jobboldali erőknél: az ukrán háborút megelőzően – a nagyobb biztonság vagy igazságosság érdekében – kevesen voltak hajlandóak megkérdőjelezni azt a növekedést, amelyet a globalizáció és a nemzetközi verseny generált.

A pénzügyi piacok pedig reakció nélkül figyelték a gazdasági világválságot követően a központi bankok hatalmas pénzinjekcióját, anélkül, hogy különösebb inflációs félelmet keltettek volna, tekintve, hogy ez a tőke sokkal inkább a tőzsdei eszközök értéknövelésére szolgált, mintsem a reálgazdaság felélénkítésére. Nincs ugyanis inflációs kockázat, ha a pénz a leggazdagabbakhoz kerül, hiszen ők nem fogják növelni a fogyasztásukat, csak a megtakarításaikat és így a befektetéseiket.

A haladó szellemű pártok nehezen tudták érvényesíteni a társadalmi igazságosságot és az újraelosztást, mivel az ebből eredő politikák veszélyeztették a gazdasági növekedést, az adósságfinanszírozási politikák pedig a pénzügyi hitelességet. Ugyanebből az okból kifolyólag még az ökológiai átmenethez szükséges politikákat is gyakran utóvédharcnak, a környezetvédelem és a gazdasági növekedés közötti elkerülhetetlen átváltásnak tekintették.

A covid, a háború és az energiaválság után szinte semmi sem maradt a régi. Mindenféle beállítottságú kormányok expanzív költségvetési politikát fogadtak el, több tíz- vagy százmilliárdos (sőt, az USA-ban akár ezermilliárdos) értékben, hogy támogassák a gazdaságot. A világjárvány rámutatott a nemzeti és globális szintű közös állami politikák fontosságára, valamint arra, hogy a piac nem képes megfelelő válaszokat adni a közvélemény bevonása és irányítása nélkül.

A háború és az energiaválság kétségbe vonta az általunk eddig jól ismert, hatékonyságon alapuló globalizációt. Mindeközben az ökológiai átmenet a nemzeti szuverenitás és függetlenség kérdésévé vált: csak azok az országok vagy földrajzi területek lesznek képesek versenyben maradni, amelyek önálló vagy legalábbis megbízható ellátási rendszert építenek ki egy olyan világban, amely már nem az instabil és autokrata rezsimek által értékesített fosszilis energiahordozókra épül.

Végül is az infláció, tekintve, hogy egyenlőtlenül érintett mindenkit, potenciális igényt teremtett az újraelosztásra, és felrázta az Európában, különösen az Olaszországban meglehetősen stagnáló munkaerőpiacot, hiszen az alacsony termelékenységnövekedés lassú bérnövekedéshez is vezetett.

Mára már minden megváltozott. Néhány évnyi magas infláció után a munkavállalók végül azon erő irányába fognak elmozdulni, amely az elveszített vásárlóerejük helyreállítását ígéri, ahelyett, hogy védelemmel kecsegtetne képzeletbeli ellenségekkel szemben, legyenek azok akár külsők (migránsok), vagy a belsők (jogokat követelő kisebbségek).

Ezt figyelembe véve, az újraelosztás óriási különbséget jelenthet. Ezt mutatja az a Parlamentáris Költségvetési Hivatal – a központi költségvetésért felelős független hatóság – által készített elemzés is, amely azt vizsgálta, hogyan változtatták meg a Draghi-kormány döntései az infláció hatását Olaszországban.

A jelenlegi kormány beavatkozásai nélkül 2020 és 2022 között a lakosság legszegényebb 10 százalékának vásárlóereje erőteljes 12,4 százalékkal megcsappant volna az energiaárak emelkedése miatt, amihez hozzáadódna az egyéb termékek 2,7 százalékos árnövekedése. Egybevéve tehát több mint 15 százalékkal kevesebb jövedelem állna rendelkezésükre alig több mint egy év leforgása alatt.

A különböző kormányzati beavatkozások – szociális és egyszeri juttatások, nyugdíjak ártértékelése, közüzemi számlaengedmények – 4,8 százalékra korlátozták az infláció hatását, ami kisebb, mint a teljes lakosság által tapasztalt (a kormányzati beavatkozások nélküli állandó) 5,4 százalékos átlag.

Összességében újraelosztás nélkül az olaszok leggazdagabb 10 százaléka 6,8 százalékos, a legszegényebb 10 százalék pedig 15,1 százalékos inflációt tapasztalt volna.

Infláció és gyenge gazdasági fejlődés idején a baloldali, a társadalom alsóbb rétegeit célzó újraelosztás népszerűbb lehet a jobboldali, felsőbb rétegeket érintőknél. Ez utóbbi akkor sikeres inkább, amikor a növekedés erősebb, és érvényesül az a gondolat, hogy a nyertesek jutalmazása a nagyobb jólét megteremtését szolgálja, dacára annak, hogy annak különböző elemei egyenlőtlenebbé válnak.

Ha a GDP növekszik, még a leggazdagabbak és a vállalatok adócsökkentését is széles körben elfogadják, mert ez azt az üzenetet hordozza, hogy ha több forrást tudnak felhasználni azok, akik megteremtik a növekedést és az ehhez szükséges munkahelyeket, akkor az előnyökből a – sokat vitatott és empirikusan nem alátámasztott – a növekedés leszivárgáselmélete szerint a társadalom alsóbb rétegei is érzékelnek valamennyit.

A magas inflációval együtt jár a frusztráció: mindenkinek – gazdagnak és szegénynek – küzdenie kell, hogy megtartsa korábbi pozícióját, hiszen a megélhetési költségek meghaladják a jövedelem vásárlóerejét. Ezeknek együttesen kellene változniuk, már csak azért is, hogy garantálják azt a jólétet, amelyet a múltban biztosítottak. Ezért a kimerítő erőfeszítéstől való

védelem ígérete – amely egyébként nem tesz lehetővé valódi javulást – vonzóbb, mint a stabil árak és a kiegyensúlyozott növekedés.

Csak és kizárólag ebben az értelemben az új inflációs időszak lehetőséget teremthet a haladó szellemű pártok számára, akik elvesztették társadalmi gyökereiket először a globalizációs expanzió éveiben, majd a populizmus felemelkedése során—amely azonnali (de nem túl hatékony) válaszokat ígért a hosszú expanziós szakasz során kialakult egyenlőtlenségekre.

Az a tény, hogy az ökológiai átmenet egyszerre lehet az infláció hajtóereje és az áremelkedés áldozata, további kihívást jelent, különösen az ilyen pártok számára, amelyek – elméletileg legalábbis – kulturálisan felkészültebbek a közjavak, a fenntartható fejlődés és a generációk közötti méltányosság kérdésköreiben. A prioritás azonban továbbra is az árak kordában tartása marad, mivel az infláció képes a társadalmakat alapjaiban megrengetni, hiszen gyakorlatilag ellehetetleníti a kiszámíthatóságra és a bizalomra épülő kapcsolatokat, amelyek a kapitalizmus és az általunk ismert növekedés alapját képezik.

Az infláció általában recesszióval végződik. A kormányok és a mögöttük álló pártok számára – bármilyen nézeteket is valljanak – az a kihívás, hogy az infláció csökkentéséhez szükséges kemény és népszerűtlen politikát támogassák, amíg szükséges, de egy perccel sem tovább.

Ha ezen politikák túl hamar hatályukat veszítik, akkor minden hiábavaló volt, és feleslegesen szenvedték el bizonyos csoportok a negatív következményeket, mert az infláció a korábbinál erősebben jelenik meg újra, és minden későbbi intézkedés kevésbé lesz hiteles. Ha viszont ezek a politikák túl sokáig maradnak hatályban, a recesszió hosszabb ideig tart a szükségesnél, a munkanélküliek száma pedig már jelentőssé válik.

A követendő iránymutatás a leggyengébbek védelmére szolgál a relatív árak kiigazítása mellett. Például többletjuttatás formájában pénzzel segíteni a benzinvásárlással küzdő alacsony jövedelmű családokat jobb megoldás, mint csökkenteni az üzemanyag adóterheit, mert az első esetben az inflációt generáló áru iránti kereslet csökken anélkül, hogy a fogyasztók túlságosan elszegényednének, míg a második esetben a kereslet változatlan marad. Minden további áremelkedés vonzza a magasabb adókedvezmények iránti igényt, ami elindíthat egy végtelen lavinát.

Még hatékonyabb, ha a váratlan kiadásokat a sürgőssé vált problémák tartós megoldására irányítjuk, egyrészt a leggyengébbek védelme érdekében, másrészt az infláció megfékezése miatt.

Az energiaköltségek fedezésére nyújtott támogatásokra költött közpénzmilliárdok helyett jobb lenne ösztönözni a háztartásokat (vagy az energiaközösségeket) önellátóbbá tévő, és strukturálisan alacsonyabb energiaszámlákat biztosító nappanelek telepítését. Ez tartósan csökkenti mind a fosszilis energia iránti keresletet, mind az energiaszámlák által elszippkázott háztartási költségeket.

A világ a – covid és az infláció okozta – kettős járvány után a feje tetejére állt. Át kell alakítanunk elképzeléseinket és politikánkat annak érdekében, hogy megragadhatjuk a lehetőségeket és megállíthassuk az új veszélyeket. Bízom benne, hogy ez a könyv némiképp hozzájárult ezen új tudatosság kialakításához.