

Molnár György-Virág Barnabás:

Árfolyam és infláció – egy változóban lévő kapcsolat

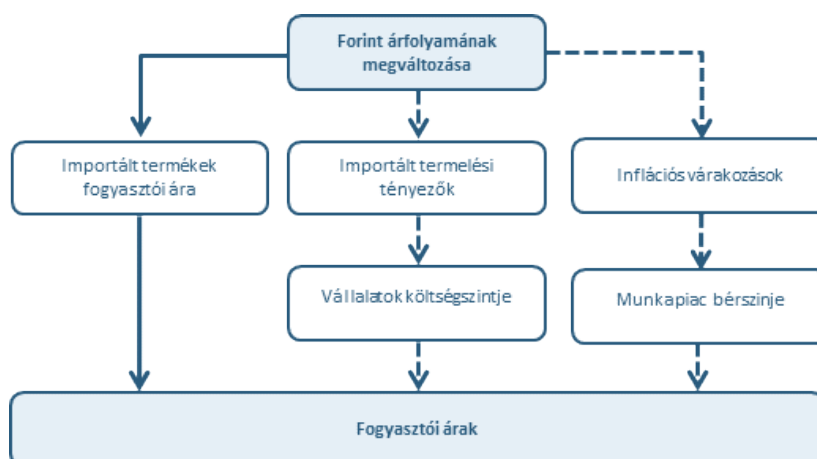
Az elmúlt években a világ számos gazdaságában az infláció jelentős csökkenését figyelhettük meg, aminek következtében az inflációs ráták általában a jegybanki célok alatt, gyakran negatív tartományban is alakultak. A jegybankok ezen makrogazdasági helyzetre a monetáris kondíciók fokozatos lazításával reagáltak. Tekintve, hogy nyitott gazdaságokban - mint amilyen Magyarország is - az alacsonyabb kamatkörnyezet a nominális árfolyamokon keresztül emelheti az inflációt, ezért a jegybankok számára kiemelten fontos az árfolyam és inflációs közötti kapcsolat minél pontosabb és naprakészebb megértése. Alábbi elemzésünk e tekintetben mutatja be a legfrissebb hazai eredményeket.

A 2008/2009-es globális világgazdasági válság számos, az infláció alakulása szempontjából meghatározó – a válság előtt viszonylag stabilnak tűnő – makrogazdasági kapcsolatot megváltoztatott. Ha csak a legfontosabbakat akarjuk kiemelni, akkor ilyen lehet a pénzmennyiség alakulása és a fogyasztói infláció közötti kapcsolat megváltozása, a gazdaságok ciklikus helyzetének hatása az inflációra vagy éppen az devizaárfolyam-mozgásoknak a fogyasztói árakra gyakorolt hatásainak elmozdulása. Ezen változások nagyságának és az azt meghatározó tényezők tartósságának minél pontosabb feltérképezése kiemelten fontos feladat az inflációs célkövető rendszerben működő jegybankok, így a Magyar Nemzeti Bank számára.

Az árfolyam-begyűrésről általánosságban

Az árfolyam elmozdulása különösen fontos a Magyarországhoz hasonló kis méretű, nyitott gazdaságok esetében, hisz az árfolyam megváltozása számos csatornán keresztül befolyásolja a fogyasztói árakat (1. ábra). A hatás egy része az importált fogyasztási cikkek drágulásán keresztül jelentkezik, másik része pedig közvetlen, a belföldi vállalatok termelési költségein keresztül hat az inflációra. Ezen kívül a növekvő importárak az importtermékekkel versenyző hazai termékek árazását is érintheti, további inflációs hatást generálva. Az árfolyam leértékelődésének hosszabb távon ún. másodkörös hatásai is lehetnek, azaz a magasabb infláció a bérekbe begyűrözve a fogyasztóiár-index további emelkedését eredményezheti.

1. ábra: Árfolyam csatorna működése kis nyitott gazdaságban



Az árfolyamváltozások fogyasztói árakba történő begyűrésének mértéke elméletileg 100 százalékos kellene hogy legyen, azonban az empirikus kutatások általánosan azt mutatják, hogy annak mértéke lényegesen kisebb. Ennek leginkább a gazdaságban jelenlévő ún. ragadóságok lehetnek az okai. Ezek olyan mechanizmusok, amelyek miatt az árfolyammozgásoknak a fogyasztói-árakra gyakorolt hatása nem azonnal vagy nem teljes mértékben jelent-

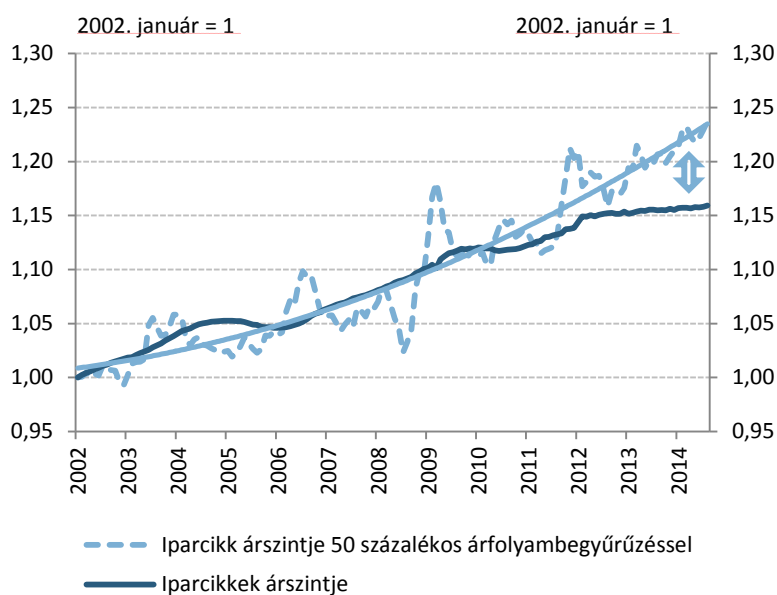
kezik, így az árak helyett a termelési és értékesítési láncban résztvevő piaci szereplők által alkalmazott felárak (ún. mark-up) alkalmazkodnak. Ennek mértékét a gazdaság alapvető strukturális és intézményi jellemzői határozhatják meg. Ilyen lehet a piaci verseny erőssége, az importhelyettesítésre képes ágazatok súlya, a visszatekintő árazási és bérezési döntések gyakorisága vagy éppen a szakszervezetek érdekérvényesítő képessége. Szintén az alacsonyabb begyűrés irányába hathat a fogyasztási adóztatáson belül alkalmazott fix összegű, tételes adók alkalmazása, vagy hatósági áras termékek magasabb súlyai.

Mit mutatnak a hazai adatok

Hazai adatokat vizsgálva, a 2007-2008-as válság előtt időszakban két év alatt nagyjából az árfolyamgyengülés 30 - 40 százaléka jelenhetett meg a fogyasztói árakban, illetve a maginflációban. Azaz két éves horizonton 1 százalékos árfolyam értékelődés esetén 0,3 – 0,4 százalékkal nőtt az árszint. Az elmúlt időszakban viszont azt tapasztalhattuk, hogy az árak kisebb mértékben emelkedtek az árfolyam gyengülését követően, mint ami a válság előtt becsült összefüggésekből következne.

Ez a változás talán leglátványosabban a magas importhányaddal működő, így az árfolyam mozgásának leginkább kitett iparcikkek árazásában tetten érhető. A kapcsolat változását jól illusztrálja, hogyha összehasonlítjuk az eurozóna tagországok forintban számított (50 százalékos begyűrészt feltételezve) iparcikk árszintjét a hazai árszinttel. 2010 előtt a két adatsor jól mozgott együtt, azonban az ezt követő időszakban a kapcsolat számottevően gyengült (2. ábra). Mindkét megfigyelés arra utal, hogy a válságot követő időszekekre érdemes felülvizsgálni a korábbi ökonometriai becsléseket.

2. ábra: Iparcikkek árszintjének alakukása (2002 jan. = 1)



Megjegyzés: Iparcikkek árszintje az eurozónában korrigálva a HUF/EUR árfolyammal (50 százalékos azonnali begyűrészt feltételezve, kék vonal) és az iparcikkek árszintje Magyarországon (sötét vonal).

Forrás: MNB számítás KSH adatok alapján

Aktuális becsléseink szerint (a részletes eredményeket egy közeljövőben megjelenő MNB tanulmány fogja bemutatni) a középtávú (néhány év alatt jelentkező) árfolyam-begyűrés mértéke érdemben csökkent a 2008/2009-es válságot követően. Az árfolyam 1 százalékos megváltozása két éves időhorizonton a válság előtti érték kb. felének megfelelő mértékben (0,1-0,2 százalékkal) módosíthatja a fogyasztói árakat. Az aktuális számítások megfelelnek a

régió többi országában készített becsléseknek, míg a korábbi érték nemzetközi összehasonlításban inkább magasnak számított.

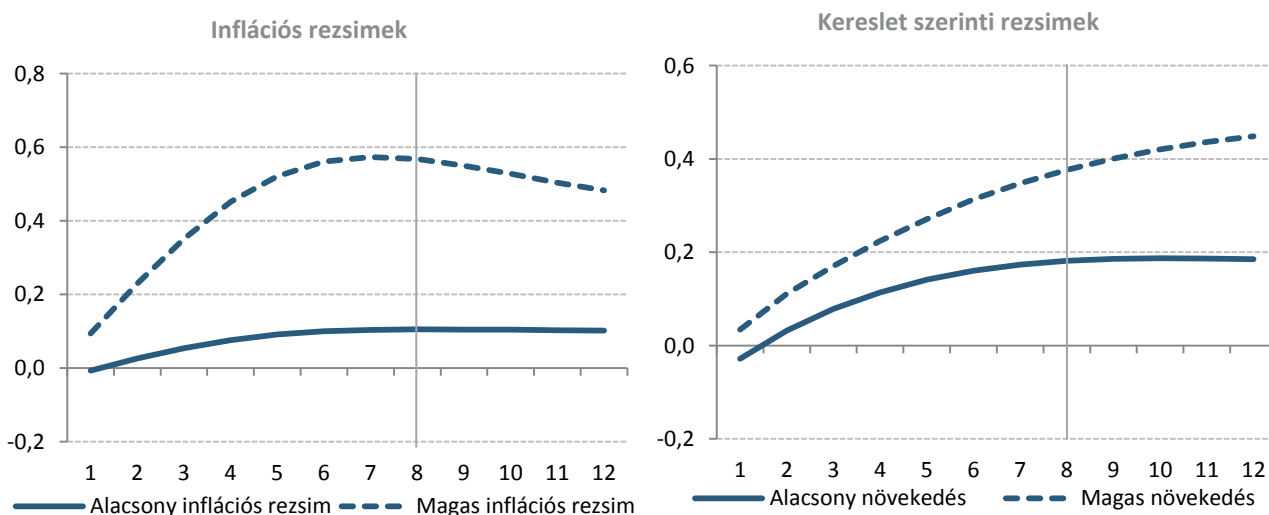
Az alacsonyabb árfolyam-begyűrés okai

A mérséklődő árfolyam-begyűrésre több okot is találhatunk. Ezek egy része ciklikus, más része hosszabb távú strukturális elmozdulások következménye.

- A recesszió során visszaeső **aggregált kereslet** (és ezzel párhuzamosan kinyíló kibocsátási rés) következtében a vállalatok kevésbé voltak képesek az árfolyam változását áraikban érvényesíteni.
- Ezen túl az **infláció általános szintjében** bekövetkező jelentős csökkenés is a begyűrés mérséklődését okozhatta. Az alacsonyabb inflációs környezetben a piaci szereplők (lakosság és vállalatok) várakozásai is csökkentek és összhangba kerültek a jegybank középtávú céljaival. Horgonyzott várakozások mellett a költségsokknak is kisebb az inflációs hatása, hisz az árazást meghatározó szereplők bízhatnak abban, hogy a jegybank középtávon biztosítja az inflációs környezet stabilitását.
- A válság éveiben megnövekedett **árfolyam-volatilitás** is befolyásolhatta begyűrészt. Az árak kisebb mértékben reagálnak, amennyiben az árfolyam volatilitása nagyobb, hiszen ekkor átmenetinek ítélik meg a gazdasági szereplők az árfolyam elmozdulását, így ennek hatását a vállalatok nem építik az áraikba.
- Végezetül a kormányzati döntések a hatósági árak széles körében jelentkező **szigorodó árszabályozásokon** keresztül csökkentették az árfolyam fogyasztói árakra gyakorolt hatásait.

Az üzleti ciklus és az infláció szintjének árfolyam begyűrésre gyakorolt hatásai idősor-elemzési eszközökkel is igazolhatóak. Amennyiben a megfigyelt mintaidőszakunkat az infláció szintje és a keresleti feltételek függvényében felosztjuk, akkor egyértelműen érzékelhetővé válik az árfolyam hatásának eltérő viselkedése. Az **infláció alacsony szintje mellett az árfolyam begyűrés mértéke kb. negyede lehet a magas inflációs közegben jellemző hatásnak** (3. ábra, bal panel), míg a **visszafogott keresleti feltételek közel felére mérsékelhetik az árfolyam-begyűrés mértékét** (3. ábra, jobb panel).

3. ábra: Árfolyam begyűrés: rezsím és küszöbváltozó szerint



Megjegyzés: Küszöbváltozó: Adószűrt maginfláció

Forrás: MNB

Megjegyzés: Küszöbváltozó: GDP

Forrás: MNB

Az ökonometriai vizsgálatok alapján megállapítható, hogy a válságot követően az árfolyam változásának fogyasztói árakba mutatott begyűrűzése a monetáris politika 1,5-2 éves időhorizontján számottevően csökkent. Tekintve, hogy a mérséklődés mögött részben ciklikus okok is azonosíthatóak, így **a kibocsátási rés záródásával az árfolyam begyűrűzés mértéke a jelenleg becsült 0,1-0,2 százalékos tartomány felső felében alakulhat**. Ugyanakkor figyelembevéve az árazási magatartásban az elmúlt években bekövetkezett strukturális jellegű változásokat (alacsony szinten horgonyzódó inflációs várakozások, szigorodó árhatósági viselkedés, rugalmasabb munkaerőpiac) **arra hosszabb távon is számíthatunk, hogy az forint/euró árfolyam inflációs hatása tartósan a válság előtt jellemző érték alá csökkent**.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. június 24-én.”