

## Felcser Dániel- Lehmann Kristóf- Váradi Balázs:

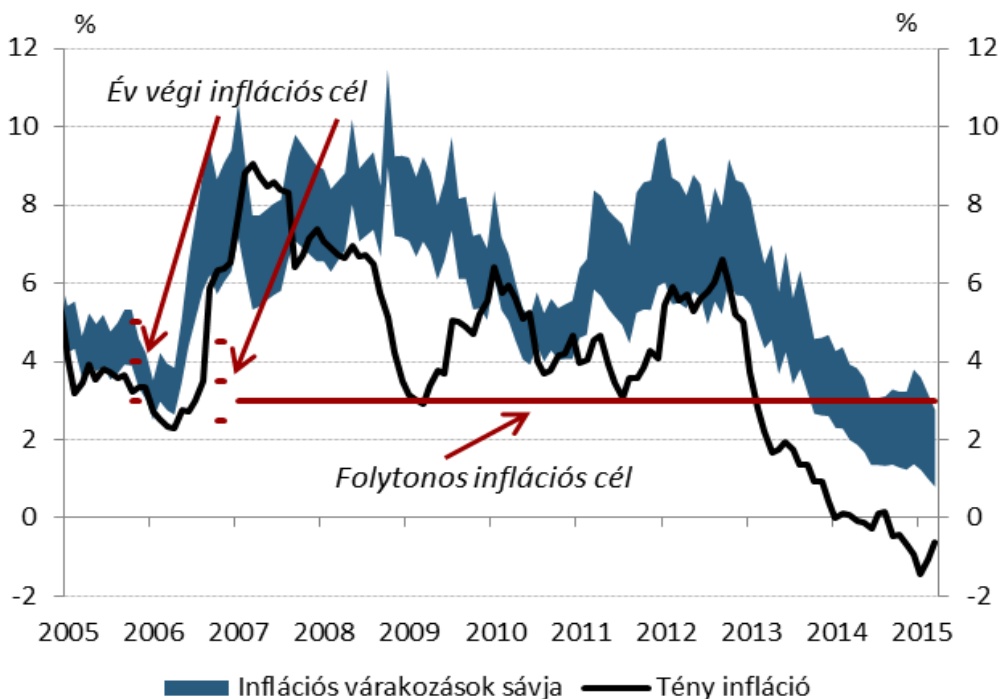
### Az inflációs cél körüli toleranciasáv bevezetése

A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa az inflációs cél esedékes felülvizsgálatának eredményeként márciusban úgy döntött, hogy a jegybank árstabilitási mandátumát továbbra is a Központi Statisztikai Hivatal által közzétett nemzeti fogyasztóiár-index változásának 3 százalékos értékében állapítja meg. Emellett a 3 százalékos inflációs cél körül  $\pm 1$  százalékpontos *ex ante*, vagyis a döntéshozatal során is mérlegelhető toleranciasáv kijelölése mellett döntött. A toleranciasáv bevezetésével kapcsolatban többféle interpretáció is napvilágot látott, ezért fontosnak tartjuk, hogy bemutassuk a döntés mögött meghúzódó közgazdasági és monetáris politikai érveket.

#### **A 3 százalékos cél fenntartását mind rövid, mind hosszabb távú szempontok támogatják.**

A Monetáris Tanács a rövid és a hosszabb távú hatásokat egyaránt figyelembe véve fenntartotta a 3 százalékos inflációs célt. A rövid távú hatásokat tekintve a jelenlegi nemzetközi pénzügyi és keresleti környezetben az inflációs cél hazai csökkentése erősíthette volna az inflációs céltől érdemben eltérő, rendkívül alacsony inflációs várakozások kialakulását. Magyarországon az elmúlt években jelentős mértékben csökkentek a lakossági inflációs várakozások, majd az utóbbi időszakban 1-3 százalék között stabilizálódtak (1. ábra). Egy alacsonyabb inflációs cél esetén nagyobb lenne a kockázata, hogy a gazdaságban tartós defláció alakul ki. A Magyar Nemzeti Bank a 3 százalékos inflációs cél fenntartásával előretekintve a tartósan cél alatti infláció irányába mutató sokkok hatásait is eredményesebben ellensúlyozhatja a *reál*kamat megfelelő mértékű csökkentésével, még a nominális kamatnak a magyar gazdaság kockázati prémiuma mellett fennálló alsó korlátja közelében is. Összefoglalva, a jelenlegi gazdasági környezetben jelentős gazdasági költséggel járhatna egy túl hamar, túlságosan alacsonyra csökkentett inflációs cél.

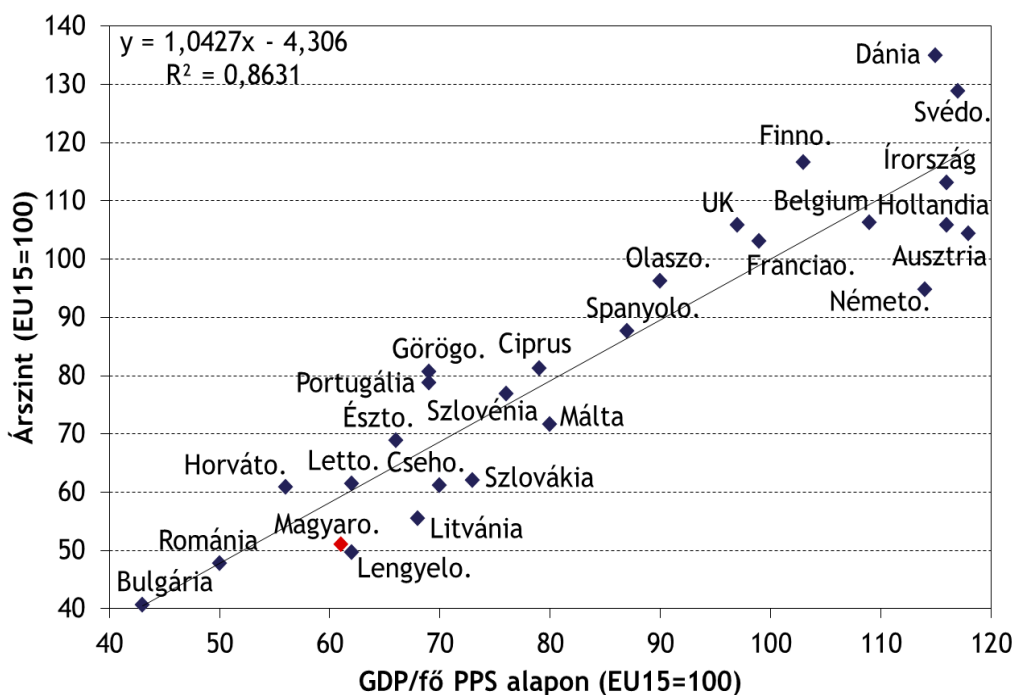
1. ábra: A lakossági inflációs várakozások alakulása



Forrás: Európai Bizottság, MNB számítás.

A hosszabb távú hatásokkal kapcsolatban fontos kiemelni, hogy empirikus tapasztalatok alapján a fejlettebb gazdaságok árszínvonala (közös valutában kifejezve) magasabb, mint a feltörekvő gazdaságoké (2. ábra). Ennek következtében Magyarország gazdasági felzárkózásával a hazai árakban folyamatos áremelkedési nyomás jelentkezhet, ami a nominális árfolyam felértékelődésében vagy egy tartós inflációs különbözetben jelenhet meg. A Magyarországra végzett becslési eredmények alapján évi 1 százalékos növekedési többlet mellett évi 0,5-1 százalékos lehet az árfelzárkózás üteme.

2. ábra: Összehasonlítható árszint a fejlettség függvényében, 2013-ban



Megjegyzés: A fejlettség az egy főre eső GDP vásárlóereje; EU28 országok Luxemburg nélkül.

Forrás: Bauer (2015), MNB-tanulmány előkészületben.

### Nemzetközi tapasztalatok alapján az inflációs célkövetés keretrendszere a válság során több aspektusból is rugalmasabbá vált.

Általánosságban elmondható, hogy a – legtöbb inflációs célkövető jegybank által a gyakorlatban alkalmazott – rugalmas inflációs célkövető stratégia az árstabilitási cél elsődlegessége mellett egy olyan keretet biztosít, amelyben a jegybank rövid távon nem feltétlenül csak az inflációra összpontosít, hanem egyéb (reálgazdasági, pénzügyi stabilitási, stb.) szempontokat is figyelembe vesz. Például a Bank of England a további reálgazdasági áldozat elkerülése érdekében a szokásosnál hosszabb ideig tolerálta az inflációs cél felüllövését, míg a svéd jegybank döntéshozói figyelembe vették a magas lakossági eladósodtságban rejlő kockázatokat.

### A Magyar Nemzeti Bank ennek a rugalmasságnak a megjelenítése érdekében vezette be a $\pm 1$ százalékpontos (ex ante) toleranciasávot a 3 százalékos inflációs cél körül.

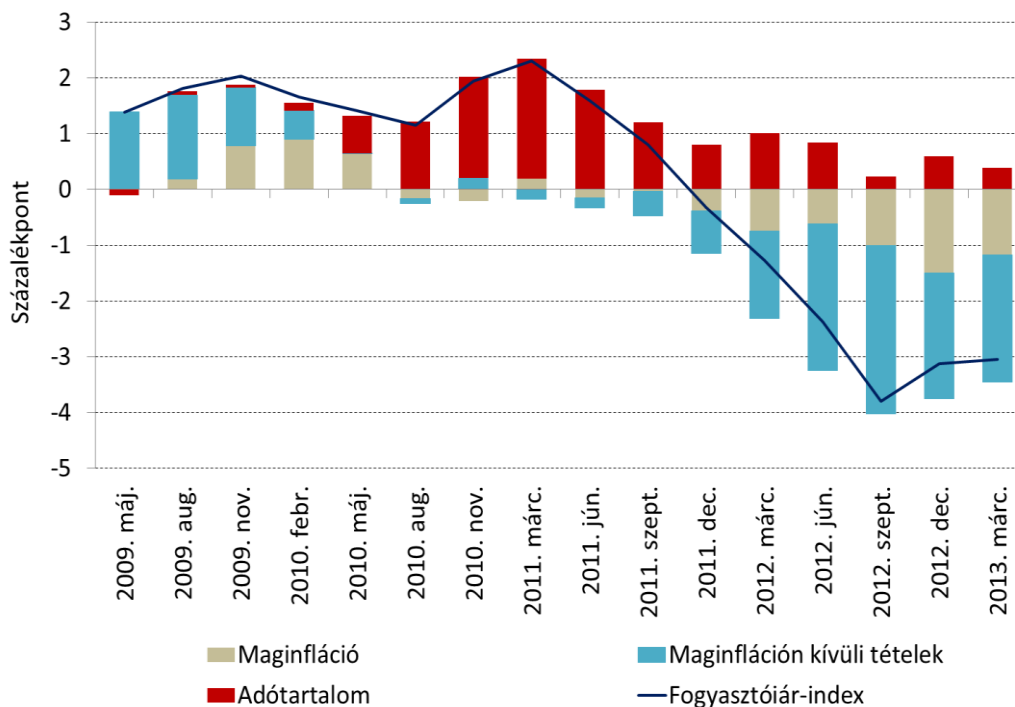
Az elmúlt másfél évtized tapasztalatai alapján a hazai monetáris politika számára a bevezetett toleranciasáv által is reprezentált nagyobb rugalmasság indokoltnak tekinthető az inflációt érintő olyan tartós sokkok miatt, amelyeket többnyire csak túlzottan nagy reálgazdasági áldozat mellett lehetne semlegesíteni. A jelenlegi változtatással a Monetáris Tanács számára a korábbi folytonos pontcélnál valamelyest nagyobb

mozgásteret biztosíthat a 3 százalékos cél körüli toleranciasáv és a cél elérésével kapcsolatos kommunikációs kihívásokat is könnyebben kezelhetővé teszi.

A reálgazdasági megfontolások elsősorban úgy jelenhetnek meg a döntéshozatal során, hogy a jegybank a reálváltozók túlzott mértékű volatilitásának elkerülése érdekében átmenetileg tolerálja inflációs céljának mérsékelt elvétését, amit toleranciasáv használatával is megjeleníthet. A toleranciasáv kifejezi, hogy az MNB átmenetileg átnézhet egy az inflációt érintő, ám a monetáris politika által kevésbé hatékonyan kezelhető sokkon (pl. áfaemelés, több lépcsőben végrehajtott szabályozott-ár csökkentések). A jegybank reakciófüggvénye ugyanakkor nem változik meg, az inflációs cél 3 százalék marad.

Jelen döntésével a Monetáris Tanács kijelölte annak határait, hogy a célkövetés kapcsán alkalmazott rugalmasság jegyében – indokolt esetben – legfeljebb mekkora eltérést tolerál. Az MNB már a pénzügyi válság előtt is sorozatos kínálati sokkokkal szembesült, az elmúlt időszakban pedig a kínálati sokkok mind mértékükben, mind tartósságukban hangsúlyossá váltak. A 3. ábra azt mutatja, hogy az elmúlt években az egyes inflációs tételek milyen mértékben járultak hozzá a Magyar Nemzeti Bank 5-8 negyedéves horizonton számított átlagos előrejelzési hibáihoz. Ezek alapján legnagyobb részt maginfláción kívüli tételek, illetve adóintézkedések, vagyis a monetáris politika által csak túlzottan nagy reálgazdasági áldozat mellett semlegesíthető sokkok okoztak az előrejelzettől eltérő inflációt. Amennyiben a kínálati hatások szerepe tartósan megnövekszik, az nemcsak rövid távon, hanem a monetáris politika számára releváns időhorizont egészen eltérítheti az inflációt a céltól, aminek hatásait a jegybank csak nehezen kalkulálható és rendkívül volatilis kamatlépésekkel lenne képes teljes mértékig ellensúlyozni, ami kedvezőtlen reálgazdasági hatásokkal járna. Ezt a Magyar Nemzeti Bank el kívánja kerülni.

3. ábra: A fogyasztóiár-index 5-8 negyedéves átlagos előrejelzési hibái az egyes inflációs tételek megoszlásában



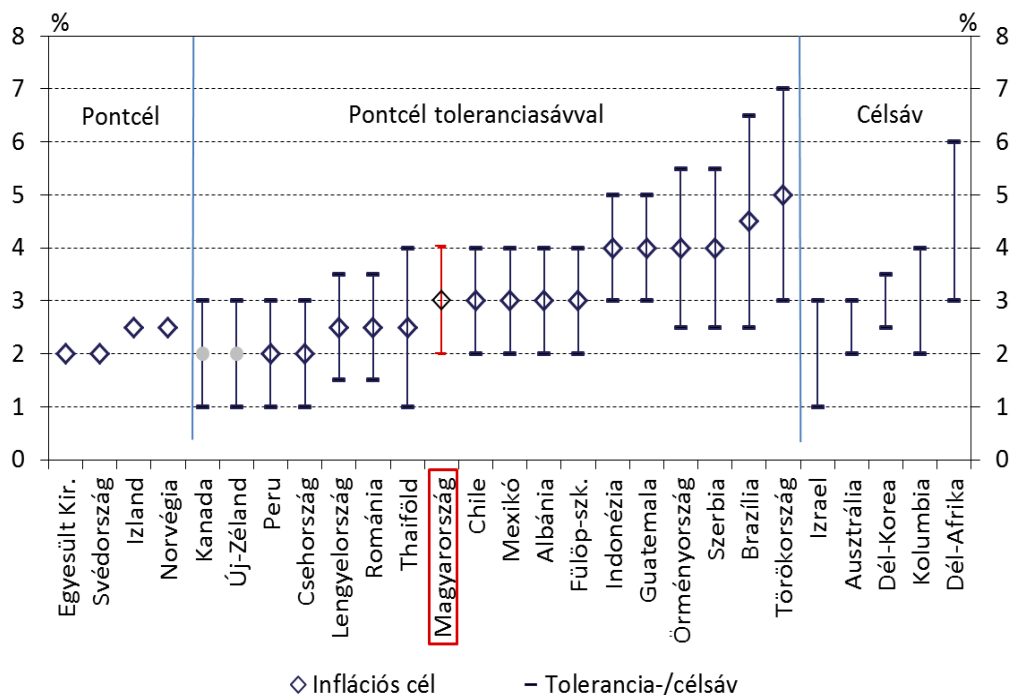
Forrás: MNB.

**A toleranciasáv bejelentése a monetáris politikai keretrendszer finomhangolásaként, nem pedig a keretrendszer érdemi megváltoztatásaként fogható fel.**

Tulajdonképpen a bejelentett ex ante toleranciasáv a korábban is működő gyakorlat formalizálásának tekinthető. Az eddigi keretrendszert a 3 százalékos pontcél és egy utólagos felülvizsgálatnál alkalmazott, ex post  $\pm 1$  százalékpontos toleranciasáv jellemezte. Eszerint a jegybank az inflációs cél teljesülésének utólagos értékelésénél figyelembe vette a váratlan hatásokból fakadó inflációs ingadozást. Sokszor magyarázatra szorult azonban az ex post jelleg, illetve az inflációs célkövetés rugalmasságának mértéke. Mindez esetenként a jegybanki kommunikációt is nehezítette.

A Monetáris Tanács döntése az ex ante toleranciasáv bevezetéséről összhangban van a nemzetközi jegybanki gyakorlattal (4. ábra). Az inflációs célkövető keretrendszert alkalmazó jegybankokat vizsgálva az látható, hogy a pontcélok alkalmazásához az esetek többségében (a vizsgált 27 jegybankból 18-nál) ex ante toleranciasáv társul, ami azt jelenti, hogy a jegybankok döntéseik során az adott pontcélra összpontosítanak, a toleranciasáv ugyanakkor megjeleníti, hogy az infláció a gazdaságot érő sokkok hatására a pontcél körül ingadozhat. A fennmaradó országok közül négy-öt esetben határoztak meg pontcél nélküli célsávot, illetve kizárólagos pontcél az árstabilitási mandátumnál.

**4. ábra: Inflációs célok az inflációs célkövető jegybankoknál**



Megjegyzés: Kanada és Új-Zéland esetében hangsúlyos a sávközép, amit szürke körrel jelöltünk.

Forrás: MNB.

**A bejelentett toleranciasáv nem azonos egy 2-4 százalékos célsávval, az MNB továbbra sem tartja kívánatosnak a 3 százalékos céltől jelentősen és tartósan eltérő inflációs rátát.**

A bejelentett toleranciasáv kapcsán fontos hangsúlyozni, hogy a jegybank továbbra is a 3 százalékos inflációs cél elérésére törekszik a monetáris politikai horizonton, amikor a jegybanki döntések makrogazdasági hatása a legerősebb, tehát a bejelentés nem azonos egy 2-4 százalékos inflációs célsávval. Utóbbi esetekben a sávon belül bármely inflációs érték ugyanúgy elfogadható lenne, a Monetáris Tanács döntése értelmében azonban a toleranciasáv nem változtat azon, hogy az MNB a 3 százalékos inflációs cél elérésére törekszik, fenntartva az inflációs cél nominális horgony szerepét.

**A Monetáris Tanács 3 százalékos inflációs cél iránti elkötelezettségét támasztotta alá a kamatcsökkentési ciklus újraindítása, valamint a márciusi Inflációs jelentés előretételező iránymutatása is, mely szerint a kamatcsökkentés addig folytatódhat, amíg az a 3 százalékos inflációs cél elérését támogatja.**

A döntéshozók a monetáris lazítás folytatásával azt is hangsúlyozták, hogy továbbra is a 3 százalékos inflációs célt kívánják elérni és a toleranciasávot nem célsávként értelmezik. Az MNB azért kezdett újabb kamatcsökkentési ciklusba, hogy a tartósan cél alatt alakuló inflációt a célra emelje és megelőzze azt, hogy az inflációs várakozások jelentősen a 3 százalékos cél alá csökkenjenek.

A jegybank tehát reagál és továbbra is reagálni fog a tartós, céltól eltérő inflációt eredményező sokkokra. Előfordulhat ugyanakkor, hogy olyan jelentős mértékű sokkal szembesül a gazdaság, ami túlságosan nagy mértékű – és így nem kívánatos reálgazdasági költséggel járó – monetáris politikai reakciót igényelne ahhoz, hogy az előrejelzési horizont végén 3 százalékon alakuljon az infláció. Ebben az esetben a Monetáris Tanács a keretrendszer rugalmasságának köszönhetően dönthet úgy, hogy átmenetileg tolerálja a 3 százalékos inflációs céltól eltérő, azonban a  $\pm 1$  százalékpontos toleranciasávon belül alakuló inflációt, a kamatpálya simítása és a reálgazdasági költségek mérséklése érdekében.

*„Szerkesztett formában megjelent a Vg.hu oldalon 2015. április 29-én.”*