

Trippon Mariann,
a CIB vezető elemzője

E-mail: trippon.mariann@cib.hu

AZ INFLÁCIÓ TÜNET, NEM MAGA A BETEGSÉG

Egyértelműen az infláció állt tavaly az elemzői közösség és a piacok figyelmének középpontjában, és ez valószínűleg az idén sem lesz másként. Azon izgulhatunk 2022-ben, hogy milyen magasra ugrik a pénzromlási ütem, idén a fő kérdés, hogy a csúcsokról milyen ütemben és hova enyhül az inflációs nyomás.

A globális infláció azt követően indult meredek emelkedésnek, hogy a Covid a gazdaságokat lefagyasztotta. A pandémia alatt/után kialakult és tartósan fennálló kínálatoldali feszültségek a gazdaság újraindítása után a monetáris és fiskális politika által is intenzíven stimulált kereslettel találkoztak, így a kínálatoldali sokkok gyakorlatilag akadály nélkül gyűrűztek át a fogyasztói árakba. Az infláció egyre kiterjedtebbé, robusztusabbá vált, ehhez adódott – még mindig erős kereslet mellett – a háború összes közvetlen és áttételes hatása, tovább gyorsítva az inflációt.

A fejlett jegybankok egészen 2021 végéig kitartottak a mellett, hogy az inflációs sokk átmeneti, az egyszeri hatások kifutásával a pénzromlási ütem tempósan csökkenni kezd. 2021 végén azonban éles váltás következett. Az „átmeneti” jelző mintha soha nem is lett volna ott, egy pillanat alatt kikerült a jegybankárok szótárából, majd agresszív, évtizedek óta nem látott szigorítási kampány indult. Az infláció leszorítása vált prioritássá – még reálgazdasági áldozatok árán is. Az idei év egyik nagy kérdése, hogy a jegybankok a gazdaságpolitika többi ágával együttműködve képesek lesznek-e visszavezetni az inflációt a középtávú célokra, s ha igen, milyen áron.

Egyre több jel mutat arra, hogy az inflációs „rémálmom” legrosszabb részén túl vagyunk, globálisan magunk mögött hagytuk az inflációs csúcsot; ez óvatos derűlátásra adhat okot. Az árupiacokon érdemi korrekció következett be, a kínálatoldali feszültségek oldódnak, a gazdasági aktivitás mérséklődik. A defláció azonban valószínűleg nem lesz zökkenőmentes. A maginflációs mutatók magas szintje jól jelzi, hogy – ellentétben a 2008 utáni időszakokkal – a jelenlegi inflációs felfutásban a keresleti oldal is bőven ludas, így nem elhanyagolhatóak a kilátásokat övező, felfelé mutató kockázatok.

Itthon a 2023-as évet stagnáló növekedés és extrém magas infláció jellemezheti. A növekedési és inflációs kép nemcsak abszolút értékben, de régiós összehasonlításban is kiábrándító. A GDP növekedési ütemét tekintve 2022-ben a kelet-közép-európai régióban még dobogós helyre is befuthat a magyar gazdaság, kisebb öröm azonban, hogy az infláció esetében csak a balti országok előzték meg. Idén még csúnyább a kép. A Consensus Economics decemberi felmérése szerint 2023-ban csupán Észtországban lehet alacsonyabb a GDP-dinamika, a pénzromlási ütem viszont toronymagasan Magyarországon lehet a legmagasabb a teljes régióban.

A külső inflációs nyomás enyhülése természetesen kedvező fejlemény. Egy ideig azonban biztosan nem deflációt fog importálni a magyar gazdaság, így az alacsonyabb globális pénzromlási ütem önmagában egészen biztosan nem oldja meg a hazai inflációs problémát.

A túlzott optimizmustól még akkor is érdemes tartózkodni, ha a decemberi számok kellemes meglepetést okoztak. Decemberben az éves árindex az előző havi 22,5 százalékról a vártnál kisebb mértékben, „csak” 24,5 százalékra emelkedett, az élelmiszerek havi árindexe március óta nem látott szintre, 2,1 százalékra süllyedt, a tartós fogyasztási cikkek esetében 0,8 százalékról 0,3 százalékra mérséklődött a havi drágulási ütem, a szabályozott árak és az üzemanyagok nélkül számított havi index pedig 1,2 százalék volt, ami március óta a legalacsonyabb érték. Ugyanakkor egyhavi adatból nem lehet messzemenő következtetéseket levonni, nem kizárt, hogy az átmeneti szünetet követően januárban egy újabb erős átárazási kört látunk a gazdaságban.

A Magyar Nemzeti Bank decemberi Inflációs jelentése így fogalmaz:

„Az infláció a következő hónapokban a jelenlegi magas szintje körül alakulhat a magas energiaárak begyűrűzésének eredményeként. 2023-ban azonban inflációs fordulat várható, ugyanis a költségsokkok mérséklődtek, a globális kereslet lassul, a szigorú monetáris kondíciók pedig segítik a másodkörös inflációs hatások elkerülését.” A jelentés az idei év átlagában 15–19,5 százalékos, 2024-re 2,3 és 4,5 százalék közötti átlagos inflációt prognosztizál.

Az elérhető piaci előrejelzések alapján az elemzők ennél jóval kevésbé derűlátóak. A Reuters legutóbbi felmérése idénre 18,7 százalékos, 2024-re 4,8 százalékos átlagos inflációs várakozást mutat, a Consensus Economics decemberi számai pedig 16 százalékos átlagos árszínvonal-változást mutatnak.

Saját előrejelzésünk szerint az infláció januárban tetőzhet, decemberre egy számjegyű tartományba csúszhat. A 2023-as éves átlagos infláció 17,5–19,5 százalék között alakulhat (a sáv felső széléhez közelebb), a jegybanki 2–4 százalékos célsáv

elérése pedig legkorábban 2024 második negyedévében következhet be. Gondolatkísérlet erejéig érdemes megnézni, mi történne, ha idén egyetlen egy termék/szolgáltatás ára sem emelkedne: éves átlagban így is 12,5 százalék lenne a pénzromlási ütem. Ha januárban még a vártak megfelelően emelkednek az árak, ezt követően pedig semmi nem változik, máris elértük a kormány 15 százalékos inflációs előrejelzését.

Az idei kilátásokat természetesen nagy fokú bizonytalanság övezi: a külső inflációs nyomás mérséklődése és a kereslet csökkenése dezinflációs hatású lehet, az infláció rendkívül magas szintje, az extrém magasán álló inflációs várakozások, az ár-bér spirál és a gyenge árfolyam viszont felfele mutató kockázatot jelent.

Az inflációt alakító rengeteg tényező közül kettőt emelnénk ki.

1. Az infláció lassulására vonatkozó várakozások mögötti egyik fontos érv a kereslet visszaesése. Tény, hogy idén jelentősen lassul a magyar gazdaság növekedési dinamikája, de 2022 végéhez viszonyítva derűlátóbbá váltak a piaci várakozások. Az energiaárak kedvező alakulásának köszönhetően az euróövezet növekedési előrejelzései felfelé mozdultak, a kínai nyitást az év második felében dinamizálódó gazdasági aktivitás követheti (ami a globális növekedés szempontjából pozitív, az infláció szempontjából viszont kevésbé kedvező fejlemény). Itthon a fogyasztás és a beruházás egyaránt csökkenhet 2023-ban. A visszaesés ütemét azonban a fogyasztássimítás, a feszes munkaerőpiac, a korábban vártnál magasabb bérdinamika és a kisebb mértékben csökkenő reálkeresetek tompíthatják, a beruházási oldalon pedig az elérhető támogatott hitellehetőségek mérsékelhetik. A végső kérdés tehát az, hogy az MNB által várt 0,5–1,5 százalék közötti GDP-bővülés által implicált keresletmérséklődés elegendő korrekciót jelent-e az inflációs spirál megtöréséhez.
2. Tavaly az intenzív külső inflációs nyomást tovább erősítette a forint leértékelődő árfolyama. Az árfolyamhatás szinte azonnal és szinte teljes mértékben begyűrűzött a fogyasztói árakba. A magyar gazdaság külföldről a következő években sem deflációt importál, a külső inflációs hatások enyhítésében viszont segíthetne az erősebb árfolyam. Ez azonban láthatólag nem gazdaságpolitikai prioritás. De ha mégis az lenne, erős árfolyamot „csinálni” nem olyan egyszerű. Az MNB 2021 elején tett egy kísérletet arra, hogy kvázi mesterségesen erősítse az árfolyamot, ez a próbálkozás azonban kudarcot vallott. A leértékelődés mögött ugyanis kézzelfogható fundamentális okok állnak (az ikerdeficittel az élen), miközben az ország befektetői megítélése is távol van az optimálistól. Nem véletlen, hogy az óriásira duzzadt kamatkülönbözet csak arra volt elég, hogy stabilizálja a kur-

zust, egyelőre tartós felértékelődési trend nem körvonalazódik. Erre 2023-ban mi sem számítunk, így az árfolyam mérsékelt segítséget tud csak nyújtani az infláció letörésében.

Ha kicsit tágitjuk az időhorizontot, igazából nem is az a fő kérdés, hogy az év végére visszatér-e 10 százalék környékére az infláció, hanem hogy mi következik ez után. Beragadunk egy tartósan magas inflációval és nyomott növekedéssel jellemezhető periódusba, vagy sikerül elkerülni ezt a forgatókönyvet?

Az elmúlt két év globálisan és itthon is éles váltást hozott az infláció trendjében. A korábbi időszakot jellemző alacsony, kevésbé változékony inflációs környezetben, erős verseny mellett a cégek átárazási képessége korlátozott volt. Most viszont, a jelenlegi, rendkívül magas és gyorsan változó infláció időszakában az árak egyre inkább összehasonlíthatatlanná válnak. Ez a tavalyi év első felében még szárnyaló, idén mérséklődő, de nem összeomló kereslet mellett egy olyan környezetben, amikor az ársapkák, extraprofitadók, egyéb piaci beavatkozások lehetősége Damoklész kardjaként lóg a cégek feje felett, megváltoztatta azok árazási magatartását. Ez pedig a marginok védelme érdekében végrehajtott folyamatos, intenzív átárazásokban csapódik le. Ha ehhez hozzávesszük az inflációs várakozások elszabadulását, a viszonylag feszes munkaerőpiac melletti, 20 százalékhoz közelítő nominális bérdinamikát, a viszonylag gyenge árfolyamot, akkor a magas infláció és a nyomott növekedés lehetőségét felvillantó félelmek nem tűnnek alaptalannak.

Nem tagadva, hogy külső sokkok is gyorsították az árszínvonal emelkedési ütemét, az extrém magas infláció mögött komoly belső, sok esetben strukturális okok állnak. Vagyis sem a háborút, sem a szankciókat, sem az árfolyamot, sem a világgjárványt nem hibáztathatjuk.

A teljesség igénye nélkül:

- A gazdaság már a COVID előtt is túlfűtött volt, az inflációs nyomás lassan, fokozatosan erősödött, de még nem ért el kritikus szintet.
- Az elmúlt években iszonyatos mennyiségű stimulus ömlött a gazdaságba monetáris és fiskális oldalról is (utolsó lépésként a választások előtti pénz-eső), ami mesterségesen turbózta fel a keresletet.
- Ezzel a kínálati oldal nem tudott lépést tartani, a gazdaság komoly kapacitáskorlátokkal küzd.
- Felborult a kereslet-kínálat egyensúlya.
- A gyenge árfolyam felerősítette az importált inflációs nyomást.

- A vállalatokat érő költségoldali sokkok, a különadók, a kiszámíthatatlan üzleti környezet és az erős kereslet együttese intenzív átárazásokhoz vezettek.
- Hiába rekorder a jegybanki alapkamat és az effektív kamat is, a különböző gazdaságpolitikai lépések nyomán sérült a monetáris transzmisszió.
- Az inflációs várakozások elszabadultak.

Összefoglalásképpen, a magyar gazdaság már a Covid és a háború előtt is túlfűtött, fenntarthatatlan pályán mozgott (jól emlékszünk még a magasnyomású gazdaság elméletére), a két sokk tovább gyorsította a negatív folyamatokat, aminek következtében teljesen felborult az ország egyensúlyi pozíciója. Ennek a megborult egyensúlynak az egyik tünete a száguldó infláció. Már évek óta inflációs problémák mutatkoznak, de az ezek kezelésére bevetett lépések elégtelennek bizonyultak, sőt több intézkedés csak súlyosbította a helyzetet. A választások előtti fiskális transzferek felturbózták a keresletet, s bár a jegybank szigorított, különböző okok miatt a monetáris transzmisszió csak korlátozottan működik. Az árstopok vagy tovább rontották a helyzetet (az élelmiszerek piacán), vagy megakadályozták, hogy a szükséges keresletoldali alkalmazkodás fokozatosan, időben végbemenjen (az üzemanyag-felhasználásban vagy a háztartások rezsikiadásában), a gyenge árfolyam pedig felerősítette az importált inflációs nyomást.

A gazdaságban nincsenek érdemi kihasználatlan kapacitások, a vállalati szektort súlyos költségsokkok érik (a belföldi termelői árak kis mérséklődést követően még novemberben is jóval 60 százalékos feletti ütemben nőttek), a munkaerőpiac feszés, a nominális bérdinamika idén megközelítheti a 20 százalékos, a külpiacokon nem várható tartós, mély recesszió, a fogyasztás visszaesése itthon kisebb lehet a vártnál (makrogazdasági szempontból: a kívánatosnál).

A tavalyi év tapasztalatai azt bizonyították, hogy az inflációt nem lehet mester-séges eszközökkel letörni, és a fentiek alapján az is valószínűsíthető, hogy ahogy a kinyomott fogkrémet sem tudjuk visszapasszírozni a tubusba, „magától sem fog elmúlni”. Ahhoz, hogy sikeresen kezelni tudjuk az inflációs problémát, őszintén szembe kell nézni azzal, hogy a rekordméretű hazai infláció nem a betegség, hanem egy tünet.

Inflációs szempontból az idei év már elúszott, ha azonban középtávon vissza szeretnénk térni az árstabilitáshoz elengedhetetlen, hogy az egyensúlytalanságok megszűnjenek és a gazdaság visszatérjen a fenntartható növekedési pályára. Jó hír, hogy ez nem lehetetlen. Rossz hír viszont, hogy ez már nem vihető végbe áldozatok nélkül. Hosszabb távon viszont mindenki jól jár.