

Nagy Katalin,
a Kopint-Tárki igazgatósági tagja,
a Kopint Konjunktúrakutatási Alapítvány ügyvezető igazgatója

E-mail: katalin.nagy@kopint-tarki.hu

A BIZONYTALANSÁGOK ÉVE

A globális gazdaság helyzete 2022 elején kedvezőtlenebb, mint ahogyan arra korábban számítani lehetett, s a lefelé mutató kockázatok erősödnek. Tavaly év végén már sejthető volt, hogy a járvány következményeit még hosszú ideig szenvedni fogjuk, s a szállítási láncokban kialakult szűk keresztmetszetek, az emiatt bekövetkezett alkatrész- és nyersanyaghiány jelentősebben visszafoghatja az idei növekedést, mint ahogyan azt korábban gondoltuk. A járvány újabb hullámai további, bár a korábbiaknál enyhébb korlátozásokra késztet. A betegség miatt kieső dolgozók szinte valamennyi ágazatban munkaerőgondokat okoznak, mindez az ellátási zavarokkal párosulva átmeneti termelésleállásokat kényszerít ki. Így az idei első negyedév várhatóan nem lesz valami fényes, s a pandémia csitulásával, legfeljebb tavasztól várható erőteljesebb élénkülés.

A világgazdaság egészére kihat majd a kínai gazdaság gyengélkedése (az ingatlanpiaci beruházások mérséklődése, a magánfogyasztás lanyhulása, a zéró-Covid stratégia hatása), ami várhatóan az idei év egészére jellemző lesz. A kínai növekedés várható lassulása mind a keresleti, mind a kínálati oldalról fékezni fogja a globális növekedést. A legfrissebb előrejelzések (köztük a Nemzetközi Valutaalapé) az idei évre már csak 4 százalék körüli globális növekedést várnak, jövőre az ütem tovább mérséklődhet.

A vezető jegybankok által korábban még átmenetinek hitt infláció is gyorsul, egyre makacsabban beépül a várakozásokba. Az euróövezet átlagos fogyasztói árai tavaly decemberben 5 százalékkal haladták meg az előző évit, elsősorban az energia és a szolgáltatások árának emelkedése következtében. Ha belegondolunk, hogy 2020 decemberében még a negatív árindex (mínusz 0,3 százalék) jelentette a problémát, akkor látszik, hogy egy év alatt nagyot változott a világ. A balti államokban már két számjegyű az infláció, de a hagyományosan konszolidált árpolitikájáról ismert Németországban is majdnem 6 százalékot mértek tavaly decemberben. Az ellátási

<https://doi.org/10.47630/KULG.2022.66.1-2.84>

fennakadásokon túl a termelési árakat az energia- és a szállítási költségek drágulása is felfelé nyomja, a szűk keresztmetszetek következtében a fogyasztási cikkek kínálata pedig egyre korlátozottabb; mindez – az élénkülő kereslet mellett – a fogyasztói árakat az elkövetkező időben is magasan tartja. A legtöbb országban az építőipari költségek is szárnyalnak, részben az anyagellátási fennakadások, részben a munkaerőhiány miatt. A magas infláció csökkenti a magánháztartások reáljövedelmeit, valamint a fogyasztás visszafogására készíti őket. Miután a fogyasztói árakat leginkább az energiaárak emelkedése fűti, egyes országokban megpróbálják ennek közvetlen hatásait ellensúlyozni: míg Magyarországon az árak befagyasztását választották, Ausztriában a kisebb és közepes jövedelműek esetében kompenzációs támogatásokat lehet igényelni, illetve forgalmiadó-csökkentéssel igyekeznek könnyíteni a helyzeten.

Egyre több szakember jelzi, hogy a klímavédelmi célok követése, a zöld gazdaság támogatása tartósan magas energiaárszinthez vezethet, aminek a következményei az inflációs rátában is megmutatkoznak majd. Az árfelhajtó hatás másik forrása, hogy a fosszilis energiahordozók kivezetése következtében ezekbe az ágazatokba már nem ruháznak be a kitermelők, aminek hatására – legalábbis átmenetileg – csökkenhet a kínálat. S mivel rövid távon még sokan nem tudnak átállni a megújuló energiát előállító és felhasználó technológiai megoldásokra, ők kénytelenek megvenni a drágább energiát, amelynek költségeit azonban tovább hárítják a fogyasztókra.

Mindennek hatására a jegybankok is hamarabb lépéskényszerbe kerülhetnek. A Fedtől már a tavalyi év végén is erőteljesebb lépéseket vártak, minimum az eszközvásárlási program szűkítése, a tapering felgyorsítását, de mivel az amerikai infláció egyelőre tartósan a cél (2 százalék) felett ragad, kamatemelésre is hamarabb sor kerülhet, mint ahogy azt a piac korábban várta. A legutóbbi kamatdöntő ülés még változatlanul hagyta ugyan az alapkamatot, de az indoklást kísérő kommentár alapján arra lehet következtetni, hogy a várt lépés akár már a tavasszal bekövetkezhet. A Fed elnöke a korábbi megnyilatkozásaival ellentétben arra is utalt: fennáll a veszélye, hogy az infláció magas szinten stabilizálódik. Így elemzők nem tartják kizártnak, hogy az idén akár 4-5 alkalommal is sor kerülhet kamatemelésre, az amerikai alapkamat az év végére 1,25-1,5 százalékra emelkedhet. Az Európai Központi Bank, amely tavaly még a kivárási politikája mellett döntött, a legújabb előrejelzések szerint már az idei év folyamán kamatemelésre kényszerülhet, különösen ha a Fed gyorsan lép. A Deutsche Bank szakértői az Európai Központi Banktól már idén decemberben 25 bázispontos emelést várnak. Várhatóan a brit jegybank is lépni fog, ha lehet, még radikálisabban, mint a Fed, hiszen az inflációs ráta decemberben itt is 5 százalék fe-

lett volt. A britek esetében nemcsak egy erőteljes, akár 50 bázispontos kamatemelés várható, hanem viszonylag gyorsan a mérlegfőösszeg csökkentése és az eszközvásárlások beszüntetése is bekövetkezhet. A vezető jegybankok monetáris szigorítása pedig a többi jegybankra is hatással lesz. A magas inflációra reagálva számos ország (Csehország, Magyarország, Lengyelország, Románia, Norvégia, Brazília stb.) erőteljes lépéseket tett és tesz a monetáris szigorítás irányába. Ebben a sorban Japán a kivétel, ahol szintén emelkedik az infláció, de az idei évre várható 1 százalékos előrejelzés még jóval a jegybanki célérték alatt van, és a gazdasági növekedés is viszonylag mérsékelt, ilyen feltételekkel a jegybank folytatni tudja a korábbi évek támogató monetáris politikáját.

A monetáris szigorítás célja a korábban vártnál sokkal erősebb infláció megfékezése. Azonban figyelembe kell venni, hogy a monetáris intézkedések ilyen hatása nem egyik napról a másikra, hanem csak hosszabb távon jelentkezik. Különösen akkor, ha a jegybankok éveken át mesterségesen alacsonyan tartották a kamatszintet, ontották a pénzt a gazdaságba, hogy a konjunktúrának lendületet adjanak. Ez a hatás a pandémia alatt elmaradt, illetve a járvány miatt bekövetkezett recessziós időszakot követő hirtelen keresletélénküléssel a termelés, a kínálat nem tudott lépést tartani, ami az árakat hirtelen felfelé nyomta. Mivel ez a helyzet egyelőre nem változott meg, a kamatemelés a dráguló finanszírozási költségek miatt – rövid távon – lefékezheti a növekedést. Nem véletlen, hogy a vezető jegybankok még ilyen magas inflációs ráták mellett is nagyon óvatosak, ezerszer meggondolják, hogy mikorra időzítsék ezt a lépést. Az amerikai jegybank abból indul ki, hogy a gazdaság olyan erős és a munkaerőpiac olyan stabil, hogy anélkül is van tere a kamatemelésnek, hogy a konjunktúrát lefojtaná. Példája másokat is magával fog húzni. A szinte korlátlan eszközvásárlások következtében felduzzadt jegybanki mérlegfőösszegek leépítése szintén hatással lesz a globális folyamatokra. Az eszközvásárlások hatására mind az állampapírok, mind a vállalati kötvények hozama csökkenni kezdett, miközben a részvénytőzsdék szárnyra kaptak, most viszont, a várható monetáris szigorítás előtt borús hangulat uralkodik a tőzsdéken, nagy a volatilitás. Ezért is nagyon fontos a különböző jegybanki lépések megfelelő kommunikációja, azok kiszámíthatósága, hogy ne okozzanak túlzott reakciókat a pénzpiacokon.

Az expanzív fiskális politika a tavalyi növekedés jelentős támasza volt. A magasabb kamatok, a szigorodó monetáris környezet megnehezíti majd a pandémia következtében különösen eladósodott országok számára az adósság finanszírozását. Az Eurostat szerint az euróövezet országaiban az adósságállomány átlagos szintje a tavalyi harmadik negyedév végén elérte a GDP 97,1 százalékát, egyes országokban

azonban ennél jóval magasabb volt: így Görögországban 200,7 százalék, Olaszországban 155,3 százalék, Portugáliában 130,5 százalék, Spanyolországban 121,8 százalék. A leginkább eladósodott országok állampapírjainak a kockázati felárai már meglódultak. Bár az Európai Központi Bank védőszárnyai még megkímélik őket a nagyobb nehézségektől, de a szigorúbb és változó monetáris környezetben adósságállományuk finanszírozása egyre költségesebbé válik. Ez különösen az euróövezeten kívüli országokat érinti. Ők már sokkal hamarabb – időnként erőteljes – kamatemelésre kényszerültek, feltehetőleg egyre nehezebben tudják magukat a piacról finanszírozni. Mindebből következően a legtöbb országban az elkövetkező években a fiskális politika is visszafogottabb lesz, különösen Európában, ami szintén fékezi majd a növekedést.

A fagyosabb pénzügyi környezetet a feltörekvő országok is egyre jobban megérzik. A kamatok emelkedése a biztosabb befektetési lehetőségeket nyújtó fejlett országokban elszívja a tőkét az arra nagyon is rászoruló feltörekvő országokból, ami fokozza a leszakadás veszélyét.

Szigorodó kamatkörnyezetben a vállalati adósságállományok kezelése is nehezebbé válik. Mivel folyamatosan ellátási problémákkal, alkatrészhíánnyal, szállítási szűk keresztmetszetekkel és a felfelé száguldó árakkal küzdenek, nehezen tudnak jó döntéseket hozni, hosszabb távú stratégiát kialakítani. Ez meglátszik a különböző hangulatindikátorokon is: decemberben a legtöbb még lejtmenetben volt. A német vállalatok hangulatában a januári IFO kis mértékű javulást mutatott ugyan, de még messze alatta marad a tavalyi csúcsnak. Ami érthető is, hiszen a szűk szállítói keresztmetszetek belátható időn belül nem enyhülhetnek, viszont az árnyomás és a monetáris környezet változása, valamint az orosz–ukrán konfliktus gazdasági következményei miatt erős a bizonytalanság. Nemi optimizmusra ad okot, hogy a német vállalatok valamivel kedvezőbbnek ítélik meg exportkilátásaikat, különösen az elektronikai ágazatban, a gépgyártásban és a vegyiparban. Ez a német cégek beszállítóinak – köztük magyarországi vállalkozásoknak – kedvező, feltéve hogy ezek a folyamatok tartósak maradnak.

Az idei európai konjunkturális folyamatokban fontos szerepet játszhat a NextGeneration EU. Az Európai Unió történetének eddigi legnagyobb gazdaság-ösztönző csomagja a gazdaság valamennyi területét érinti, korszerűbb, versenyképesebb, a válságoknak jobban ellenálló Európa vízióját vetíti előre. Ugyanakkor a program csak lassan halad előre, s hatásai csak hosszabb távon válnak érezhetővé. A zöld és digitális Európa irányába mutató fejlesztések valóban komoly szerkezeti átalakításokat indíthatnak el, ám ezeknek kedvezőtlen következményei is lehetnek,

mert megjelennek ugyan új ágazatok, álláslehetőségek, de régiek elvesznek. Az átalakulás csak lassan megy végbe, s a kevésbé versenyképes gazdaságok számára nagy áldozatokkal járhat. (Például azt, hogy az energiagazdálkodás terén mi tekinthető zöldnek, beletartozik-e az atomenergia, sokszor az egyes országok saját érdekei határozzák meg.) Számos ország számára ez az új uniós eszköz elsősorban azért fontos, hogy a válság alatt elszenvedett veszteségeit kompenzálja, és a szigorodó monetáris környezetben is többletforráshoz jusson. Például Olaszországnak, az új program legnagyobb kedvezményezettjének az uniós irányelvek szerint a rá jutó források kétharmadát a déli területek felzárkóztatására kellene fordítania, ezzel szemben az olasz kormány által prezentált tervek kevesebb mint 40 százalékot szánnak erre. Az olasz kormány az összes forrást (a vissza nem térítendő támogatást és a hitelt) igénybe kívánja venni, s a tervezett beruházásokat és szerkezetváltási programokat (például a digitalizáció erősítését) 2026-ig befejezné. Ezek a források a 2019. évi olasz GDP mintegy 10 százalékát teszik ki, döntően állami közberuházásokat támogatnának, s nagyon sok terület között oszlanának meg: a már említett digitalizáció, a zöld gazdaság mellett közlekedésfejlesztésre, területi és szociális kohézióra, az egészségügy, az oktatás és a kutatás fejlesztésére, a kultúra és a turizmus támogatására egyaránt fordítanak forrásokat. Kérdés, hogy ezek a programok milyen gyorsan indulnak meg és mennyire tudnak hozzájárulni a súlyosan eladósodott, a válságtól leginkább sújtott olasz gazdaság esetében egy dinamikus, fenntartható növekedési környezet kialakulásához. Más országokban is félő, hogy a program által előirányzott túl sok cél a források felhasználásának a szétforgácsolódásához vezethet, a különböző irányú fejlesztések nem erősítik egymást, s összességében nem generálnak olyan mértékű növekedést, mint ahogyan azt korábban várták.

A különböző regionális feszültségek és azok esetleges eszkalációja szintén jelentős kockázatot jelent. Az ukrán–orosz konfliktus kiéleződése, az orosz invázió valószínűségének növekedése elsősorban Európára nézve jelenthet veszélyt, hiszen az olaj- és gázellátás alapvetően az orosz szállításokon múlik. Oroszország kereskedelmi partnerként sem lebecsülendő az Európai Unió országai számára, hiszen például Németország ötödik legfontosabb unión kívüli exportpartnere. Nem véletlen, hogy a németek nagyon óvatosak az Oroszországgal szembeni szankciókkal, hiszen ezek bevezetése bumeráangként üthet vissza. Mindez az amúgy is nyugtalan nyersanyagpiacokra is kihat: a szűkös kínálat és az orosz–ukrán konfliktus következtében – lehet, hogy csak átmenetileg – 90 dollár fölé emelkedett a hordónkénti olajár, amely december végén 75 dollárra mérséklődött.

Mindezek alapján nehéz megmondani, hogy milyen évnek nézünk elébe. 2021 a 2020-as recessziót követően a korrekció éve volt, ami a legtöbb országban a válság miatt elszenvedett veszteségek kompenzálását jelentette. A konjunktúra görbéje hullámvasútra hasonlított, hiszen a jó második negyedév után a pandémia újabb hulláma visszavetette a gazdasági növekedés ütemét. Az idei évre is igaz, hogy a Covid-19 különböző mutánsai jelentős bizonytalanságot visznek a globális gazdaságba, továbbra sem tudni, mikor lesz vége a járványnak, mennyire jelent védtettséget az oltás, bízhatunk-e abban, hogy lassan valóban szelődül a járvány. Bár a pandémiának a konjunktúrára gyakorolt közvetlen hatásai mérséklődnek, mivel egyre jobban megtanulunk együtt élni az új helyzettel, azonban számos közvetett hatás fennmarad. A legnagyobb kockázatot a vártnál erősebb infláció jelenti, annak minden gazdasági következményével. Mindez a gazdasági szereplők számára megnehezíti a tervezést, beruházási, fejlesztési döntéseiket későbbre halasztják. Egyelőre mindenki arra számít, hogy az idén és jövőre is erőteljes gazdasági növekedés várható, ugyanakkor a legtöbb előrejelző folyamatosan lefelé korrigálja a dinamika mértékére vonatkozó prognózisait. Ebben a globális bizonytalanságban elsősorban azok az országok kerülnek nehéz helyzetbe, amelyek már a válságba is rossz szerkezettel sodródtak bele, és e gyengeségeiket az elmúlt időszakban sem tudták korrigálni, hiszen a válság következményeinek enyhítésére fókuszáltak. Az a féktelen költekezés, amibe egyes országok fiskális politikája a válságra reagálva belekezdett, sok esetben a fogyasztást pörgette fel a rövid távú eredmények, a pandémia kedvezőtlen hatásainak mérséklése érdekében, ugyanakkor a szerkezetváltó nagy beruházások még nem kezdődtek el. A válság megmutatta, hogy mennyire sérülékenyek a gazdaságok, s hogy a nagy fejlett országok lassulása a gyengébbeket is magával rántja.