

## Vonnák Balázs – Spéder Balázs

### Mit tanulhatunk az elmúlt 50 év inflációs epizódjaiból?

Az elmúlt időszak globális inflációs hullámának hatására számos kutatás indult el, melyekben a kutatók a múltbeli infláció sokkokat vizsgálva próbálnak meg a jelenlegi helyzetre is releváns tanulságokat levonni. Egy ilyen kutatás eredményeit mutatja be az IMF munkatársai, Anil Ari, Carlos Mulas-Granados, Victor Mylonas, Lev Ratnovski és Wei Zhao által készített, szeptember 22-én publikált tanulmány<sup>1</sup>, mely az elmúlt 50 év nagyobb inflációs sokkjainak következményeit dolgozza fel. Az alábbiakban a tanulmány főbb eredményeit, következtetéseit mutatjuk be.

A szerzők a következő kutatási kérdésekre fókuszálnak:

- Mennyi ideig tartott, míg az infláció visszatért a sokk előtti szintre?
- Milyen gazdaságpolitikai lépések követték a sokkot?
- Volt-e reálgazdasági áldozata a dezinflációnak?

Eredményeiket, melyek több ponton összecsengenek Spéder Balázs és Vonnák Balázs néhány nappal később megjelent tanulmányának<sup>2</sup> következtetéseivel, a következő 7 stilizált tényben foglalják össze:

1. Az infláció perzisztens, különösen, ha azt a cserearánysokk okozza.
2. Azokban az esetekben, amikor tartósan magas maradt az infláció, gyakran fordult elő, hogy a kezdeti sokk után, amikor csökkent az inflációs mutató, a gazdaságpolitika gyors lazításba kezdett, azonban az infláció tartósan visszaemelkedett.
3. Azokban az esetekben, amikor a sokkot sikeres dezinfláció követte, a monetáris politika jellemzően szigorúbb volt.
4. A sikeresen dezinfláló országok restriktív gazdaságpolitikájukat következetesen és tartósan alkalmazták.
5. A sikeres országok jellemzően nem engedték árfolyamukat jelentősen leértékelődni.
6. A sikeres országokban alacsonyabb volt a nominális bérek növekedése.

---

<sup>1</sup> Ari, A., Mulas-Granados, C., Mylonas, V., Ratnovski, L., és Zhao, W. (2023). One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts. IMF Working Paper WP/23/190

<sup>2</sup> Spéder B. - Vonnák B. (2023). Inflációs sokkok és dezinfláció: stilizált tények az elmúlt 50 év alapján. Hitelintézetési Szemle, 22. évf. 3. szám

7. A sikeresen dezinfláló országokban rövid távon kisebb, hosszabb távon azonban nagyobb volt a gazdasági növekedés, mint ott, ahol tartósan magas maradt az infláció.

Ari és szerzőtársai inflációs sokknak az éves infláció legalább 2 százalékpontos megrugását tekintették. Kizárták a mintából azokat az országokat, ahol nem piaci alapon működött a gazdaság, valamint a legalacsonyabb jövedelmű országokat. Ugyancsak kizárták azokat az epizódokat, amikor fegyveres konfliktus miatt ugrott meg az infláció, és kizárták a koronavírus-járvány időszakát is. Sikeres („megoldott”) eseteknek azokat tekintették, amikor az infláció 5 év alatt visszasüllyedt a sokk előtti szintre, a többi a „megoldatlan” kategóriába sorolták.

Az elmúlt 50 évben 111 ezen definíció szerinti inflációs sokkot találtak 56 országban. Az esetek több mint fele az 1970-es években volt. Az érintett országok között egyaránt szerepelnek fejlett és feltörekvő gazdaságok.

Első fő kérdésük arra vonatkozott, hogy egy kezdeti sokk után milyen a jellemző inflációs dinamika és tapasztalható-e gyors lecsengés. Az általuk identifikált 111 epizódot vizsgálva azt találták, hogy csupán az esetek 60 százalékában csökkent 5 év alatt az infláció a sokk előtti szintre. Azokban az esetekben, amikor 5 év után is magasabb szinten maradt az infláció, gyakori volt a szerzők által „korai ünneplésnek” („*premature celebration*”) nevezett dinamika, ami a sokk után egy gyors, de végül csak átmenetinek bizonyuló inflációcsökkenést jelent. A csökkenés többnyire az inflációs sokk utáni kedvező bázishatásnak, annak átmenetisége pedig a gazdaságpolitika – vélhetően emiatt – elsietett lazításának tulajdonítható. Ebből a megfigyelésből az a tanulság vonható le, hogy a gazdaságpolitikának inflációs sokkok alatt óvakodnia kell az első kedvező jelre történő gyors reagálásra, az érdemi lazítással érdemes megvárni, hogy az infláció tartósan alacsony szintre süllyedjen.

Az egyes szakpolitikai reakciókat összehasonlítva arra az eredményre jutottak, hogy a sikeres dezinflációkat szigorúbb monetáris politika kísérte. Ez számos mutatóban is megnyilvánult: magasabb nominális és reálkamatok, a pénzmennyiség alacsonyabb növekedési üteme, a historikus viselkedéshez képest szigorúbb kamatpálya jellemezte ezeket az eseteket a megoldatlan inflációs esetekhez képest. Bár a fiskális mutatók összehasonlítása során is nagyobb szigorot találtak a sikeres dezinflációs esetekben, az eltérés statisztikailag nem bizonyult szignifikánsnak.

Az egyéb makrogazdasági mutatók összehasonlítása során fontos különbségként jelentkezett még a devizaárfolyamok és a bérek alakulása. A megoldatlan esetekre jellemző volt a nominális árfolyam leértékelődése, szemben a megoldott esetekkel. A megoldott esetekben jellemző volt a reáleffektív-árfolyam felértékelődése. Mindez összhangban van azzal, hogy a megoldott esetekben a jegybankok szigorúbb monetáris politikát folytattak. A reálbérek növekedése hasonló mértékben lassult mindkét csoportban, de más-más okokból. Míg a megoldatlan esetekben a magasabb inflációs pálya erodálta a bérek vásárlóerejét, addig a megoldott esetekben a nominális bérek növekedési üteme is visszafogottabb volt, ami vélhetően hozzájárult az infláció mérséklődéséhez.

Harmadik kutatási kérdésük arra irányult, hogy vajon fájdalmas-e az inflációs sokkok letörése, okoz-e érdemi lassulást vagy visszaesést a gazdasági növekedésben. Napjainkban ez a kérdés olyan formában jelenik meg, hogy lehetséges-e sikeres dezinfláció „hard landing” nélkül. Ennek megválaszolásához a reál-GDP növekedési ütemét vizsgálták a sokk utáni években. Összességében nem rajzolódott ki szignifikáns különbség a megoldott és a megoldatlan esetekben, azonban a dinamikát tekintve látszik némi eltérés. Azokban az epizódokban, amikor az inflációs sokk átmenetinek bizonyult, a reálnövekedés kezdetben alacsonyabb, azonban hosszabb távon, 5-éves horizonton átlagosan magasabb volt, mint a tartós inflációs esetekben.

Ari és szerzőtársainak tanulmánya összességében arra hívja fel a figyelmet, hogy az inflációs sokkok sikertelen kezelésére általában jellemző a nominális változók gyorsabb növekedése (a magasabb fogyasztói infláció mellett gyorsuló bérnövekedés, árfolyamleértékelődés). A sikeres dezinflációkat szigorúbb monetáris és fiskális politika kísérte, de ennek ellenére az érintett gazdaságoknak nem kellett beérniük egy lassabb GDP-növekedési pályával. Bár az elemzés alapvetően leíró jellegű, az eredmények arra utalnak, hogy a fegyelmezett és türelmes gazdaságpolitika érdemi reálgazdasági áldozat nélkül is hozzájárulhat az inflációs sokk sikeres kezeléséhez.

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