

# Felcser Dániel: Hogyan reagáljon a jegybank az áfaemelésre?\*

Áfaemelésnél emelkedik a gazdaságban az árszint, ahogy a vállalatok áthárítják az adóemelés hatását. Ez technikai értelemben azt jelenti, hogy a fogyasztóiár-index egy évig megemelkedik, ezt hívjuk első körös hatásnak. Amennyiben azonban a gazdasági szereplők várakozásai nem tökéletesen racionálisak, vagy nem hiteles a jegybank inflációs célja, fennáll annak a veszélye, hogy a szereplők az áfaemelés miatti emelkedést az inflációban tartósnak vélik, és hosszabb távon is az áfaemelés előttinél magasabb jövőbeli inflációra számítanak. Ebben az esetben a bérek és a várakozások emelkedésében is megjelenhet az adóemelés hatása, ez utóbbi, áttételes folyamatot nevezük másodkörös hatásnak. A legjobbnak tekinthető nemzetközi jegybanki gyakorlat szerint a monetáris politika átnéz az egyszeri árszintemelő sokkokon, de törekszik a másodkörös inflációs hatások semlegesítésére. Azonban azokban az országokban, ahol az áfaemelést megelőzően nem teljesült az inflációs cél, a jegybankok inkább reagálnak a közvetlen árszintemelő intézkedésekre is, illetve a várakozások horgonyzottságával kapcsolatos kockázatok hangsúlyosan megjelennek a jegybanki kommunikációban. Mivel Magyarországon az infláció tartósan meghaladta a célt, fennáll annak a lehetősége, hogy a folyamatosan érkező költségsokkok beépültek az inflációs várakozásokba, és erősebb másodkörös hatásokat okozhatnak.

## BEVEZETÉS

Napjainkban a fejlett országok és számos feltörekvő ország jegybankja az árstabilitás fenntartását jelöli meg elsődleges céljaként. A modern közgazdasági elmélet szerint ugyanis a monetáris politika a gazdasági környezet kiszámíthatóságának fenntartásával, az árstabilitás biztosításával és a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzésével tud legjobban hozzájárulni a jólét növeléséhez. Számos jegybank ehhez az ún. rugalmas inflációs célkövetés keretét választotta. Az inflációs célkövetés (*inflation targeting, IT*) olyan monetáris politikai stratégia, amelyben a jegybank elsődleges célja, az árstabilitás megvalósítására a nyilvánosan bejelentett inflációs cél elérésével törekszik. A jegybank ekkor is igyekszik mérsékelni a különböző forrásokból származó és a társadalmi jólétet csökkentő gazdasági volatilitást, kihasználva, hogy az inflációs célkövetés kellően rugalmas stratégiát biztosít a számára. Ennek is köszönhető, hogy az IT nemzetközileg sikeresnek bizonyult a magas infláció letörésében és a várakozások horgonyzásában.<sup>1</sup>

Az árstabilitás fenntartását a gazdaságot érő sokkok nehezítik, amelyek eltéríthetik az inflációt a kívánatos szinttől. A monetáris politika válaszlépése függ attól, hogy mi áll az

infláció változása mögött, ezért figyelembe kell venni a sokkok természetét és a jegybank árstabilitás melletti elkötelezettségének hitelességét. Ha a sokk ellentétes irányba hat az inflációra és a kibocsátásra (ún. kínálati sokk), akkor csak jelentős reálgazdasági áldozat árán lehetne ellensúlyozni a sokk rövid távú inflációs hatását, ezért a jegybankok ilyenkor az árstabilitás középtávon történő elérésére törekednek. Hiteles monetáris politika mellett a jegybank jobban eltekinthet az átmenetinek gondolt kilengések semlegesítésétől, mert a gazdasági szereplők hisznek a jegybank elkötelezettségében, ezért az infláció későbbi mérséklődésére számítanak. Az átmeneti megugrás így nem fejt ki tartósabb hatást a vállalatok árazásában. Amennyiben azonban a gazdasági szereplők várakozásai nem tökéletesen racionálisak, vagy nem hiteles a jegybank inflációs célja, fennáll annak a veszélye, hogy a szereplők az egyszeri sokk miatti emelkedést az inflációban tartósnak vélik, és hosszabb távon is magasabb jövőbeli inflációra számítanak. Ebben az esetben a bérek és a várakozások emelkedésében is megjelenhet az adóemelés hatása, ez utóbbi, áttételes folyamatot nevezük másodkörös hatásnak. A másodkörös hatás tartósan magasabb inflációhoz vezethet, ami – minden más változatlansága mellett – határozottabb monetáris politikai választ tehet szükségessé.

\* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

<sup>1</sup> Az inflációs célkövetés korábban jellemzően a kis nyitott gazdaságok rezsimje volt, 2012 elején azonban két globálisan jelentős jegybank, az amerikai Federal Reserve és a Bank of Japan is újabb lépést tett az inflációs célkövetés felé (bővebben lásd Felcser-Lehmann, 2012).

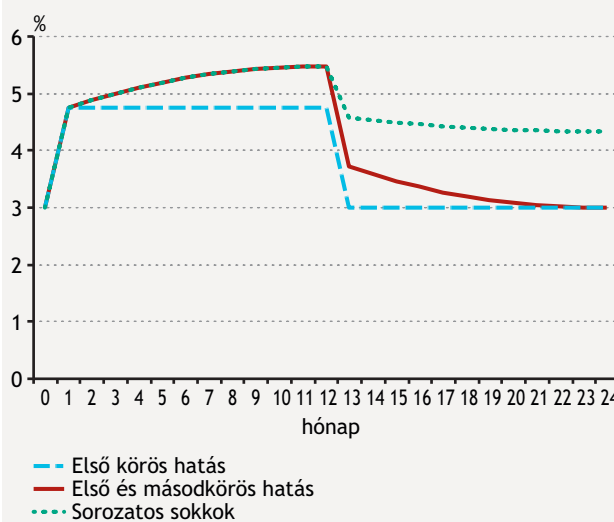
Az indirekt adók közé tartozó általános forgalmi adó (áfa) változása olyan speciális kínálati sokknak tekinthető, amelynél a forrás, az időpont és a sokk kezdeti nagysága (az adókulcs változása) is könnyen beazonosítható.<sup>2</sup> Áfaemelésnél növekszik a gazdaságban az árszint, ahogy a vállalatok áthárítják az adóemelés hatását, de fogyasztási típusú adóként alapesetben nem jár a vállalati költségstruktúráján keresztül továbbgyűrűző hatással.<sup>3</sup> Ez technikai értelemben azt jelenti, hogy a fogyasztóiár-index egy évig megemelkedik, ezt hívjuk első körös hatásnak, 12 hónap múlva viszont kiesik az egyszerű árszintemelő hatás az éves árindexből. Egyszeri adóintézkedés esetén a másodkörös hatás kockázata alacsonyabb lehet, mint a tipikus költségsokknoknál (pl. olajár-emelkedés). Így hiteles monetáris politika mellett a jegybank jellemzően eltekinthet az áfaemelés inflációs hatásának semlegesítésétől. Ha azonban gyakori a fogyasztásiadó-kulcsok átrendezése, akkor nagyobb valószínűséggel léphet fel a fent említett másodkörös hatás, ami monetáris politikai reakciót tehet szükségessé.

A következőkben különböző forgatókönyvek segítségével bemutatjuk egy áfaemelés lehetséges hatásait, ezután áttekintjük a nemzetközi tapasztalatokat, végül kitérünk az aktuális magyar helyzet sajátosságaira.

## A JÓ, A ROSSZ ÉS A CSÚF

Az áfa emelkedése miatt jelentősen nőhet az árindex, miközben az adóváltozás közvetlen hatásától szűrt infláció mérsékelt marad, ami monetáris politikai és kommunikációs szempontból is kihívás elé állítja a jegybankot. Ahogy a korábbiakban említettük, a monetáris politikai válasz alapvetően függ attól, hogy az áfaemelés milyen inflációs következményekkel jár. Ennek illusztrálására a továbbiakban először egy egyszeri áfaemeléssel belül különböztetünk meg két esetet, aszerint, hogy a sokk jár-e másodkörös hatással vagy sem. Példánkban egy áfaemelés hatására az infláció az első időszakban közel két százalékponttal megemelkedik, ahogy az adóváltozás hatása azonnal megjelenik az árakban (1. ábra).<sup>4</sup> Feltételezzük, hogy az áfasokk előtt teljesült a jegybank inflációs célja, és nem éri egyéb inflációs sokk a

1. ábra  
Inflációs forgatókönyvek áfaemelés után  
(év/év indexek)



gazdaságot, azaz a jegybank kizárólag az áfaemelés inflációs hatásával szembesül. Ezután megvizsgáljuk, hogy ehhez képest milyen kockázatokat hordoz, ha egyszeri alkalom helyett sorozatosan érik a sokk a gazdaságot.

Az első esetben az áfaemelés csak első körös hatással jár: az érintett termékkör árszintje megemelkedik, és tartósan magasabb szinten marad, míg az infláció – horgonyzott várakozások mellett – egy év elteltével ismét a jegybank inflációs céljára csökken, amint az áfaemelés hatása kiesik az éves árindexből. Az infláció céltól vett eltérését a gazdasági szereplők átmenetinek gondolják, ezért árazási és bérézési döntéseiket a középtávú céllal összhangban hozzák meg. Az ilyen átmeneti inflációs sokkokat a jegybankok jellemzően nem ellensúlyozzák. Emellett szól, hogy a sokk közvetlen inflációs hatása átmeneti, és mire a monetáris politikai lépés kifejthetné hatását, a sokk hatása már lecsengene, a monetáris szigorítás pedig felvetné az inflációs cél alullovésének kockázatát. Ellene szól ugyanakkor, hogy a célnál magasabb infláció hatására a várakozások horgonyozottsága gyengülhet, és idővel másodkörös hatás

<sup>2</sup> Más ársokk is eredhetnek kormányzati intézkedésekből, de a cikkben az áfaemelésekre koncentrálunk azok fent említett tulajdonságai mellett azért is, mert a vizsgált inflációs célkövetést folytató jegybankok (IT jegybankok) is jellemzően erre hivatkoztak kommunikációjuk során.

<sup>3</sup> A fogyasztást terhelő adók emelése közvetlenül emeli a fogyasztói kosár adóváltozás hatálya alá eső részének az árát, valamint közvetlenül (például az aggregált keresletre gyakorolt hatáson keresztül) is befolyásolhatja a fogyasztói árakat. Így amikor áfaemelés előtt a háztartások az alacsonyabb adókulcs miatt előrehozták fogyasztásuk egy részét, az egyszeri megemelkedő kereslet is magasabb árszinthez vezethet. Fontos kiemelni, hogy Gábor-Reiff (2006) Magyarországra kapott eredményei szerint az áfaemelés és az áfacökkentés hatása nem szimmetrikus. A továbbiakban az áfaemelés esetére fókuszálunk.

<sup>4</sup> A példában eltekintünk attól, hogy a vállalatok már előre – a bejelentés és a tényleges áfaemelés közötti időszakban – is beépíthetik az áfaemelés az árakba, többek között az árváltoztatás költségének és a piaci verseny mértékének a függvényében. Ez történt a 2007-es és 2012-es cseh áfaemelés idején, amikor – a cseh jegybank elemzése szerint – a rövid távon jelentkező inflációs hatás több mint fele megjelent az árakban az adóemelés előtti 2-3 hónap során (CNB, 2012). Magyarország vonatkozásában egy korábbi kutatás nem talált erre utaló jeleket (Gábor-Reiff, 2006). Ezenkívül az áfaemelés rövid távon jelentkező hatása meg is haladhatja az árszínvonal hosszabb távú emelkedését, mivel az üzletek egyes későbbre tervezett áremeléseket már az áfaemelés okozta áremeléssel egy időben végrehajthatnak.

jelentkezhet. Azaz minél erősebbnek feltételezhető a vára-  
kozások középtávú horgonyzottsága, illetve a monetáris  
politika hitelessége, annál inkább megengedheti magának a  
jegybank, hogy eltekintsen a sokk elsődleges inflációs hatá-  
sának ellensúlyozásától.

A második, kedvezőtlenebb esetben az egyszeri árszint-  
emelkedés mellett másodkörös hatás is fellép. Míg a jegy-  
bank az áfasokk közvetlen inflációs hatásának ellensúlyozá-  
sától eltekinthet, a másodkörös hatás megjelenése monetá-  
ris politikai lépéseket tehet szükségessé. A másodkörös  
hatás szorosan kapcsolódik a gazdasági szereplők inflációs  
várakozásaihoz. Ha a vállalatok arra számítanak, hogy az  
infláció tartósan meg fogja haladni a célt, akkor nagyobb  
mértékben emelhetik áraikat, mint egyébként tennék. Ha a  
munkavállalók számítanak tartósan cél feletti inflációra,  
akkor a jövedelmük vásárlóértékének megőrzése érdeké-  
ben magasabb nominális bérköveteléseket fogalmazhatnak  
meg. A béremelések kigazdálkodása is arra sarkallhatja a  
vállalatokat, hogy emeljék termékeik árát. Eközben a jöve-  
delmek emelkedése a magasabb fogyasztáson keresztül  
szintén inflációs nyomáshoz vezet. A jövőbeli inflációra  
vonatkozó várakozások megemelkedése tehát hatással  
lehet a gazdasági szereplők árazási és bérezési magatartá-  
sára, összességében nagyobb mértékben és tartósabban  
emelkedik az infláció, mint az első esetben, és minden más  
változatlanúsága mellett nagyobb monetáris szigorításra  
lehet szükség az infláció letörése érdekében.

Tovább ronthatja a képet, ha egyszeri sokk helyett sorozat-  
os áfaemelések tartják magasan az inflációt, növelve a  
másodkörös hatás kialakulásának kockázatát. Az egyszeri  
árszintemelő sokkokat viszonylag ritka eseményeknek szo-  
kás tekinteni, amelyeknél az inflációt a jegybank céljától  
felfelé eltérítő költségsokkok bekövetkezésének valószínűsége

megegyezik a lefelé ható sokkokéval (a sokkok szim-  
metrikusak), így várhatóan nem épülnek be a szereplők  
inflációs várakozásába. Ha azonban gyakori a fogyasztási-  
adó-kulcsok átrendezése, akkor felerősödik annak a kocká-  
zata, hogy a gazdasági szereplők nem ritka és átlagosan  
nulla hatású sokként gondolnak ezekre a kormányzati lépé-  
sekre, és másodkörös hatás lép fel. A monetáris politika  
tehát nem feltétlenül tekinthet el az áfasokk semlegesí-  
tésétől, amennyiben ezek a sokkok gyakoriak és egy irányba  
történnék – például a direkt és az indirekt adók közötti  
átrendezés miatt.

A fentiek alapján az áfaemelésre adott optimális monetáris  
politikai válasz függ attól, hogy a monetáris politikai dön-  
treshozók mennyire bíznak az inflációs várakozások horgony-  
zottságában. Az inflációs várakozásokat jellemzően felmé-  
résekkel próbálják számszerűsíteni, különböző mérési prob-  
lémák miatt azonban nehéz megbízható mutatószámokat  
előállítani.<sup>5</sup> Általánosságban, minél inkább átmenetinek  
tekinthető a sokk és minél kevésbé kell tartani másodkörös  
hatástól, annál kevésbé kell a monetáris politikának reagál-  
nia.

## NEMZETKÖZI TAPASZTALATOK

A válság során több olyan ország is emelt a (főként stan-  
dard) áfakulcson, ahol a jegybank inflációs célkövetést  
folytat. Az adóemelés az esetek többségében cél feletti  
inflációt eredményezett, mert az árszint megugrása 12  
hónapig magasán tartotta az árindexet. A korábbiak alapján  
elmondható, hogy a jegybankok az infláció átmeneti meg-  
ugrása helyett jellemzően a másodkörös hatás kockázatára  
koncentrálnak. A jegybanki reakciók ugyanakkor széles  
spektrumot ölelhetnek fel. Ennek bemutatására összesen  
hat áfaemelésre adott monetáris politikai választ vizsgál-

1. táblázat Kiemelt áfaemelések az elmúlt években			
Ország	Mikor emelt?	Mennyit emelt?	Monetáris politikai válasz
Csehország	2010. január 1.	1 százalékpont (általános)	A másodkörös hatások kockázatát elhanyagolhatónak ítélték, nem volt kamatemelés.
	2012. január 1.	4 százalékpont (alacsonyabb kulcs)	
Egyesült Királyság	2010. január 1.	2,5 százalékpont (standard kulcs)	A várakozási kockázat visszatérő elem lett a kommunikációban.
	2011. január 4.	2,5 százalékpont (standard kulcs)	
Románia	2010. július 1.	5 százalékpont (standard kulcs)	Megállt a korábbi kamat- csökkentési ciklus.
Lengyelország	2011. január 1.	1-2 százalékpont (különböző kulcsok)	Hozzájárult a szigorításhoz.

<sup>5</sup> A lakossági várakozásokat például torzíthatja, hogy a háztartások hajlamosak nagyobb súlyt rendelni a gyakrabban vásárolt termékekhez, mint amelyek az élelmiszerek és a benzín.

tunk az elmúlt évekből a régiós jegybankokban és a Bank of Englandnél (1. táblázat).

A cseh jegybank nem reagált az áfaemelésekre, a másodkörös hatás kockázatát elhanyagolhatónak ítélte 2010-ben és 2012-ben egyaránt. 2010-ben az inflációs előrejelzés rövid távon kismértékben emelkedő inflációt mutatott, a monetáris politika horizontján azonban teljesült a cél, az adóhatásokról szűrt infláció pedig alulról közelített a célhoz. Míg januárban a cseh döntéshozók egyhangúlag a kamattartás mellett döntöttek, februárban a vártnál – részben módszertani okból – alacsonyabb infláció hatására már lefelé mutató inflációs kockázatot láttak, és csökkentési szándékok is megjelentek a tanácsban. A 2012-es áfaemelés idején már átmenetileg 3 százalékos fölé emelkedő árindexszel számoltak, ami így számottevő mértékben meghaladta a Česká národní banka (Cseh Nemzeti Bank) 2 százalékos célját, 2013 elejére azonban célra csökkenő árindexet várnak. Az adóhatásokról szűrt infláció az előrejelzés szerint a teljes horizonton a cél közelében alakult. Felfelé mutató inflációs kockázatot az élelmiszerárak alakulásában láttak, összességében kiegyensúlyozott volt a tanács kockázati megítélése. Az inflációs várakozásokban és a bérekben esetleg megjelenő másodkörös hatásokat elhanyagolhatónak tartották, amit anekdotikus információk és a várakozások alakulása is megerősített. A májusi inflációs jelentésük kockázati pályájában további áfaemeléssel számoltak, de – a múltbeli tapasztalatokra és a visszafogott konjunktúrára alapozva – még ekkor sem számítottak érdemi másodkörös hatásokra.

Az elsőként vizsgált egyesült királyságbeli áfaemelésnél, 2010 elején – amely az áfa 2008 végi csökkentése utáni visszaemelés volt – voltak arra utaló jelek, hogy az áfaemelés begyűrűzése valamivel nagyobb lehet az előzetesen vártnál. Emellett az üzemyagár-emelkedés is fűtötte az inflációt. Amennyiben az infláció tartósan, évekig meghaladja a célt, a várakozások is emelkedni kezhetnek – de a Bank of England összességében kevés bizonyítékot látott arra, hogy a háztartások vagy a pénzügyi szereplők inflációs várakozásai jelentősen változtak volna 2009 második felében. A kihasználatlan kapacitások árazásra gyakorolt fegyelmező ereje mellett az árfolyamgyengülés és az áfaemelés hatásának kifutása után az előrejelzések cél alá csökkenő inflációt jeleztek. Monetáris szigorításnak így nem látták szükségét.

2011 elején az infláció jelentősen a cél felett alakult, az ismét emelkedő standard áfakulcs, valamint a magasabb energia- és importárak következtében. A tanács megítélése szerint a középtávú inflációs kockázatok is nőttek (Bank of England, 2011). Ahogy a jegybank kiemelte, ebben a környezetben kulcsfontosságú, hogy a gazdasági szereplők mennyire támaszkodnak a múltbeli inflációra várakozásaik

kialakításánál, illetve milyen hosszúnak gondolják azt a horizontot, amelyen a Bank of England várhatóan ismét teljesíteni tudja célját. A Bank of England kommunikációjában tehát – a huzamosan cél feletti inflációra való tekintettel – visszatérő elemként hangsúlyozta a másodkörös hatások kockázatát. A háztartások inflációs várakozásai már a korábbi hónapokban emelkedni kezdtek, ezzel szemben a vállalkozások várakozásai, a pénzügyi árból származtatott várakozások, illetve a bérek növekedése stabil maradt. Az áfaemelés végül 2012 elején kiesett a bázisból, a beérkező adatok jelentősen mérséklődő inflációt jeleztek, ami mérsékelte a várakozási kockázatot.

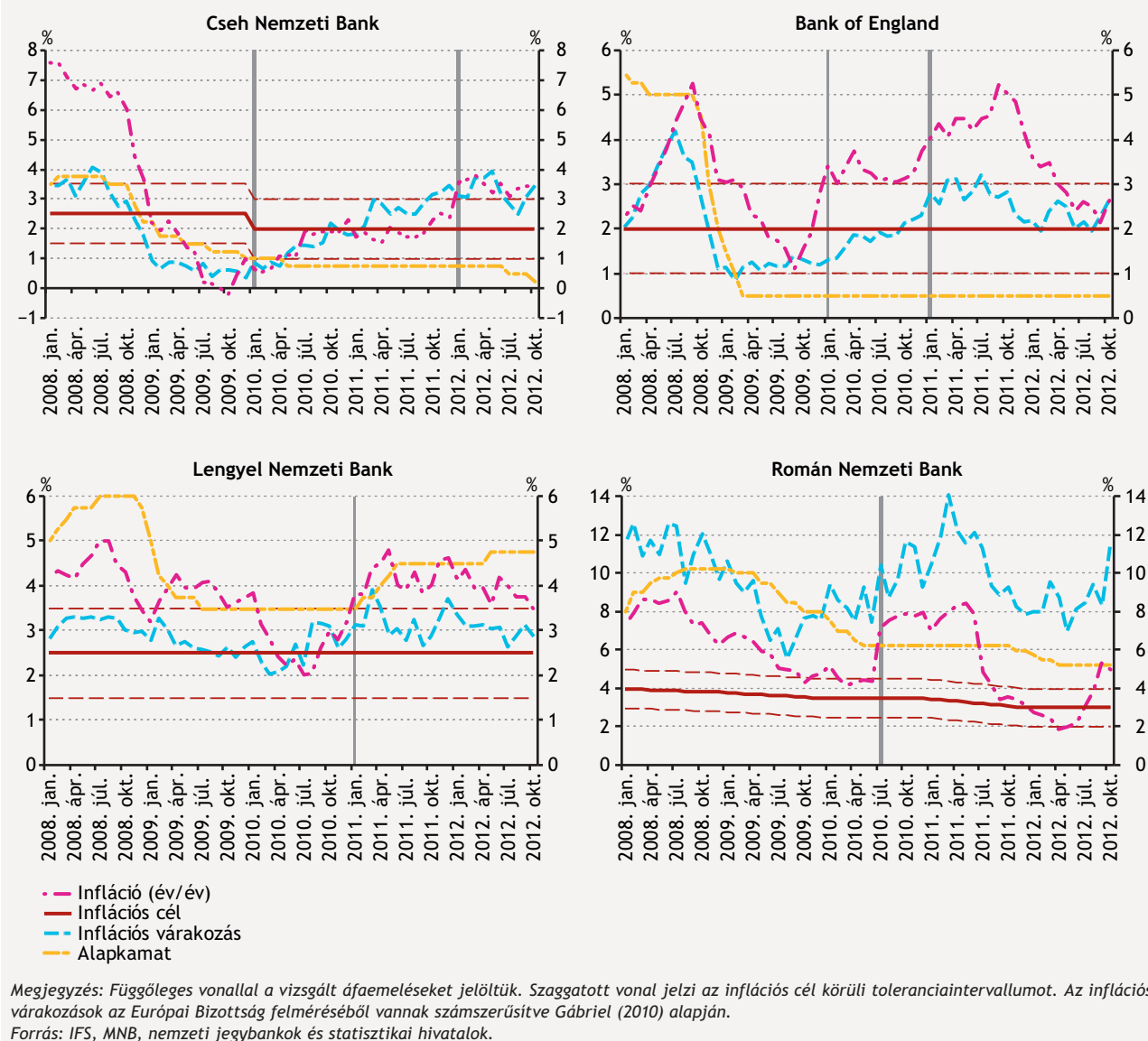
A fenti esetekben közös, hogy a két országban feltételezhető az inflációs várakozások horgonyozottsága. Ahol az inflációs cél hosszabb időszak átlagában teljesült, kevésbé aggódtak a másodkörös hatások miatt, és „átnéztek” az infláció egyszeri megugrásán. Azokban az országokban azonban, ahol nem teljesült az inflációs cél, a jegybankok inkább reagáltak a közvetlen árszintemelő intézkedésekre is, az adóváltoztatás így kamatlépésekre is hatást gyakorolt.

Az egyik ilyen jegybank a Banca Națională a României (Román Nemzeti Bank), amelynek döntéshozó testülete 2010. június végi ülésén felhagyott az év elején elkezdett kamatsökkentési ciklussal, amelynek keretében addig összesen 175 bázisponttal csökkentette az alapkamat szintjét. A döntést főként az áfaemelés miatt várhatóan emelkedő infláció és a várakozások horgonyzásának igénye motiválta, hogy ezzel elkerülhető legyen a másodkörös hatás megjelenése a fogyasztói árakban. A jegybank az infláció jelentős, ám átmeneti megugrása mellett a nyár folyamán folyamatosan hangsúlyozta, hogy törekszik a másodkörös hatások mérséklésére és az inflációs várakozások alacsony szinten történő horgonyzására. A negatív kibocsátási rés inflációt mérséklő hatását figyelembe véve célra csökkenő inflációt vártak 2011 végére, miután az adóváltoztatás első körös hatása kiesik az árindexből. Középtávon azonban felhívták a figyelmet az emelkedő várakozásokon keresztül jelentkező másodkörös hatás kockázatára. A kockázat megmaradt a vártnál némileg alacsonyabb szeptemberi inflációs adat ellenére, az alapkamat pedig nem változott többet 2010 során. Az áfaemelés első körös hatása egy év elteltével kifutott, így az infláció 2011 szeptemberére cél körüli szintre, 3,5 százalékra süllyedt. Ezt követően a tanács novemberben újabb kamatsökkentési ciklusba kezdett.

A Narodowy Bank Polski (Lengyel Nemzeti Bank) kamatemelésének motivációi között szerepelhetett az inflációs várakozások emelkedésétől való félelem. A lengyel infláció 2011 eleji emelkedése mögött nagyrészt az áfaemelés, a mezőgazdasági nyersanyagárak és az olajár globális emelkedése,

2. ábra

Az infláció, a várakozások és az alapkamat alakulása a vizsgált országokban



valamint a szabályozott árak növekedése állt. Az inflációval párhuzamosan a maginfláció és a háztartások inflációs várakozásai is emelkedést mutattak. A tanács már januárban egy 25 bázispontos kamatemelés mellett döntött az inflációs kockázatokra hivatkozva. Az infláció emelkedése miatt fennállt annak a lehetősége, hogy a várakozások magasabb szinten ragadnak, további monetáris szigorítást indokolva. Következő, március eleji ülésén a tanács ezt még nem látta indokoltnak: megítélése szerint a januári kamatemelés a visszafogott konjunktúrális helyzettel, a moderált vállalati bérnyomással és az emelkedő munkanélküliséggel együtt kellően mérsékelte az inflációs kockázatokat. Áprilisban azonban már látszott, hogy a maginfláció és a várakozások tovább emelkedtek, a beérkező reálgazdasági adatok alapján pedig keresleti oldalról növekvő inflációs nyomásra lehetett számítani. A fentiek miatt a tanács a

monetáris szigorítás folytatása mellett döntött, hogy ezzel mérsékelje a középtávon cél feletti infláció kockázatát. A várakozások jelenlegi horgonyozottságában szerepet játszhatott az infláció emelkedésére válaszul indított kamatemelési ciklus. A horgonyzottabb várakozások azt is jelentik, hogy a legutóbbi kamatcsökkentés kisebb inflációs kockázatokkal járhat.

A vizsgált országok inflációs múltjában szembeötlő, hogy jellemzően azokban az esetekben tartották szükségesnek a határozottabb monetáris politikai reakciót, ahol a korábbi időszakban nem teljesült az inflációs cél, és emiatt nagyobb volt az inflációs várakozások emelkedésének kockázata (2. ábra). Ezzel szemben ahol sikerült teljesíteni a célt, ott jobban bízhattak a várakozások horgonyozottságában, és így kevésbé kellett tartani másodkörös hatástól.



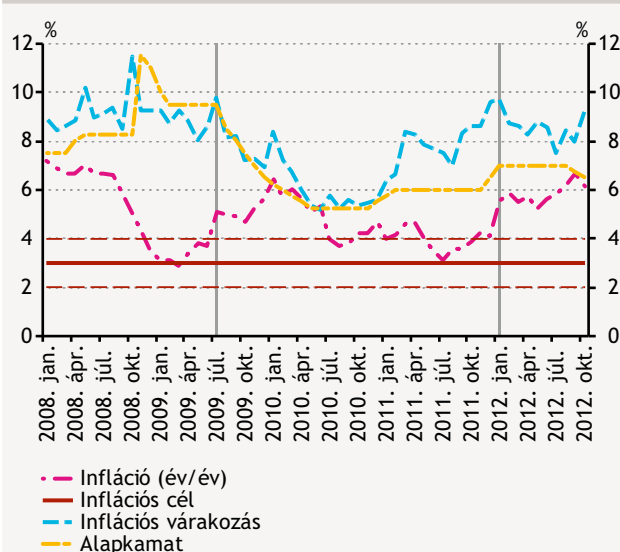
## MAGYAR HELYZÉRTÉKELÉS

Magyarországon már hosszú ideje és jelentősen cél fölött tartózkodik az infláció. A folyamatos inflációs cél 2007 eleji bevezetése óta az infláció átlagosan 5 százalék felett alakult. A KSH által számolt, az indirekt adók változásának azonnali, közvetlen hatását kiszűrő ún. változatlan adótartalmú árindex átlagosan mintegy 1 százalékponttal volt alacsonyabb az időszak során, azonban még így is meghaladta a 3 százalékos célt. A döntéshozók megítélése szerint az inflációs cél teljesülésének értékelésekor a váratlan hatásokból fakadó ingadozásokat is figyelembe kell venni, ezért a 3 százalékos céltől legfeljebb  $\pm 1$  százalékponttal eltérő fogyasztóiár-index utólag elfogadható az árstabilitás szempontjából. Az időszak háromnegyedében azonban az így kapott 4 százalékos felső határ felett volt az infláció. Az adósúrt fogyasztóiár-indexnél 40 százalék alatti ez az arány, ami szintén nem elhanyagolható, és egyúttal jól mutatja az indirektadó-emelések fontosságát az infláció alakulásában.

Tartósan cél feletti infláció hatására veszélybe kerülhet a várakozások horgonyozottsága. A kockázat abból fakad, hogy a gazdasági szereplők a jegybank célját számottevően meghaladó inflációt érzékelve arra a következtetésre juthatnak, hogy a jegybank jobban tolerálja a rövid távú inflációs eltéréseket, vagy kétely merülhet fel a jegybank elkötelezettségével vagy képességével kapcsolatban, hogy középtávon visszatereli az inflációt a célra (Macallan et al., 2011). Emiatt emelkedhetnek inflációs várakozásaik, ami végül árazási és bérezési döntéseikben is megjelenik. Minél erősebb a jegybank hitelessége, azaz minél hosszabb időre visszatekintve volt képes az árstabilitás fenntartására, a fenti kockázat annál kisebb valószínűséggel realizálódik.

Nemzetközi tapasztalatok is azt mutatják, hogy a céltól való tartós eltérés megemeli az inflációs várakozásokat, melyek csak akkor kezdenek csökkenni, ha az infláció ismét a cél közelébe kerül (Corder-Eckloff, 2011). A kutatási eredmények alapján a rövid és középtávú inflációs várakozások lassabban mozdulnak el, mint az infláció, és fokozatosan visszatérnek korábbi szintjükre, miután az infláció is visszaér a célra. A (középtávú) várakozások visszatérése azonban időigényes folyamat. A vizsgált – a céltól tartósan eltérő inflációt mutató – esetek felében az infláció legfeljebb 9 negyedéven keresztül tért el a kitűzött inflációs céltől – ettől a magyar érték számottevően magasabb. Ez is abba az irányba mutat, hogy Magyarországon jelentős a kockázata annak, hogy az inflációs várakozások nem horgonyoztak, hiszen a monetáris politika az elmúlt 5 év során nem tudta tartósan a 3 százalékos célja körül stabilizálni az inflációt (3. ábra). Ezt sugallják Gábrriel (2010) eredményei is, ame-

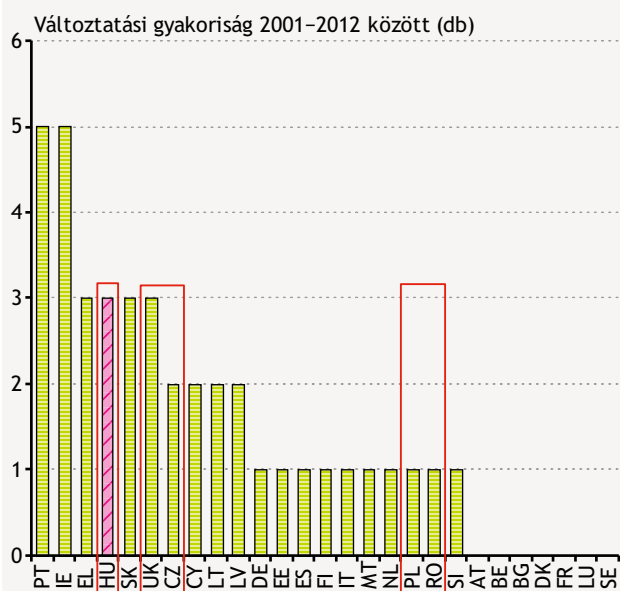
**3. ábra**  
Az infláció, a várakozások és az alapkamat alakulása Magyarországon



Megjegyzés: Független vonallal a vizsgált áfaemeléseket jelöltük. Szaggatott vonal jelzi az inflációs cél körüli toleranciaintervallumot. Az inflációs várakozások az Európai Bizottság felméréséből vannak számszerűsítve Gábrriel (2010) alapján.

Forrás: IFS, MNB.

**4. ábra**  
A standard áfakulcs változtatásának gyakorisága az Európai Unió országaiban 2001–2012 között



Megjegyzés: A vizsgált országokat kiemeltük.

Forrás: Európai Bizottság.

lyek szerint Magyarországon a várakozási sokkok fontos szerepet játszottak az infláció volatilitásának magyarázatában, valamint az infláció és a bérek alakulásában is. Ez alapján a jegybank inflációs célja feltehetően nem koordi-

mértékben a gazdasági szereplők várakozásait, így nagyobb a valószínűsége annak, hogy az átmeneti inflációs sokkok másodkörös hatással járnak.

A magas infláció mögött részben a gyakori és jelentős költségcsökkentések állnak: az elmúlt években egymást követték Magyarországon az élelmiszer- és olajár-emelkedések, az inflációs hatású adóintézkedések. Nemzetközi viszonylatban is gyakorinak számít a magyar áfakulcsok változtatása, így a standard adókulcs kiugróan magas volatilitása sem járulhatott hozzá a kiszámítható gazdasági környezet, így a stabilan horgonyzott inflációs várakozások kialakulásához (4. ábra). Ez alapján fennáll annak a veszélye, hogy a korábban bemutatott forgatókönyvek közül a sorozatos sokkokat tartalmazó valószínűleg meg.

## KÖVETKEZTETÉSEK

Az illusztratív forgatókönyvek és a nemzetközi tapasztalatok alapján kirajzolódik az áfaemelésre adott tipikus jegybanki reakció: mivel horgonyzott inflációs várakozások mellett feltételezhető, hogy az árszintet közvetlenül emelő kormányzati intézkedéseknek nincs tartós inflációs hatása, a monetáris politika nem reagál rájuk, semlegesíti azonban a bérekben és várakozásokban megjelenő esetleges másodkörös hatásokat. A legjobb nemzetközi jegybanki gyakorlat mögött az a feltevés húzódik meg, hogy az árszintemelő sokkok viszonylag ritkák és szimmetrikusak. Ezen a feltevésen múlik az, miszerint a jegybankok joggal gondolhatják, hogy az ilyen sokkok nem épülnek be a szereplők inflációs várakozásába. A magyar esetben szólnak azonban érvek amellyel, hogy nagyobb lehet a másodkörös hatás kockázata. Egyrészt, a tartósan cél feletti infláció és a felmérések eredményei alapján kérdéses az inflációs várakozások cél

körül horgonyozottsága. Másrészt, az elmúlt években a gazdasági szereplők számára megszokottá válhatott a hazai fogyasztásiadó-kulcsok átrendezése, ezért indokolható, hogy ne ritka és átlagosan nulla hatású sokként gondoljanak az árszintemelő kormányzati lépésekre.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

BANK OF ENGLAND (2011): *Minutes of the Monetary Policy Committee meeting 12 and 13 January 2011*.

CNB (2012): *Inflation Report, I/2012*, Czech National Bank.

CORDER, MATTHEW-DANIEL ECKLOFF (2011): International evidence on inflation expectations during Sustained Off-Target Inflation episodes. *Quarterly Bulletin*, Q2, Bank of England, pp. 111–115.

FELCSER DÁNIEL-LEHMANN KRISTÓF (2012): A Fed inflációs célja és a bejelentés háttere. *MNB-szemle*, október, Magyar Nemzeti Bank, pp. 28–37.

GÁBRIEL PÉTER (2010): Household inflation expectations and inflation dynamics. *MNB Working Papers*, 2010/12, Magyar Nemzeti Bank.

GÁBRIEL PÉTER-REIFF ÁDÁM (2006): Az áfakulcsok változásának hatása a fogyasztóiár-indexre. *MNB-szemle*, december, Magyar Nemzeti Bank, pp. 14–20.

MACALLAN, CLARE-TIM TAYLOR-TOM O'GRADY (2011): Assessing the risk to inflation from inflation expectations. *Quarterly Bulletin*, Q2, Bank of England, pp. 100–110.