

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

E-mail: pleschingergy@mnb.hu

NA DE MI LESZ JAKOB KOWALSKIVAL?

A kérdést J. K. Rowling *Legendás állatok és megfigyelésük* című regénye ihlette, melynek végén a varázsvilágba keveredett és sok viszontagságon átment egyszerű konzervgyári munkástól, Jakob Kowalskitól egy bizonytalan, de akár sikerekkel is kecsegtető jövő kapujában búcsúzunk el.

Egy évvel ezelőtt ezeken a hasábocon még arról írtam, hogy a 2022-es esztendő globálisan is és hazánkban is az infláció trendszerű csökkenését fogja hozni. Az elmúlt év azonban a szó szoros értelmében drámai változásokat hozott: a februárban kirobbant – és emberi életekben, infrastruktúrában, javakban hihetetlen mértékű pusztítást okozó – orosz–ukrán háború („különleges katonai művelet”) és az annak következményeként bevezetett szankciósorozat a Great Moderationt követő válság-sorozatot újabb állomására jelentette, globális szinten évtizedek óta nem látott magasságokba emelve az inflációt és visszavetve a növekedést – egyben feltételes módba téve mindazt, amit a következőkben leírok.

A kialakult magas infláció meglehetősen megnehezíti a középtávú inflációs pálya megbecsülését, mivel több dimenzióban is szükségessé teszi az infláció elemzését: célszerű megvizsgálni kialakulásának körülményeit, a keresleti és kínálati okok, a rövid és hosszú távú komponensek, a nemzetközi és a hazai hatások arányát és az inflációs várakozások alakulását. Érdeemes tehát a 2007–2008-as válságtól elindulva követni a folyamat alakulását, alapvetően két, egymástól jól elkülönülő szakaszban: a 2010–2019 és a 2020–2022 közötti időszakokban.

A 2007–2008-as válság természetéből fakadóan a kilábaláshoz vezető eszközrendszer a világ vezető gazdaságainál alapvetően a monetáris politika kezében volt: a szükséges likviditás biztosításával meg kellett nyugtatni a likviditási pánikban szenvedő pénzügyi piacokat, majd meg kellett teremteni az olcsó hitelezés újraindu-

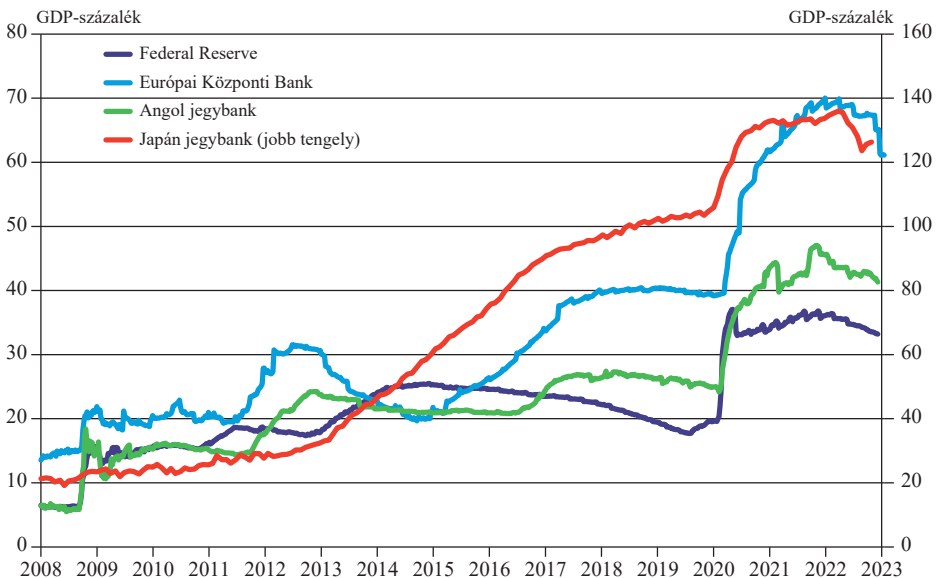
Köszönettel tartozom a Magyar Nemzeti Bank munkatársainak a cikk megírásához nyújtott értékes segítségükért. A cikkben leírtak nem feltétlenül tükrözik az MNB és a Magyar Közgazdasági Társaság hivatalos álláspontját.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2023.67.1-2.136>

lásának, ezáltal a gazdasági növekedésnek és a munkahelyteremtésnek a feltételeit. Bár a megoldási módszerek jegybankonként és időzítés tekintetében is eltérőek lehetnek, az alapforgatókönyv első lépésben az irányadó kamat csökkentését, ezt követően – részben nem hagyományos, „unortodox” módon – a jegybanki eszközvásárlásokat (QE az USA-ban, LTRO, TLTRO, APP, később PEPP az eurózónában vagy a japán jegybank mennyiségi lazító programja) és a kereskedelmi bankok részére kedvező kamatozású jegybanki hitelek biztosítását jelentette (például Funding for Lending Scheme az Egyesült Királyságban, Növekedési Hitelprogram Magyarországon). E programok mindegyike tehát a jegybankok mérlegének felduzzasztásával járt együtt (1. ábra).

1. ábra

A legnagyobb jegybankok mérlegfőösszegének alakulása



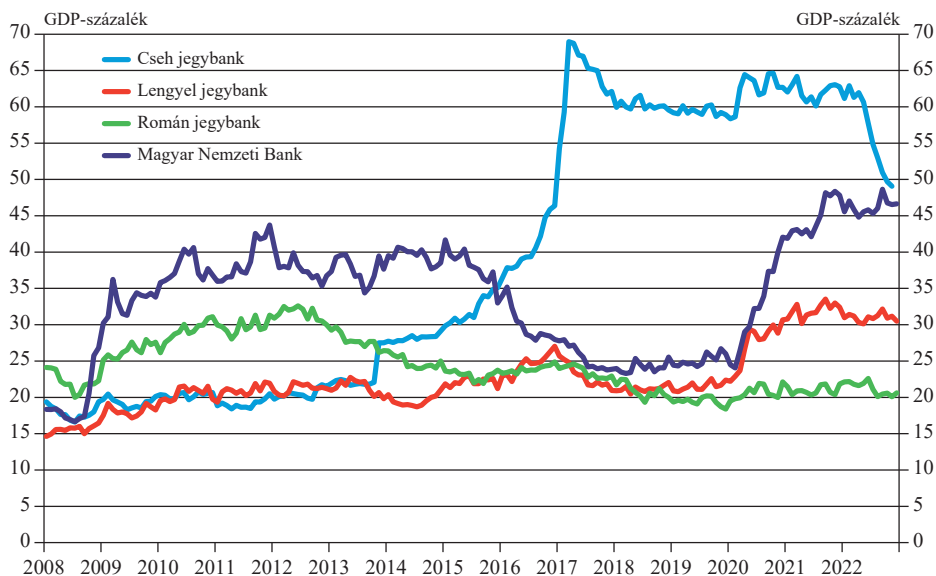
Forrás: Nemzeti jegybankok.

A visegrádi országok többségében a válság hatásainak kezelése másfajta módszereket igényelt. Magyarország kivételével a V4-országok válságellenálló képessége erősnek bizonyult (Lengyelország még növekedni is tudott), a válság jelentette kihívásoknak alapvetően fiskális intézkedésekkel, strukturális reformokkal tudtak

megfelelni. Legsérülékenyebb V4-országként Magyarország azonban kezdetben csak az IMF és az EU hiteleivel tudta fenntartani finanszírozását. Csupán 2010 után volt képes előbb fiskális, majd összehangolt fiskális és monetáris intézkedések eredményeképpen megteremteni a makroegyensúlyt és a növekedés feltételeit. A Magyar Nemzeti Bank masszív kamatsökkentési ciklust hajtott végre, és részben a mérlegében „parkoló” likviditás piacra terelésével (önfinanszírozási program), részben célzott növekedéstámogató programok segítségével teremtett lehetőséget a hitelezés és a növekedés újraindításához. Az MNB programjának érdekessége, hogy a likviditás bővítését kezdetben a mérlegének szűkítésével oldotta meg, lehetőséget teremtve ezzel egy esetlegesen később szükségessé váló bővítésre (2. ábra). (A cseh jegybank mérlege a 2013–2017 között a korona erősödését megakadályozó árfolyamküszöb használata okán nőtt meg.)

2. ábra

A régió jegybankjai mérlegfőösszegének alakulása



Forrás: Nemzeti jegybankok.

Az előbbieken röviden összefoglalt intézkedések – és a kínai gazdaság fellendülése okozta keresletnövekedés – eredményeképpen a 2010-es évtized egyfajta „kegyelmi időszaknak” is tekinthető: bőséges likviditás, alacsony (esetenként negatív)

kamatok, egészséges növekedés, jelentős és sikeresen bevonásra került munkaerő-tartalék jellemezték. A termelés-értékesítés folyamata egyre inkább globalizálódott, jól működő termelési, értékesítési láncok alakultak ki, és kezdtünk megbarátkozni a hiperglobalizáció fogalmával. Az MNB számára ez az évtized nyújtott lehetőséget a külső sérülékenység csökkentésére, az önfinanszírozási program keretében az egészségesebb finanszírozási szerkezet kialakítására, illetve a kormányt támogatva a devizahitelek forintosítása révén. A 2013-ban elindított növekedési hitelprogram, majd az ezt felváltó piaci hitelprogram, a jelzáloglevél-vásárlási program és a növekedési kötvényprogram támogatta a növekedést és megeremtetta a vállalati kötvénypiac alapjait.

A hirtelen megnövekedett pénzmennyiség, az alacsony kamatok miatt esetenként alacsony hatékonyságú befektetések – és persze: a mandátumának megfelelni kívánó, azaz az inflációs célja elérésére törekvő jegybanki világ jelzései – az évtized végére előrevetítették az infláció növekedésének árnyékát. (Az MNB már 2018. szeptemberi közleményében jelezte, hogy a laza monetáris politika fenntartása mellett felkészül az óvatos és fokozatos „normalizálásra” – abba is hagyta a hozamgörbe hosszú végének kontrollálását, és felfüggesztette jelzálogkötvény-vásárlási programját.) Ebben a helyzetben érte el a világot a Covid-járvány, amely egyszerre okozott keresleti és kínálati sokkot, ami az infláció évtizedek óta nem tapasztalt mértékű, fokozatos felépülését indította el. A járvány miatti lezárások a termelési és ellátási láncok szakadozásához, egyes ágazatokban a termelés/szolgáltatás teljes leállításához vezettek.

A gazdaság lassulása kezdetben az infláció átmeneti csökkenését okozta, jelentősebb mértékben a fejlett gazdaságokban, kisebb mértékben a régiós országokban. A kormányok a jegybankok támogatásával igyekeztek megvédeni a munkahelyeket, a háztartások jövedelmét, vásárlóerejét. Az MNB a likviditás növelésével támogatta a kormány munkahelyvédelmi intézkedéseit, újraindította növekedési hitelprogramját, valamint állampapír- és jelzáloglevél-vásárlási programjait.

A lezárások részleges, majd teljes feloldását követően a mesterségesen fenntartott kereslet, a sérült termelési/szolgáltatási kapacitások, valamint a digitalizáció járvány által kikényszerített gyors ütemű fejlődése következtében ugrásszerűen megnövekedett az igény egyes nyersanyagok iránt. Ráadásul a kereslet a szolgáltatások felől az áruk irányába tolódott el, emiatt a csökkenő kínálat elkerülhetetlen módon az egyensúlyok felborulásához, az infláció átmeneti csökkenését követő növekedéshez vezetett. A hatások egyes részpiacokon nem lineárisak voltak, például a tengeri szállítások esetében, ahol a bejáratott menetrendek felborulása logisztikai káoszhoz

és tízszeresére ugró árakhoz vezetett. Itt figyelhettük meg először azt a jelenséget – amely a későbbi inflációs hullámokban is jellemző volt –, hogy az árak emelkedését egy szektor profitjának a megugrása kísérte. Ebben az esetben a tengeri szállítmányozók jövedelme nőtt a korábbi évtizedes átlagok többszörösére. Szintén rendkívüli volt a nyersanyagok hosszú sorának áremelkedése. A korábban just-in-time rendszerben működő termelési láncok működtetésében komoly zavarokat okozott, hogy a járvány lefutása, illetve a járványellenes intézkedések időzítése és szigora a világ egyes országaiban más és más volt.

A munkapiac szerkezete is jelentősen átalakult a Covid kitörése után. A szektorok lezárása, az utazás korlátozása, az érintésmentes gazdaság kialakulása, a digitális gazdaság felpörgetett előretörése, az otthoni munkavégzés mind lényeges tényezők ennek a jelentős átrendeződésnek. Mindez fontos az infláció szempontjából, mert a gazdasági nyitást követően jelentős hiányosságok alakultak ki a munkaerőpiacon egyes szektorokban, és ez a bérezési folyamatokat hosszabb távon is alakítja.

Az infláció emelkedésével egyidejűleg bontakozott ki az a vita – amely mára a tények ismeretében jórészt elhalt –, hogy az infláció átmeneti lesz-e, vagy sem. Az MNB már 2021 tavaszán amellet foglalt állást, hogy az infláció tartós lesz, és a tények ezt igazolták. Ezen előrejelzés alapján kezdte meg 2021 júniusában a kamatemelési ciklust, elsőként az európai jegybankok között, majd a válság lecsengését követő gyors gazdasági visszapattanás láttán az év végére kivezette a nem konvencionális eszközeit is. Azonban az MNB az infláció emelkedésének ütemét csak némileg tudta fékezni, hiszen a 2021 második felében megugró energiaárak – ahol a referenciaár meghatározásánál 2021 második felétől mintegy két évtized után az olaj szerepét a gáz vette át, amelynek ára 2021 decemberében elérte a 180 euró/MWh szintet, a 2010-es évek második felére jellemző árak hét-nyolcszorosát – az egyéb nyersanyagárakkal kiegészülve alapvetően kínálati oldali inflációval szembesítették. Ezzel együtt egészen 2022 februárjáig jó esély látszott arra, hogy az infláció 2022 végére visszatér az MNB toleranciasávjába – jelentős mértékben a bázishatásoknak köszönhetően.

Az orosz–ukrán háború azonban felrúgta ezt a forgatókönyvet: az infláció harmadik hullámát 2022. február 24-étől, a háború kitörésétől számíthatjuk. A háború és az annak következtében bevezetett szankciós csomagok az energiahordozók és az érintett országok által exportált nyersanyagok árának ismételt ugrásszerű növekedéséhez vezettek (miközben más nyersanyagok árában megindult a stabilizáció). A világpiacon az élelmiszerárak 2020 második fele óta trendszerűen emelkedtek, de a két jelentős élelmiszer-exportőr ország kiesése a világpiacon új lökést adott en-

nek a folyamatnak. Ukrajna és Oroszország súlya a világ búza- és árpaexportjában 25 százalék körüli, kukoricában pedig 20 százalékos. Ennél is jelentősebb a háború hatása az energiaárakra. Oroszország biztosította az Európai Unió gázellátásának 35-40 százalékát, de az EU keleti peremén és Németországban ennél is számottevően magasabb volt a súlya. Az Oroszországból származó gáz mennyiségének csökkenésére pánikszerűen reagáltak a piacok. A holland gáztözsde az előző évtizedben 20-30 euró/MWh körül mozgó gázár 2022 nyári hónapjaiban 300 euróra emelkedett. A problémát súlyosította, hogy az egységes európai energiapiac úgy lett kialakítva, hogy az utolsó egységnyi energiaár határozza meg a többi energiaforrás árát is. A gáz árának emelkedése így maga után vonta nemcsak a gázból, hanem bármilyen más forrásból – akár megújuló energiából – táplálkozó villamos energia árának emelkedését is.

Az EU az energiaárak rendkívüli emelkedésére két módon reagált. Egyrészt az energiaforrások diverzifikációjának növelésével, másrészt az energiafelhasználás mérséklésével. Az Oroszországból vezetékén érkező földgáz súlya az EU felhasználásában 2022-ben a két évvel korábbi, 35 százalékos szintnek mintegy a felére mérséklődött. Ezen belül 2022 decemberében már 6 százalékra esett vissza az orosz import részaránya, és az EU teljes földgázfelhasználása 48 milliárd köbméterről nagyjából 40 milliárd köbméterre csökkent. Az energiafelhasználás mérséklődéséhez az enyhe téli időjárás mellett az év folyamán az ipari felhasználás jelentős csökkenése is hozzájárult.

Az energiaársokk az 1970-es évekre emlékeztetett. A különbség csak az volt, hogy a kőolaj helyett most a gáz ára emelkedett. Bár a nemzetgazdaságok energiaintenzitása elsősorban a szolgáltatások részarányának emelkedése miatt az 1970-es évek óta a felére csökkent, az energiaárak emelkedése így is minden termék és szolgáltatás árába begyűrűzött.

Az infláció természetéről szóló vita 2022-ben 2021-hez képest megváltozott. Az már nem volt kérdés, hogy az infláció tartós-e, hanem az a két dimenzió volt meghatározó, hogy keresleti vagy kínálati oldali-e, illetve mennyiben a költségek és mennyiben a profitelvárások emelkedése okozza. Talán nem tévedünk, ha azt mondjuk, hogy az infláció emelkedésében világszerte kínálati és keresleti tényezők egyaránt szerepet játszanak, de Európában az előbbiek súlya nagyobb, az Egyesült Államokban pedig az utóbbiaké. Az Európai Unió mint energiaimportőr sokkal inkább ki van téve az energiaárak változásainak, mint a palaolaj és palagáz révén több évtized után nettó energiaexportórré váló Egyesült Államok.

Az infláció jellegét tekintve a másik jelenleg fennálló kérdés, hogy az árak emelkedése vajon milyen mértékben ered a profitelvárások növekedéséből. Ez a kérdés a későbbiekben empirikusan eldönthető lesz, de 2022 egészére nézve még nem áll rendelkezésre elegendő adat. Ami egyelőre látható, az arra utal, hogy a profitok növekedése nagyobb mértékben mutatkozhatott meg az árak emelkedésében, mint az elmúlt időkben. Nyilvánvalóan nagyon erős volt ez a nyersanyag-kitermelő szektorokban, de az iparági adatok arra utalnak, hogy az erős keresletet látva a vállalatok más ágazatokban is nagyobb mértékben emelték termékeik árát, mint ahogyan a költségeik emelkedése indokolta volna. Ez a jelenség az Egyesült Államokban és Magyarországon egyaránt jelentkezett, amint arra például a San Franciscó-i Fed elemzése vagy az MNB 2022 decemberében publikált Inflációs jelentése utal.

Összességében az infláció a fejlett világban 40-50 éve nem látott mértékben emelkedett. Az Egyesült Államokban 2022 folyamán a júniusi adat volt a csúcspont 10,1 százalékkal, Németországban az októberi 11,6 százalék, miközben Hollandiában a 17 százalékot is elérte. A jelek szerint a fejlett országok túljutottak az infláció csúcspontján. 2022 végén az Egyesült Államokban 6,1 százalékra, Németországban – szerényebb mértékben – 9,6 százalékra mérséklődött az árszínvonal emelkedése. Eközben Kelet-Közép-Európa magasabb áremelkedéssel és később induló dezinflációval szembesült, és Magyarország esete ezen belül is egyedi. 2022 legnagyobb részében az eurót használó, de a háborúhoz közel fekvő balti országok néztek szembe a legmagasabb inflációval, ahol a pénzromlás mértéke már 2022 májusában 20 százalék fölé emelkedett, és az év végéig ott is maradt. Csehországban és Lengyelországban szintén elhúzódott az infláció tetőzése, Lengyelországban 15–16 százalék között, Csehországban 17 százalék körül mozogva.

Mindezekről eltérő volt a hazai infláció időbeli lefutása. A lakossági rezsiköltségekre, üzemanyagokra és alapvető élelmiszerekre bevezetett (illetve a rezsiarak tekintetében régebben fennálló) árstopok kezdetben visszafogták a hazai áremelkedést, majd azok részleges kivezetése későbbre tolta az infláció csúcspontját. Hazánkban június–júliusig alacsonyabb volt az infláció, mint Csehországban és Lengyelországban, és számottevően alacsonyabb, mint a balti országokban. Ezt követően azonban a hazai infláció az európai trendektől eltérően fokozatosan gyorsult, és a jelek szerint csak 2022 végén vagy 2023 elején éri el a csúcspontját. Az emelkedésnek három fő oka volt: 2022. augusztustól nőtt a háztartási energia ára az átlagfogyasztás feletti részre, az ősz folyamán a régiós folyamatoktól elszakadt az élelmiszerek árának emelkedése, valamint december 6-ától kiveztették az üzemanyagokra vonatkozó árstopot. Mindezek következtében a magyar infláció decemberig 24,5

százalékra emelkedett, ami a legmagasabb szint az Európai Unióban. Mivel az év első felében a hazai infláció alacsonyabb volt, mint a régió átlaga, így az év egészét nézve a 14,5 százalékos inflációs ráta belesimult a régió átlagába (Csehországban 14,8 százalék, Lengyelországban 13,2 százalék volt az éves átlagos infláció). Az infláció lefutásának időbeli eltolódása a 2023. évet is érinti, így a legutóbbi, decemberi tényadatban meglévő különbség várhatóan fennmarad.

Az infláció fékezését, „simitását” célzó kormányzati intézkedések távolról sem magyar sajátosságok. A Bruegel felmérése szerint az Európai Unió 27 tagállama kormányának mindegyike úgy döntött – esetenként a magyar gyakorlatból merítve –, hogy kisebb-nagyobb mértékben valamilyen módon (az energia adójának csökkentése, ársapkák, támogatások a háztartások és/vagy a vállalkozások számára, extraprofitadók, illetve ezek kombinációja) beavatkozik a piaci folyamatokba. Ennek fényében érdemes lehet áttekinteni a hazai intézkedéseket és azok inflációra gyakorolt hatását.

Időrendben elsőként – még a „kegyelmi időszak” idején, 2014-ben – a rezsi-csökkentés került bevezetésre, majd az energiaárak robbanásszerű emelkedésének hatására 2022 augusztusában némi finomhangolás történt (az átlagot meghaladó fogyasztás piaci árazásával). A finomhangolás szeptembertől mintegy 2,5-3 százalékponttal megemeli ugyan az inflációs rátát, de összességében egy olyan, évek óta elfogadott, bevált rendszerről van szó, amely megóvta a háztartásokat az energia árának robbanásszerű emelkedésétől, és még ma is az unió legalacsonyabb energiaárát biztosítja.

Kevésbé sikeresnek mondható az üzemanyagokra 2021-ben bevezetett ársapka, amely többszöri finomításra szorult (először a külföldi rendszámú gépjárműveket, majd a céges autókat zárták ki a rendszerből, végül a magántulajdonú autókra is mennyiségi korlátozást vezettek be), és az üzemanyaghiány kockázata miatt 2022 decemberében megszűnt. Az árkorlátozás a bevezetésekor nyilvánvalóan fékezte az inflációt, viszont a kivezetését követően az üzemanyagárak 30 százalékkal növekedtek, decemberben már 1,5–2,0 százalékkal emelve az inflációt; és jelen cikk megírásakor, 2023 január végén a hazai üzemanyagárak voltak a legmagasabbak a régióban.

Sok vitát váltott ki a 2022 februárjában bevezetett élelmiszerárstop. Nehéz megbecsülni, hogy a bevezetése fékezte-e egyáltalán az inflációt – a szélesebb áruválasztékkal bíró kiskereskedelmi üzletek a maximált árú termékeken elszenvedett veszteséget ugyanis részben szétterítették a többi árucikkre (a helyettesítő termékek ára az árstop bevezetése óta 40–120 százalékkal emelkedett), részben pedig a rögzített árú

termékekből korlátozott mennyiséget beszerezve áruhiányt idéztek elő. Ugyanakkor a szűkösebb áruválasztékkal rendelkező kis boltok közül több százan kényszerültek bezárni – sokan közülük jó eséllyel kistelephelyeken. (Helyes, és remélhetőleg nem megkésett az a kormányzati intézkedés, amely a kistelephelyek üzletei részére támogatást nyújt a rezszi kifizetéséhez.) Az tehát erősen kétséges, hogy az élelmiszerárstop fékezte az inflációt, az viszont várható, hogy a rögzített árak felszabadítása után az érintett termékek ára is felzárkózik a helyettesítő termékek árához, így valószínűleg emelni fogják az árszínvonalat.

A 2020 januárjában a változó kamatozású jelzáloghitelekre bevezetett kamatstop a háztartásoknál maradó, százmilliárd forintot meghaladó pénzmennyiségnek a fogyasztásra felhasznált hányada növelhette az inflációt – ha egyáltalán volt inflációs hatása –, ugyanakkor a monetáris transzmisszió korlátozásával rontotta az MNB infláció elleni küzdelmének hatékonyságát. Ezen túl egyfajta erkölcsi kockázatot (moral hazard) is keletkeztetett, hiszen az MNB és a bankrendszer éveken keresztül győzködte a jelzáloghitelek felvevőit, hogy – az akkor még a változó kamatozású hiteleknél drágább – fix kamatozású hitelek felvétele mellett döntsenek. Hogyan gondolkozhatnak most azok, akik a fix kamatozású hitelek magasabb kamatát fizették éveken keresztül, és azt látják, hogy amikor a döntésük helyessége igazolódni látszik, a nagyobb kockázatot vállaló hitelfelvevők mentőövet kapnak?

A nagy betétekre 2022 novemberében bevezetett kamatkorlátozás hatása megint csak nehezen becsülhető. De mint a kamatokba való bármilyen beavatkozás, gyengíti a monetáris transzmissziót. Az intézkedés hatálya alá eső pénzek esetleg olyan más területeken jelennek meg (például a swappiacon), ami az MNB számára jelenthet gondokat, illetve még ha átcsatornázódnak is az állampapírok rövid szegmensébe, a költségvetés finanszírozására nem nyújtanak igazán jó megoldást, mert az államadósság átlagos futamidejét inkább hosszítani, mint rövidíteni volna célszerű.

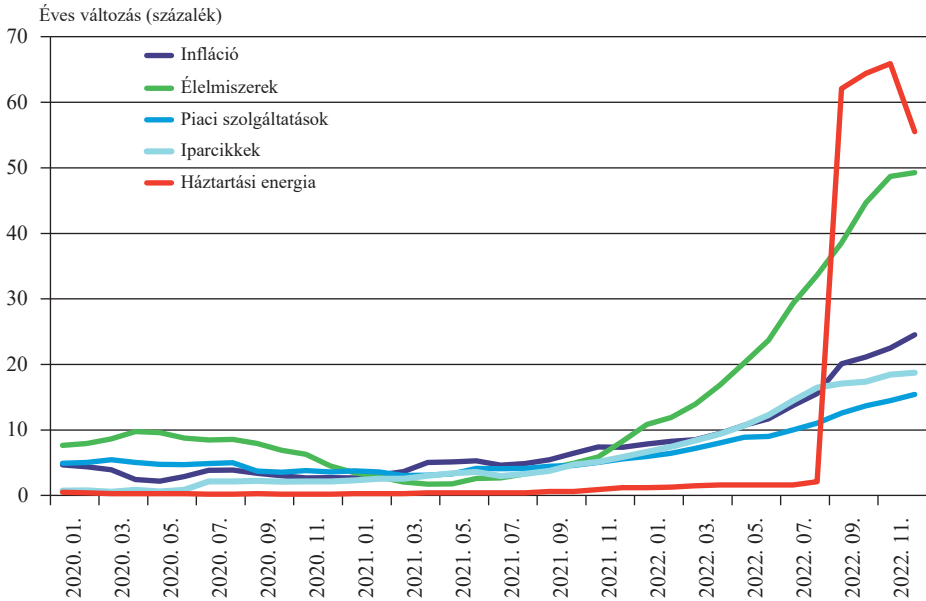
Összességében tehát nyilvánvalóan helyes, ha válságok idején a kormányok „belenyúlnak” a piacok működésébe, de az intézkedések meghozatala előtt célszerű azok várható első-, másod-, harmad- és sokadkörös hatásait alaposan elemezni, annak érdekében, hogy a kívánt eredményekhez vezessenek.

Magyarországon az infláció szerkezete is különbözött a régiós országokétól. Az üzemanyagárstop feloldása és a lakossági energiafelhasználás költségeinek reformja előtt ezen tételek áremelkedése számottevően elmaradt a régiós országok átlagától, akkor alapvetően ez okozta a régiós átlagnál alacsonyabb inflációt. Másfelől az élelmiszerárak hazánkban rendkívüli mértékben emelkedtek, ami a teljes inflációs mutatót is számottevően növelte (3. ábra). Az élelmiszerárak emelkedéséhez számos

tényező járult hozzá, mindenekelőtt az energiaárak növekedése. A világi piaci élelmiszerárakhoz szorosan kötődnek a hazai értékesítési árak is, és azok emelkedésének hatását a forint leértékelődése szintén felnagyította. Ezek mellett országspecifikus tényező volt a különadók bevezetése a költségvetési stabilizáció érdekében, valamint a népegészségügyi termékadó és egyes jövedéki adók emelése. A hazai élelmiszeripar termelékenysége és versenyképessége az egyik leggyengébb az EU-ban, ami erőteljesen hozzájárulhatott ahhoz, hogy a feldolgozott élelmiszerek árának emelkedése még inkább meghaladta az európai átlagot, mint a nyers élelmiszereké.

3. ábra

A hazai infláció és főbb összetevőinek éves változása



Megjegyzés: Az élelmiszerek, piaci szolgáltatások és iparcikkék az MNB módszertana alapján csoportosítva. Háztartási energia a KSH-módszertan alapján.

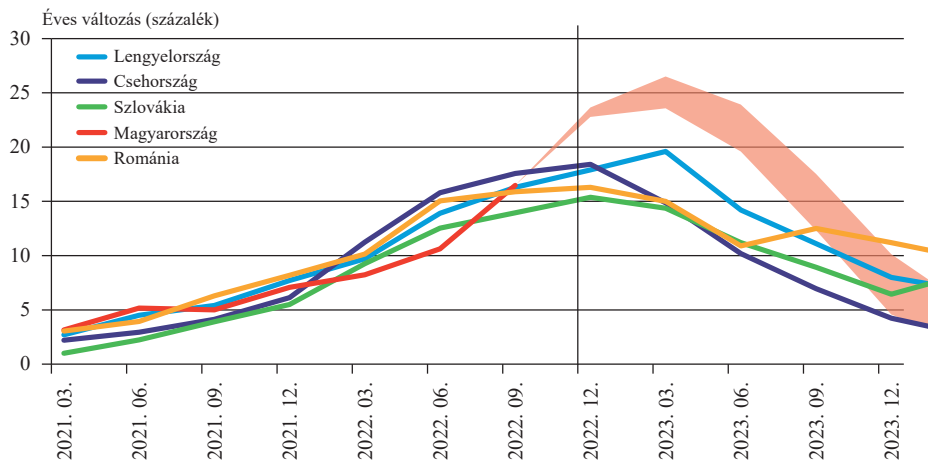
Forrás: KSH.

A hazai infláció tehát várhatóan – a régiós társak mögött néhány hónappal lemaradva és azokhoz képest magasabb értéken – az első negyedév vége felé tetőzhet, majd onnan részben a nemzetközi piaci hatások, részben a belső kereslet lassulása

és az MNB intézkedései (kamatemelési ciklus, likviditásszűkítés, célzott intézkedések) miatt viszonylag gyors csökkenésnek indulhat, az év végére akár az egy számjegyű értéket is elérve (4. ábra).

4. ábra

A hazai és régiós infláció várható alakulása a jegybanki előrejelzések alapján



Megjegyzés: A régiós előrejelzés Csehország, Szlovákia, Lengyelország és Románia jegybankjának inflációs előrejelzése alapján. Inflációs jelentések publikációs dátuma: Csehország: 2022. 11. 03. Szlovákia: 2022. 12. 19. Lengyelország: 2022. 11. 14. Románia: 2022. 11. 14. Magyarország esetében a decemberi előrejelzés sávja szerepel.

Forrás: Nemzeti jegybankok.

Reálgazdaság, munkaerőpiac

„Válság, milyen válság?” – szokták feltenni a kattintásvadász kérdést az újságcímek. Valóban, milyen válság az, amelyben a munkanélküliség 4 százalékos alatt marad, és a profitok emelkednek? Ma még nem áll rendelkezésre minden adat a 2022. év teljes körű elemzéséhez (például az adóbevallások a profitok alakulását illetően az átlagosnál is érdekesebbek lesznek), de érdemes összegezni az alapfolyamatokat.

A Covid-válság utáni helyreállítás a világ nagy részén és különösen Magyarországon igen gyors volt, azt követően pedig egy rövid, de erős konjunktúra következett. Hazánkban a gazdaság teljesítménye mindössze másfél év után, tehát 2021 közepére

elérte a járvány előtti, 2019 végi szintet. Ezt követően a GDP növekedése 2022 első félévében 7,1 százalék volt, ami a várakozások ellenére a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján a harmadik negyedévben csak 4,1 százalékra lassult. Mindez annak ellenére valósult meg, hogy a kilábalás a legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, Németországban esetében 2022 harmadik negyedévéig tartott.

2022 harmadik negyedévében a világgazdasági növekedés lassult, és számos országban már a GDP csökkenése volt megfigyelhető, azonban a meghatározó gazdaságok többségében az elemzői várakozások felett alakult a növekedés. Az EU 2,5, az euróövezet 2,3, Kína pedig 3,9 százalékos gazdasági növekedést regisztrált az előző év azonos időszakához képest. Az Egyesült Államokban 1,9 százalékkal nőtt a gazdaság, míg negyedéves alapon az elmúlt két negyedév csökkenése után 3,2 százalékkal bővült. Az Európai Unió országai közül 25-ben a kibocsátás már meghaladta a Covid-válság előtti szintet. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország azonban továbbra is az európai rangsor vége felé szerepel a kilábalás tekintetében, ami a termelési láncokba való beágyazottságuk miatt a régiós országokra is hatással van.

A historikus összevetésben továbbra is magas energiaárak és a folyamatosan feszült geopolitikai légkör alapvetően határozza meg a kockázatok alakulását, az idei évre vonatkozó növekedési kilátások az elmúlt időszakban romlottak. A meghatározó gazdaságok közül az elemzők csak Kínában várják a gazdaság gyorsulását, 5,1 százalékos növekedést prognosztizálnak az idei évre. Ezzel szemben az USA-ban 0,5 százalékkal, az Európai Unióban 0,1 százalékkal emelkedhet a GDP az idén, míg az eurózónában stagnálhat a gazdaság. Németországban 0,5 százalékkal eshet vissza a GDP az elemzők medián várakozása szerint.

Hazánkban a 2022. első félévi növekedés alapja a belső kereslet, azon belül is a fogyasztás volt. A háztartások fogyasztási kiadása jelentős mértékben, 11,2 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, amit a bérek dinamikus emelkedése mellett a lakosságnak juttatott egyszeri kormányzati kifizetések támogattak. A kormányzati intézkedések (13. havi nyugdíj, szja-visszatérítés, 25 év alattiak részleges adómentessége, ágazati béremelések, fegyverpénz) 2022 első félévében összesen mintegy 1800 milliárd forinttal növelték a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét. Az MNB-nek az szja-visszatérítés felhasználására vonatkozó, 2022. novemberi felmérése alapján a háztartások a teljes összeg 72,5 százalékát már elköltötték. Mindössze 17 százaléka növelte a megtakarításait, míg legkisebb arány-

ban, megközelítőleg 10,4 százalékot fordítottak hiteltörlesztésre (ami a nettó megtakarításokat gyarapítja).

A második félévtől induló lassulás várhatóan áthúzódik 2023 első félévére, de 2023 második félévében ismét élénkülés várható. A magas frekvenciájú adatok 2022 végére a GDP bővülésének további lassulását jelzik. Az üzemanyag-értékesítések nélkül számított kiskereskedelmi forgalom éves alapon 2022 júliusa óta csökken. Az ipari termelés növekedése novemberre 0,5 százalékra lassult. A termelési kilátások az elmúlt hónapban javultak, azonban a bizalmi indikátorok, köztük a lakossági bizalom továbbra is alacsony szinten állnak. Az MNB decemberi Inflációs jelentése alapján az idei évi GDP-növekedés 0,5–1,5 százalék között alakulhat, míg az elemzői várakozások mediánja 0,2 százalék. Az idei növekedést mind belső, mind külső keresleti tényezők lassítják. A reáljövedelmek mérséklődése, a vállalati költségek emelkedése, az állami beruházások halasztása és a szigorúbb kamatkörnyezet egyaránt hűtik a belföldi keresletet. A visszafogott globális konjunktúra mellett a növekvő hazai exportkapacitásoknak köszönhetően külpiaci részesedésünk emelkedik, amiben meghatározó az akkumulátorgyártás dinamikus bővülése.

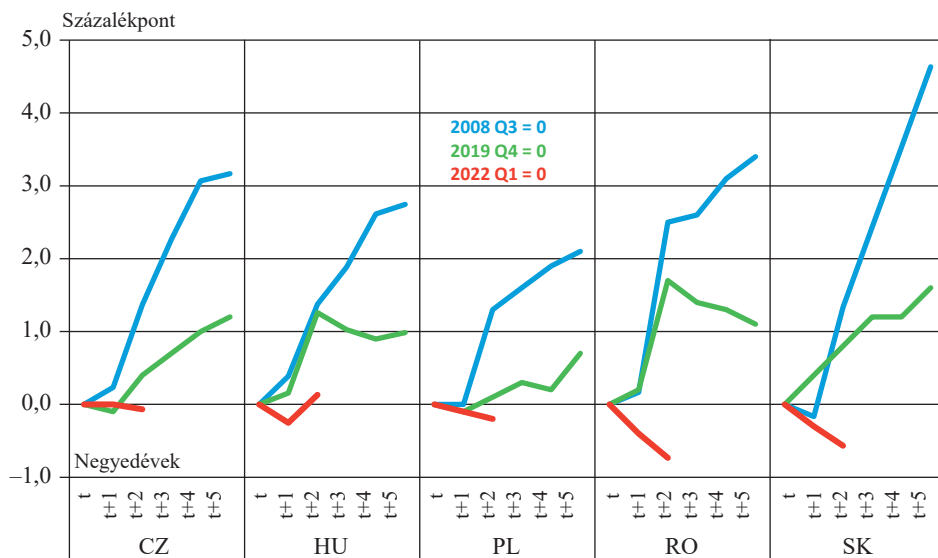
Recesszióról a gazdasági növekedés lassulása mellett sem beszélhetünk, nagyrészt a munkaerőpiac feszessége következtében. Az elmúlt időszakban bekövetkezett gazdasági lassulás a munkaerőpiacon továbbra sem érzékeltette erősen a hatását. A foglalkoztatottak száma 4,7 millió fővel továbbra is historikusan magas szinten alakul, míg a munkanélküliségi ráta, bár lassan emelkedik, továbbra sem éri el a 4 százalékot. A régió országainak munkaerőpiaca a 2008-as válsághoz képest eltérően reagált az azt követő Covid-válságra, vagy a mostani gazdasági lassulásra. A laza munkaerőpiacot érintő válság következtében 2008-ban a régióban átlagosan 3,2 százalékponttal emelkedett a munkanélküliségi ráta, míg feszes munkaerőpiaci környezetben, a Covid-válság ideje alatt mindössze 1,3 százalékponttal. Az idei gazdasági lassulás hatásai a munkaerőpiaci feszességnak köszönhetően jelenleg nem érezhetők a munkaerőpiacon (5. ábra).

A feszes munkaerőpiac következtében a bérek emelkedése gyors ütemű maradt. A munkaerőpiaci feszesség a koronavírus-járvány előtt soha nem látott szinteket ért el, a betöltetlen, nem támogatott álláshelyek száma megközelítette a munkanélküliek számának 40 százalékát. Ez az érték 2020-ban jelentősen csökkent, azonban mára újra megközelítette a pandémia előtti szintet. Ennek a feszességnak, valamint a minimálbér jelentős mértékű, 19,5 százalékos, illetve a garantált bérminimum

18,7 százalékos emelésének köszönhetően 2022-ben a bérdinamika az év minden hónapjában két számjegyű emelkedést mutatott. A versenyszférában 2022 első 11 hónapjában 15,4 százalékkal voltak magasabbak az átlagkeresetek, mint 2021 januárja és novembere között.

5. ábra

A munkanélküliségi ráta az elmúlt időszak válságaiban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított negyedéves adatok.

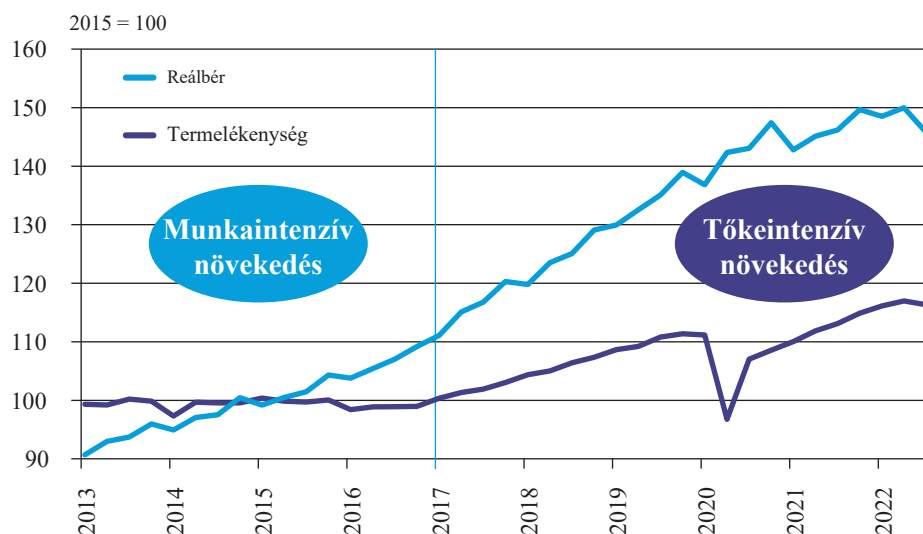
Forrás: Eurostat, KSH.

A bérek emelkedése minden nemzetgazdaságban akkor fenntartható, ha együtt mozog a termelékenység növekedésével. A 2013 óta tartó növekedés két szakaszra osztható. 2013 és 2016 között a GDP munkaintenzív módon bővült, a foglalkoztatás jelentős növekedésével. Ebben az időszakban a bérek is lassabb ütemben, évi 3 és 5 százalék között emelkedtek, míg több mint félmillióval nőtt a foglalkoztatottak száma, valamint a munkanélküliségi ráta is 10 százalék körüli értékről 5 százalék alá csökkent. Ezt követően a foglalkoztatottak száma lassabb ütemben bővült, megközelítve annak felső korlátját, így a gazdaság fokozatosan tőkeintenzív növekedési szakaszába lépett, aminek következtében a munkaerő minőségének és a termelékenységének növekedése vált a bérek emelkedésének elsődleges forrásává.

kenységnek a javulása lépett elő prioritásként (6. ábra). Ebben a szakaszban a bér-dinamika a korábbinál jóval magasabb szinten, jellemzően két számjegyű értékek körül alakult, miközben a munkanélküliségi ráta továbbra is alacsony maradt. Mind a termelékenységben, mind a bérek terén van tér a további felzárkózásra; a külföldi tulajdonú, főleg exportra termelő vállalatoknál foglalkoztatottak ugyanis átlagosan 2,6-szor több hozzáadott értéket termelnek, mint a hazai tulajdonú vállalatoknál foglalkoztatottak, azonban az egy alkalmazottra jutó munkaerőköltségük kevesebb mint duplája annak.

6. ábra

Az egy foglalkoztatottra jutó GDP és a reálbérek alakulása Magyarországon



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok, 2015. évi átlagáron.

Forrás: MNB.

A jelenlegi helyzetben különösen fontos, hogy kialakul-e ár-bér spirál, ami az infláció tartósan magas szinten ragadását eredményezhetné. Magyarországon az utóbbi időben magas bér- és árnövekedés volt jellemző, és amíg a magas bérnövekedés kezdett megjelenni az árakban, addig az infláció még nem igazán tükröződött a bérekben. A bérdinamika az elmúlt öt évben két számjegyű volt, ami elsősorban a feszes munkaerőpiaccal és a minimálbér-emelésekkel magyarázható, ám az utóbbit

a társadalombiztosítási járulékok jelentős csökkenése részben kompenzálta. 2022-ben a különböző felmérések szerint a cégek mindössze 30-40 százaléka tervezett további béremelést a növekvő infláció miatt, ami azt igazolja, hogy nem az infláció volt a béremelés fő oka.

Költségvetési folyamatok

A hazai költségvetési politika alakulását az utóbbi években erősen meghatározták a válaszlépéseket igénylő külső folyamatok. A koronavírus-járvány kezdetén a magyar kormány a világ más gazdaságaihoz hasonlóan anticiklikus, vagyis a gazdasági válság hatását tompító, laza költségvetési politikát folytatott. Ez részben az automatikus stabilizátorok működésének (a makrogazdasági visszaesés miatt csökkenő adóbevételeken, illetve az automatikusan növekvő kiadásokon keresztül), részben a célzott gazdaságpolitikai intézkedések megvalósításának volt köszönhető. A költségvetési hiány így 2020-ban a GDP 7,5 százalékát tette ki, ami nemzetközi összehasonlításban csak kismértékben haladta meg az Európai Unió tagállamainak 6,7 százalékos átlagát. Az államadósság-ráta ezzel szoros összefüggésben a korábbi évek megszakítás nélkül csökkenő trendjét megtörve mintegy 14 százalékponttal emelkedett, hasonlóan a többi uniós ország eladósodási folyamatának alakulásához.

A koronavírus-járványból, valamint az általa okozott gazdasági visszaesésből való kilábalás során azonban fennmaradt a költségvetési lazítás, amely 2021-ben már átlag feletti államháztartási hiányt okozott, és ez a jelenség 2022 első félévében is fennmaradt. Az állami kiadások 2021-ben jelentősen a költségvetési előirányzatok felett alakultak, a többlet elsősorban a járványügyi védekezéshez és a gazdaság újraindításával kapcsolatos kiadásokhoz kötődött. Ezzel a költségvetési hiány 2021-ben nemzetközi viszonylatban már átlag feletti volt, bár a GDP-arányosan 7,1 százalékos deficit az előző évhez viszonyítva mérséklődött, azonban mintegy 2,5 százalékponttal meghaladta az európai uniós tagállamok átlagát.

A tavalyi év első felében egyrészt a lakosságnak juttatott transferek, másrészt a nemzetközi ellátási láncokban felmerülő szakadások, az orosz–ukrán háború és a kapcsolódó gazdasági szankciók által előidézett kedvezőtlen világgazdasági helyzet járult hozzá a laza fiskális politika fennmaradásához. Az év második felében azonban megkezdődött a költségvetési kiigazítás, főként a világpiacon drasztikus emelkedése következtében. A költségvetési konszolidáció keretében a GDP mintegy 3 százalékát kitevő intézkedésre került sor. Ennek része volt az extraprofitra

kivetett adók alkalmazása, valamint egyéb bevételnövelő adóintézkedések bevezetése, illetve különböző kiadás oldali intézkedések, utóbbiak azonban kevésbé voltak specifikálva. A megemelkedett energiaköltségek ugyanakkor jelentős hatással voltak a hazai költségvetési folyamatokra a lakossági rezsicsökkentés fenntartásán, a költségvetési szervek és az önkormányzatok kompenzációján, valamint az állami tulajdonú társaságok, az egyházi és civil intézményfenntartók és a versenyszektor támogatásán keresztül. Az energetikai többletkiadások a különleges földgázkészletezés finanszírozásával együtt 6,1 százalékra emelték a GDP-arányos hiánycélt 2022-ben, ami az egy évvel korábbihoz hasonlóan érdemben hozzávetőleg 3 százalékponttal magasabb lehet az uniós országok tavalyi átlagánál.

A költségvetési stabilizáció eredményeként az idei évben az energetikai kihívások ellenére tovább mérséklődhet az államháztartási hiány – a GDP 3,9 százalékára. A rezsivédelmi alap kiadása az idei évre eredetileg előirányzott 670 milliárd forint-ról 2610 milliárd forintra növekedett, amire részben a tavalyi évben az extraprofitra kivetett különadók nyújthatnak fedezetet. A lakosság rezsivédelmére fordított költségvetési kiadás önmagában az említett összegből több mint 1400 milliárd forintot tesz ki 2023-ban. A hiány mérséklődéséhez ezzel szemben hozzájárulnak a fontosabb adóalapok, így a nominális fogyasztás és a bruttó bérek dinamikus emelkedése következtében bővülő adó- és járulékbévételek.

A különböző költségvetési kihívások ellenére az államadósság-ráta a koronavírus-válság idején bekövetkezett emelkedés óta töretlenül csökken. Az elmúlt évben és 2023-ban különösen jelentős lehet a mérséklődés, elsősorban a nominális GDP markáns emelkedése következtében, amit a tavalyi dinamikus és az idei szerényebb reálnövekedés mellett a GDP-deflátor erőteljes megugrása okoz. Az államadósság devizaaránya az elmúlt években végrehajtott devizakibocsátások következtében visszafogott emelkedést mutat, és az idei évben megközelítheti a 28 százalékot.

Mit hozhat tehát 2023?

Ez az év minden kétséget kizáróan a jelentős kihívások éve: 6,1-ről 3,9 százalékra kell csökkenteni a költségvetés hiányát, jelentős mértékben javítani kell a külső egyensúlyt, meg kell fékezni az inflációt, és el kell kerülni a recessziót. Meg lehet felelni egyszerre ezeknek a kihívásoknak? A válasz igen, de csak a kormány és a jegybank – a 2010-es évtizedre jellemző – szoros és koordinált együttműködésével, egyeztetett stratégia mentén. A szigorú fiskális és monetáris politika eredménye-

képpen jelentősen javulhat a monetáris transzmisszió hatékonysága. és a jelenleg magas lakossági inflációs várakozások csökkenhetnek. Az élelmiszerárstopok és a kamatstopok kivezetése felszabadítja az inflációs folyamat még meglevő tartalékait, tiszta képet adva a ténylegesen szükséges szigorítás mértékére vonatkozóan, és szintén segítenék a kamattranszmissziót. A fiskális szigorítás segíthet a költségvetési hiány és az államadósság tervezett csökkentésében. Az energia-, élelmiszer- és nyersanyagárak nemzetközi piacokon megindult csökkenése a cserearányok, így a folyó fizetési mérleg javulásával kecsegtet, amihez részben a belföldi fogyasztás átmeneti visszaesése miatti importcsökkenés, illetve az export várható fellendülése járulhat hozzá.

A kormány és a jegybank közti fegyelmezett, koordinált együttműködés esetén tehát jó eséllyel elérhető az év végére az egy számjegyű infláció és legalább egy szerény mértékű növekedés – még ha a remélt 1-1,5 százalékos érték alatt marad is, az egyensúlyi mutatók jelentős javulása mellett, megalapozva a következő évek robusztusabb növekedésének lehetőségét. Ám mind a kockázati megítélésünk javulása, mind az egyensúly javítását és a növekedés feltételeit támogató további források rendelkezésre állása tekintetében jelentős pozitív kockázatot jelent az EU-val való egyeztetések végleges lezárása és az EU-források ütemes beérkezése. Komoly negatív kockázatot pedig a geopolitikai feszültségek növekedése, az orosz–ukrán háború folytatódása, esetleges eskalációja jelent.

És őszintén remélem, hogy Jakob Kowalski sikeresen használja ki bizonytalan, de sikerrel kecsegtető lehetőségeit...

Felhasznált források

- Belyó, P. (2022). A makrogazdaság, államháztartás alakulása a 2022. I. félévi folyamatok alapján. In: Pulay, Gy., & Csomós, D. (szerk.) (2022). *Makrogazdasági és államháztartási folyamatok*. A Költségvetési Tanács részére készült elemzések összefoglalói, Országgyűlés Hivatala, Budapest, 18–31. o.
- Lane, Ph. R. (2022). *Inflation diagnostics*. ECB blog, 2022. november 25. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog221125~d34babdf3e.en.html>
- Matheika, Z., & Palócz, É. (2022). Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép 2021-ről és 2022. I. félévről. In: Pulay, Gy., & Csomós, D. (szerk.) (2022). *Makrogazdasági és államháztartási folyamatok*. A Költségvetési Tanács részére készült elemzések összefoglalói. Országgyűlés Hivatala, Budapest, 32–39. o.
- MNB. *Inflációs jelentések*.
- Nagel, J. (2022). *The long shadow of high inflation*. Speech at the 32nd Frankfurt European Banking Congress, November. <https://www.bis.org/review/r221118h.pdf>
- Sgravatti, G., Tagliapietra, S., & Zachmann, G. (2022). *National fiscal policy responses to the energy crisis*. Bruegel, november. <https://www.bruegel.org/dataset/national-policies-shield-consumers-rising-energy-prices>