

**Várhegyi Éva,**  
**az MTA doktora, a Pénzügykutató Zrt. tudományos tanácsadója**

E-mail: [evavarhegyi@t-online.hu](mailto:evavarhegyi@t-online.hu)

**HITELTELEN POLITIKA, BERAGADÓ INFLÁCIÓ**

Az infláció letörése szempontjából Magyarország nehezebb helyzetben van, mint uniós társainak többsége. Nem csupán amiatt, hogy az árdrágulás éves üteme novemberben és decemberben itt mutatta a legmagasabb értéket, és más országokkal szemben továbbra is felszálló ágban maradt, hanem azért is, mert mind a jegybank, mind a kormány hitelessége romokban hever. Ezért különösen elszántnak kellene mutatkozniuk ahhoz, hogy antiinflációs törekvésüket komolyan vegyék a befektetők.

Bár ebből a szempontból a Magyar Nemzeti Bank valamivel jobb helyzetben van a kormánynál, de neki is időbe telhet, amíg kellő hitelességre tesz szert. Hiába kezdte meg ugyanis óvatos kamatemeléseit az MNB már 2021 nyarán, megelőzve a viszonylag korán lépő Fedet is, a gyorsan felpörgő inflációhoz képest erőtlen emelések mellett a magyar reálkamatok negatív értékei világ bajnoki mértéket öltöttek, és így továbbra is a pénzük mielőbbi elköltésére ösztönözték a jövedelemtulajdonosokat. Ráadásul nem csupán a kamatemelések elégtelen mértékével táplálta az inflációt a jegybank, hanem a túl sokáig fennmaradó hitel- és kötvényprogramjaival is. Az MNB hitelességét a „kőbe vésett” alapkamat védelmére kialakított kettős kamatrendszer, az alapkamattól elválasztott irányadó kamat is rontotta. Antiinflációs elhivatottságát annak a hamis érvnek a hangoztatása is megkérdőjelezte, hogy mivel a jegybanknak nincs árfolyamcélja, ezért a súlyosan meggyengült forint láttán sincs teendője. Holott mindenki számára nyilvánvaló volt, hogy a jelentős mértékű importra utalt magyar gazdaságban a folyamatosan gyengülő árfolyam is inflációs hatású.

Ám nem csupán saját téveszméi miatt váratott magára 2022 nyaráig az MNB-ben annak felismerése, hogy az elszabaduló inflációért és a forint gyengülésére spekuláló befektetői magatartásért a kormány mellett a jegybank is felelős. A késlekedésben az is szerepet játszott, hogy a papíron független jegybank vezetői az aktuális politikai hatalom kiszolgálását, vagyis a gazdasági növekedés táplálását helyezték sokáig előtérbe törvényes feladatukkal, az árstabilitás őrzésével szemben. Ám mire

<https://doi.org/10.47630/KULG.2023.67.1-2.164>

– a jegybankelnöki üzenetéseket<sup>1</sup> követően – végre a monetáris politikában is határozott fordulat állt be, addigra az euró árfolyama már átlépte a 400 forintot (másfél évvel korábban, 2019 végén még 330 forint volt), az infláció pedig 10 százalék fölé kúszott, és az emelkedő trendnek nem látszott a vége. Akkor már Ukrajna, Brazília, Egyiptom és Ghána mellett Magyarországot nevezte meg a feltörekvő országok legserülékenyebb gazdaságaként az S&P Global.<sup>2</sup>

Az MNB csak 2022 júniusában kezdett egyértelmű és érzékelhető kamatemelésbe: három hónap alatt 5,9-ről 13 százalékra emelte az alapkamatot, és arról is döntött, hogy a továbbiakban ezt tekinti irányadó kamatnak. Megkésett és határozatlan döntéseivel azonban kevésbé győzte meg a befektetőket arról, hogy az infláció elleni küzdelem eltökélt harcosa volna; ez a forint ingtag árfolyamában is tükröződött. Már addig is gyenge hitelességét végképp erodálta a szeptember 27-i kamatdöntését követő kommunikációs malőr, amikor a jegybank elnöke az alapkamat 13 százalékra növelésével lezártnak nyilvánította a kamatemelő ciklust. Tette ezt akkor, amikor az infláció töretlenül erősödött, és a külső egyensúlyi helyzet romlása, az uniós források elapadása, valamint a devizatartalékok elégtelen szintje egyaránt gyengítette a forint vonzerejét. A nyilatkozat újból megingatta a bizalmat az iránt, hogy az MNB komolyan le akarja törni a tovább erősödő inflációt, és a forint esésére játszó devizapiaci spekulációhoz vezetett. A lejtőre került forint megállítására a drasztikus kamatemelésen kívül akkor már nem volt más eszköze. Miután az euró forintárfolyama a 430-at is átlépte, október 13-án egynapos betéti gyorstender bevezetésével 18 százalékra emelte az irányadó kamatot, amely így újból elvált az alapkamattól.

A kormány „ellenlépése”, a 20 millió forintot meghaladó lakossági betétekre húzott kamatsapka<sup>3</sup> csak tovább gyengítette a magyar antiinflációs politika már romokban heverő hitelességét. Rendeletével ugyanis azt üzenté a kormány, hogy nem érdekli az infláció, hiszen éppen azt próbálja megakadályozni, hogy a jegybanki betétek segítségével az MNB lecsapolhassa az inflációt tápláló pénzbőséget, amit a kormánnyal közösen hoztak létre. Így hiába próbálja a kormány a költségvetés egyes kiadási tételeinek csökkentésével, az állami beruházások leállításával, a reálkeresetek visszafogásával kordában tartani a gazdaságba kiáramló jövedelmeket,

<sup>1</sup> Matolcsy György publicisztikáiban 2022 elejétől rendre felszólította a kormányt az infláció megfékezésére. „Évtizedünk sikerének vagy kudarcának kulcsa az infláció megfékezése (...) ettől függ az összes többi pénzügyi egyensúly a költségvetéstől az államadósságig, a folyó fizetési mérlegtől a jegybanki mérlegig. A mostani és a következő évtized növekedési, így felzárkózási képessége is a pénzügyi egyensúlyoktól függ.” Magyar Nemzet, 2022. január 24.

<sup>2</sup> <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20220622/figyelmeztet-a-hitelminosito-a-vilag-legserulekenyebb-oroszai-koze-kerult-magyarorszag>

<sup>3</sup> A Kormány 471/2022. (XI. 21.) Korm. rendelete egyes gazdasági tárgyú intézkedésekről.

gyenge hitelessége miatt ő sem tudja egyhamar letörni a magasra tornázott inflációs várakozásokat. Különösen úgy, hogy a miniszterelnök kommunikációja („Magyarország nem kerülhet recesszióba”),<sup>4</sup> továbbá az ársapkák és kamatstopok fenntartása e törekvéssel éppen szembemenő hatást gyakorol a fogyasztói magatartásra.

A kormány friss makrogazdasági prognózisa és a sebtében hozzáigazított költségvetési törvény sem szolgálja kellően az inflációs várakozások mérséklését. A Pénzügyminisztérium decemberben közzétett, csupán a számokat tartalmazó előrejelzése az idei évre 1,5 százalékos növekedési terv mellé 15 százalékos éves átlagos inflációt prognosztizál.<sup>5</sup> Az utóbbi az év második felében erősen mérséklődő trendet feltételez a decemberre már 24,5 százalékra felszökött inflációs ütemben, ám kérdéses, hogy ekkora csökkenés létrejöhet-e a kormány által feltételezett módon. A prognózis a reálbérek 0,7 és a fogyasztási kiadások 0,8 százalékos emelkedését feltételezi, ehhez a nyugdíjakat 15, a bruttó minimálbérekét 16, illetve a garantált bérminimumot 14 százalékkal növeli. A feszes munkaerőpiacon azonban ennél dinamikusabb bérnövekedés várható, ami a tervezettnél nagyobb fogyasztói kereslethez és a bér-ár spirál beindulásához vezethet.

Az is kétségeket vet föl, hogy tarthatóak lesznek-e a költségvetés azon kiadási előirányzatának a mértékei, amelyeket még a nyáron prognosztizált 5 százalékos inflációhoz igazított a kormány, és az év végén a veszélyhelyzetre hivatkozva hozott módosító rendeletében sem változtatott meg.<sup>6</sup> A december végi rendeletről az is kiderül, hogy a kormány csak az 1,5 százalékos növekedés *meghaladása* esetén tervez további költségvetési megszorításokat, vagyis a GDP-bővülésnek ez a mértéke a kőbe vésett cél. A Pénzügyminisztériumban láthatóan továbbra is úgy vélik, hogy ha az infláció mégsem mérséklődne a tervezett ütemben, az legyen a jegybank gondja. Még a folyó fizetési mérleg rég nem látott mértékű (a harmadik negyedévben már a GDP 8,5 százalékát elérő) hiánya sem sarkallta komolyabb megszorításokra a kormányt, jóllehet ez elodázhathja a magyar állam hitelkockázati felárának mérséklődését és az ország hitelminősítői besorolásának javítását.

Az MNB decemberben közzétett előrejelzése jóval pesszimistább a kormányénál.<sup>7</sup> Szerintük már 1,5 százalékos gazdasági növekedés mellett is 15–19,5 százalékra emelkedhet az infláció éves átlagos üteme. Ráadásul ez is csak a háztartási

<sup>4</sup> Kossuth Rádió, 2023. január 13.

<sup>5</sup> Makrogazdasági és költségvetési előrejelzés 2022–2026. Pénzügyminisztérium, 2022. december

<sup>6</sup> A Kormány 613/2022. (XII. 29.) Korm. rendelete a Magyarország 2023. évi központi költségvetésének a veszélyhelyzettel összefüggő eltérő szabályairól. Magyar Közlöny, 2022. évi 220. szám

<sup>7</sup> Inflációs jelentés. MNB, 2022. december

fogyasztás 1,4–2,1 százalékos *csökkenése* mellett jöhet létre, ami a reáljövedelmek 0,6–1,6 százalékos *csökkenését* feltételezi. A jegybanki prognózis készítői tehát úgy vélik, hogy nem csupán a kormányzati beruházások visszafogására, hanem a lakossági körben is határozott megszorításra van szükség ahhoz, hogy még az idén megforduljon az infláció növekvő trendje.

A jegybank ezért a kormánynak a kamatplafon-rendeletében kifejeződő nyílt támadása ellenére és az időközben mérséklődő pénzüpi kamatok mellett is kitart a 18 százalékos irányadó rátája mellett, hogy mérsékelje a bankok hitelezési hajlandóságát, és lecsapolhassa az inflációt tápláló többletlikviditást. Miközben az MNB már a növekedésösztönző programjai többségének a leállításával is nyomatékosította antiinflációs elköteleződését, a kormány továbbra is fenntartja saját támogatott hitelkonstrukcióit (babaváró hitel, családi otthonteremtési kedvezmény), valamint az állami MFB és Eximbank évek óta erősödő aktivitását sem törli meg.<sup>8</sup> Az ársapkák és a kamatstopok meghosszabbítása is gátolja az infláció mérséklését, hiszen ezek nem csupán a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét növelik, hanem a fogyasztói keresletet is erősítik, minthogy a továbbra is negatív reálkamatok kevéssé ösztönöznek megtakarításokra. A kormány növekedéscentrikus politikája tehát szembe megy a jegybank utóbbi hónapokban tanúsított antiinflációs törekvésével, amivel megnehezíti az inflációs várakozások letörését, és ezzel magának az árdrágulásnak a megfékezését.

Az év végéig egy számjegyre mérséklődő infláció szép tervének megvalósulását a Kínában bekövetkezett váratlan fordulat is kétségessé teszi. Decemberi prognózisai készítésekor még sem a kormány, sem az MNB nem számolt a három éve tartó kínai lezárások hirtelen feloldásával. A január 8-ai hirtelen nyitás a kínai gazdaság feléledésével párhuzamosan az energiahordozók és nyersanyagok világpiaci árainak emelkedését is magával hozza,<sup>9</sup> miközben az ukrajnai orosz invázió elhúzódása sem segíti az árak csillapodását. Így hiába erősödne is tovább a forint a dollárhoz képest, az importált infláció bizonyosan meghaladja a korábbi várakozásokat. A „rezsicsökkentés” fenntartása esetén a dráguló energia növekvő állami kiadással is együtt jár, pedig már a módosított büdzsé is 2610 milliárd forintos rezsivédelmi alappal számol. Az ársapkák kiterjedt rendszerét a súlyosbodó mellékhatások (pazarló fogyasztás és a hiány) miatt sem lehet sokáig fenntartani; a kivezetésükkel viszont, legalábbis

<sup>8</sup> Ezt tükrözi a Vodafone megvásárlására januárban nyújtott több száz milliárd forintos hitel is. Vö. Vigyáznak a vonalainkra, HVG, 2023. január 12.

<sup>9</sup> A kínai nyitás várható gazdasági hatásairól lásd pl. The end of zero-covid. Back with bang. The Economist, 2023. január 7.

átmenetileg, megemelkedik az infláció, a várakozások felfűtésével pedig ez a hatás el is húzódhat.

A Kínában végbement fordulat ugyanakkor mind a kereslet meglődülésével, mind a termelési láncok újraépülésével segítheti a magyar kormány növekedési prognózisának teljesülését, a recesszió elkerülését. A kínai nyitás ugyanis a német kivitelten keresztül a hazai járműipari exportot is erősítheti, és ez ellentételezheti a Trump elnöksége alatt lábra kapott és Biden által még tovább is erősített – a Kínából származó amerikai import mellett az európai termékek behozatalát is gátló – protekcionizmus kedvezőtlen hatását. A hazai növekedést a fokozatosan megnyíló uniós források is táplálhatják, amennyiben az Európai Bizottság elfogadja, hogy a magyar kormány eleget tett a megszabott jogállamisági feltételeknek.

A kínai feléledés hatására erősödő inflációs nyomás miatt viszont a korábban vártnál tovább tarthat a vezető jegybankok kamatemelési ciklusa, ami az MNB helyzetét is megnehezíti. Ha az árstabilitást szem előtt tartva fékezni akarja a forintárfolyam gyengülését, akkor kénytelen lesz elodáznai az irányadó kamata mérséklését, ami nem csupán a növekedést fékezi, hanem a kormány és a jegybank között dúló, a befektetői bizalmát romboló háborút is táplálja. A tovább emelkedő nemzetközi kamatok egyúttal a költségvetési kiadásokat is növelik, szűkítve az állami költekezés terét.

A világgazdaságban kirajzolódó, ám a szokásosnál is törékenyebb helyzetben, valamint a magyar kormány és jegybank várható magatartása mellett azt látom valószínűnek, hogy a hazai gazdaság 2023-ban nem süllyed recesszióba, és a növekedési üteme várhatóan továbbra is meghaladja az euróövezeti átlagot. Ennek ára viszont nem csupán az ideai infláció tervezettnél magasabb szintje lesz, hanem annak a veszélye is megnő, hogy a várakozások rögzülése miatt Magyarországon tartósan fennmarad a két számjegyű árdrágulás.