

Pleschinger Gyula,
a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsának tagja,
a Magyar Közgazdasági Társaság elnöke

E-mail: pleschingergy@mnbb.hu

AZ EGYIK GYENGE LÁNCSZEM – AZ INFLÁCIÓ*

A „Melyik a leggyengébb láncszem, amely elpattanhat, amely megzavarhatja a helyreállítás folyamatát?” kérdésre nehéz megtalálni a jó választ, hiszen igen sok „gyenge láncszem” azonosítható: a járványhelyzet, az átoltottság alakulása, új vírusvariánsok megjelenésének lehetősége, a termelési-szállítási láncok újraindításának kérdése, az energiaárak változása, a meghatározó jegybankok lépései, ezzel összefüggésben a befektetők kockázatérzékenysége alakulása, a hazai megtakarítások felhasználásának iránya (fogyasztás vagy beruházás), a pénzügyi egyensúly helyreállítása, és nem elhanyagolható a geopolitikai feszültségek jelentette kockázat sem. A következőkben az inflációval, annak okaival és a várható hazai inflációs pályával kapcsolatos kérdéseket kívánom boncolgatni, mivel a hazai kibontakozás komoly mértékben támaszkodik a fogyasztásra, a jövedelmeket erodáló infláció pedig a visszaeső kereslet miatt rontja a növekedés esélyeit.

A pandémia olyan időszakban csapott le, amikor a világ gazdaság válságok sorozata (2007–2008-as likviditási válság, az eurózóna válsága és akár ide sorolhatjuk a migránsválságot is) káros következményeinek elhárításán fáradozott, és szembesülnie kellett a pandémia által felgyorsított megatrendek (digitalizáció, hiperglobalizáció megkérdőjeleződése, stb.) és a klímavédelem, a zöld átállás jelentette kihívásokkal is. Mindezek természetesen nem maradtak hatás nélkül a pandémia miatt kibontakozott gazdasági válságból való kilábalás, a növekedés helyreállása és ezzel együtt az infláció alakulása terén sem. Mindazonáltal nagyon komoly eredménynek tekinthető, hogy a 2007–2008-as válságból való 6-7 évig tartó kilábalással szemben most, a pandémia okozta válság kitörését követő másfél-két év elteltével már a kibontakozás kockázatait elemezgethetjük.

A viszonylag gyors helyreállást a helyes globális gazdaságpolitikai döntések: a munkahelyek megőrzését, a gazdaság működését támogató fiskális és az ezt segítő,

* *Megjegyzés:* A cikkben leírtak nem feltétlenül tükrözik a Magyar Nemzeti Bank és a Magyar Közgazdasági Társaság hivatalos álláspontját.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2022.66.1-2.101>

célzott programokkal kiegészítő laza monetáris politika tették lehetővé (különböző programjaival a Magyar Nemzeti Bank mintegy 11 ezer milliárd forinttal járult hozzá a gazdaság helyreállításához). Ezeknek a döntéseknek persze megvolt az ára: a megemelkedett költségvetési hiányok, a megugró államadósságok és a megnövekedett jegybanki mérlegek jelezték a gazdaság helyreállítását (a növekedés és annak dinamikája válság előtti szintre való visszatérését) követő normalizáció igényét.

A gyors helyreállítás egyben számos területen egyensúlytalanságok kialakulásával is járt. A pandémia miatti lezárások idején felhalmozódott kényszermegtakarítások számos területen jelentek meg olyan keresletként, amelyet a kínálati oldal részben kapacitáskorlátok, részben a termelési/ellátási láncok szakadozottsága miatt nem vagy csak késedelmesen tudott kielégíteni. Az elhalasztott fogyasztás mellett súlyosbította a helyzetet, hogy a kereslet (egyes szolgáltatások elérhetetlensége, a home office elterjedése, stb. miatt) a szolgáltatások felől az áruk felé tolódott el. A gazdaságok újraindulása hirtelen megnövekvő keresletet támasztott a nyersanyagok és az energiahordozók iránt, a felgyorsuló digitalizáció és a zöld átállás ugrásszerűen megnövelte az igényt olyan nyersanyagok iránt (réz, nikkel, kobalt, lítium), amelyek kitermelése, feldolgozása akadozott. A gazdaságok némileg megváltozott szerkezetben történő újraindulása természetesen hatással volt a munkaerőpiacra is.

Ez az egyensúlytalanság oda vezetett, hogy az elmúlt évtől a korábban inkább a defláció miatt aggódo gazdaságpolitikai, monetáris politikai döntéshozók világszerte a hirtelen megugró inflációval, a gazdaság újraindulásának „árával” találták szemben magukat. Az infláció 2021 decemberében az USA-ban elérte a 8,1 százalékot, az eurózónában pedig az 5 százalékot. A 2 százalékos célt valamennyi tagállamban meghaladta, mégpedig úgy, hogy az egyes tagországok inflációs mutatói 2,6 százalék és 12 százalék között szóródtak. Régiókban a 7,4 százalékos hazai infláció mellett Csehországban 5,4, Lengyelországban 8 százalék, Romániában pedig 6,7 százalék volt a decemberi infláció. Az infláció alakulásának mintázata nagyjából hasonló volt mindenütt, eltérés az időzítésben volt tapasztalható: azokban az országokban – és Magyarország ebbe a csoportba tartozik – jelentkezett először a gyorsuló infláció, amelyek hamarabb tudták megkezdni a válságból való kilábalást

Az infláció megjelenésével együtt elkezdődtek a viták is arról, hogy az infláció átmenetinek vagy tartósnak ígérkezik-e, ennek függvényében szükséges-e az árstabilitást biztosítani, és ha igen, milyen intézkedésekkel.

A világ vezető jegybankjai (Fed, Európai Központi Bank) egészen a legutóbbi időig arra hajlottak, hogy az inflációt alapvetően a termelési/szállítási láncok átmeneti akadozása okozza, ami az átoltottság mértékének növekedésével, mun-

kaszervezési intézkedésekkel, automatizációval/robotizációval viszonylag gyorsan helyreállítható, így sem a fiskális, sem a monetáris politika oldaláról nincs szükség beavatkozásra. Álláspontjuk alátámasztására egyebek között a szállítási költségek csökkenése, a szállítási időkre fókuszáló beszerzési menedzserindexek általános javulása, illetve az a várakozás kínálkozott, hogy a kínálat gyorsan és rugalmasan fog a kereslethez alkalmazkodni.

A válságot követő újraindulás ütemének eltérései – az USA növekedése már jóval meghaladta a 2019-es szintet, és a növekedés dinamikája is közel van a válság előttihez, míg az Európai Unióban a növekedés épphogy elérte a 2019-es szintet, a növekedés dinamikájának felzárkóztatása pedig még éveket igényelhet, azaz az USA kibocsátási rése zárul, míg az unióban a rés még masszívan negatív – azonban megmutatkoztak az infláció okainak különbözőségében is. Míg az USA-ban a hagyományos költségoldali (cost push) inflációhoz a feszes munkaerőpiac kiváltotta bérkiáramlás és a fiskális impulzusok eredményezte keresleti oldali (demand pull) infláció is hozzáadódott, addig Európában az inflációt alapvetően a cost push-elemek (energiaárak, szállítási költségek, termelési/ellátási láncok zavaraiából fakadó költségek) okozták, a béroldali nyomás erős jelei nélkül.

A jelenségeket felismerve a Fed változtatott a narratíván, és már márciusra előrevetítette az eszközvásárlási program lezárását és a 2018. utáni időszak első kamatemelését. Ezen túlmenően olyan szigorítási ciklust sem zárt ki, amely az idei év folyamán akár minden további ülésén kamatemelést hozhat. Erre csaknem két évtizede nem volt példa.

Az inflációs veszélyekkel kapcsolatosan az Európai Központi Bankon belül is megoszlanak a vélemények – az uralkodó narratíva változatlanul az infláció ez évi csökkenését és a 2 százalékos cél 2023–2024-ra való elérését hangsúlyozza, míg a bank egyes vezetői már erős felfelé mutató kockázatokat emlegetnek. (Az igazgatósági tag Isabel Schnabel nemrégiben a zöld átmenettel kapcsolatban hívta fel a figyelmet arra, hogy a párizsi klímacélok elérése érdekében tett intézkedések a fosszilis energiahordozók árainak még további emelkedéséhez és inflációs nyomáshoz vezethetnek, bár később ezt annyiban finomította, hogy az elfogadott alappályához képesti felfelé mutató kockázatokat hangsúlyozta). A februári kamatdöntő ülést követően – bár a Kormányzótanács egyhangúan az irányadó kamat tartására szavazott – már Christine Lagarde elnök is jelezte, hogy az eurózóna inflációja meghaladta a várakozásokat, és óvatossában fogalmazott az Európai Központ Bank márciusi és júniusi döntéseivel kapcsolatosan.

Amennyiben az Európai Központi Bank tartja magát eddigi politikájához, az várható, hogy a Fed és az Európai Központi Bank monetáris politikája közti divergencia erősödik, és az utóbbinak valamilyen módon fel kell készülnie az importált magasabb amerikai hozamok kezelésére. Amennyiben viszont a határozottabb szigorítás irányába mozdul el, az az eurózóna növekedése szempontjából jelenthet lefelé mutató kockázatokat.

A Magyar Nemzeti Bank a gazdaság újraindulásának jelei, a kereslet és kínálat között fellépő anomáliák, a pandémia miatti lezárások alatt felhalmozódott kényszermegtakarítások és elhalasztott fogyasztás miatti egyre jelentősebb belföldi fogyasztás ismeretében már 2021. első hónapjaiban felhívta a figyelmet az elhúzódó inflációs veszélyre, és arra, hogy az elszabaduló infláció a jövedelmek és a megtakarítások értékének legfaragásával talán a legnagyobb veszélyt jelenti a fenntartható kilábalási folyamatra. A jegybank ezért több jelzést követően az év júniusában – megelőzve régiós társait – havi 30 bázispontos lépésekkel megindította kamatemelési ciklusát.

A kamatemelési ciklus megindítása mellett a Magyar Nemzeti Bank további szigorító lépéseket is tett: júniusban bejelentette a növekedési hitelprogram 2020. áprilisi megújításával beindított NHP Hajrá! lezárását, augusztusban megkezdte az állampapírok vásárlásának óvatos csökkentését, majd decemberben teljesen leállította az állampapírpiaci aktivitását (jelezve persze, hogy az állampapírpiac esetleges zavarai esetén kész újra belépni), szintén decemberben döntött a növekedési kötvényprogram lezárásáról is. Ezekkel a lépéseivel a Magyar Nemzeti Bank fenntartotta ugyan a kiszámíthatóságát, azonban felismerte azt is, hogy a kamatdöntések havi üteme nem teljesen alkalmas a hirtelen pénz- és árupiaci változásokra történő gyors reagálásra, amivel a számos és sokféle kockázattal szembesülő nemzetközi piaci mozgások miatt számolni kellett. A Magyar Nemzeti Bank ezért novemberben újra aktiválta a korábban már használt eszközét: a heti rendszerességgel aukcionált egyhetes betétet, amely – ahogy már a megelőző év egy időszakában is megtörtént – átmenetileg effektív kamattá válva lehetővé teszi a jelenlegi turbulens időszakban a gyors alkalmazkodást. A cél természetesen az, hogy a piacok megnyugvása, az infláció megnyugtató pályára állása elérésekor az egyhetes betét kamata és az alapkamat ismét összezárjon, és az alapkamat visszavegye irányadó szerepét.

Az alapkamat-emelési ciklus és az erre épülő egyhetes betéti tenderek eredményeképpen a kamatemelési ciklus megkezdése óta (a jelen cikk megírásáig, 2022. február elejéig) az alapkamat 230 bázisponttal, míg az egyhetes betét effektívvé váló

kamata 370 bázisponttal emelkedett (ez alatt az időszak alatt a cseh jegybank 350, a lengyel 215, a román pedig 75 bázisponttal emelte meg irányadó kamatát).

Az infláció 2021 decemberében nem gyorsult tovább novemberhez képest, és a Magyar Nemzeti Bank értékelése szerint a hazai infláció a novemberi és decemberi 7,4 százalékos értékkel elérhette a csúcsát. Az infláció csökkenésének kezdete és üteme jelentős mértékben attól is függ, hogy az elmúlt év végi átárázások már részben előrehozott áremelkedéseket is tartalmaztak-e, vagy az év eleji szokásos átárázásokra ezektől függetlenül is sor kerül. Előbbi esetben hamarabb, utóbbi esetben kissé később indulhat meg az infláció érezhető csökkenése. Összességében az idei év egészét az infláció trendszerű csökkenése fogja jellemezni a jegybank várakozása szerint.

A Magyar Nemzeti Bank tehát időben jelezte az infláció meglódulásának kockázatát – bár annak dinamikája és mértéke meghaladta a várakozásait –, és elsőként kezdett bele a monetáris szigorításba, ezzel némiképpen irányítva az inflációs várakozásokat. Ezen túlmenően rövid távon számíthatunk bázishatásokra, vitathatatlan a kormány árszabályozási lépéseinek hozzájárulása, és nyilvánvalóan pozitív üzenetként értékeli a piac a kormány által bejelentett szigorítást – a költségvetési hiány lefaragását is. A jegybank lépéseinek az inflációs várakozások horgonyzásán túlmutató hatása az intézkedések bevezetését követő 5–8 negyedéven belül jelentkezik, azaz az év második felében már az előbbieken felsorolt monetáris szigorító intézkedések terelhetik az inflációt.

Talán érdemes rövid kitérőt is tenni: a kormány árszabályozási lépéseit sok kritika éri, a piacba való olyan durva beavatkozásként értékelve azokat, amelyek nem az okokat, hanem a következményeket célozzák. Hasonló kritikák sokszor és sok helyen elhangoznak, és sokakat talán meg is lephet, hogy a szektorális árszabályozás – bizonyos határok között – a politika eszközrendszerének mindig is része volt. Az Eurostat adatai szerint napjainkban az eurózóna tagállamaiban a fogyasztói árak átlagosan 13 százaléka közvetlen vagy közvetett módon – tagállamonként eltérő mértékben, 21 százaléktól (Hollandia) 5 százalékgig (Írország) terjedően – szabályozott. Bár a túlságosan széles körű árszabályozás hosszú távon minden bizonnyal hátrányos következményekkel jár a piacgazdaságok működésére, de szűkebb területeken, illetve rendkívüli helyzetekben a célzott állami beavatkozások stabilizáló és szociális hatásai kedvezőbbek, mint a mellékhatásai.

A hazai inflációra visszatérve az várható, hogy a megugrásában jelentős szerepet játszó – mintegy 80 százalékát kitevő – és a jegybank által nem kezelhető külső hatá-

sok mérséklődése mellett a következő időszakban a felhalmozódott megtakarítások és a jelentős mértékű jövedelemkiáramlás által fűtött erős belső kereslet árfelhajtó hatása emelkedni fog. Az év első felében az infláció mérséklődése így várhatóan a maginfláció emelkedésével párosul, és az sem kizárható, hogy időszakosan a maginfláció akár az inflációnál is magasabb értéket vehet fel. Előfordulhat tehát, hogy vásárlóként a csökkenő hivatalos inflációs számok mellett átmenetileg még emelkedő áru- és szolgáltatásárakkal találkozunk. A jegybank intézkedései azonban az év második felében már éreztetik hatásukat, így az év második felében a maginfláció is várhatóan csökkenésnek indul.

A megnövekedő infláció, illetve az infláció elleni küzdelem természetesen a kamatok emelkedésével is jár.

A nyersanyaghiány, a szállítási és ellátási láncok időt igénylő helyreállása és az egyes szolgáltatások (például külföldi turizmus) igénybevételével kapcsolatos óvatossági motívumok miatt 2022-ben – legalábbis annak első felében – a belföldi fogyasztás, ezen belül a háztartások fogyasztása a növekedésben kiemelkedő szerephez jut. Az infláció megfékezése a megtakarítások, jövedelmek értékvesztésének megakadályozása mellett a fogyasztást és beruházást támogató hitelezési feltételek szempontjából is nagy fontossággal bír. A lakossági devizahitel-válságot követően a Magyar Nemzeti Bank egyfelől a makroprudenciális szabályok jelentős szigorításával igyekezett megvédeni a hitelfelvevőket és a pénzügyi intézményeket is a nem teljesítő állományok felépülésétől, másfelől pedig folyamatos kommunikációval ösztönözte a háztartásokat a változó kamatozású hitelek rögzített kamatozású hitelekre cserélésére, illetve az új hiteleknel a rögzített kamatozás preferálására. Ennek eredményeképpen mára a lakossági jelzáloghitelek durván 70 százaléka már rögzített kamatozású (az új hitelek esetében gyakorlatilag megszűnt a változó kamatozású hitelek kibocsátása), így ezeket az infláció miatti kamatemelkedés – legalábbis a választott kamatperiódus végéig – nem veszélyezteti. A még változó kamatozású hitelekkel rendelkező háztartások számára a kormány átmenetileg az elmúlt októberi szinten rögzítette a kamatokat, megvédve őket az infláció miatti kamatemelkedéstől, illetve lehetőséget adva számukra a rögzített kamatozásra való átváltásra.

A Magyar Nemzeti Bank hitelezési felmérése szerint a vállalati hitelezés terén a bankok többsége az első negyedévben nem tervez szigorításokat, így összességében a megemelkedő infláció várhatóan nem eredményez növekvő stabilitási kockázatot a pénzügyi közvetítőrendszerben.

A megemelkedő inflációval emelkedő kamatok természetesen az államadósság finanszírozását is megdrágítják, de az adósság átárazódása csak hosszabb átmenet-

tel, az egyes államkötvény-sorozatok lejáratkori megújításakor és a hiányt finanszírozó új kibocsátásoknál jelentkezik. Ám amennyiben az uniós adósságszabályok ismételten életbe lépnek, az vezérelni fogja az államháztartási deficit csökkentésének ütemét s így a hiányt finanszírozó új kibocsátások mérséklését is.

Összességében úgy gondolom, hogy a Magyar Nemzeti Bank és a kormány által az infláció megfékezését, illetve csökkentését célzó intézkedések eredményre vezetnek, és az infláció a régió más országait megelőzve kerülhet vissza a jegybanki toleranciasávba. Sok helyen, sokszor elhangzott már, de talán itt is érdemes emlékeztetni magunkat arra, hogy az inflációs folyamatok kontrollálása terén a Magyar Nemzeti Bank jó referenciákkal rendelkezik: a 2017 januárja és 2021 márciusa között eltelt 51 hónap 90 százalékában a toleranciasávon belül tudta tartani az inflációt, 3 százalékos átlagos érték mellett.