

Sebestyén Géza

Kimagaslóan sikeres az MNB inflációs célkövetési politikája

Ma a modern elvek szerint működő jegybankok döntő részének a törvény szerinti elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. Az inflációs cél a fejlett országokban jellemzően 2 százalék körüli, míg a feltörekvő gazdaságokban ennél némileg magasabb. Amely jegybank a célját eléri és hosszabb távon fenntartja, az fő feladatában sikeresnek nevezhető. Ezzel szemben azok a jegybankok, amelyek tartósan nem képesek erre, a törvény szerinti mandátumukat sem teljesítik, azaz nem eredményesek a gazdaságpolitikában rájuk osztott szerep elérésében. Cikkünkben áttekintjük, hogy az elmúlt években az európai és legnagyobb Európán kívüli jegybankok tudták-e teljesíteni az inflációs céljukat, azaz sikeresek voltak-e az objektív mércével mérhető alapfeladatukban.

Az Európai Központi Bank (EKB) évek óta az alacsony infláció problémájával néz szembe. A tartós inflációs teljesítmény tekintetében 2013 eleje óta a teljes euróövezet szintjén az infláció mindössze néhány hónapig tartózkodott az EKB inflációs célja, a „2 százalék alatti, de ahhoz közeli” szinten. 2013 után évekig elhúzódó deflációs sokk jellemezte a világgazdaságot, az eurózóna inflációja sokáig nulla közelében alakult, és csak 2016 második felétől emelkedett el a nulla szinttől. Az inflációs célérték elérése azonban ekkor is mindössze néhány hónap során teljesült, és az inflációs ráta 2018-tól tartósan a cél alá csökkent. Összességében az EKB 2018 óta nem teljesítette inflációs célját, és az utóbbi két évben súlyos deflációs folyamat kezelésével küzd.

Az eurozóna egyes tagországai is cél alatti inflációval és deflációs kockázatokkal küzdenek. 2017 vége óta – néhány hónaptól eltekintve – fokozatos mérséklődés figyelhető meg az euroövezeti inflációs mutatóban, ami 2020 augusztusában ismét negatív tartományba csökkent (-0,2 százalék). Az egyes euroövezeti tagországok esetében 2020 augusztusában több országban negatív előjelű volt az Eurostat által publikált inflációs ráta (Ciprus, Görögország, Észtország, Írország, Belgium, Szlovénia, Spanyolország, Lettország, Olaszország, Luxemburg, Portugália és Németország). Csupán Ausztriában, Szlovákiában és Litvániában alakult az infláció 1 százalék fölé.¹

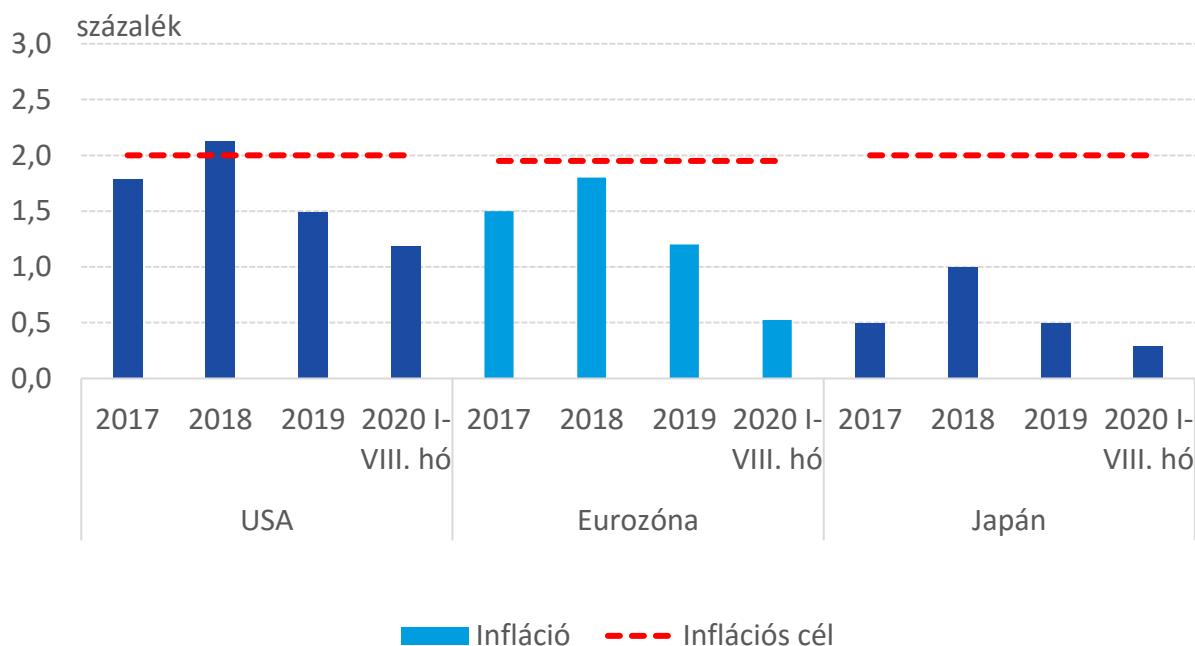
Távolabbra tekintve, a japán jegybank (BoJ) több évtizede nem tud megbirkózni a nulla közeli infláció kihívásával. Japánban az 1991-es ingatlanár buborék kipukkanása után tartós és erőteljes deflációs folyamatok indultak meg. Erre a gazdaságpolitikai ágak számos hullámban meglehetősen erőteljes eszközökkel reagáltak. A deflációs kockázatok miatt a japán jegybank már az 1990-es évek második felében nulla közeli szintre csökkentette az alapkamatot és jóval más jegybankok előtt, már 2001-től alkalmazott mennyiségi lazítást. A reálgazdaság élénkítését és az infláció nulla százalékos szintről egy, a fejlett országokban elfogadhatóbb szintre emelését célzó

¹ Módszertani megjegyzés: Elemzésünkben az összehasonlíthatóság érdekében az Eurostat által publikált harmonizált fogyasztóiár-index (HICP) adatokkal számoltunk. Az egyes jegybankok által követett inflációs mutatók ettől kis mértékben eltérhetnek. Az Európai Központi Bank definíciója a 2 százalék alatti, de ahhoz közeli inflációt tekinti céljának és nincs meghatározva toleranciasáv a cél körül. Emellett ugyanakkor az inflációs cél szimmetriáját gyakran hangsúlyozza a jegybank, ezért az eurozóna tagországok esetében a 1,5-2,5 százalék közötti inflációt tekintettük célhoz közeli értékeknek és a cél teljesülésének.

gazdaságpolitika nem tudta tartósan elérni célját. Az inflációt a fiskális élénkítő csomagok és a 2010-es években meghirdetett „három nyíl” program sem tudta tartósan nulla százalék fölé emelni, pedig a jegybank hatalmas mennyiségben teremtett elektronikus pénzt. Jelenleg a kintlévő államadósság közel felét tartja a mérlegén az eszközvásárlások következtében. A folyamatok mögött hosszú távú strukturális tényezők is meghúzódnak, amelyek közül a legfontosabb a társadalom gyors elöregedése és az aktív korúak arányának gyors csökkenése. Összességében elmondható, hogy a 2010-es évek ultralaza jegybanki politikája sem volt képes a japán inflációt a cél közelébe emelni.

A nagy jegybankok közül az amerikai jegybank (Fed) jutott a legközelebb az infláció cél közelébe emelésében az utóbbi tíz évben. Az amerikai jegybank a 2008-as válság után szintén aktív és nagyon laza monetáris politikát folytatott. A Fed a nulla alapkamat mellett a több hullámban generális (nem célzott) mennyiségi lazítási programokon keresztül igyekezett a gazdaság élénkítése mellett az inflációt 2 százalék közelébe emelni. A jobb reálgazdasági kilátások miatt a Fed az alapkamat emelését és mérlegének leépítését is megkezdte az utóbbi években. Összességében elmondható, hogy 2017-től 2019-ig enyhén 2 százalék alatt tudta tartani az általa követett PCE-ben mért inflációt. A koronavírus gazdasági hatására aktívan, számos eszközön keresztül reagált, 2020-ban azonban még így is a céltól lefelé távolodtak el a publikált inflációs adatok.

1.ábra: Az infláció alakulása a Fed, az EKB és japán jegybank esetében



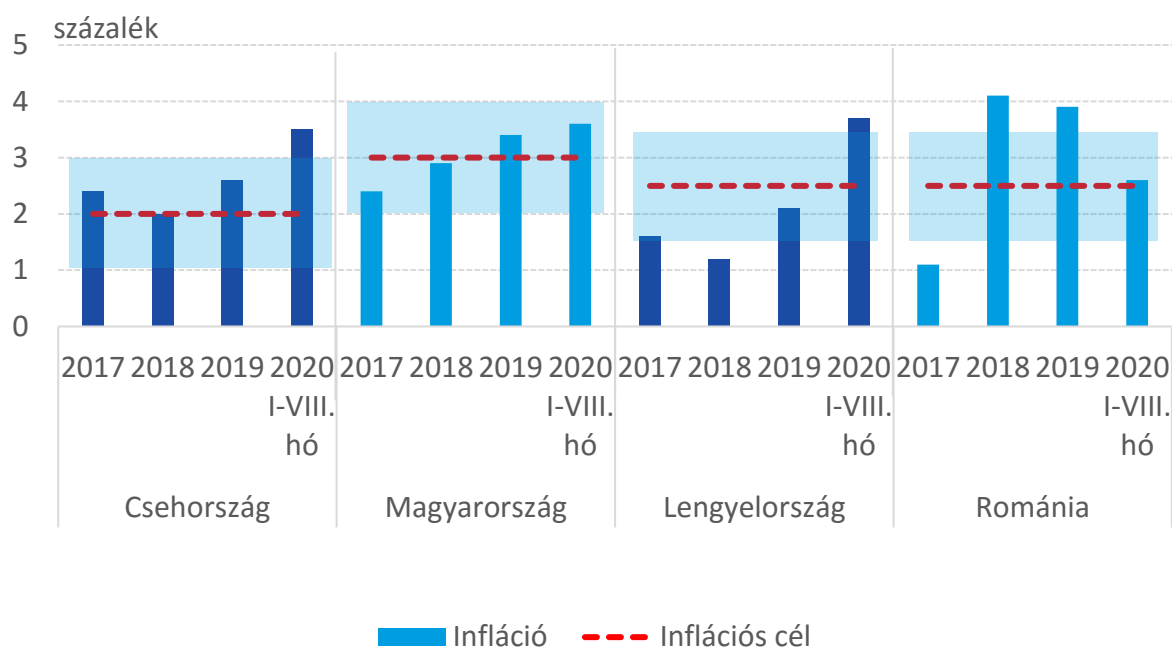
Forrás: Eurostat, Fred, BoJ

A kelet-közép-európai országok nem küzdöttek cél alatti inflációs kihívással az utóbbi években, de az infláció egyes esetekben meghaladta a célsávot. A KKE régió országaiban 2017-től a korábbi cél alatti szintről szinte minden esetben célra, majd átmenetileg afölé emelkedett az infláció. Míg Romániában 2018-ban és 2019-ben a jegybanki cél körüli toleranciasáv fölé alakult az infláció, addig Lengyelország és Csehország esetében 2020-ban emelkedett érdemben a jegybanki célok

főlé. Lengyelországban az év elején egészen 4,7 százalékgig nőtt az infláció, amit fokozatos mérséklődés követett, míg Csehországban tartósan a 2 százalékos cél körüli (+/- 1 százalékpontos) toleranciasáv fölött alakult az infláció az elmúlt időszakban.

2017 óta a Magyar Nemzeti Bank kivételesen jól teljesített az inflációs cél elérését illetően az Európai Unióban. Az Európai Unió országai körében az éves átlagos infláció egyedül Magyarország és Ausztria esetében volt folyamatosan a jegybanki cél közelében (1. táblázat). A hazai monetáris politika sikerét jól jelzi, hogy a fogyasztóiár-index 2017 óta stabilan a jegybank inflációs célja körüli toleranciasávon belül alakul. Ezzel a hazai inflációs célkövetés történelmében a leghosszabb ideje teljesül a jegybank elsődleges célja. Idén év elején ugyan átmenetileg kilépett a sávból az infláció, ez azonban főként a volatilis üzemanyag- és élelmiszerárak alakulásához volt köthető és időközben nemcsak a toleranciasávba ért vissza, de a célt is megközelítette a magyar inflációs ráta (3,4 százalék szeptemberben).

2.ábra: A HICP infláció célokhoz viszonyított alakulása (2017. januártól 2020 augusztusig)



Forrás: Eurostat

Az Európai Unióban Magyarország mellett egyedül Ausztria esetében alakult 2017 és 2020 szeptembere között minden évben a cél elfogadható közelségében az infláció. Amennyiben az idei év adataitól eltekintünk, akkor a korábbi évek (2017-2019) átlagai alapján további négy ország: Luxemburg, Szlovénia, Svédország és Csehország teljesítette az inflációs célt a HICP mutató alapján.² Mindezeket összegezve elmondható, hogy számos ország jegybankja küzd a céltől tartósan elmaradó infláció problémájával. Európában viszonylag nagy a szórás az inflációs célok

² Bulgáriában, Dániában és Horvátországban nem inflációs célkövető keretrendszerben működik a jegybank, így esetükben nincs meghatározva konkrét inflációs célérték.

teljesülése tekintetében, tagországi szinten az euroövezetben a tagországok többségében tartósan nem teljesült az inflációs cél az utóbbi években. A régióban több ország esetében is a toleranciasávot tartósan meghaladó inflációs folyamatok jellemzőek. **Mindezeket összegezve a hazai inflációs folyamatok jól kontrolláltak és a Magyar Nemzeti Bank nemzetközi összehasonlításban is kimondottan sikeres az árstabilitási cél elérésében.**

1. táblázat: HICP infláció alakulása és céltől vett eltérése az EU tagországokban (százalék, éves átlag)

	Infláció (HICP átlag, százalék)**				Toleranciasávon belül van-e?***			
	2017	2018	2019	2020*	2017	2018	2019	2020*
Eurozóna	1,5	1,8	1,2	0,5	✓	✓		
Japán	0,5	1,0	0,5	0,3				
USA	1,8	2,1	1,5	1,2	✓	✓	✓	
Belgium	2,2	2,3	1,2	0,5	✓	✓		
Bulgária	1,2	2,6	2,5	1,6	–	–	–	–
Csehország	2,4	2,0	2,6	3,5	✓	✓	✓	
Dánia	1,1	0,7	0,7	0,3	–	–	–	–
Németország	1,7	1,9	1,4	0,8	✓	✓		
Észtország	3,7	3,4	2,3	-0,3			✓	
Írország	0,3	0,7	0,9	-0,1				
Görögország	1,1	0,8	0,5	-0,8				
Spanyolország	2,0	1,7	0,8	-0,1	✓	✓		
Franciaország	1,2	2,1	1,3	0,8		✓		
Horvátország	1,3	1,6	0,8	0,2	–	–	–	–
Olaszország	1,3	1,2	0,6	0,1				
Ciprus	0,7	0,8	0,5	-1				
Lettország	2,9	2,6	2,7	0,4				
Litvánia	3,7	2,5	2,2	1,5		✓	✓	✓
Luxemburg	2,1	2,0	1,6	0,2	✓	✓	✓	
Magyarország	2,4	2,9	3,4	3,6	✓	✓	✓	✓
Málta	1,3	1,7	1,5	1		✓	✓	
Hollandia	1,3	1,6	2,7	1,2		✓		
Ausztria	2,2	2,1	1,5	1,6	✓	✓	✓	✓
Lengyelország	1,6	1,2	2,1	3,7	✓		✓	
Portugália	1,6	1,2	0,3	0,1	✓			
Románia	1,1	4,1	3,9	2,6				✓
Szlovénia	1,6	1,9	1,7	0,1	✓	✓	✓	
Szlovákia	1,4	2,5	2,8	2,2		✓		✓
Finnország	0,8	1,2	1,1	0,5				
Svédország	1,9	2,0	1,7	0,8	✓	✓	✓	

* 2020 augusztusig rendelkezésre álló havi adatok átlaga alapján.

** Japán esetében CPI, az Egyesült Államok esetében PCE inflációs mutató.

*** Az euroövezet tagállamai, Japán és az USA esetében a 1,5-2,5 százalékos sávon belül tekintettük sikeresnek az inflációs cél teljesülését.

Forrás: Eurostat, Fred, Bank of Japan

„Szerkesztett formában megjelent a Pénzcentrum.hu oldalon 2020. december 4-én.”