

Várhegyi Éva,
a Magyar Tudományos Akadémia doktora, a Pénzügykutató Zrt.
tudományos tanácsadója

E-mail: evavarhegyi@t-online.hu

INFLÁCIÓS VAGY STAGFLÁCIÓS VESZÉLY?

A gazdaságok pandémia utáni helyreállítását leginkább az veszélyeztetheti, ha a hetvenes évekből ismerős stagfláció alakul ki. Az nagyon valószínű, hogy az infláció utóbbi évtizedekben tapasztalt alacsony szintje nem tér vissza, ám nem mindegy, hogy a jegybankok és a kormányok mi módon próbálják megakadályozni az inflációs várakozások elszabadulását. Nem megfelelő politikák mellett kudarcba fulladhat ez a törekvésük: vagy csak a gazdasági növekedés lefékeződése árán érnek el sikert, vagy még úgy sem, és a rég nem tapasztalt stagflációval kell szembesülniük.

Az infláció átmeneti tényezői

A járvány csillapodásával és az átoltottság növekedésével a világ fejlettebb részein fokozatosan újraélednek a gazdaságok. Ám az erősödő kereslet, a kínálati okokból is megugró energia-, nyersanyag- és élelmiszerárak, valamint az alkatrészhiány és a kapacitáskorlátok miatt beszűkült termelés egyaránt felfelé nyomta a fogyasztói árakat. Nem mindegy azonban, hogy a 2021-től világszerte megugró infláció csupán a járványhoz kapcsolódó, átmeneti hatásoknak tulajdonítható, vagy megmutatkoznak benne olyan, tartósnak ígérkező hatások is, amelyek csak részben kötődnek a pandémiához.

A járványhoz közvetlenül kapcsolódnak, ezért feltehetően átmeneti árszintnövelő hatásuk lehet a termelési és szállítási láncok megszakadása miatt jelentkező akut hiányoknak. A kereslet felfutása is jórészt a lezárások és a korlátozások miatt elhalasztott fogyasztásból és az akkori megtakarítások feléléséből fakad: a kínálat szűkössége mellett ez is hozzájárul az építési költségek, a gépjárművek és más iparcikkek árának megugrásához. Ezek a hatások várhatóan veszítenek erejükből, amint tartósan csillapodik a járvány.

Az energiapiacra tapasztalható drámai árnövekedést is részben a pandémiával járó leállások miatt megcsappant kínálat és az újranyitással bővülő kereslet együttes hatása idézte elő. Ám szerepe van benne annak is, hogy amikor a lebénult gazdaságokban csökkent a kereslet az energiahordozók iránt és ezért mérséklődtek az árak, a termelők leállították a palaolaj és a palagáz, illetve a szén kitermelését segítő beruházásaikat. Elmaradtak a megújuló energiába és a cseppfolyós gázt előállító terminálokba történő befektetések is, holott az utóbbiak iránti keresletet az ázsiai import megugrása sokszorosára növelte. E kettős folyamatnak viszont már évekig elhúzódó hatása lehet az energiaárakra.

Noha a jegybanki vezetők egy ideig csillapítani próbálták az árak felszökése miatti aggodalmakat, mondván, ez csupán átmeneti jelenség, ma már egyre inkább annak tartós fennmaradásával számolnak. Korábbi, a veszélyeket lekicsinylő magatartásukat az is magyarázhatja, hogy tisztában vannak vele, az infláció elszabadulásában fontos szerepük van a várakozásoknak, így ha a jegybankok idő előtt kiáltanak farkast, azzal csak rontanak a helyzeten. Hiszen nagy a veszélye annak, hogy a hetvenes évekéhez képest mérsékeltnek tekinthető, ám az utóbbi évtizedekben megsokszorozott mértékű jócskán meghaladó drágulás felerősíti az – idővel egyre nehezebben letörhető – inflációs várakozásokat. Ezt az is segíti, hogy az emberek inflációs érzülete még a szokásosnál is jobban eltér attól, amit a statisztikák kimutatnak, mivel olyan, a mindennapi élethez nélkülözhetetlen, alapvető termékek ára szökött a magasba, mint az energiahordozóké, az élelmiszereké vagy az építőanyagoké.

Tartós hatások

Ám még ha eltekintenénk is a várakozásoknak az inflációt mintegy önbeteljesítő jóslatként felerősítő szerepétől, akkor sem lehetne figyelmen kívül hagyni jó néhány tartós hatásának ígérkező tényezőt. Már a mostani járvány felbukkanása előtt is olyan strukturális változások mentek végbe a gazdaságban és a társadalomban, amelyek a termelési, illetve fogyasztási módok átalakításán keresztül tartósan felfelé nyomják az általános árszintet. Közülük legfontosabb a klímaváltozás, amelynek felgyorsulása és szándékolt fékezése egyaránt komoly változásokat indított el az energiatermelésben és -felhasználásban, és egyes nyersanyagok keresletét is megnövelte. Hasonlóan fontos tényező a népesség növekedése, ami – a klímaváltozással együtt – az élelmiszerek tartós drágulását hozhatja magával. A fejlett társadalmakban az elöregedés előidézte munkaerőhiány a bérek növekedésén keresztül fejt ki inflációs

hatást; ennek tartóssága függ az érintett országok migrációs politikájától, valamint attól, hogy a technológiai haladás révén milyen mértékben pótolható az élő munka. E korábban beindult folyamatok inflációs hatását a pandémia is felerősítette. Kérdés, mikor áll vissza, illetve visszaáll-e egyáltalán a járvány előtti helyzet, hiszen a felkorbácsolt inflációs várakozások miatt még az átmenetinek gondolt hatások is hosszasan elnyúlóvá válhatnak. Ráadásul a pandémia nyomán olyan új, tartósnak látszó inflációs tényezők is megjelentek, mint a globalizáció folyamatának visszafordulása, a kormányok protekcionista hajlamának feléléde, a termelési és kereskedelmi hálózatok átrendeződése. Ezek, a már korábban is meglévővel együtt, sok területen hozhatnak tartós drágulást.

Bár az energiahordozók árának felszökését részben a pandémia idézte elő, már emiatt is évekig tartó áremelkedésre kell számítani, hiszen még ha beindulnak is a kapacitásbővítő beruházások, hosszú megvalósulási idejük miatt csak késve követik a gyorsan bővülő keresletet. Az áram- és gázárakat a szén-dioxid-kvóta árának a növekedése is fűti, és ez a tendencia a klímacél szigorodása és a megvásárolható kvóták összmenyiségének csökkenése miatt tartós lehet. A fejlődő, felzárkózó országok energiaszükséglete is folyamatosan nő, miközben a fejlett világ képtelen visszafogni a saját felhasználását. Különösen akkor, ha nem is akarja; a „rezsicsökkentő” magyar kormányhoz hasonlóan a brit és a spanyol is ártámogatásokkal ösztönöz pazarló felhasználásra.

A növekvő igényekkel nem tart lépést a megújuló energia előállítás, miközben egyes országokban (például Németországban) az atomerőművek bezárása is növeli a hiányt. Pedig ha csupán a minden termékbe és szolgáltatásba beépülő energia árának gyors emelkedése állandósul, már az is elég lehet a veszélyes mértékű – a várakozások révén önbeteljesítővé váló – inflációs trend fennmaradásához. De az energiahordozókon túl más fontos, ám szűkösen rendelkezésre álló nyersanyagokban is tartós hiány alakulhat ki. A csak egyre drágábban kitermelhető ipari fémek (réz, platina, lítium) iránti keresletet – például az akkumulátorgyártás felfutása révén – maga a „zöldítés” is fűti. Az alapvető élelmiszerek árát pedig tartósan növelheti a fejlődő országok felzárkózásával bővülő kereslet és a klímaváltozás miatt vele lépést tartani képtelen kínálat.

Ha pedig visszafordulna a globalizáció folyamata, és eluralná a világot a protekcionizmus, az a termelési költségek (benne a bérek) és a vámok emelkedésén keresztül növelné a fogyasztói árakat. Kérdés, hogy az automatizálás és a robottechnológia képes-e ezt ellensúlyozni. A technológiai haladás elvileg más területeken (energetika, élelmiszerek) szintén fékezheti a ma kirajzolódó inflációs tendenciákat.

A stagfláció kialakulásának lehetősége

Lehetséges, hogy a jegybankok és a kormányok együttes erőfeszítésével sikerül megfékezni a most éppen lábra kapó inflációt. Ha a kínálat szűkösségét – az elmúlt évek ultraexpanzív politikája következtében keletkezett adóssághegyek miatt – nem tudják is orvosolni, a kereslet észszerű moderálásával korlátok közé szoríthatják az árakat, és kellően hiteles politikával az inflációs várakozásokat is letörhetik. Mind ezt persze úgy kell elérniük, hogy közben a gazdasági növekedés alól se húzzák ki a talajt. Ez lenne az optimista forgatókönyv. Sokan ebben bíznak, arra hivatkozva, hogy az olajválsággal és két számjegyű inflációval sújtott hetvenes évek óta a gazdaságpolitika alakítói sokat tanultak.

De nem zárható ki az sem, hogy a nem megfelelő gazdaságpolitikák miatt a hetvenes években megismert stagfláció réme újra felbukkan, amely a magas infláció mellé lassú növekedést és erősödő munkanélküliséget hoz. Sokan erre is látnak esélyt, köztük olyan neves közgazdászok is, mint Kenneth Rogoff, Nouriel Roubini vagy Mohamed A. El-Erian, akik a *Project Syndicate* hasábjain érveltek e veszély lehetősége mellett tavaly ősszel.¹ Az érvek egyike az a hasonlóság, hogy most épp úgy, mint a hetvenes években, főként az energiaárak megugrása sokkolja a gazdaságokat. További érv, hogy a fejlett világban most is erősödik a nyomás a béremelésekre, miközben a termelékenység emelkedése hanyatló tendenciát mutat. Az akkori és a mai gazdaságpolitikai környezetben szintén felfedezhetők hasonlóságok: a jegybankok ma is toleránsak az emelkedő inflációval szemben, és a kormányokkal karöltve inkább a kínálat szűkösségében látják a probléma gyökerét, mint a kereslet elszabadulásában. Új jelenségeként a klímaváltozás elleni küzdelem is előrevetíti a stagfláció lehetőségét, mivel kettős hatása van: felfelé nyomja az energiaárakat, egyúttal gátolja a gazdasági növekedést. A kormányzati és magánadósságok felduzzadása miatt pedig még stagflációs adósságválság kialakulásának a veszélye is fennáll.

Mások, köztük jegybankárok, vitatják a hasonlóságok jelentőségét, és inkább az eltérő vonásokat hangsúlyozzák.² Így például azt, hogy a szakszervezetek szerepének visszaszorulásával jelentősen csökkent a bértárgyalások során a munkavállalók alkuereje, és ezért az inflációs várakozások kevésbé képesek beindítani az áremelkedési spirált. Különbség az is, hogy ma már a jegybankok (törvény által is) elköte-

¹ A *Stagflation Ahead?* cím alatt indított vitában beérkezett véleményeket lásd a <https://www.project-syndicate.org/bigpicture/stagflation-ahead?barrier=accesspaylog> oldalon.

² A stagfláció melletti és elleni érvekről jó összefoglalást ad a *The Economist* 2021. október 7-én *Is the world economy going back to the 1970s* című cikke. <https://www.economist.com/finance-and-economics/is-the-world-economy-going-back-to-the-1970s>

lezettek az árstabilitás védelme iránt, és (elvileg legalábbis) a kormányok is jobban ügyelnek a költségvetési fegyelemre. A fejlett világban ezért nagyobb a jegybankok és kormányok hitelessége, ami segít letörni az inflációs várakozásokat. A túlzott bérnövekedés is vitatható, mivel a járvány mélypontja óta erősödik a termelékenység, és a tőkebefektetések e tendencia folytatódására utalnak. A stagflációs veszéllyel szembeni ellenérv az is, hogy az elmúlt ötven évben kiszélesedett és elmélyült nemzetközi integráció még a globalizáció megtorpanása vagy visszafordulása esetén is alkalmasabb az árak mérséklésére, mint a hetvenes években.

Nem kétséges, hogy az inflációs és stagflációs veszély elhárítása jelentős mértékben a jegybankok magatartásán múlik. Ha idő előtt vagy nem megfelelő módon szigorítanak, akkor a gazdasági növekedés megtorpanását idézik elő. A magas állami és magánadósságok miatt még adósságválság is kialakulhat, aminek veszélye szintén elbizonytalanítja az infláció elleni fellépést. Ráadásul mind a jegybanki mérlegek leépítése, mind a kamatemelés kipukkaszthatja az ingatlanok, részvények és kötvények árainak felfűvódásából keletkezett buborékokat, előrevetítve egy újabb pénzügyi válság árnyékát. Ha viszont túlságosan későn jön a monetáris szigorítás, akkor nem tudják lehorgonyozni az inflációs várakozásokat, mivel az emberek elvesztik a hitüket abban, hogy a jegybankok valóban meg akarják gátolni az árszínvonal elszabadulását.

A nehéz helyzetre a vezető jegybankok eltérő módon reagálnak. A céljánál jóval magasabb inflációval szembesülő Fed már decemberben elérkezettnek látta az időt arra, hogy bejelentse: márciusig lezárja az eszközvásárlási program kivezetését, ezt követően pedig megkezdje a kamatemelést. Az idén három kamatlépés várható, 2024-től pedig 2,5 százalék fölé emelkedhet az irányadó kamat, bár, mint Jerome Powell elnök közölte, ha a gazdaság növekedésében lassulást észlelnek, a kamatemelések üteme is lassulhat. A Fed helyzetét megkönnyíti, hogy kettős célt követ, és – mivel ott nincsenek munkakeresleti problémák – növekvő kamatok mellett is javulhat a foglalkoztatottság. Az Európai Központi Bank óvatosabb politikát folytat: bár 2022-re szóló inflációs prognózisát három százalék fölé módosította tavaly decemberben, a pandémiás eszközvásárlási program kivezetését csak márciusra tervezi, kamatemelést pedig egyáltalán nem helyez kilátásba.

A szigorítás időzítésében az is eltérést okozhat, hogy amíg a Fed hosszú távon törekszik az árstabilitás elérésére, addig az Európai Központi Bank (és hozzá hasonlóan a Magyar Nemzeti Bank is) középtávra tekint. A nemkívánatos mellékhatások szempontjából az sem mindegy, hogy milyen inflációs mutató alapján döntenek a jegybankok az esetleges szigorításról vagy lazításról. Miközben az amerikai Fed

által figyelt személyes fogyasztási kiadások árindexe 12 százalékos súllyal tartalmazza a tulajdonosok által lakott lakások árváltozását is, addig az Európai Központi Bank politikáját alakító harmonizált fogyasztói árindex – miként a magyar jegybank által figyelt fogyasztói árindex is – csak a bérelt lakások drágulását veszi figyelembe. Az ingatlanárak teljes körű beemelése az árindexbe becslések szerint 2016 és 2020 között évi 0,23 százalékponttal növelte volna meg az átlagosan egyszázalékos inflációs mutatót az euróövezetben.³ Ez azt jelenti, hogy ha az euróövezetben vagy Magyarországon a tulajdonos által lakott lakások árát is figyelembe vennék, akkor a figyelt árindexek még inkább a célértékek fölött lennének, mint most. Márpedig az inflációs várakozásokat az ingatlanárak emelkedése is befolyásolja.

Súlyosbítja a helyzetet, hogy miközben a pandémiához köthető okok miatt felszökött árak szerte a világban magas inflációs várakozásokat alakítottak ki, a fenyegető klímaváltozást fékező védekezés tényleges árszintnövelő tényezőként hat; a két hatás pedig együttesen nehezen figyelmen kívül hagyható inflációs veszélyt jelent. Igaz, vannak olyan vélemények is, amelyek a klímavédelemhez kapcsolódó áremelkedést, az ún. „greenflációt” kizárnák a jegybankok által figyelt infláció fogalmából, mondván, „a zöld átállás emelkedő árai mögött nem a jegybank hibás pénzpolitikája áll, hanem az a tudatos döntés, hogy magasabb életminőséget akarunk”.⁴

Ha kínálati sokkra hivatkozva a jegybankok átnézhetnének is az energiaárak emelkedő tendenciáján, a keresleti oldalról jelentkező árnyomásra már biztosan nem legyinthetnek. Az elmúlt két évben a fejlett világban bevezetett vaskos költségvetési és monetáris ösztönzők, amelyekhez a lezárások és a fizikai távolságtartás miatt a tehetősebb rétegeknél felgyülemlett megtakarítások is hozzáadódnak, megnövelték egy sor árucikk keresletét, ami a (hozzá képest) szűkös kínálat mellett a termékeknek ebben a körében erőteljes áremelkedéshez vezetett. Amíg a pandémia előtti „normális” rend nem áll vissza, és nem kezdenek az emberek többet költeni vendéglátóhelyi és szabadidős szolgáltatásokra, és amíg a kínálati oldal nem alkalmazkodik a megváltozott kereslethez, addig ezen árucikkek körében nem csökken az árnyomás. A járvány elhúzódásával, az újabb lezárásokkal és korlátozásokkal pedig a kínálati alkalmazkodás lassúsága is fennmaradhat, ami megnöveli a stagfláció kialakulásának esélyét.

³ Vö. The New Euro Area Inflation Indicator and Target: The Right Reset? European Parliament, Monetary Dialogue Papers, November 2021. Letölthető: https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/241735/02_QA0721053ENN.pdf

⁴ Gajdics Attila: Ha inflációnak tekintjük a greenflációt, annak nagyon komoly következményei lehetnek. Portfolio.hu, 2022. január 12. Letölthető: <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20220112/ha-inflacionak-tekitjuk-a-greenflaciot-annak-nagyon-komoly-kovetkezmenyei-lehetnek-520704>

Időnyerés

Hogy a pró és kontra érvek közül melyeket igazol az élet, ma még nyitott kérdés. Az valószínű, hogy az elkövetkező pár évben az inflációs veszély világszerte komoly dilemmák elé állítja a jegybankokat és kormányokat. Az elszabadult inflációs várakozásokat különösen az erősen túlfűtött, felzárkózó gazdaságokban lesz nehéz megfékezni, mint amilyen Magyarország is. Ezek a gazdaságok addig elkerülhetik a stagflációt, amíg kellő mennyiségben számíthatnak a fejlett világból érkező tőkeimportra, ami az infláció letörését megcélzó költségvetési és monetáris megszorítások idején is fenntarthatja a gazdaság dinamikáját. Ha viszont a túlfűtöttség már az infláció kontrollálhatatlan elszabadulásával és a külső egyensúly veszélyes megbomlásával fenyeget, akkor a ma még szárnyaló gazdaságok is fájdalmas kényszerleszállásra szorulhatnak.

Magyarországon évek óta főként az uniós támogatások töltik be a tőkeimport szerepét: pótolják a magántőke elégtelen beruházásait és ellensúlyozzák a folyó fizetési mérleg – növekvő – hiányát. A transzferek azonban többletkeresletet is generálnak, tovább erősítve azt az inflációs nyomást, amit a pandémiához kötődő kínálati sokkok és keresleti hatások mellett a tavaly beindult féktelen állami költekezés is jócskán megnövelt. A helyzetet az is súlyosbítja, hogy a Magyar Nemzeti Bank nem lépett fel időben az inflációs veszély ellen: a növekedésre koncentráló, ultralaza politikájával még akkor is hagyta folyamatosan leértékelődni a forintot, amikor annak hatása már a célnál magasabb inflációban is megmutatkozott.⁵ Amikor tavaly nyáron végül mégiscsak szigorításba kezdett, azt is erőtlenül tette. Növekedési hitelprogramját lezárta ugyan, de a leginkább az Orbán-rendszer bázisát jelentő cégek vállalatfelvásárlásait finanszírozó „növekedési” kötvényprogramját az év végéig működtette, amivel ráadásul jelentős veszteségforrásokat is beépített a mérlegébe.⁶ Irányadó kamatának emelésével sem szüntette meg a negatív reálkamatokat, amelyek a múlt év második felében elszabaduló infláció mellett még nőttek is. A mértékében az irányadótól mind jobban elszakadó alapkamat pedig tovább erőtlenníti az amúgy is gyenge hatékonyságú kamattranszmissziót.

Decemberre már olyan magasra (7,4 százalékra) emelkedett a hazai fogyasztói árindex, ami mellett különösen nehéz letörni az inflációs várakozásokat; már-

⁵ A Magyar Nemzeti Bank hibás politikájáról lásd Surányi György: Látszat és valóság. Portfolio. hu 2021. november 18. Letölthető: <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20211118/suranyi-gyorgy-latszat-es-valosag-511168>

⁶ Lásd erről Várhegyi Éva: Az év kötvénye. Magyar Narancs, 2022. január 14. Letölthető: <https://magyarnarancs.hu/publicisztika/az-ev-kotvenye-245095>

pedig enélkül az infláció tényleges leszorítása sem lehet sikeres. Növeli a feladat nehézségét, hogy a Magyar Nemzeti Bank hitelességét alaposan kikezdte az elmúlt években folytatott politikája, amely (deklaráltan is) minden elemével a növekedés erősítését célozta meg, elhanyagolva az inflációs várakozások lehorgonyzásának törvényben is előírt feladatát. A magyar jegybank infláció elleni küzdelmének eltökéltsége még ma sem látható, hiszen irányadó kamatának januári négy százalékos mértéke az általa az idei évre prognosztizált 4,7–5,1 százalékos infláció mellett is negatív reálkamatot tartalmaz.

A kormány pedig olyan látszatintézkedésekkel küzd az infláció ellen, mint amilyen a tervgazdaság legrosszabb hagyományát idéző árrögzítés és kamatplafon, miközben – szavazatvásárlási céllal – a társadalom szinte minden rétegét többletjövedelemhez juttatja. A feszes munkaerőpiacon dinamikusan növekvő, a termelékenységnél gyorsabban emelkedő bérek mellett a kormány költségvetési és jövedelempolitikai intézkedései is tovább növelik a fogyasztói keresletet, ami a kínálat sok területen idén még bizonyosan fennmaradó szűkössége miatt óhatatlanul inflációs nyomást gyakorol.

Stagflációtól azonban egyelőre nem kell tartani Magyarországon, mivel ha tovább emeli is irányadó kamatát a jegybank – és lassanként talán a pozitív tartományba is átviszi a reálkamatokat –, a gazdaság akkor is elegendő növekedési impulzust kap a pandémia csillapodásával erősödő, a lezárások idején felduzzadt megtakarítások feléléséből is táplálkozó fogyasztói keresletből, valamint az uniós forrásokból is fundált kormányzati beruházásokból. A „holnapot” tehát még viszonylag könnyen megéli az ország, bár az emelkedő kamatok mellett mind a növekedés fenntartása, mind a kormányzati és magánadósságok finanszírozása egyre drágábbá válik. A „holnapután” főleg a következő kormány politikáján múlik. Azon, hogy mire használja föl a megnyert időt: struccpolitikával továbbmegy-e a kényelmesnek látszó, de előbb-utóbb fájdalmas zuhanáshoz vezető úton, vagy a népszerűségvesztést is vállalva áttér egy hosszabb távon is fenntartható pályára.