

Halmai Péter,
a Magyar Tudományos Akadémia rendes tagja, a Budapesti Műszaki és
Gazdaságtudományi Egyetem és a Nemzeti Közszolgálati Egyetem egyetemi
tanára

E-mail: halmai.peter@uni-nke.hu

POSZTCOVID INFLÁCIÓ, GAZDASÁGPOLITIKAI MIX AZ
EURÓÖVEZETBEN

A magas inflációra és az egyidejűleg romló gazdasági kilátásokra adott megfelelő politikai válasz megtalálása gazdaságpolitikai kihívást képez. Nagy figyelmet érdemelnek a kialakuló esetleges divergenciák a monetáris unióban. A kihívást képező gazdasági feltételek dilemmát jelentenek a gazdaságpolitikai mix számára az euróövezetben. A gyorsan növekvő inflációval szemben az Európai Központi Bank megkezdte a monetáris politika normalizálását. Szignifikáns kihívások a tagállami kormányok számára a legsebezhetőbb háztartások és vállalatok segítése, a kínálati lánc szakadásainak a kezelése és a szükséges beruházások előmozdítása az EKB akciói aláírásának s az energia-árjelzések elhomályosításának egyidejű elkerülésével. A fiskális politika hatása az inflációra, abban a kontextusban, ahol a zöld és digitális átalakuláshoz beruházások szükségesek, különösen releváns.

Posztcovid infláció: kínálati oldali szűk keresztmetszetek

A globális kereslet kivételesen gyors helyreállása 2020 második felében a járvány visszatartását célzó korlátozó intézkedések által legyengített kínálattal került szembe (Halmai, 2021). Mindez alapvető ágazatokat érintett: a globális logisztikai szektort, a nyersanyagok termelését és a mikroprocesszorok előállítását. Természeti csapások sorozata, a járvány miatti tartós lezárások és a növekvő munkahiány a különböző ágazatokban és régiókban továbbra is alapvető kínálati oldali problémákat okozott 2020 második felében és 2021-ben. Következésképpen 2020 második felétől különféle szűk keresztmetszetek alakultak ki globális szinten (például nyersanyagok áremelkedése, hiányzó alkatrészek és részegységek – egyebek mellett mikropro-

cesszorok –, logisztikai zavarok a szállítási ágazatokban stb. (Halmai, 2022). Azok alapvető módon érintették a globális kínálati láncok zavartalan működését, növekvő módon ránehezedve a 2021. évi érzékelésre és növekedésre.

A kereslet és a kínálat megbomló egyensúlya, a kínálati oldal szűk keresztmetszetei szükségképpen az árak növekedéséhez vezettek. Az energia- és nyersanyag-árak növekedése már 2021 elejétől megfigyelhető, majd 2021 őszétől egyre erőteljesebbé vált. A posztcovid infláció már 2021-ben valóság volt.

Az ismétlődő pandémiás sokkok után 2022. februártól a háborús sokk újabb súlyos zavarokat okozott a kínálati oldalon, különösképpen a nyersanyagok (köztük az energiahordozók, a mezőgazdasági nyersanyagok) piacain, illetve a nemzetközi logisztika területén. Mindez a már egyébként is kibontakozó inflációs folyamatokat, mindenekelőtt az energiainflációt tovább növelte.

A posztcovid helyreállítás alapvető jellemzője volt a kereslet példa nélküli gyors helyreállása, egyidejűleg a kínálati oldal tartós meggyengülése, a globális kínálati láncok rendszerszintű zavarainak kialakulása. Mindez az EU-n és az euróövezeten belüli folyamatokra is érvényes.

Az EU üzleti és fogyasztói áttekintései (Business and Consumer Surveys, BCS)¹ szerint az anyag- és berendezéshiány jelentősége 2021 során erőteljesen nőtt. Az ipari termelést korlátozó legfontosabb tényezővé vált a kereslethiány helyett. Az építőipar területén pedig a munkahiány után a második legfontosabb korlátozó tényezővé vált.

A kínálatoldali szűk keresztmetszetek az európai gazdaságban 2022 elején tovább súlyosbodtak (EC, 2022a). A feldolgozóipar területén működő menedzserek 51 százaléka, az építőiparban pedig 28,6 százaléka szerint az anyag és/vagy berendezéshiány volt a meghatározó korlátozó tényező. A munka hiánya leginkább az építőipart érintette (31,4 százalék), de e tényező hatása jelentős volt a szolgáltatások (26,3 százalék) és a feldolgozóipar (25,9 százalék) területén is. A munkahiány kockázata fékezi a további előrehaladást a digitális átalakulásban és súlyosbíthatja a kínálati lánc szűk keresztmetszeteit. Különösen elégtelen a munkakínálat a számítógép-programozás, szaktanácsadás és egyéb kapcsolódó tevékenységek területén. Erőteljesen érinti továbbá a probléma a kínálati lánc kritikus láncszemét, a szállítási ágazatot. Az építési és mérnöki tevékenységek és szolgáltatások is a leginkább érintettek közé tartoznak.

¹ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/business-and-consumer-surveys/download-business-and-consumer-survey-data/time-series_en#industry-business-climate-indicator-bci

A hiányok hatása rendkívül heterogén az ágazatok és a tagállamok között (Axioglou & Wozniak 2022). A korlátozott ágazatokban kedvezőtlenül alakult a kibocsátás dinamikája.

A tartós és súlyosbodó kínálati oldali szűk keresztmetszetek hatására a termelők eladási áraik növelésére kényszerültek. A 2021. októberi BCS-eredmények pozitív kapcsolatot jeleztek a hiányok súlyossága és az eladási árakra vonatkozó várakozások között (EC, 2021). A panelregressziók szerint a kapcsolat a hiány magasabb szintjén erősebb. (Ezt jelzi a „hiányok szigorúsága” négyzetének statisztikai szignifikanciája.)²

Az infláció újabb dimenziói

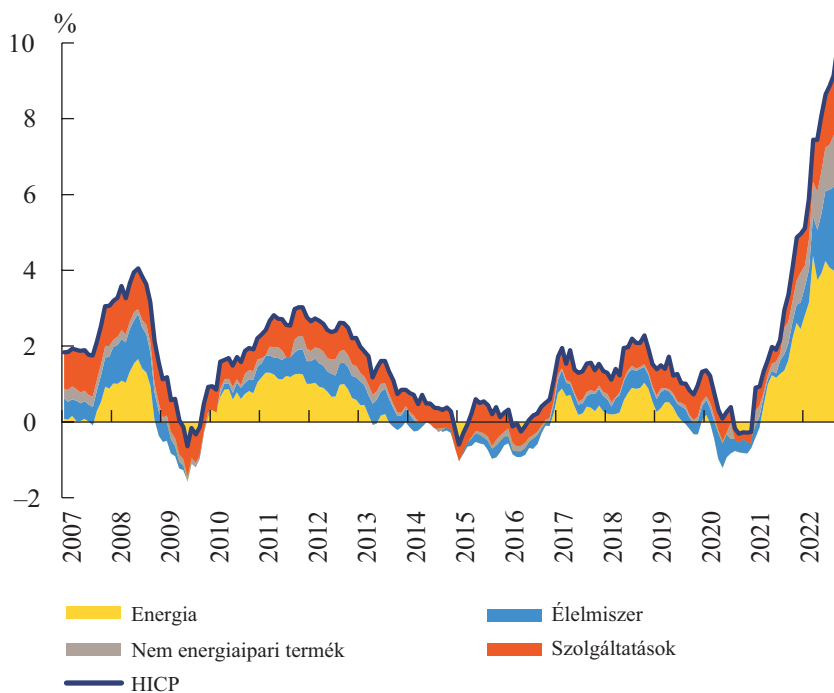
Az energiaárak már 2021-ben erőteljesen nőttek, különösen az utolsó negyedévben. Kivételesen megemelkedtek az energiaárak az Ukrajna elleni orosz invázió kezdetét követően. Erőteljesen nőttek továbbá a gabona- és a fémárak. A mezőgazdasági termékek árainak emelkedését erősítette az ukrán gabonaexporttal szembeni orosz blokád, a háborúval is összefüggő műtrágyahiány, a szélsőséges időjárás, illetve az egyes országok által bevezetett exporttilalom. Az ipari fémek árai 2022 során némileg csökkentek. Az euró leértékelődése az amerikai dollárhoz képest, amelyet a korábbi monetáris megszorítás hajtott előre az Egyesült Államokban, tovább erősítette a kereskedelmi feltételek energia- vagy más termékárhoz kapcsolódó sokkjait (EC, 2022b).

Az infláció megnőtt az euróövezet gazdaságában, s várhatóan 2023-ban is jelen marad. 2022 őszére a fogyasztói árak éves harmonizált indexe (HICP) 10,7 százalékra, az euró bevezetése óta a legmagasabb szintre emelkedett. Az energiaár-emelkedés tovagyűrűzésével is összefüggésben a HICP-infláció átlagosan mintegy 8,5 százalék volt 2022-ben (lásd *1. ábra*).

² A hiányok fogyasztói árakra gyakorolt hatásának a bizonyítása előbbieknél még inkább komplex feladat. Az anyagok vagy a berendezések hiánya mellett számos további tényező is befolyásolja a fogyasztói árakat. A bérek, bérleti díjak, szállítási költségek, kiskereskedelmi árrepek egyaránt lényeges hatást gyakorolnak. Nehézséget jelent a hiány súlyossága és a HICP-infláció közötti kapcsolat vizsgálata során a két adategyüttes összeállításánál alkalmazott eltérő osztályozás. A BCS-adatok NACE Rev. 2. divízió szinten, míg a HICP-infláció adatai a fogyasztási cél szerint (COICOP) érhetők el. Ennek ellenére megkísérelhető a HICP-kategóriák és a komoly hiányt jelentő NACE-szektorok összehasonlítása (EC, 2021). Az autókra, a bútorokra és a háztartási berendezésekre vonatkozó, nem reprezentatív adatok is világos kapcsolatot mutatnak EU-szinten a növekvő hiányok és a tartós fogyasztási cikkek inflációja között. Hasonlóan szoros kapcsolat volt kimutatható számos más tartós termék (egyéb szállítójárművek, audiovizuális, fényképező- és információfeldolgozó berendezések stb.) HICP-mutatói tekintetében.

A harmonizált fogyasztói árindex és fő tényezői az euróövezetben

(2007–2022, évi változás, havi adatok)



Forrás: Eurostat-adatok.

Az inflációs nyomások várhatóan fokozatosan enyhülnek. Az EKB lépéseket tett a monetáris politika normalizálása, a hosszú távú várakozások horgonyzása érdekében. A rekordnagyságú inflációs ráták ellenére a bérdinamika már mérséklődött. Ez ránehezedik a dolgozók pénzkadási képességére, ám korlátozza a magas infláció tartósságát. A globális kínálati szűk keresztmetszetek mérséklődése és a fogyasztás várt gyengülése némileg csökkenti a maginflációs nyomást. Az infláció fokozatosan mérséklődhet. A HICP-infláció 2023-ban 6,1 százalék, 2024-ben pedig 2,6 százalék lehet az euróövezetben. Az inflációs várakozások a pénzpiacokon enyhén konvergálnak a 2 százalékos stabilitási cél fölé (EC, 2022b).

Az európai pénzügyi rendszer stabil és reziliens marad, ám emelkedő kockázatok környezetében. A pénzpiaci kockázatok növekedtek, amint a globális pénz-

ügyi feltételek szorosabbá váltak a folyamatban lévő monetáris politikai normalizálásban (ESRB, 2022). Az ukrajnai háború megnövekedett ingadozáshoz vezetett a pénzügyi piacokon, a kockázatok új dimenzióit nyitva meg. Másrészt az EKB akciói biztosították, hogy monetáris politikája megfelelően keresztülvihető legyen az euróövezetben. Előbbiek, továbbá az Európai Helyreállítási Terv (NGEU) folyamatos kibontakozása enyhítették a pénzügyi fragmentáció kockázatát. Miközben az emelkedő kamatlábak és a magas infláció kockázatot képeznek a pénzpiacok számára, az erős mérlegek védik a bankokat a hátrányos fejleményektől. (Ezzel szemben strukturálisan alacsony profitabilitásuk jelentős kihívás maradt.)

A dollár és más globális valuták 2022-ben az euróval szemben felértékelődtek. (Az USD 2022 januárja és októbere között 14 százalékkal értékelődött fel az euróhoz képest.) Ennek alapja közvetlenül a kamatráták korábbi és erősebb növekedése az Egyesült Államokban, adottnak tekintve az infláció különböző okait Európában és az Egyesült Államokban. Ugyanakkor az euróövezet geopolitikai kockázatoknak kitettsége, földrajzi és gazdasági közelsége Ukrajnához és Oroszországhoz szintén szerepet játszott az árfolyampiacokon.

A jövőbeni makroökonómiai fejlemények a politikáktól, a háború alakulásától és a termékpiacon kibontakozásától is függenek. Oroszország Ukrajnával szembeni agressziója negatív kínálati sokkot eredményez. E kínálati sokk hatást gyakorol a reálgazdaságra és fűti az inflációt. A magas árszintek erősíthetik a stagflációs erőket. A második körös hatások meghosszabbíthatják az árnyomást, s a pénzügyi feltételek erősebb megszorításához vezethetnek, amelyek nemcsak a növekedésre nehezdednek rá, hanem a finanszírozási költségekre is. Ugyanakkor az olajárak és egyéb tömegtermékek árainak legutóbbi csökkenése mérsékelheti az inflációt.

Divergenciakockázatok

Az európai integráció, s különösen a monetáris unió előfeltétele a konvergenciamechanizmus zavartalan működése. A már jelzett sokkok jelentős veszélyeket hordoznak e tekintetben is.

A nagy inflációs különbségek a gazdasági feltételek romlásával összekapcsolódva árnyékot vetnek az euróövezeti konvergenciakilátásokra. A Covid–19-járvány után a gazdasági visszaesés mélysége és sebessége, valamint a helyreállítás üteme eltérő volt a tagállamok között. Mindez növekvő kockázatokat jelent a gazdaságot tartósan sújtó („hegesedési”) és konvergenciahatások tekintetében. A 2022. évi külső

sokkok a divergencia új forrásait eredményezték: az energiamixek, az Oroszországgal szembeni energiafüggőség és az energiakrízis hatásainak enyhítésére irányuló gazdaságpolitikák jelentősen eltértek az egyes tagállamok között az euróövezetben.

A Covid–19-járvány mély, noha nagyrészt átmeneti divergenciához vezetett a makroökonómiai teljesítményben. A GDP kontrakciója sokkal nagyobb volt, mint a 2008. évi globális pénzügyi krízis időszakában. A határozott gazdaságpolitikai intervenció az uniós és nemzeti szinten is enyhítette a krízis negatív társadalmi-gazdasági hatásait. Támogatta a vállalkozásokat, védte a jövedelmeket és megőrizte az álláshelyeket. Mindez erős helyreállást tett lehetővé. Az euróövezeti GDP 2021 végén már elérte a Covid–19 előtti szintet. Az egy főre jutó jövedelem szórása pedig a krízis előtti szinten alakult (Licchetta et al., 2022). Éppen így: a kibocsátási rések sztenderd eltérése az euróövezeti tagállamokban 2020-ban kiszélesedett, azonban a helyreálló gazdaságokban csökkent (EC 2021c). Ugyanakkor a Covid–19 utáni gyors helyreállítás ellenére az euróövezetben a beruházásokat a krízis az Egyesült Államokban tapasztaltnál erősebben, s várhatóan tartósabban érintette (Licchetta & Meyermans, 2022).

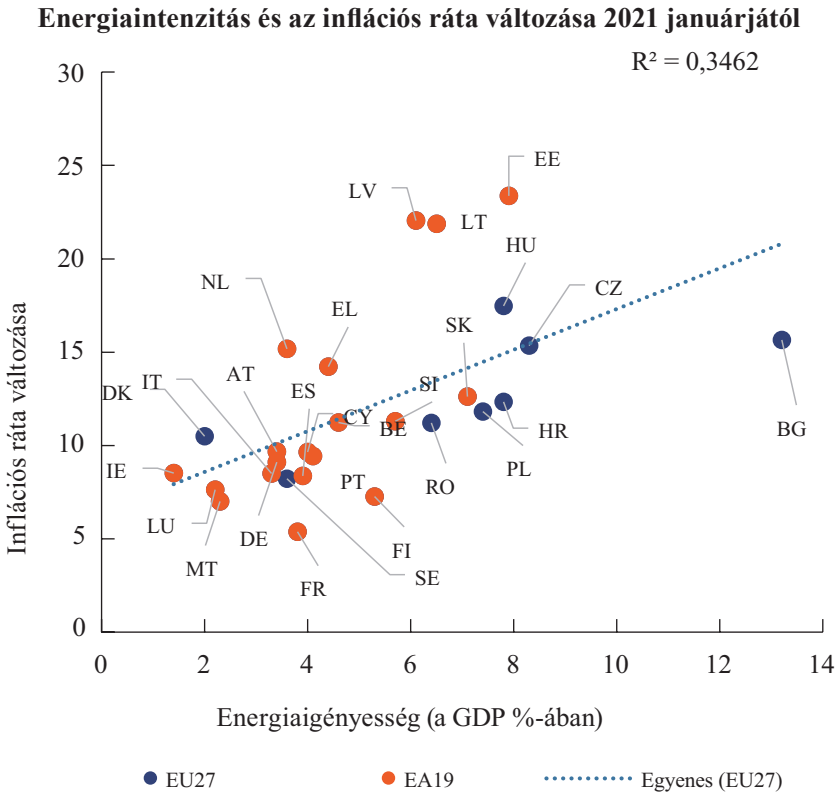
Az infláció növekedése a tárgyalt időszakban nagyrészt kínálati kényszerekhez kapcsolódott. Az euróövezetben 2021-től nagyrészt kínálati oldali összeomlások hajtják előre az inflációt. A járvány időszakában nagyon mérsékelt volt, ám a kilábalás során a keresleti nyomás is hatást gyakorol az áralakulásra. A termelői árak alapján megállapítható: a 2021 végétől eltelt négy negyedévben az árnövekedés mintegy 80 százaléka kínálati hiányokkal magyarázható, s csak mintegy 20 százalék a keresleti nyomás hatása (Pasimeni, 2022). Az EKB-elemzések is hasonló hatásokat jeleznek.

Adottnak tekintve a magasabb inflációt, a headline és a maginfláció rátáit tekintve a tagállamok közötti különbségek emelkedtek; 2022 októberében az euróövezetben a francia 7,1 százaléktól az észt 22,4 százalékgig terjedtek. Az infláció diszperziós rátája 2021-ben és 2022-ben is rekordot ért el a headline inflációban, illetve kisebb mértékben a maginfláció területén. Az euróövezetben az eltérések központi tényezője a balti országok magasabb inflációja volt, ám erős különbségek állnak fenn az egyes tagállamok között. Az energiaárakkal szembeni eltérő érzékenység, valamint az energia különböző arányai a fogyasztói kosárban e folyamatban jelentős szerepet tölthettek be (Beynet & Goujard, 2022).

Az energaintenzitás foka fontos hajtóerő volt az inflációs különbségekben. A kelet-európai országok tapasztalták a legnagyobb sokkot, minthogy energiaigényességük magasabb (lásd 2. ábra). A magas infláció hatásainak enyhítésére irányuló poli-

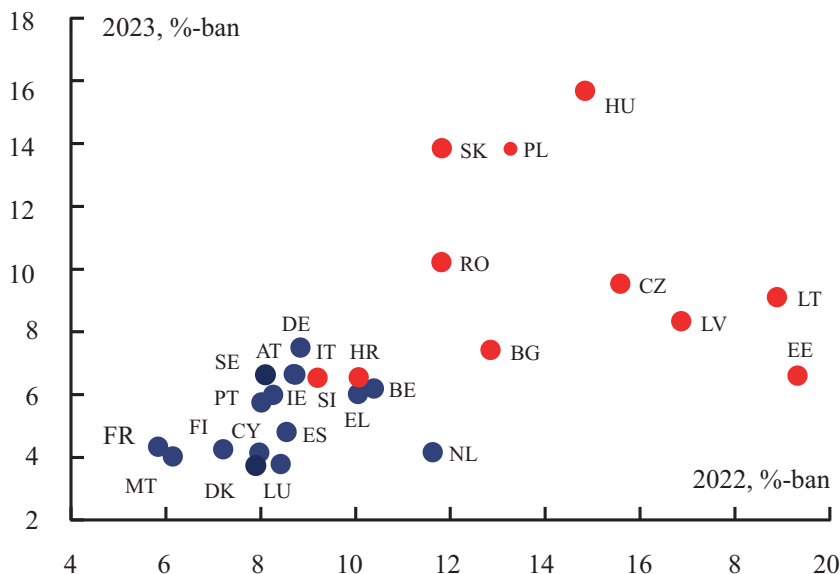
titikák eltérései több különbséget magyarázhatnak. Különösen az energiasapkák vagy az árbefagyasztás néhány tagállamban (például Franciaországban) csökkenthette a kimutatott energiainflációt a fogyasztók számára, noha nagy költséggel. E tekintetben az EU több kezdeményezést tett az energiaárak csökkentésére és az energiabiztonság javítására. Ám a közös akciók még nem vezettek energiaunióhoz. A tagállami energiapiacok változatlanul fragmentáltak, nem utolsósorban az egyes államok nagy ambíciójú intervenciói miatt. Utóbbiak pedig rombolhatják az egységes piac integritását. Ráadásul a nagyobb fiskális kapacitással rendelkező tagállamok nagyobb beavatkozási lehetőségekkel rendelkeznek.

2. ábra



Forrás: EC (2022c).

A headline infláció eltérései a 2022. és 2023. évi előrejelzésekben



Megjegyzés: A piros körök a közép- és kelet-európai régió országait jelölik.

Forrás: EC (2022a).

Világos földrajzi mintázata van az EU-n belüli infláció diszperziójának. Utóbbi a közép- és a kelet-európai országok (CEE) esetében jelentősen magasabb, mint nyugati és déli társaiknál (lásd 3. ábra). A magas inflációs választóvonal világosan keresztülmetszi a valutauniót. Több euróvezeti tagállamban rekordmagas lehet az inflációs ráta 2022-ben és 2023-ban (például a balti országokban, Szlovéniában), miközben néhány nem euróvezeti tagállamban (Svédország, Dánia) a legalacsonyabb az infláció a tárgyalt horizontban. A magas headline inflációt a CEE-országokban a kiemelkedő energia- és élelmiszerár-növekedés magyarázza 2022-ben és 2023-ban. Előbbit növeli a két tényező magasabb súlya a fogyasztói kosárban szerte a régióban. 2024-ben a különbséget várhatóan lényegében egyetlen magkomponens, a szolgáltatás okozza. Utóbbi jelzi: mihelyt a termékek által vezérelt ingadozó infláció csökken, a Balassa–Samuelson-hatás (magasabb infláció a fogyasztói kosár külkereskedelmi

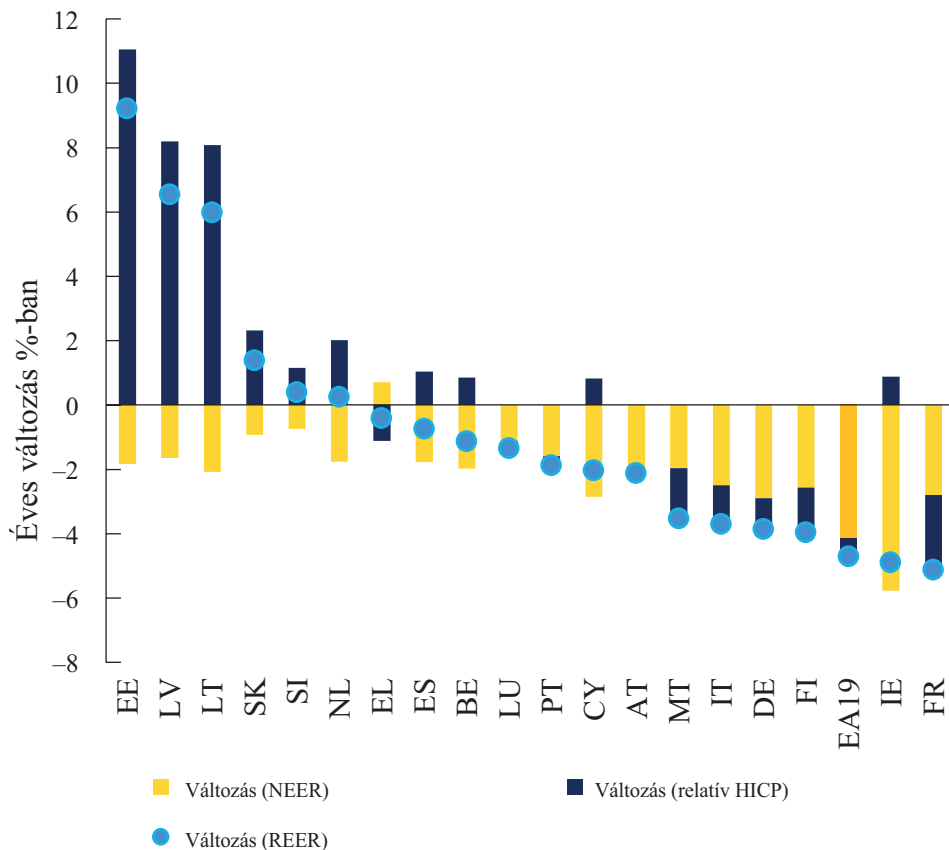
forgalomba nem kerülő komponensében a felzárkózó gazdaságokban) visszaszerzi fontos szerepét az inflációs folyamatok alakításában a CEE régióban.

Az inflációs különbségek nagy kihívást jelentenek a monetáris politika számára. Ha ideiglenes energiasokkok dominálnak, az inflációs különbségeknek csak korlátozott a politikai hatásuk. Ám a nagy és tartós különbségek az egységes monetáris politika hatékonyságát csökkenthetik. A tényleges kamatráták túl alacsonyak lehetnek olyan tagállamokban, ahol magas az infláció, mérsékelt hatást gyakorolva a keresletre, s túl magasak olyan országok számára, ahol alacsonyabb az infláció.

Az infláción túl az energiakrízisnek nagyon különböző makroökonómiai hatása van az euróövezetben. A megnövekedett bizonytalanság és a magasabb termék- és energiaárak az euróövezeti tagállamokat mérsékeltébb reál GDP növekedési pályára állították. Ugyanakkor az ágazati szerkezetben, a konfliktushoz való közelségben fennálló különbségek; a kereskedelmi kitettség Oroszország, Belarusz és Ukrajna tekintetében; a függőség mértéke az orosz energiainporttól a divergencia fontos tényezői. Az uniós tagállamok – rációfólva e kapcsolatok totális determinációját hirdető narratívákra – rendkívüli gyorsasággal váltak le az orosz energiainportról. 2021 szeptemberében az orosz gáz tette ki az EU földgázimportjának 41 százalékát, 2022 szeptemberében pedig ez az arány 9 százalékra esett. Ugyanakkor több euróövezeti tagállam e tekintetben továbbra is sebezhető maradt. Jelentősek lehetnek a különbségek továbbá a rendelkezésre álló fiskális mozgástér és a tagállamok közötti politikai koordináció vonatkozásában. Ez utóbbiak a divergencia további hajtóerői lehetnek, amelyek hatással vannak a bizalomra és a növekedési kilátásokra is.

Lényeges kockázat lehet a divergencia erősödése a versenyképesség területén. A relatív versenyképesség változásai az euróövezeti tagállamok között a mechanizmus fontos kiegészítő csatornáit. Ám növelhetik a sebezhetőséget. A monetáris unióban az árfolyamok nem képesek kiigazodásra. Aszimmetrikus sokkok esetében a nominális költségek és árak változása képezi a fő kiigazodási csatornát, amely az egyes tagállamok közötti reálárfolyamokra van hatással. Az egyes országok közötti tartós rések külső gyengeséghez vezethetnek. Az euróövezetben különösen a globális pénzügyi krízist megelőző években a versenyképesség alakulása egyes tagállamokban hozzájárult a külső egyensúly romlásához és a nagy adósságnomás kialakulásához. (A reálieffektív árfolyamok változását az euróövezetben a 4. ábra mutatja be.)

A reálárfolyam változása az euróövezetben 2021. 01. és 2022. 07. között



Forrás: EC (2022c).

Az energiaköltségek emelkedése versenyképességi különbségeket eredményez az euróövezetben. Az energiaintenzitás lényegesen eltér az egyes ágazatok és egyes tagállamok között (vö. 2. ábra). Az energiaintenzív ágazatok relatív versenyképessége szignifikáns mértékben romolhat. E tekintetben a különböző tagállamok által hozott intézkedések a magasabb energiaárak hatásának a korlátozására a vállalatok számára befolyásolhatják az euróövezeten belüli versenyképesség alakulását, s negatívan érinthetik az egységes piac integritását. Ugyanakkor, ha az energiaárak tartósan magasabbak az EU-ban, mint más régiókban, akkor az euróövezeti vállalatok

kevésbé versenyképesekké válnak, mint nemzetközi versenytársaik (különösen az energaintenzív ágazatokban).

Az energiapuinput mellett a bérek is a költségek és a versenyképesség alakulásának fontos determinánsai. 2022-ben a tagállamok közötti eltérés a foglalkoztatottak díjazásának változásában és az egységnyi munkaköltségben némileg nőtt. Az intézményi tényezők miatt (például indexálás, többéves szerződések) kialakuló bérnövekedési különbségek az euróövezetben betáplálódnak a divergenciába. A bérnövekedési minták eddig nem vezettek a versenyképesség szignifikáns eltolódásához. Különösképpen nem fordították meg az elmúlt években végbement versenyképességi eredményeket azokban a tagállamokban, amelyek versenyképességi veszteségeket tapasztaltak a globális pénzügyi krízis időszakában (lásd 4. ábra). Annak a kockázata, hogy a bér- és inflációs divergenciák elmélyülnek, nem kis részben szintén a bérmegállapítás mechanizmusának jellemzőitől függenek.

Az euró reálleértékelődése 2021 óta csak mérsékelten emelte a versenyképességet. A reálfektív árfolyam – a versenyképesség fő mérőszáma – az euróövezetben 2021. január és 2022. július között mintegy 6 százalékkal értékelődött le (4. ábra). E leértékelődés elvileg előmozdíthatja az exportot. Ám egyidejűleg magasabb költségeket eredményez a vállalatok számára. Különösképpen az energiapuinput ágazatokban. A világszinten az energiahordozók kereskedelme amerikai dollárban történik, ami kiegészítő nyomást fejt ki a profitabilitásra.

A folyó fizetési mérlegekben a romló energiamérlegek hatására a divergenciák kiszélesedtek. A Covid-19-krízis az euróövezet folyó fizetési mérlegében ideiglenesen alacsonyabb többletbe vezetett. A külső egyensúly változását az elmúlt időszakban nagymértékben az ágazati dinamika hajtotta előre (például a kontaktintenzív szolgáltatások és a turizmus magas aránya). Az energiaárak ugrása ideiglenes romlást okozott a külső egyensúlyban. A kínai lassulással és az amerikai monetáris szigorítással mindez hozzáadódik az általános kereskedelmi egyensúly romlásához szerte az euróövezetben, ami hozzájárul a folyó fizetési mérleg romlásához.

Gazdaságpolitikai mix a monetáris unióban a posztcovid időszakban

A magas inflációra és az egyidejűleg romló gazdasági kilátásokra adott megfelelő politikai válasz megtalálása gazdaságpolitikai kihívást képez. A kihívást képező gazdasági feltételek dilemmát jelentenek a gazdaságpolitikai mix számára az euróövezetben. A gyorsan növekvő inflációval szemben az EKB megkezdte a mone-

táris politika normalizálását. Szignifikáns kihívások a tagállami kormányok számára a legsebezhetőbb háztartások és vállalatok segítése, a kínálati lánc szakadásainak a kezelése és a szükséges beruházások biztosítása az EKB akcióinak alászásának s az energiaár-jelzések elhomályosításának egyidejű elkerülésével. A fiskális politika hatása az inflációra, abban a kontextusban, ahol a zöld és a digitális átalakuláshoz beruházások szükségesek, különösen releváns. Az adósság fenntarthatósága továbbra is súlyos probléma, különös tekintettel a járványból örökölt magas adósságállományra.

Alapvető jelentőségű a fiskális, a szociál- és a strukturapolitika koordinációja. A Covid-krízis és a posztcovid helyreállítás az euróövezetben a hatékony politikai válaszok következtében nem eredményezett éles divergenciát. Az energiakrízis új kihívást jelent. Az euróövezeti tagállamok külső pozícióit új nyomás alá helyezte. A gazdaságpolitikai koordináció alapvető jelentőségű tényező, amely segítheti a monetáris unió működését veszélyeztető divergenciák kiküszöbölését.

Mind a monetáris, mind a fiskális hatóságok alapvető átváltási (trade off) problémakörökkel szembesülnek. Az EKB megkezdte a monetáris politika normalizálását.³ Egyúttal jelezte: a monetáris politika egyenletes transzmisszióját veszélyeztető pénzügyi fragmentáció esetleges jeleire válaszolni fog. Ugyanakkor az euróövezeti fiskális politika 2022-ben támogató maradt. Minthogy a gazdasági kilátások 2023-ban romlanak, s magas inflációs nyomás érvényesül, széles alapú fiskális bővülés nem lesz lehetséges. A sebezhető háztartások⁴ és vállalkozások támogatása leginkább célzott intézkedések révén érhető el. Egyidejűleg fenn kell tartani az energiahatékonyság növelésére irányuló ösztönzést. A tagállami tervezetek szerint 2023 fiskális tekintetben semleges lesz. Ugyanakkor aláhúzást igényel: más fejlett gazdaságoktól eltérően az euróövezetben a túlzott kereslet nem volt jellemző, ám negatív kínálati sokkok egész sorozata valósult meg.

A munkapiaci és kínálati oldali fejlemények fontos hajtóerői az energiasokkra adott euróövezeti válaszoknak. A monetáris és fiskális politikai válaszok mellett a hosszú távú fejlemények és a gazdaságra gyakorolt hatások a gazdaságok strukturális jellemzőitől függenek. A munkapiaci dinamikák és a bérfejlemények – külön-

³ Az EKB 2021 decemberében – válaszul a járvány visszaszorulására – megkezdte az ideiglenes intézkedések megszüntetését. 2022 júliusában a jegybanki alapkamatot 50 bázisponttal, szeptemberben és októberben pedig 75 bázisponttal megemelte a normalizálás keretében. A fő refinanszírozási műveletekben a kamatláb 2 százalékra emelkedett.

⁴ Különösen fontos az energiaárak drasztikus növekedése kedvezőtlen társadalmi hatásainak, az úgynevezett energiaszegénység elhárításának igénye, amely a rászorulóknak részére nyújtott, jól célzott transzferekkel mozdítható elő. Egyidejűleg szükséges az energiahatékonyságot növelő beruházások támogatása.

nösen az infláció béreket érintő másodkörös hatásai – fontos hatóerők az európai gazdaságok inflációs sokkra adott válaszában. Túl a munka- és szociálpolitikán a termelékenység növekedése és a hatékony tőkeallokáció fenntartásának képessége hozzájárulhat az infláció emelkedése kezeléséhez és a divergenciák kockázatainak enyhítéséhez. A munkapiaci és kínálati oldali politikák ezért kritikus fontosságúak az euróövezet rezilienciája és a hosszú távú növekedése tekintetében.

Az euróövezeti munkapiacok erősek. A munkaerőhiány a járvány utáni helyreállítás során, illetve azt követően emelkedett. A szoros munkapiac ellenére a nominálbérek csak részben alkalmazkodtak az emelkedő fogyasztói árakhoz. Az inflációs bérnövekedés hiánya szignifikáns veszteséget okozott a dolgozók vásárlóerejében, s hozzájárul a magánfogyasztás dinamikájának várt lassulásához. A nominálbérek dinamikája várhatóan gyorsul 2023-ban, de elmarad a magas inflációtól. A munkapiaci politikák, a szociális párbeszéd és a kollektív béralkuk egyaránt lényegesek. Előbbiek révén enyhíthetők a dolgozók (különösen az alacsony jövedelműek) vásárlóerejének a veszteségei, miközben tükrözik a termelékenységi fejleményeket, s elhárítják az inflációs várakozások növekedésének a kockázatát.

A kínálati oldali politikák szintén alapvető módon járulhatnak hozzá az alacsonyabb inflációs nyomáshoz. Az energia növekvő ára – és csökkenő hozzáférhetősége – az EU zöld és digitális átalakulási prioritásait még hangsúlyosabbá teszi. Az uniós helyreállítási terv, az RRF – mint az egész EU-ra kiterjedő eszköz, különös relevanciával az euróövezetre – alkalmazása, valamint a REPowerEU hozzáadódva a kohéziós alapokhoz növelheti az energiahatékonyságot, valamint a megújuló energiaforrások felhasználását az EU-ban. Mindezek hozzájárulhatnak az euróövezet rezilienciájának a növekedéséhez. A strukturális politikák is segíthetik az energia kínálati sokkhoz történő alkalmazkodás versenyképességi hatásainak leküzdését. A fejleszthető képességek és a képességhiányok csökkentése oktatás, tréning és aktív munkapiaci politika által hozzájárul a termelékenység növeléséhez. Az euróövezeti termék- és szolgáltatáspiacok működésének a javítása (a verseny akadályainak a csökkentése, hatékonyabb üzleti környezet és inszolvenciarezsím) előmozdíthatják az erőforrások hatékony allokációját és a termelékenység növekedését.

A pénzügyi stabilitás kockázatai folyamatos monitorizálást kívánnak meg. A pénzügyi feltételek szorosabbá váltak a monetáris politika normalizálásával. A magánszektorban romló mérlegek hátterében a magasabb kamatráták visszafizetési nehézségekhez vezethetnek. Hozzájárulhatnak az eszközár-korrekciónak a még élénk lakóházpiacokon. E tekintetben a bankunió további előrehaladása előmozdíthatja a nagyobb pénzügyi stabilitást. A tőkepiaci unió erősítésére irányuló akciók a magas

kockázatok megosztását mozdíthatják elő, s enyhíthetik a pénzügyi fragmentáció kockázatait. A tőkepiaci unió kiépülésével nyújtható hosszú távú finanszírozás a zöld és digitális átmenet támogatásához szükséges innovációk számára.

A dezinflációs politika nem eredményezett recessziót. Az euróövezet figyelemre méltó rezilienciáról tett tanúbizonyságot. Egyidejűleg mélyebb alkalmazkodási folyamatok is beindultak. A körvonalazódó gazdasági irányzatok szerint az euróövezeti gazdaságok elkerülhetik a stagflációt.

E tanulságok közvetlenül az euróövezeti tapasztalatokat tükrözik. Ám nemcsak az euróövezeti tagállamok számára nyújthatnak útjelzőket.

Hivatkozások

- Axioglou, C., & Wozniak, P. (2022). *The Impact of Shortages on Manufacturing in the EU: Evidence from the Business and Consumer Surveys*. VoxEU.org, 18 January 2022. <https://cepr.org/voxeu/columns/impact-shortages-manufacturing-eu-evidence-business-and-consumer-surveys>
- Bank of International Settlements (BIS) (2022a). *Are major advanced economies on the verge of a wage-price spiral?* BIS Bulletin, No. 53, May 2022. <https://www.bis.org/publ/bisbull53.pdf>
- Beynet, P., & Goujard, A. (2022). *The surge in inflation dispersion in the euro area: Key drivers and policy responses*. VoxEU.org, 12 September 2022. <https://cepr.org/voxeu/columns/surge-inflation-dispersion-euro-area-key-drivers-and-policy-responses>
- European Commission (EC) (2021). *European Economic Forecast Autumn 2021*. European Economy Institutional Paper 160, DG ECFIN, Brussels. https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts/autumn-2021-economic-forecast-recovery-expansion-amid-headwinds_en
- European Commission (2022a). *European Interim Economic Forecast Winter 2022*, February https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_926
- European Commission (2022b). *European Economic Forecast Autumn 2022*, November https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_6782
- European Commission (2022c). *2023 Euro Area Report*, Institutional Paper 193 | December 20 https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/2023-euro-area-report_en
- European Systemic Risk Board (ESRB) (2022). *Warning of the ESRB of 22 September 2022 on vulnerabilities in the Union financial system* (ESRB/2022/7). https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/warnings/esrb.warning220929_on_vulnerabilities_union_financial_system~6ae5572939.en.pdf
- Halmai, P. (2021). COVID-crisis and economic growth: Tendencies on potential growth in the European Union. *Acta Oeconomica*, (71:S1), pp. 165–186 <https://doi.org/10.1556/032.2021.00034>
- Halmai, P. (2022). COVID-19 Crisis and Supply Side Bottlenecks in the EU. Shorter and Longer Term Prospects. *Montenegrin Journal of Economics*, 18(4): 19-30. o. <https://doi.org/10.14254/1800-5845/2022.18-4.2>
- Licchetta, M., & Mattozzi, G. (2022). *Convergence in GDP per capita in the euro area and the EU at the time of COVID-19*. SUERF The European Monetary and Finance Forum, Policy Note, Issue No 299 <https://www.suerf.org/policynotes/60897/convergence-in-gdp-per-capita-in-the-euro-area-and-the-eu-at-the-time-of-covid-19>

- Licchetta, M., Mattozzi, G., Raciborski, R., & Willis, R. (2022). *Economic Adjustment in the Euro Area and the United States during the COVID-19 Crisis*. European Commission Discussion Paper 160. doi:10.2765/09762
- Licchetta, M., & Meyermans, E. (2022). *Gross Fixed Capital Formation in the Euro Area During the COVID-19 Pandemic*. Quarterly Report on the Euro Area (QREA), 20:4. <https://www.intereconomics.eu/contents/year/2022/number/4/article/gross-fixed-capital-formation-in-the-euro-area-during-the-covid-19-pandemic.html>
- Pasimeni, P. (2022). *Supply, or Demand, that is the question: decomposing euro area inflation*. Single Market Economics Papers, Working Paper 2, European Commission. <https://www.intereconomics.eu/contents/year/2022/number/6/article/supply-or-demand-that-is-the-question-decomposing-euro-area-inflation.html>