

Juhász Réka: Optimális infláció és az inflációs cél mértéke: Nemzetközi tapasztalatok és magyarországi szempontok

Az alábbi tanulmány az idén felülvizsgált inflációs cél kijelölésénél mérlegelt szempontokat mutatja be. Három szempontot vizsgálunk: az optimális inflációval foglalkozó elméleti és empirikus irodalmat, a legjobb nemzetközi gyakorlatot, valamint az olyan egyedi országspecifikus tényezőket, amelyek indokoltá tehetnek valamilyen irányú eltérést a legjobb nemzetközi gyakorlathoz képest. Azt találjuk, hogy az MNB által kitűzött 3 százalékos inflációs cél összhangban áll mindhárom szempont iránymutatásával, és ebből adódóan hozzájárul ahhoz, hogy az MNB elérje elsődleges célját, az árstabilitást.

BEVEZETÉS

A Magyar Nemzeti Bank elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. Az árstabilitás nem önmagában vett érték; a célt az a megfontolás vezérli, hogy a monetáris politika ily módon tud a legjobban hozzájárulni a társadalmi jólét maximalizálásához, a gazdasági növekedés elősegítéséhez. Az MNB által is alkalmazott inflációs célkövetés rendszerben kitüntetett szerepet tölt be a középtávú inflációs cél, hiszen a Monetáris Tanács a mindenkori monetáris politikát úgy alakítja, hogy az inflációs cél teljesüljön a monetáris politika számára releváns horizonton. Kiemelten fontos tehát, hogy a kitűzött inflációs cél minél közelebb essen ahhoz az inflációs szinthez, amely az adott gazdaság szempontjából optimális.

Ez a cikk az idén felülvizsgált inflációs cél kijelölésénél mérlegelt szempontokat mutatja be. Az elméleti eredmények szerint az optimális szintet meghaladó infláció jelentős költségeket ró a társadalomra. Ennek ellenére, az infláció optimális szintje nem nulla, ugyanis létezik néhány olyan megfontolás, amely kívánatosá tehet kismértékű pozitív inflációt. Az empirikus irodalom egy része ezt a „nem linearitást” teszteli az infláció és gazdasági növekedés között, azaz azt méri, hogy valóban van-e egy töréspont, amelyet meghaladva az infláció költségei felülműlják a hasznokat. Az általunk bemutatott tanulmányok igazolják, hogy ez a töréspont valóban létezik. Ezt az inflációs szintet meghaladva kimutatható, hogy az infláció jelentős növekedési veszteséghez vezet.

Megvizsgáljuk azt is, hogy a legjobb gyakorlatnak tekintett inflációs célkövető jegybankok milyen célt tűznek ki, valamint hogy a Magyarországhoz hasonló gazdasági fejlettséggel és strukturális jellemzőkkel rendelkező országok – például a visegrádiak – milyen célt követnek. Ezen szempontok mérlegelésével, illetve annak figyelembevételével, hogy milyen egyedi (Magyarország-specifikus) tényezők befolyásolják az

optimális infláció szintjét, juthatunk el ahhoz az inflációs célhoz, ami a magyar gazdaság számára optimális lehet.

AZ OPTIMÁLIS INFLÁCIÓVAL KAPCSOLATOS ELMÉLETI MEGFONTOLÁSOK

Ha azt az inflációs szintet keressük, amely a legmagasabb társadalmi jólétet biztosítja egy gazdaság számára, akkor számba kell venni, hogy mik azok a tényezők, amelyek költségessé teszik az inflációt. A következőkben ezért először az infláció ún. *statikus*, illetve *dinamikus* (növekedési áldozatban kifejezhető) *jóléti* költségeit mutatjuk be. Ezen túlmenően azonban elképzelhető, hogy léteznek olyan szempontok, amelyek kívánatosá tesznek kismértékű pozitív inflációt. Ezért ennek a fejezetnek a második felében ezeket a megfontolásokat tekintjük át.

Az infláció statikus jóléti veszteségeivel magas inflációs környezetben közvetlenül szembesülnek a gazdaság szereplői. Az ún. menü költség az átárazás fizikai megvalósításának közvetlen költsége. Mivel a vállalatok számára az árváltoztatás költsége nem elenyésző, ritkábban változtatnak árat mint az indokolt lenne, és így ár- vagy bérmerevség alakulhat ki. Ez jóléti veszteséghez vezet, hiszen a vállalatok nem tudnak megfelelő mértékben alkalmazkodni az őket érő sokkokhoz.

Magasabb infláció mellett az árak gyakrabban változnak, ami megnehezíti a gazdasági szereplők számára az árak összehasonlítását, és így az optimális döntés meghozatalát. Az árak ugyanis fontos információhordozó szerepet töltenek be egy gazdaságban. Magas inflációs környezetben nehezebb megkülönböztetni, hogy egy adott termék ára más termékekhez képest változott-e meg (ami erőforrások átcsoportosításához vezetne), vagy a termék ára csupán az inflációs környezethez igazodott (ami nem vezetne átrendeződéshez).

A „cipótalpköltség” azzal a jelenséggel függ össze, hogy a magasabb infláció miatt nő a készpénz-tartás költsége, így a gazdaság szereplői igyekeznek kevesebbet tartani belőle. A tranzakciók lebonyolításához szükséges készpénz felvétele ugyanis időben mérhető költséget okoz. Ezen túlmenően azonban elképzelhető, hogy a kereslet is visszaesik, mivel a gazdaság szereplői ezen a megemelkedett áron kevesebb tranzakciót szeretnének lebonyolítani.

Az infláció az adórendszeren keresztül többféle módon is jóléti veszteséget okoz a társadalom számára. Először is a különböző jövedelmek után fizetendő adók alapját legtöbbször valamilyen nominális mennyiség adja (pl. személyi jövedelemadó esetén a nominális jövedelem, tőkejövedelmek esetén a nominális hozam). Ez azt jelenti, hogy a jövedelem reálértelemben vett változatlanúsága és magas infláció mellett nő az adóteher, ami növeli az adórendszer torzításai által okozott holtteher-veszteséget. Egy másik csatorna az amortizáció elszámolásához kapcsolódik. Mivel a törvény szerint elszámolható amortizációt is nominálisan határozzák meg, ezért magas inflációs környezetben a rövid élettartamú beruházások felé mozdulhat el a beruházás szerkezete, a hosszú élettartamúak kárára.

A magasabb inflációs környezet növeli a befektetéseken levő kockázati prémiumot. Ez a hatás mind mikro-, mind makroszinten érvényesül. Az előbbi tekintve, a gazdasági szereplők az általuk vállalt magasabb kockázatért cserébe magasabb hozamot várnak el. A kockázatmentes kamatlábhöz képest elvárt többlethozamot hívjuk kockázati prémiumnak. Magas inflációs környezetben a jövőbeni inflációval kapcsolatos bizonytalanság is növekszik, így egyfajta inflációs kockázati prémiumot is követelnek a befektetők. A magasabb elvárt hozam csökkenti a beruházásokat, mivel a nagyobb reálkamat mellett kevesebb beruházás térül meg. Makroszinten pedig a szorosan integrált nemzetközi pénzügyi piacokon jellemző gyakorlat, hogy a befektetők és a hitelminősítők néhány kiemelt makrogazdasági mutató alapján ítélik meg az adott ország hitelképességét. Az árstabilitás ebben fontos szerepet játszik, a befektetők jellemzően nagyobb kockázati prémiumot várnak el, ha magasabb az infláció.

Az infláció dinamikus költsége abban mutatkozik meg, hogy a tartósan magas infláció különféle hatásokon keresztül csökkenti a gazdaság növekedési ütemét. Temple (2000) a szakirodalom átfogó bemutatásakor sorra vette azokat a csatornákat, amelyeken keresztül az infláció negatív hatást gyakorolhat a gazdasági növekedésre. Azt találta, hogy az infláció a beruházások visszafogásán keresztül gyakorolja a legnagyobb hatást a növekedésre.

A felsorolásból világosan látszik, hogy a magas infláció komoly azonnali és jövőbeni költségekkel terheli a gazdaság szereplőit, így az árstabilitás elérése és fenntartása valóban jelentős mértékben javítja a társadalom tagjainak hosszú távú jólétét. Az eddigiek alapján azt a következtetést lehetne levonni, hogy a gazdaság számára az árstabilitás, azaz a nulla infláció optimális. Létezik azonban néhány olyan megfontolás is, amely indokoltá tehet *kismértékű* pozitív inflációt. Alapvetően három érvet lehet felhozni a pozitív infláció mellett; az árindexben meglevő torzítást, a deflációs veszély elkerülését, valamint az aszimmetrikus nominális ármevségeket. A szakirodalom nemcsak ezeknek a hatásoknak a széles körű dokumentálására törekedett az elmúlt időszakban, hanem empirikusan is igyekeztek megmérni, hogy az egyes hatások szám szerint mekkora pozitív inflációt tesznek indokoltá. A következőkben ezeket az eredményeket tekintjük át.

Először is, az inflációt az elfogadott gyakorlat szerint a fogyasztóiár-indexszel mérik. A fogyasztóiár-index a tapasztalatok szerint azonban gyakran tartalmaz torzítást, méghozzá általában felülbecsli a tényleges inflációt. Az átlagszámítás módja eleve felfelé torzítja az árindexet,¹ és ez a torzítás annál nagyobb, minél jobban szóródnak a termékek árváltozásai. Továbbá, mivel a fogyasztóiár-indexet egy rögzített reprezentatív fogyasztói kosár alapján számítják, ezért nem veszi figyelembe, hogy a relatív árak változásának következtében a fogyasztók a drágább termékeket helyettesítik az olcsóbbakkal. Ezen túlmenően, a fogyasztók nemcsak a termékek, hanem a boltok között is választhatnak, ezért a különböző boltokban megfigyelhető árakat aszerint kellene súlyozni, hogy a vásárlások ténylegesen hol történnek az adott időszakban. Az árak felírása azonban mindig ugyanazokban az üzletekben történik. Végül a rögzített fogyasztói kosár használata azt az implicit feltételezést tartalmazza, hogy a termékek minősége időben állandó. Ugyanakkor a termékek minősége általában javul, így az árváltozásnak a minőségváltozás által indokolt részét is inflációként számolják el. Az IMF több országra vonatkozóan tekintette át a meglevő empirikus irodalmat, és ezek alapján 0,5-1% közé tette a fogyasztóiár-index torzítását, azaz a tényleges infláció körülbelül ennyivel alacsonyabb, mint a megfigyelt (Faulkner–MacDonagh et al., 2003).

A második érv a kismértékű infláció mellett a defláció elkerülése. Noha az inflációnak számos költsége van, ahogyan ezt az előzőekben láthattuk, a deflációt a közgazdászok sokkal veszélyesebbnek tartják, amit az 1990-es évek japán példája élénken illusztrál. Ha ugyanis az árak tartós esésnek indulnak, a gazdaság szereplői későbbre halaszthatják a fogyasztásukat

¹ A torzítás abból fakad, hogy az inflációt a fogyasztóiár-index kosarában található termékek árváltozásának súlyozott számtani átlagaként definiálják. Amennyiben egy termék ára az első évben 1 forinttal nő, a második évben pedig 1 forinttal csökken, úgy a mutató a két év átlagában kismértékben pozitív inflációt fog mutatni.

– mivel az árak jövőben folytatódó esésére számítanak.² Az árak csökkenése és a kereslet visszaesése egy ún. deflációs spirált indíthat el, ahol a két folyamat egymást erősítve vezet egyre mélyebb recesszióhoz. A deflációs környezet a monetáris politika hatékonyságát is alááshatja. Mivel a nominális kamat nem lehet negatív (a készpénz tartásának hozama ugyanis nulla), előfordulhat olyan eset, amikor a reálkamat további csökkentésére lenne szükség, ez azonban nem megvalósítható. Ezt a helyzetet nevezzük likviditási csapdának. A jegybankok kiemelt figyelmet fordítanak arra, hogy elkerüljék a tartós deflációt és a likviditási csapdát, ezt elsősorban úgy érhetik el, ha nullánál nagyobb inflációs célt tűznek ki. Empirikus kutatások arra jutottak, hogy a fejlett országokban 1-2%-os átlagos infláció mellett elfogadhatóan kicsi a defláció és a likviditási csapda kialakulásának valószínűsége.

A harmadik indok, ami miatt kívánatos lehet a nullánál nagyobb infláció, az aszimmetrikus nominális ár- és bérmerevségek elméletében keresendő. Ez a megfontolás azon az elképzelésen alapul, hogy a gazdaságot folyamatosan exogén sokkok érik, amelyek alkalmazkodásra (pl. ár- és bérváltoztatásra) kényszerítik a gazdaság szereplőit. Elképzelhető, hogy különböző okokból kifolyólag könnyebb emelni az árakat vagy a béreket, mint csökkenteni őket, és így az ár- és bércsökkentések gyakorisága elmarad az emelések gyakoriságától. A lefele merev árak vagy bérek csökkentik a gazdaság alkalmazkodóképességét, és így hatékonyságvesztést okoznak. Ha ez a megfontolás empirikusan releváns, akkor elképzelhető, hogy a kismértékű infláció segíti a gazdaság olajozott működését. Azaz, kismértékű pozitív infláció mellett az alkalmazkodás reálértelemben könnyebben végbemehet, hiszen nullánál magasabb infláció mellett eleve kevesebb vállalatnak kellene árat vagy bért csökkentenie.

A lefele merev árakkal kapcsolatos, fejlett országokra vonatkozó empirikus kutatások kissé ellentmondó eredményt mutatnak. Míg az USA-ban Peltzmann (2000) azt találta, hogy az aszimmetria a legtöbb iparágban jelen van, addig az eurozónában végzett kutatások arra az eredményre jutottak, hogy az árak lefelé nem túlságosan merevek (Dhyne et al., 2005).³

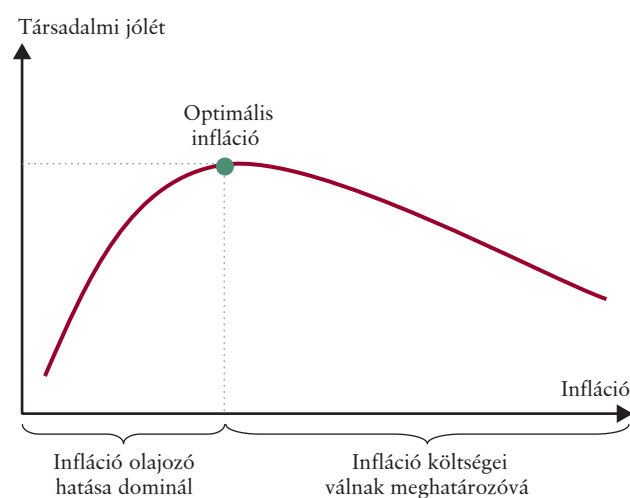
A lefele merev bérekkel kapcsolatban sokkal robusztusabbak a rendelkezésre álló eredmények. A nominális bércsökkentésekkel szembeni munkavállalói ellenállást alapvetően a pénzillúzióhoz szokták kapcsolni, illetve ahhoz, hogy a munkavállalók egy bizonyos mértékig preferálják a nem túl magas bérkülönbségeket hasonló munkakörök között (Akerlof–

Dickens–Perry, 1996). Vállalatvezetők körében végzett felmérések azt mutatják, hogy bércsökkentéssel szembeni ellenállást a vállalatvezetők figyelembe veszik az alkalmazotti bérek megállapításánál (Bewley, 1999). Tapasztalataik szerint a bércsökkentés csökkenti a munkavállalók teljesítményét, így bizonyos esetekben célszerűbb inkább elbocsátani az alkalmazottakat. A nominális bérrugalmatlanság összehasonlítására egységes mutatók alapján az International Wage Flexibility Project (IWFP) tett kísérletet (Dickens et al., 2006), valamint jelenleg is folyik az EKB által létrehozott Wage Dynamic Network hasonló céllal létrehozott kutatássorozata. Az empirikus kutatások eredményei alapján a nominális bérrugalmatlanság mértéke országonként jelentősen szóródik. A szóródást magyarázhatják az eltérő munkapiaci intézmények (pl. szakszervezetek jelentősége) és az eltérő munkavállalói preferenciák. Az empirikus eredményeket felhasználva néhány tanulmány (Fahr–Smets, 2008; valamint Fagan–Messina, 2008) általános egyensúlyi modellkeretben vizsgálta, hogy aszimmetrikus nominális bérmerevségek mellett mekkora inflációs szint optimális. A számítások alapján a lefelé irányuló nominális bérmerevségek – a merevségek erősségének függvényében – 0-2 százalékponttal emelik meg az optimális infláció szintjét.

Az idáig bemutatott elméleti megfontolások az infláció költségeit tárgyalták, valamint azokat a megfontolásokat, amelyek azt indokolják, hogy a költségek ellenére mégse nulla legyen a kiválasztott inflációs cél. A szakirodalom a két ellentétes hatást az infláció „grease and sand” hatásának nevezte el.

1. ábra

Nem lineáris viszony az infláció és a társadalmi jólét között



² Szigorúan véve, ez az állítás akkor igaz, ha a reálbérek megnőnek, azaz az áresést nem követi hasonló mértékű bércsökkenés. Ahogyan a későbbiekben látni fogjuk, komoly elméleti és empirikus bizonyítékok szólnak a lefele merev bérek mellett.

³ Fontos megemlíteni, hogy az áremelésekhez képest ritkább árcsökkentések mögött nem feltétlenül a lefele merev árak állnak. Erre példa Tsiddon (1993), valamint Ball–Mankiw (1994).

Ez arra utal, hogy kismértékű infláció elősegítheti a gazdaság olajozott működését (különösen, amennyiben relevánsak az aszimmetrikus nominális ár- vagy bérmerevségek), valamint semlegesíti a fogyasztóiár-index torzításait és segít csökkenteni a deflációs veszélyt. Egy bizonyos szint felett azonban az infláció költségei válnak meghatározóvá, és ettől a szinttől kezdve az infláció jóléti veszteséget okoz és csökkenti a gazdaság hosszú távú növekedési ütemét. Ezekből a megfontolásokból adódóan, az optimális infláció ott található, ahol a költségek és a pozitív infláció hasznai kiegyenlítődnek. Ezt a nem lineáris viszonyt szemlélteti az 1. ábra.

EMPIRIKUS EREDMÉNYEK AZ OPTIMÁLIS INFLÁCIÓRÓL

Az előző fejezetben áttekintett elméleti irodalom fő állítása a következőkben foglalható össze. Az infláció és társadalmi jólét közti összefüggés nem lineáris. Ez azt jelenti, hogy egy bizonyos szintig az infláció pozitív, olajozó hatást fejt ki a gazdaságra. Egy szint felett azonban a költségek válnak meghatározóvá és az infláció jelentős társadalmi károkat okoz. Az optimális infláció ott van, ahol a hasznok és költségek kiegyenlítődnek. Az empirikus irodalom két megközelítésben is teszteli ezt az állítást. A korábbi kutatások főként arra helyezték a hangsúlyt, hogy kimutassák a magas infláció káros hatásait, ezen belül is a dinamikus (növekedési áldozatban mérhető) költségek számszerűsítésével foglalkoztak. Az újabb keletű kutatások az általános negatív hatás kimutatása helyett azt vizsgálják, hogy van-e töréspont, amely felett már negatív hatást fejt ki az infláció, és az hol helyezkedik el.

Mindkét kutatási irány megerősítette az elméleti irodalom előrejelzését. Az első eredmények azt igazolták, hogy az optimális szintet meghaladó infláció valóban károsan hat a gazdasági növekedésre, a későbbiek pedig visszaigazolták, hogy a kapcsolat nem lineáris, vagyis van töréspont. Az eredmények részletes ismertetése előtt fontos azonban néhány módszertani problémát megemlíteni.

Empirikus vizsgálatoknál az egyik legfontosabb feladat meggyőzően bemutatni, hogy a feltárt kapcsolat két változó között több mint egyszerű együttmozgás, és valóban oksági viszony áll a háttérben. Jelen esetben ez azt jelenti, hogy ha az infláció és a növekedés között kimutatunk egy negatív korrelációt, az egyáltalán nem biztos, hogy azt jelenti, hogy az infláció káros hatást gyakorol a növekedésre. Elképzelhető, hogy a háttérben egy negatív kínálati sokk húzódik meg, amely egyszerre megemeli az inflációt és csökkenti a gazdaság növekedési ütemét. Ha ilyen exogén sokkok dominánsak az infláció–növekedés kapcsolatában, akkor elképzelhető, hogy a kapott eredmény valójában egy hamis regresszió alapul.

Az ilyen és ehhez hasonló problémák különösen súlyosak növekedési egyenletek becslésénél, ezért átgondolt, szofisztikált becslési eljárásokra van szükség ahhoz, hogy a feltételezett kapcsolatot meggyőzően lehessen tesztelni. Ezen túlmenően, a problémát tovább bonyolítja, hogy a linearitás kérdése az infláció növekedésre gyakorolt hatásának becslésekor – ahogyan az előző részben részletesen kifejtettük – kiemelten fontos kérdés. Amennyiben tévesen becslünk lineáris kapcsolatot, úgy az eredmények lefele torzítottak lesznek (Ghosh–Phillips, 1998). Látni fogjuk, hogy ez kulcsfontosságú szempont lesz az első eredmények értékelésénél. Ennek következtében mindig fontos szem előtt tartani az alkalmazott módszertan esetleges hiányosságait is.

Az első tanulmányok sikeresen azonosítottak szignifikáns negatív kapcsolatot magas infláció és növekedés között. Barro (1995) például azt találja, hogy az infláció 10 százalékpontos növekedése 0,2–0,3 százalékponttal csökkenti az egy főre jutó reáljövedelem növekedési ütemét.⁴ A szerző egy beruházási egyenletet is becsl, amelyben az infláció 10 százalékpontos megemelkedése 0,4–0,6 százalékponttal csökkenti a beruházási rátát. Ez visszaigazolja Temple (2000) elméleti eredményét, mely szerint a beruházási ráta egy fontos csatorna, amelyen keresztül az infláció kifejti negatív hatását.

Ezeknek a tanulmányoknak általános tapasztalata, hogy az eredmények nagyon érzékenyek a minta kiválasztására. Azaz, a kapcsolat csak akkor áll fenn, ha a minta tartalmaz viszonylag magas inflációjú megfigyeléseket is. Barro tanulmányában például az eredmények nem szignifikánsak, amennyiben kihagyjuk a mintából az 50% és annál magasabb éves inflációjú megfigyeléseket. A szerzők megítélése szerint az alacsonyabb inflációjú adatok nem tartalmaznak önmagukban elegendő információt ahhoz, hogy tisztán el lehessen különíteni az infláció és a növekedés közti kapcsolatot (Barro, 1995). Az ilyen módszertanra épülő vizsgálatokkal kapcsolatos egyik legfontosabb kritika az, hogy lineáris kapcsolatot tételez fel infláció és növekedés között, holott erős elméleti érvek szólnak a nem lineáris kapcsolat mellett.

Noha sikerült megmutatni, hogy a magas (két számjegyű) infláció tényleg jelentős növekedési károkat okoz a gazdaságban, az igazán érdekes kérdés az, hogy vajon az ennél mérsékeltbb infláció is okoz-e növekedési veszteséget. Az újabb keletű kutatások, részben a korábbi kutatásokkal kapcsolatos aggályok miatt, explicit módon tesztelik a „nem linearitás” hipotézisét. Kiindulópontjuk ugyanis az, hogy a korábbi vizsgálatok talán azért nem tudták a feltételezett negatív kapcsolatot kimutatni mérsékeltbb infláció mellett, mert nem vették figyelembe a nem linearitást, amely lefelé torzította a becslést (Ghosh–Phillips, 1998).

⁴ Lásd még Fischer (1993), vagy Bruno–Easterly (1998).

Az empirikus eredmények visszaigazolták ezt a kritikát, ugyanis az újabb keletű kutatások két szempontból is megerősítették az elméletet.⁵ Először is, igazolódott, hogy az infláció és növekedés közötti kapcsolat valójában nem lineáris, azaz az általunk áttekintett empirikus vizsgálatok közül mindegyik talált töréspontot az infláció és növekedés közti kapcsolatban. Tehát valóban érvényesül az infláció korábban említett „grease and sand” hatása; kismértékű pozitív infláció elősegítheti a gazdaság olajozott működését, azonban egy szint felett a költségek válnak meghatározóvá.

Másodsorban, ezek a vizsgálatok sokkal alacsonyabb inflációnál is negatív kapcsolatot azonosítanak a két változó között. Ez azt jelenti, hogy a töréspont, amely után már az infláció költségei válnak meghatározóvá, egy számjegyű inflációnál található minden esetben. A fejlett országok vonatkozásában, az általunk áttekintett tanulmányok különböző inflációs szint mellett találják meg a töréspontot az eltérő módszertan, a más keresztmetszeti országminta és különböző időszakok vizsgálatából adódóan. A tanulmányok közül volt olyan, amely 1, és olyan is, amely 8 százaléknál határozta meg a töréspontot a fejlett országok körében. Ez azonban több okból kifolyólag sem jelenti azt, hogy az inflációs célt ebből az intervallumból lehetne tetszőlegesen kiválasztani.

Először is ezek a tanulmányok pusztán a növekedési áldozatot veszik figyelembe, mint az infláció költségét. Az előző fejezetben azonban láthattuk, hogy az inflációnak nemcsak dinamikus jóléti költségei vannak, hanem számos és jelentős statikus jóléti költséget is bemutatunk. Az ilyen költségeket explicite nem veszik figyelembe ezek vizsgálatok, ezért az inflációs célt valószínűleg az alacsonyabb értékek közül érdemes kiválasztani.

Másodsorban, a vizsgálatok általában aszimmetrikus nem lineáris viszonyt azonosítanak infláció és növekedés között. Míg a töréspontot meghaladó infláció egyértelműen negatív hatást gyakorol a növekedésre minden kutatás szerint, addig a töréspont alatt általában nincsen kimutatható pozitív hatás infláció és növekedés között, azaz az eredmények nem szignifikánsak.⁶ Ez azt jelenti, hogy kisebb a valószínűsége annak, hogy jelentős reálgazdasági költséget vállal az a jegybank, amelyik túl alacsony értéket választ inflációs célként, ahhoz a jegybankhoz képest, amelyik túl magasán határozza meg célját. Ebből kifolyólag valószínűleg érdemes az alacsonyabb értékek közül kiválasztani az inflációs célt.

Végül, a különböző gazdaságok jelentős eltérést mutatnak mind strukturális jellemzők tekintetében, mind fejlettségi szint-

jüket tekintve. Az itt bemutatott tanulmányok tehát általános és nem országspecifikus kapcsolatot tárnak fel, a töréspont nem egyezik meg egy minden ország számára érvényes inflációs céllal. Az inflációs cél megválasztásánál figyelembe kell venni az olyan országspecifikus, strukturális jellemzőket, amelyek indokoltá tehetnek valamilyen irányú eltérést az általános legjobb nemzetközi gyakorlathoz képest. Magyarország vonatkozásában ezeket a szempontokat az utolsó részben tekintjük át.

Először azonban az empirikus evidenciáknak egy másik típusát – a más jegybankok által alkalmazott célt – mutatjuk be. Mielőtt rátérünk arra, hogy milyen országspecifikus jellemzőket érdemes figyelembe venni Magyarország esetében, tudnunk kell, hogy mi az a legjobb nemzetközi gyakorlat, amihez viszonyítunk. A következő fejezet ezt vizsgálja.

INFLÁCIÓS CÉL MÁS ORSZÁGOKBAN

Az előzőekben láthattuk, hogy az optimális szintet meghaladó infláció jelentős költségeket okoz a társadalom számára. Az elméleti és empirikus irodalom hasznos iránymutatást ad az optimális infláció szintjével kapcsolatban, azonban érdemes ismereteinket bővíteni az empirikus evidenciának egy másik fajtájával is. Ahogyan a korábbiakban említettük, fontos viszonyítási alap, hogy más inflációs célkövető jegybankoknál mekkora a kitűzött inflációs cél.

Jelenleg 24 ország jegybankja követ inflációs célt, valamint a nem explicit inflációs célkövetést folytató jegybankok között is előfordul, hogy számszerű értéket kommunikálnak az általuk árstabilitásnak tekintett inflációról. A 2. ábrán együtt látható az inflációs célkövetést alkalmazó jegybankok inflációs célja, a cél szerinti növekvő sorrendben. A sávot célzó jegybankoknál a sávközép volt a sorba rendezés alapja.

A legjobb gyakorlatnak tekintett célkövető országokban; Egyesült Királyság, Kanada, Svédország, Új-Zéland az inflációs cél mindenütt 2%, kivéve Új-Zélandot, ahol az 1-3% közötti intervallum a kijelölt sáv. Ha a Magyarországhoz hasonló fejlettségű országokat tekintjük, akkor a földrajzilag is közel álló visegrádiaknál (Csehország, Lengyelország és Szlovákia) azt találjuk, hogy a célok itt sem térnek el lényegesen a Magyarországon alkalmazottól. Ezek az országok rendre 3, 2,5 és 2%-os célt tűztek ki. Végül a jövőben esedékes ERM-II-csatlakozás miatt kiemelten fontos Magyarország számára az Európai Központi Bank gyakorlata. Noha az EKB nem tartozik az explicit inflációs célkövető jegybankok közé, az általa megfogalmazott „2 százalék alatti, de ahhoz közeli” árstabilitási definíció kiemelten fontos referenciapont.

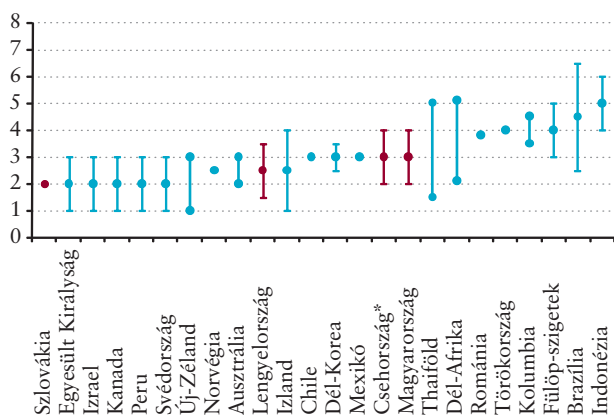
⁵ Az általunk áttekintett tanulmányok a következők: Ghosh–Phillips (1998), Khan–Senhadji (2001), valamint Burdhekin et al. (2004). A korábbi és újabb keletű empirikus irodalom jó összefoglalóját adja még Brook et al. (2002).

⁶ Pozitív és szignifikáns kapcsolatot a fejlett országok körében a töréspont alatt egyedül Khan és Senhadji (2001) talál 1 százalék alatt, de ez sem robusztus az adat frekvenciájának megváltoztatására.

2. ábra

Inflációs cél az inflációs célt követő országokban

(2008. március–április)



Forrás: jegybankok honlapja.

* 2007. tavaszi döntés alapján 2010 januárjától 2% lesz az inflációs cél.

Megjegyzés: a török és a koreai adat 2007-es. Dél-Afrika és Thaiföld esetében a cél nem a fogyasztóiár-index, hanem a maginfláció, ezért az összehasonlíthatóság érdekében a célokat az utóbbi 7 év átlagos fogyasztóiár-index és maginfláció közti eltéréssel korrigáltuk.

Az ábra és az itt elmondottak alapján az a következtetés vonható le, hogy az inflációs célkövető országok többségében a jegybankok 2-3% környékén határozzák meg az inflációs célt.

NÉHÁNY MAGYARORSZÁGRA VONATKOZÓ EREDMÉNY

Az eddigiek alapján azt mondhatjuk, hogy a 3%-os inflációs cél megfelel mind az elmélet általános iránymutatásának, mind a legjobb nemzetközi gyakorlatnak. Azt érdemes még számba venni, hogy a magyar gazdaság valamilyen különleges strukturális jellemzője lényeges eltérést indokolhat-e az inflációs célban. Ebben a részben azt vizsgáljuk meg, hogy az elméleti részben tárgyalt pozitív infláció mellett szóló érvek számszerűen mekkora inflációs szintet tesznek indokolttá a magyar gazdaságban. Látni fogjuk, hogy nincsen olyan robusztus eredmény, amely jelentős eltérést indokolna az inflációs célban a nemzetközi gyakorlathoz képest.

A fogyasztóiár-index torzításával kapcsolatos becslés meglehetősen bizonytalan, mivel eddig empirikus tanulmány Magyarországra vonatkozóan nem született. Az általános elméleti intuíció és más felzárkózó országokon végzett empirikus tanulmányok azt találták, hogy ezekben az országokban a fogyasztóiár-index torzítása valamelyest nagyobb, mint a fejlett országokban.⁷ Ennek elsősorban az lehet az oka, hogy az új termékek bevezetése és a minőségjavulás torzító hatása na-

gyobb mértékben érvényesül. Ugyanakkor, a konvergencia előrehaladtával ez feltehetően csökken. Magyarország esetében azt gondoljuk, hogy döntően lezajlottak azok az átmenetből adódó változások (új termékek bevezetése, multinacionális üzleti láncok és hipermarketek megjelenése, termékek minőségének javulása, fogyasztási szerkezet átalakulása), amelyek a torzítás mértékét jelentősen befolyásolhatták. Ezzel együtt a torzítás mértéke valamelyest meghaladhatja a fejlett országokban tapasztalt 0,5-1 százalékpontot.

Az empirikus eredmények alapján úgy tűnik, hogy nincsen erős érv mellett, hogy a felzárkózó gazdaságokban a deflációs veszély csökkentése miatt eltérő inflációs célra lenne szükség, mint a fejlett országok körében megállapított 1-2%. Amato–Gerlach (2002) a feltörekvő és átmeneti gazdaságok inflációs célkövetéssel kapcsolatos tapasztalatait áttekintve megállapítja, hogy bár a sokkok jellemzően nagyobbak ezekben az országokban, a reálkamat is magasabb, ezért összességében nem látnak okot az inflációs cél felfelé történő emelésére. Az IMF deflációs kockázatokról szóló tanulmányában (Faulkner–MacDonagh et al., 2003) a deflációs veszélyt illetően 4 csoportba sorolta az országokat. A kockázatoság megítélését különböző árindexek, inflációs várakozások mutatói, kibocsátási résre vonatkozó mutatók, eszközárak és különböző pénzügyi indikátorok alapján végezték el. A régióból egyedül Lengyelország szerepelt a mintában, amely ország az alacsony kockázatú csoportba került.

Az aszimmetrikus nominális ármerevségeket tekintve Gábrriel és Reiff (2008) azt találták, hogy az eurozónához hasonlóan az árcsökkenések száma nem marad el számottevően az ár-emelések számától, azaz nincsen bizonyíték jelentős lefelé irányuló ármerevségre. Az aszimmetrikus nominális bérmevségeket illetően kevesebb a rendelkezésre álló eredmény, itt a fejlett országokhoz képest a következőket érdemes figyelembe venni. (1) A termelékenység növekedése Magyarországon nagyobb, mint az eurozónában. Ez azt eredményezi, hogy azonos átlagos infláció mellett a bérek Magyarországon relatíve gyorsabban nőhetnek. A bérváltozás-eloszlás átlaga tehát magasabb lesz, így a nominális bérrugalmatlanság okozta költség kisebb. (2) A magyar gazdaság átmeneti jellege miatt a vállalatoknak nagyobb sokkokhoz kell alkalmazkodniuk, mint az eurozónatagoknak. Emiatt a bérváltozás-eloszlás jóval szélesebb, ami növeli a nominális bérrugalmatlanság okozta költséget. (3) A nominális bérrugalmatlanság mértéke (azaz, hogy a rugalmatlanság által potenciálisan érintett munkavállalók hány százalékának nem változik a bére) kisebb, mint az eurozónában, ami a bérrugalmatlanság relatív költsége szempontjából kedvező (*Elemzés a konvergenciafolyamatokról* 2008, MNB).

⁷ A Filho–Chamon (2007) szerzőpáros Mexikóban 3, Brazíliában 1,5-3 százalékpontos, Filer–Hanousek (2000) Csehországban szintén 3 százalékpontos torzítást talált. Podpiera (2003) ugyanakkor a cseh fogyasztóiár-index hibáját -0,83 és 0,5 százalékpont közötti értékre becsülte.

Ezek alapján látható, hogy a tényezők nem egy irányba mutatnak, így nehezen dönthető el, hogy Magyarországon az eurozónához képest kisebbek vagy nagyobbak a nominális bérrugalmatlanság költségei azonos átlagos infláció esetén. A bérrugalmatlanságról éppen folyik egy – az EKB által koordinált – európai országokat felölelő kutatás. Ennek előzetes eredményei alapján azt mondhatjuk, hogy a hazánkban tapasztalt nominális bérmerevségek nem indokolják, hogy az inflációs cél Magyarországon meghaladja a fejlettebb országokban jellemző értéket.

KÖVETKEZTETÉSEK

A Magyarország számára optimális inflációs célt három szempontból tekintettük át. Először megvizsgáltuk, hogy milyen útmutatást ad az elméleti és empirikus irodalom. Az elméleti irodalom alapján elmondható, hogy az infláció és jólét közti kapcsolat nem lineáris. Kismértékű pozitív infláció elősegíti a gazdaság olajozott működését. Egy bizonyos szintet meghaladva azonban az inflációnak a statikus és dinamikus jóléti költségei dominálnak, és így a hatás itt már negatívvá válik. Az optimális infláció ott van, ahol a költségek és hasznok kiegyenlítődnek. Az empirikus irodalom visszaigazolta a „nem linearitásra” vonatkozó feltételezést, és kimutatta, hogy az optimális szintet meghaladó infláció valóban jelentős károkat okoz a gazdaságban. Az általunk áttekintett tanulmányok közül volt olyan, amely 1, és olyan is, amely 8 százaléknál határozta meg a töréspontot a fejlett országok körében. Fontos hangsúlyozni, hogy ezek a – sok országot felölelő mintán becsült, és ezért egyfajta átlagot megtestesítő – eredmények nem feltétlenül mérvadóak egy adott, egyedi strukturális jellemzőkkel bíró ország számára az optimális infláció, illetve az inflációs cél meghatározásakor.

Ebből a megfontolásból kifolyólag a következő részben az empiriának egy másik fajtáját, a nemzetközi jegybanki gyakorlatot vizsgáltuk. Áttekintettük, hogy más inflációs célkövető jegybankok milyen célt tűznek ki, és azt találtuk, hogy a jegybankok többsége alacsony, 2-3% körüli célt választ. Végül megnéztük azokat a szempontokat, amelyek jelentős eltérést indokolhatnának az inflációs célban. Figyelembe véve a magyar gazdaság felzárkózó jellegét, valamint egyéb strukturális jellemzőket, nem találtunk olyan tényezőt, amely indokolná, hogy a magyar inflációs cél jelentősen eltérjen a nemzetközi gyakorlattól.

Összességében a 3 százalékos inflációs cél összhangban van mind az elméleti és empirikus irodalom általános útmutatásával, mind a legjobb nemzetközi gyakorlattal. Azt találtuk, hogy Magyarország esetében nincs olyan országspecifikus jellemző, amely jelentős eltérést indokolna a legjobb nemzetközi gyakorlathoz képest.

FELHASZNÁLT IRODALOM

AKERLOF, GEORGE–WILLIAM DICKENS–GEORGE PERRY (1996): The Macroeconomics of Low Inflation. *Brookings Papers on Economic Activity*.

AMATO, JEFFERY D.–GERLACH, STEFAN (2002): Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons after a decade. *European Economic Review* 46, pp. 781–790.

BALL, LAURENCE–N. GREGORY MANKIW (1994): Asymmetric Price Adjustment and Economic Fluctuations. *Economic Journal* 104, pp. 247–261.

BARRO, ROBERT J. (1995): Inflation and Economic Growth. *NBER Working Paper* 5326.

BEWLEY, TRUMAN, F. (1999): Why wages don't fall during a recession. *Harvard University Press*.

BROOK, ANNE-MARIE–KARAGEDIKLI, ÖZER–SCRIMGEUR, DEAN (2002): An Optimal inflation target for New Zealand: Lessons from the literature. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* Vol. 65. No. 3.

BURDEKIN, RICHARD C. K.–DENZAU, ARTHUR T.–KEIL, MANFRED W.–SITTHIYOT THITITHEP–WILLET, THOMAS D. (2004): When Does Inflation Hurt Economic Growth? Different Nonlinearities for Different Economies. *Journal of Macroeconomics*, 26, pp. 519–532.

BRUNO, MICHAEL–EASTERLY, WILLIAM (1998): Inflation crises and long-run growth. *Journal of Monetary Economics* Vol. 41, pp. 3–26.

DHYNE, EMMANUEL ET AL. (2005): Price setting in the euro area – Stylized facts from individual consumer price data. *ECB Working Paper* 524, European Central Bank.

DICKENS ET AL. (2006): How Wages Change – Micro Evidence from the International Wage Flexibility Project. *ECB Working Paper* 697, European Central Bank.

FAHR, STEPHAN–SMETS, FRANK (2008): Downward Wage Rigidities and Optimal Monetary Policy in a Monetary Union. *WDN Working Paper*.

FAGAN, GABRIEL–MESSINA, JULIAN (2008): Downward Wage Rigidity and Optimal Steady State Inflation. *WDN Working Paper*.

- FAULKNER-MACDONAGH ET AL. (2003): Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options. *IMF Occasional Papers* 221, International Monetary Found.
- FILER, RANDALL K.–HANOUSEK, JAN (2000): Output changes and inflationary bias in transition. *Economic Systems*, 24(3).
- FILHO, IRINEU DE CARVALHO–CHAMON, MARCOS (2007): *The Myth of Post-Reform Income Stagnation in Brazil and Mexico*. Kézirat.
- FISCHER, STANLEY (1993): The Role of Macroeconomic Factors in Growth. *Journal of Monetary Economics* Vol. 24, pp. 485–512.
- GÁBRIEL PÉTER–REIFF ÁDÁM (2008): *Price Setting in Hungary – A Store-Level Analysis*. Kézirat.
- GHOSH, ATISH–PHILLIPS, STEVEN (1998): Warning: Inflation May Be Harmful to Your Growth. *IMF Staff Papers* Vol. 45, No. 4.
- KHAN, MOHSIN S.–SENHADJI, ABDELHAK S. (2001): Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth. *IMF Staff Papers* Vol. 48, No. 1.
- MNB (2008): *Elemzés a konvergenciafolyamatokról*.
- PELTZMAN (2000): Prices Rise Faster than They Fall. *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, 108 (3), pp. 466–502.
- PODPIERA, JIRI (2003): Does CPI Approximate Cost-of-Living? Evidence from the Czech Republic. *CERGE_CEI Working Papers* wp214, The Center for Economic Research and Graduate Education – Economic Institute, Prága.
- TEMPLE, JONATHAN (2000): Inflation and Growth: Stories Short and Tall. *Journal of Economic Surveys* Vol. 14, No. 4.
- TSIDDON, DANIEL (1993): The (Mis)Behaviour of the Aggregate Price Level. *Review of Economic Studies* 60, pp. 889–902.