

Hajnal Mihály: Az európai inflációs folyamatok a japán tanulságok tükrében

Júliusban az előzetes adatok alapján az eurozóna fogyasztóiár-indexe 0,4 százalék volt. Így az infláció 2013 februárja óta folyamatosan az Európai Központi Bank (ECB) 2 százalékos, középtávú inflációs célja alatt alakul, tavaly októberben pedig már az 1 százalék alatti „veszélyzónába” süllyedt és azóta is ebben a tartományban tartózkodik.

Az alacsony inflációs adatok ismeretében egyre több elemzésben kerül említésre az európai gazdaságok esetében is egy „japán-típusú” defláció kialakulásának a kockázata. De vajon valóban indokolt-e az aktuális európai helyzetet párhuzamba állítani a gazdaságtörténet egyik legsúlyosabb deflációs jelenségének tekinthető japán tapasztalatokkal?

Figyelembe véve hazánk gazdasági nyitottságát és azt a tényt, hogy legfőbb kereskedelmi partnereink európai gazdaságok, könnyen kimutatható, hogy az euroövezet inflációs tendenciái a magyar fogyasztóiár-indexet is érdemben befolyásolják. Egy, a jegybank által készített becslés szerint a 2012 decembere és 2013 decembere között bekövetkezett erős hazai dezinfláció körülbelül felét a külső – főként európai - inflációs környezet elmozdulásai okozták. Ennek megfelelően a magyarországi inflációs kilátások szempontjából is releváns kérdés lehet a japán tapasztalatok tükrében az európai árazási folyamatok áttekintése.

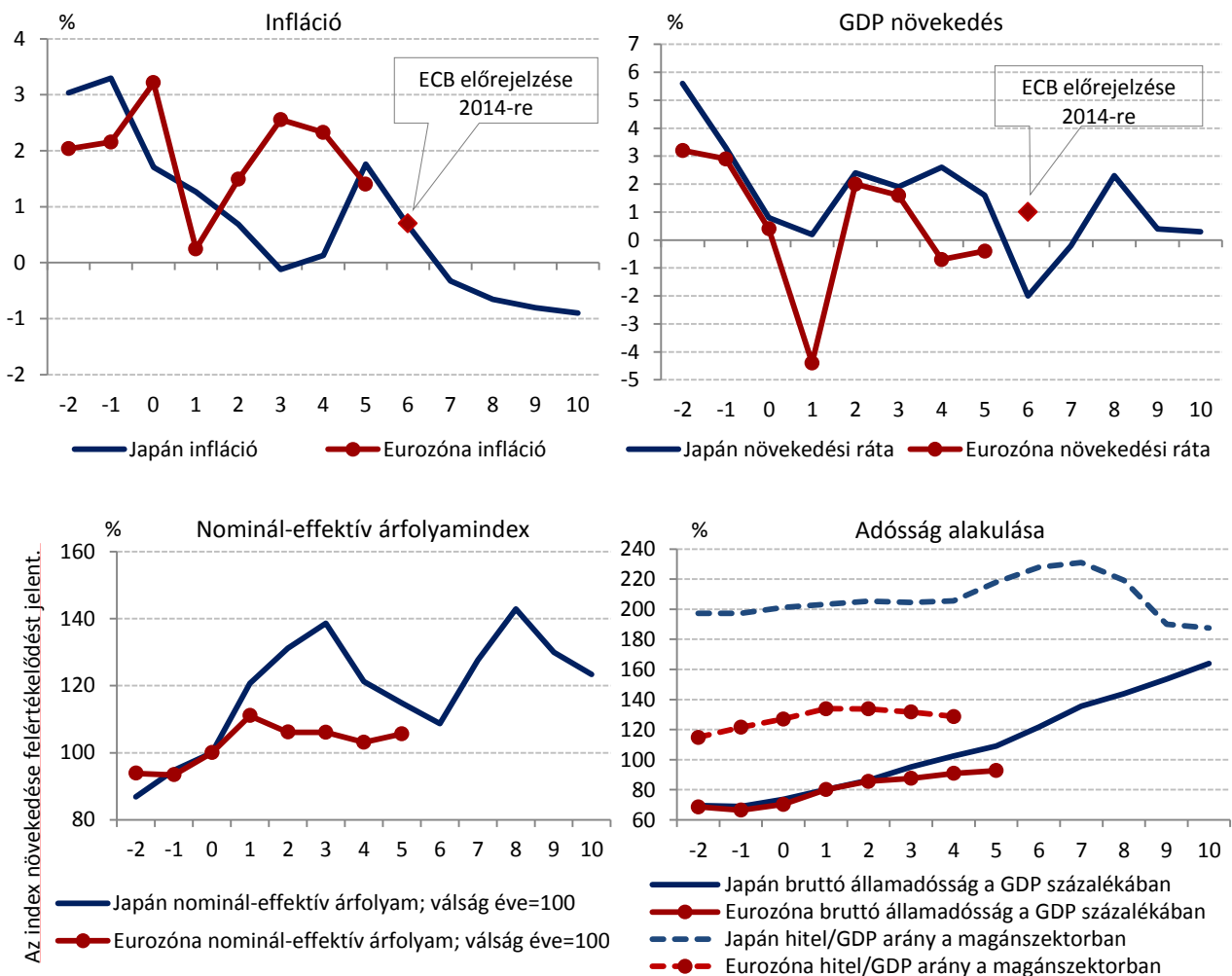
A japán defláció okai

Japán gazdasága két évtizeden keresztül küzdött a defláció és az alacsony gazdasági növekedés problémájával. A deflációs probléma kialakulása valahol az 1990-es évek közepére datálható. Az inflációs ráta 1995-ben fordult először negatív tartományba és 1998-tól egészen a tavalyi évig ott is maradt. A japán defláció kialakulásának okaként nem lehet egyetlen tényezőt kijelölni. Több hatás együttesen okozta a nehezen kezelhető gazdasági jelenség bekövetkeztét.

- Japánban a kilencvenes éveket megelőzően ingatlanbuborék alakult ki. A folyamathoz hozzájárult, hogy a háztartások mellett a dinamikusán bővülő exportbevételekből megerősödő japán vállalatok is az ingatlanpiacon fektették be pénzüket. Emellett az 1985-ös Plaza Egyezmény – célja a jelentősen felértékelődő amerikai dollárnak a fejlett országok jegybankjai által végrehajtott közös intervenció útján történő gyengítése – nyomán érdemben erősödő jen árfolyam (1985 és 1987 között kb. 50 százalékkal értékelődött fel a dollárral szemben) negatív hatásait a japán jegybank laza monetáris politikával igyekezett ellensúlyozni, ami szintén fűtötte az ingatlanpiaci buborékot.
- A buborék 1992-es kipukkanásának eredményeként drasztikusan nőtt a munkanélküliség és jelentősen csökkentek az ingatlan- és földárak. Az eszközárak esése miatt mind az államháztartás, mind a bankrendszer komoly veszteségeket volt kénytelen elszenvedni, melynek hatására a hitelezés gyakorlatilag leállt, a belföldi kereslet pedig jelentősen visszaesett. A vállalati és bank mérlegek elhúzódó tisztítása tartósan visszavetette a hitelnövekedést. Az aggregált keresletet a laza fiskális politika sem volt képes érdemben élénkíteni, ugyanakkor a fiskális expanzió az államadósság drasztikus emelkedéséhez vezetett.
- A japán gazdaságot a tartósan visszafogott kereslet mellett a potenciális kibocsátás gyengélkedése is sújtotta. Ebben a népesség gyors ütemű öregedése mellett a lassú termelékenység-növekedés is szerepet játszott. A termelékenység gyengélkedéséhez a vállalati és banki mérlegalkalmazkodás miatt tartósan visszaeső beruházások érdemben hozzájárulhattak.

- Bár a japán jegybank folyamatosan igyekezett gyengíteni, a jen árfolyamának már említett jelentős felértékelődését nem sikerült korigálni, így az árfolyam elmozdulása számottevően erősítette a gazdaságban jelentkező deflációs hatásokat.
- A negatív árdinamikát idővel a nominális bérek csökkenése is követte. Az erősen export orientált japán vállalatok a bérdinamika visszafogásával próbálták javítani az erős jen-árfolyam és a feltörekvő ázsiai országok olcsó munkaereje miatt gyengülő versenyképességüket. Az alacsony bérdinamika tovább mérsékelte a belföldi keresletet és ezzel a belföldi eredetű inflációs nyomást.
- Végezetül fontos magyarázó tényező az inflációs várakozások mérséklődése. Japán esetében sokan kiemelik, hogy az árcsökkenés egyfajta önbeteljesítő folyamat következménye volt. Mivel az árcsökkenés rendkívül tartós folyamatnak bizonyult, sok fiatal japán olyan világba született, ahol természetesnek tűnt, hogy az árak nem emelkednek. Ez hatással volt a háztartások, vállalatok és a szakszervezetek mindennapjaira is. A jegybank nem volt képes lehorgonyozni a gazdasági szereplők várakozásait és bár a deflációs időszak előestéjén a 10 éves várakozások még megnyugtatóan pozitív tartományban tartózkodtak, de az 1 éves prognózisok már jelentősen mérséklődtek.

1. ábra: Japán és az eurozóna összehasonlítása



Megjegyzés: A vízszintes tengelyen 0-val a válság évét jelöltük. (Japán esetében 1992, az Eurozóna esetében 2008.)

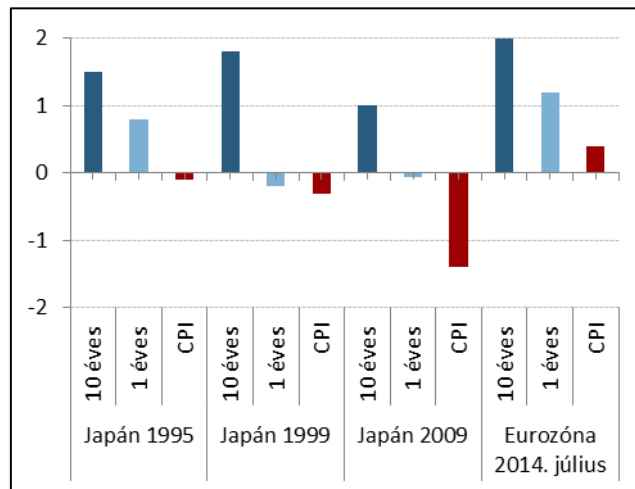
Forrás: Eurostat, WDI, OECD

Az eurozóna aktuális mutatói

A japán gazdasággal összehasonlítva az eurozóna aktuális makrogazdasági adatait számos ponton találhatunk hasonlóságokat, ám egyrészt érzékelhető, hogy az elmozdulások nagyságrendje egyelőre lényegesen mérsékeltebb, másrészt néhány meghatározó tényezőben még távolról sem beszélhetünk olyan hatásokról, mint amelyek Japán esetében megfigyelhetők voltak.

- A 2008-as gazdasági válságot megelőzően számos európai gazdaságban (főként a periféria országokban: Spanyolország, Írország) alakult ki ingatlan- és eszközárbuborék, melynek kipukkanása után az árak drasztikusan zuhantak. Az ingatlan és pénzügyi eszközárak esése komoly terheket rótt a valutaunió pénzügyi rendszerére is. A pénzügyi közvetítő rendszer megerősítése, a bankrendszer mérlegének a rossz eszközöktől való megtisztítása és az eladósodott szereplők adósságainak csökkentése azonban elhúzódó folyamat, melynek következtében a hitelaktivitás (részben kínálati, részben keresleti okok miatt) jelenleg is gyenge.
- Emellett – főként az eladósodott gazdaságokban – az államadósság szintjének csökkentése/stabilizálása érdekében alkalmazott fiskális megszorítások is tovább szűkítették az aggregált keresletet, mérsékelve a belföldi inflációs hatásokat.
- Ugyanakkor közös vonások lehetnek a romló demográfiai trendek (idős népesség eltartottsági rátája 2000: 24,1%, míg 2013: 28,9%-os volt), a válság alatt és azt követően gyengülő beruházási aktivitás (a beruházási ráta a 2007-es 21,8%-ról 2013-ban 17,7%-ra csökkent) és lassú termelékenységnövekedés.
- Ezen túl az euro árfolyama is tartósan felértékelődött, bár közel sem a 90-es évekbeli japán tapasztalatoknak megfelelő mértékben.
- Jelentős eltérés azonban, hogy míg Japánban a magánszektor súlyos adósságokkal küzdött, addig az eurozónában ez nem általános, inkább csak néhány periféria országra jellemző folyamat (volt).
- Szintén jelentős eltérés, hogy Európában egyelőre nem alakult ki általános negatív ár-bér spirál, bár egyes periféria országokban a bérszínvonal jelentősen csökkent a válság óta.
- Emellett az eurozónás inflációs várakozások a fogyasztói árindex jelentős csökkenése ellenére továbbra is a 2 százalékos inflációs cél közelében alakulnak mind rövidebb (1 éves), mind hosszabb távon (10 éves).
- Végezetül a monetáris politikát illetően az elemzők többsége kiemeli, hogy az Európai Központi Bank gyorsabban és határozottabban lépett fel a deflációs kockázatok ellen, mint a japán jegybank a 90-es években.

2. ábra: Lakossági inflációs várakozások



Forrás: Consensus Economics

Összességében megállapíthatjuk, hogy mint azt a japán példa is mutatja, a defláció kialakulása több tényező együttes, gyakran egymást erősítő hatásaira vezethető vissza. Ezek közt kiemelt szerepet játszhat a bankrendszer elhúzódo gyengélkedése, az elégtelen aggregált kereslet, a romló növekedési potenciál, a felértékelődő árfolyam, valamint a várakozásokon keresztül kialakuló negatív ár-bér visszacsatolás. A meghatározó tényezőket illetően a jelenlegi európai helyzet több ponton is mutat hasonlóságokat a 90-es évek japán eseményeivel, ám ezek nagyságrendje az eurozóna esetében egyelőre még mérsékeltebbek. A mérsékeltebb árfolyam felértékelődés mellett különösen fontos különbség lehet a magánszektor alacsonyabb eladósodottsága és az inflációs várakozások magasabb szintje. Ugyanakkor a több, egyidőben jelentkező dezinflációs hatás az európai gazdaságok esetében egy húzamosabb ideig alacsony inflációs periódus kialakulására is felhívhatja a figyelmet. Ennél határozottabb megállapítások azonban egyelőre még nem vonhatóak le. Mint ahogyan azt a Japán példa is megmutatta, a defláció kialakulása megközelítőleg akár egy évtizeddel is követheti az ingatlanpiaci-buborék kipukkanását. Emellett az elmúlt hetekben ismételen éleződő geopolitikai feszültségek már rövid távon is jelentősen befolyásolhatják az európai régió inflációs pályáját.

Szerkesztett formában megjelent a vg.hu oldalon 2014. augusztus 21-én.