

Nem meccs közepén szokták újraírni a szabályokat

A Magyar Nemzeti Bank 2015-ben módosította a hazai inflációs célkövetés keretrendszerét. Az azóta eltelt idő, benne kiemelten az elmúlt három év eseményei az akkori döntés helyességét igazolja. 2020-s évtizedben – hasonlóan az MNB 8 évvel ezelőtti döntéséhez – valamennyi nagy jegybank a meglévő inflációs céljai mellett köteleződött el, miközben rendszerei rugalmasságát növelte. Az irányt az idei Jackson Hole-i konferencia is megerősítette. Sem a Fed, sem az Európai Központi Bank nem gondolkodik a monetáris rendszerük megváltoztatásában és az inflációs cél emelésében sem, ami irányadó a feltörekvő országok jegybankjai számára.

Történeti háttér: az inflációs célt követő monetáris politika születése

A világ gazdaságai hosszú idő óta visszatérően szembesülnek a magas infláció és a stagnáló növekedés, azaz a stagfláció jelenségével. Hasonló helyzetet okozott a 70-es évek olajárrobbanásai, mely a globális infláció megugrását és a növekedés lassulását eredményezte egészen a 80-as évek elejéig. Volcker Fed-elnök lépései hozták el a fordulatot: 1979 és 1983 között kétszámjegyű tartományba emelte az irányadó kamatot, jelentős pozitív reálkamatot elérve, ami végül eredményes dezinflációhoz vezetett. A Fed infláció letörése melletti elkötelezettsége kulcsfontosságú volt, ez alapozta meg a jegybanki függetlenség megerősítését, majd az inflációs célkövető rendszerek 1990-től kezdődő bevezetését, először Új-Zélandon, majd egyre több fejlett és feltörekvő országban, köztük a régióban is.

A fejlett gazdaságokban konszenzus alakult ki az optimális inflációs cél 2 százalékos mértékéről. A feltörekvő gazdaságokban ehhez nagyon közeli, de enyhén magasabb a jellemző inflációs cél, mivel a felzárkózás kismértékű többletinflációval jár együtt (régiónkban pl. a Lengyelországban és Romániában 2,5, Magyarországon 3 százalék az inflációs cél).

Az elmúlt évtizedben rugalmasabbá váltak a monetáris politikai keretrendszerek, melyben az MNB élen járt

A 2008-as válságot követő évtized során a tartósan alacsony, cél alatti inflációs környezetben élénk vita bontakozott ki az inflációs cél optimális szintjével kapcsolatban. Mivel a kamatok további csökkentését a zéró alsó korlát nem tette lehetővé, az egyik tábor szerint az inflációs cél emelése az inflációs várakozások növelésén keresztül élénkítette volna az inflációt. Fontos hangsúlyozni, hogy itt a deflációs veszélyek miatt merült fel az inflációs célok emelésének kérdése! A másik tábor viszont az esetleges változtatást a jegybanki hitelességveszteség miatt kontraproduktívnak tartotta. E vitát a Fed és az EKB esetében a 2019-2020 során elindított stratégiai felülvizsgálat zárta le. Mindkét jegybank megtartotta a 2 százalékos inflációs célját, de annak rugalmasságát növelték: a Fed az 2 százalékos cél átlagos célzásával időbeli rugalmasságot, míg az EKB a 2 százalék körüli szimmetriát vezetett be.

A Magyar Nemzeti Bank, a fejlett jegybankokat jócskán megelőzve, már 2015-ben rugalmasabbá tette keretrendszerét: bevezette az inflációs cél körüli ± 1 százalékos toleranciasávot, ami az infláció céltól való elfogadható mértékű eltérését jelöli.

A hazai fogyasztói kosárban a rendkívül változó áralakulást mutató üzemanyagok és feldolgozatlan élelmiszerek súlya uniós viszonylatban magas. Ez indokolja a ± 1 százalékpontos toleranciasáv alkalmazását. E volatilitás bár jelentős lehet, de döntően átmenetinek tekinthető, így a monetáris politika jellemzően áttekinthet rajta. A toleranciasáv hatékonyan támogatja, hogy ezek az átmeneti

megugrások a jegybanki hitelesség megőrzése mellett ne indukáljanak jelentős volatilitást a monetáris kondíciókban.

A rugalmasabb rendszernek is köszönhetően az MNB 2017-től nagy pontossággal állította be az inflációt a jegybanki célnak megfelelő, 3 százalékos értékre.

Nemzetközi összehasonlításban is kivételes eredmény volt, hogy 2017 eleje és 2020 vége között az átlagos infláció éppen 3 százalékon alakult, azaz megegyezett a jegybanki céllal. Sőt, ezen időszakban 48 hónapból 44 alkalommal az infláció a 3 százalékos szint körüli ± 1 százalékos toleranciasávbán alakult. A hazai rugalmas keretrendszer tehát jól vizsgázott.

A 2020-as évek inflációs kihívásaira a jegybankok rugalmas monetáris politikai keretrendszere és a változatlan inflációs céljuk mielőbbi elérése jelenti a megoldást

A 2020-as évtized első éveit fundamentális változásokat hozó válságok jellemzik, amelyek új sérülékenységi pontokon támadják a gazdaságokat. E válságok következménye a magas infláció és a gyenge gazdasági teljesítmény, azaz a stagfláció visszatérése. Az új évtized komplex inflációs kihívásaira akkor reagálhat hatékonyan egy jegybank, ha hiteles, ugyanakkor megfelelő rugalmassággal is rendelkezik.

Ezúttal már nem a 2010-es évekre jellemző ultra alacsony árdinamika, hanem az 1970-es éveket idéző, tartósan megemelkedő inflációs környezetben került az asztalra az inflációs cél emelésének kérdése. A legfontosabb érv ezúttal, hogy a magas infláció háttérében erős strukturális változások dominálnak. Ilyen strukturális változás lehet a deglobalizáció, az idősödő társadalmak problémája vagy az energia átmenet. Valamennyi tényező infláció hatását külön-külön rendkívül alaposan fel kell térképezni. A nemzetközi tapasztalatok és az eddigi kutatások is azt mutatják, hogy egyértelmű eredő egyelőre nincs.

Az aktuális rendkívül bizonytalan, magas inflációs környezetben a jegybankok célja továbbra is az árstabilitás minél gyorsabb elérése, majd fenntartása. *Az infláció elleni küzdelemben pedig kulcskérdés a jegybanki hitelesség megőrzése*, mely nélkül nem lehetséges bármilyen stabilitási cél elérése. Ezt mutatják a világ monetáris irányait meghatározó amerikai Fed és az EKB álláspontjai is. Mindkét intézmény elnöke felszólalt a 2023. augusztusi, Jackson Hole-ban tartott konferencián. Jerome Powell Fed elnök szerint a kedvező inflációs adatok ellenére hosszú még az út az inflációs cél eléréséig, és megerősítette, hogy „két százalék jelenleg és az is marad a Fed inflációs célja”. Christine Lagarde EKB elnök hasonlóképpen elutasította a célváltoztatás ötletét: „Egy játszmában vagyunk, amelynek adottak a szabályai. Nem szabad félúton megváltoztatni ezeket a szabályokat”.

Mindaddig, amíg a globálisan meghatározó jegybankok egyértelműen ragaszkodnak a jelenlegi inflációs céljukhoz, a helyzet a feltörekvő országok jegybankjai számára is irányadó.

Gazdaságpolitikai döntéshozók részéről nyilvános vitát indítani a kérdésben hitelességi veszteséget okoz az ország számára, ami az egyébként is turbulens feltörekvő piaci hangulatban komoly veszély. A célokat jelentősen meghaladó, kétszámjegyű infláció mellett az inflációs cél emelésének hatására az inflációs várakozások jelentősen megugranának tovább gerjesztve az egyébként is fájdalmas inflációt. Ez a kontraproduktív lépés még tehát nagyobb reálgazdasági áldozatokat követelne meg az árstabilitás eléréséhez: az inflációs várakozásokkal együtt emelkedő hosszú hozamok visszafognák a reálgazdasági aktivitást és a beruházásokat, emellett nehezítenék a költségvetés finanszírozását.

A jelenlegi környezetben ezért az infláció tartós csökkentése és az árstabilitás helyreállítása kell hogy legyen az elsődleges cél. Az infláció elleni harcot a gazdaságpolitikai ágak összhangjával lehet a legkisebb költséggel megnyerni. A hiteles monetáris politika, a pénzpiacok stabilitásának támogatása, a fegyelmezett költségvetés, a határozott, versenyt erősítő szabályozás politika a

megoldás képlete. Közép távon pedig az átfogó versenyképességi fordulat gyorsítása lesz stabilizáló hatású mind az inflációra, mind a hozamokra nézve, emelve a gazdasági növekedés ütemét.

A magyar jegybank továbbra is az árstabilitási célja iránti szilárd elköteleződéssel, rugalmas inflációs célkövető rendszerének fenntartása mellett mindent megtesz az infláció csökkentése és az árstabilitás újbóli megteremtése érdekében.

„Szerkesztett formában megjelent a Világgazdaság.hu oldalon 2023. október 17-én.”