

## Virág Barnabás: Olaj vagy homokszem a gépezetben?<sup>1</sup>

**Az elmúlt negyedévekben az infláció több gazdaságban is nagyon alacsony szintre süllyedt. A mérsékelt áremelkedést látva egyre gyakrabban merül fel a kérdés, hogy a visszafogott infláció segítheti, vagy inkább gátolja a gazdaságok kilábalási folyamatát. A dilemma megválaszolásához az általános hatások mellett érdemes számba vennünk a mögöttünk álló gazdasági válság következményeit is.**

A '70-es '80-as évek tapasztalatai alapján konszenzus alakult ki arról, hogy a magas inflációnak számos nem kívánatos reálgazdasági költsége lehet. Ezek egy része az árak gyakori változtatásának költségeiből, míg másik része főként a makrogazdasági feltételek tervezhetőségének hiányából adódnak. Ennek megfelelően általánosan elfogadott nézetté vált, hogy a jegybankok leginkább az árstabilitás elérésével járulhatnak hozzá a hosszú távú növekedéshez.

Árstabilitási céljaikat azonban a jegybankok nem a nulla árváltozás elérésében definiálják. Ennek okai részben közgazdasági, részben mérési torzításból adódó megfontolások. A mérési problémák főként a technológiai fejlődésből és a változó fogyasztói magatartásból adódhatnak, így a hivatalos árindex 1 százalékponttal is felülbecsülheti a fogyasztói kosárban ténylegesen lejátszódó árváltozásokat. Közgazdasági érveként a szakirodalom leggyakrabban a deflációtól való félelmet és a gazdaságban jelenlévő úgynevezett nominális merevségeket említi. Előbbi esetben a túlzottan alacsony árindex mellett egy, a gazdaságot érő kedvezőtlen sok nagyobb valószínűséggel indíthat be nehezen kezelhető deflációs spirált, ami a Japán példa alapján akár egy évtizedig is megakaszthatja a növekedést. A nominális merevségek a gazdaság alkalmazkodóképességét gyengíthetik. Leggyakrabban a béreknél figyelhető meg, hogy a nominális bérek csökkentésével szembeni „ellenállás” mind a munkáltatók, mind a munkavállalók oldalán erős lehet. Emiatt a keresleti feltételek romlása esetén egy kismértékű infláció növelheti a vállalatok reálbéreken keresztül jelentkező alkalmazkodási lehetőségét, tompítva – a foglalkoztatás-csökkenése miatt bekövetkező – hosszabb távú reálgazdasági költségeket. Ezen megfontolásokat követve az inflációs célkövető keretrendszerben működő jegybankok jellemzően 2-4 százalékos közötti inflációs értéken határozták meg árstabilitási célkitűzéseiket. Az inflációnak ez a szintje, mint olaj a gépezetben, még éppen megfelelő védelmet biztosíthat a gazdaság egészséges működésének.

Az elmúlt évben Európa legtöbb gazdaságában egyre gyakrabban figyelhettünk meg érdemben a jegybanki célértékek alá süllyedő inflációs rátákat. Az eurózónában és hazánkban is az éves inflációs mutató immár 2013 februárja óta az árstabilitásként meghatározott célérték alatt alakul.

Az alacsony inflációs adatokkal összhangban megemelkedett az árcsökkenést mutató tételek aránya. Ugyanakkor a gazdasági szereplők változatlanul stabil inflációs várakozásait, a növekvő béreket és a javuló konjunkturális környezetet figyelembe véve mind Európában, mind Magyarországon egy Japán-típusú deflációs spirál kialakulásának egyelőre mérsékelt a veszélye. Ugyanakkor a 2008-as globális válság következményeként már mélyebb összefüggéseket is feltárhatunk. Bár az elmúlt évek során az adósság 2007 előtt megfigyelt gyors növekedése megállt, ám a huzamosabb ideig alacsony infláció részben az adósságok reálértékének növekedésén, részben a nominális jövedelmek mérsékeltebb bővülésén keresztül nehezítheti az eladósodott gazdasági szereplők adósságtörlesztését, ezzel elnyújtva a kereslet kibontakozásának lehetőségét. Az alacsony infláció a nominális bérmerevségeken keresztül is próbára teheti a gazdaságok

---

<sup>1</sup> A szerző a Magyar Nemzeti Bank munkatársa

alkalmazkodó képességét. A válság előtt a hitelnövekedés által leginkább érintett ágazatok (például építőipar, pénzügyi és ingatlan szolgáltatások, kereskedelem) hozzáadott értékének növekedési üteme többszöröse is lehetett a termelő ágazatokénak. Ezen ágazatokba a termelési tényezők is nagyobb arányban áramlottak. Az eszközár-buborék kipukkadása és a hitelezési feltételek szigorodása pontosan ezeket a területeket érintette legsúlyosabban. Egy fenntartható növekedési pálya eléréséhez az ágazatok közötti arányok átrendeződésére van szükség, ami a reálbérek megfelelő alkalmazkodásával gördülékenyebben mehet végbe. Mivel a nominális bérek a legtöbb országban lefelé merevnek bizonyultak (egyetlen komolyabb kivétel Görögország esete volt), így a huzamosabb ideig alacsony infláció mellett a reálbérek alkalmazkodása és a szektorális átrendeződés is lassabb lehet.

Végezetül érdemes megemlíteni a monetáris politika hatásosságára gyakorolt hatásokat is. Az elmúlt években a kamatszint a legtöbb gazdaságban rendkívül alacsonyra süllyedt, így a tér a nominális kamatok további csökkentésére jelentősen leszűkült. A fogyasztási és beruházási döntésekre leginkább a nominális kamat és az infláció különbségeként realizálódó reálkamatoknak van hatása. A nulla közelébe süllyedő nominális kamat és a lecsökkent infláció eredőjeként a monetáris politikai döntések alig befolyásolhatják a kialakuló reálkamat mértékét, jelentősen gyengítve a monetáris politika makrogazdasági hatásait.

A rövid felsorolás alapján is érzékelhető, hogy míg az árstabilitásnak megfelelő infláció segítheti a gazdaságok olajozott működését, addig a huzamosabb ideig nagyon alacsony szintre süllyedő infláció akár homokot is szórhat a kilábalás útján éppen elinduló gazdaságok gépezetébe. Ezen megfontolásokat is figyelembe véve jelenleg a monetáris politikusok egyik legfontosabb kihívása az árstabilitásként meghatározott inflációs értékek újbóli, fenntartható elérése lehet.

*Megjelent a Világgazdaságban 2014. július 1-jén.*