

### **Körkérdés a recesszió és infláció dilemmájáról** 3

*Válaszol:* Antalóczy Katalin, Benczes István, Bod Péter Ákos, Csaba László, Csáki György, Halmai Péter, Herczog László, Horváth Diána, Karsai Gábor, Király Júlia, Molnár Dániel, Muraközy László, Nagy Katalin, Palócz Éva, Petschnig Mária Zita, Pleschinger Gyula, Regős Gábor, Sass Magdolna, Trippon Mariann, Vakhal Péter, Várhegyi Éva

#### **Közlemény**

A KOPINT Konjunktúra Kutatási Alapítvány e közleménnyel eleget tesz az 1996. évi CXXVI. törvény 6. § (3) bekezdésében foglalt kötelezettségének. A személyi jövedelemadó meghatározott részének az adózó rendelkezése szerinti közcélú felhasználásáról szóló törvény vonatkozó rendelkezésének megfelelően közöljük, hogy 2021-ben az alapítvány számlájára érkezett 27 577 forintot teljes egészében a Külgazdaság nyomdaköltségének fedezésére fordítottuk. Az erről szóló bizonylatok az Alapítvány székhelyén megtekinthetők.

Budapest, 2022. október 20.

A KOPINT Konjunktúra Kutatási Alapítvány kuratóriuma

**A folyóirat példányonként megvásárolható  
a szerkesztőségben.**

**A Magyar Közgazdasági Társaság,  
valamint a Magyar Közgazdaságtudományi Egyesület tagjai számára  
a szerkesztőség előfizetés esetén 33 százalék kedvezményt ad.**

**A szerkesztőség címe: 1112 Budapest, Budaörsi út 45.  
1518 Budapest, Pf. 71**

**Telefon: 06-1-309-2695 • Fax: 06-1-309-2647**

**E-mail: [kulgzadasag@kopint-tarki.hu](mailto:kulgzadasag@kopint-tarki.hu)**

**Munkatársak elérhetősége:**

**Főszerkesztő: Losoncz Miklós (e-mail: [Losoncz.Miklos@uni-bge.hu](mailto:Losoncz.Miklos@uni-bge.hu))**

**Szerkesztők: Fáber Ágoston (e-mail: [agostonfaber@gmail.com](mailto:agostonfaber@gmail.com))**

**Farkas Zoltán (e-mail: [zoltan.farkas@kopint-tarki.hu](mailto:zoltan.farkas@kopint-tarki.hu))**

**Olvasószerkesztő: Zsámboki Péter**

**Szerkesztőségi titkár: Rózsás Erika (e-mail: [erika.rozsas@kopint-tarki.hu](mailto:erika.rozsas@kopint-tarki.hu))**

**A KOPINT Konjunktúra Kutatási Alapítvány  
Külgazdaság honlapja:**

**[www.kulgzadasag.eu](http://www.kulgzadasag.eu), illetve [www.kopintalapitvany.hu](http://www.kopintalapitvany.hu)**

A szerkesztésért felel: Losoncz Miklós. A szerkesztőség címe: 1112 Budapest, Budaörsi út 45. Tel.: 06-1-309-2642, 06-1-309-2695. E-mail: [kulgzadasag@kopint-tarki.hu](mailto:kulgzadasag@kopint-tarki.hu). Kiadja a Kopint Konjunktúra Kutatási Alapítvány, 1065 Budapest, Nagymező utca 37–39. A kiadásért felel: Palócz Éva, a Kuratórium elnöke.

Előfizetésben terjeszti a Magyar Posta Zrt. Postacím: 1900 Budapest. Előfizetésben megrendelhető az ország bármely postáján, a hírlapot kézbesítőknél, [www.posta.hu](http://www.posta.hu) WEBSHOP-ban (<https://eshop.posta.hu/storefront/>), e-mailen a [hirlapelofizetes@posta.hu](mailto:hirlapelofizetes@posta.hu) címen, telefonon 06-1-767-8262 számon, levélben a MP Zrt. 1900 Budapest címen.

Külföldre és külföldön előfizethető a Magyar Posta Zrt.-nél: [www.posta.hu](http://www.posta.hu) WEBSHOP-ban (<https://eshop.posta.hu/storefront/>), 1900 Budapest, 06-1-767-8262, [hirlapelofizetes@posta.hu](mailto:hirlapelofizetes@posta.hu)

Külföldön terjeszti még a Batthyány Kultur-Press Kft. 1014 Budapest, Szentháromság tér 6. Tel.: 201-8891, e-mail: [batthyany@kultur-press.hu](mailto:batthyany@kultur-press.hu). Belföldi előfizetési díjak: 1 évre: 13 200 Ft, fél évre 6600 Ft, összevont számok ára 2200 Ft.

Megjelenik kéthavonta összevont számok formájában. HU ISSN 0324-4202

Tördelés: Király és Társai Kkt.

Cégvezető: Király Ildikó

Készült a Prime Rate Kft. nyomdájában

## Körkérdés

### Recesszió vagy infláció? Vagy más választás is van?

Az euróövezeti infláció 2021 tavaszán lépte át az Európai Központi Bank középtávú célként megjelölt kétszázalékos küszöbértékét, azóta százalékpontonról százalékpontra araszolt felfelé. 2022 októberében 10,6 százalékon tetőzött (az előző év azonos időszakához viszonyítva), viszont novemberben megtört a lendület. Az Egyesült Államokban nagyjából ugyanakkor kezdődött az árszínvonal-emelkedés, mint Európában, 2022 júniusában 9 százalék volt a csúcs, azóta folyamatosan mérséklődik, novemberben 7,1 százalékra csillapodott.

A felszálló ágban a központi bankok sokáig hezitáltak, halogatták a szigorítást, nem akarták megtörni a koronavírus-járvány után beindult, bizonytalan alapokon álló fellendülést. Márciusban azonban a Fed kamatemelési ciklusba kezdett, júliusban pedig az Európai Központi Bank is kilépett az alapkamat mínuszos tartományából. Mindazonáltal nem követték Paul Volcker akkori Fed-elnök 1979-es receptjét, hogy drasztikus kamatemeléssel recessziót idézzenek elő, és hatalmas növekedési áldozatot elszenvedve törjék le az inflációt. Christine Lagarde, az Európai Központi Bank elnöke még májusban is elzárkózott a monetáris szigorítástól, azt nyilatkozta: ha ma kamatot emelünk, azzal nem fogjuk csökkenteni az energia árát. Az EKB mozgásterét az elmúlt krízisek folyamán felhalmozódott államadósságok is szűkítették: ha gyorsan és erőteljesen szigorít, a recesszió kivül azt is kockáztatja, hogy megrendíti a túlzottan eladósodott államok fizetőképességét, Olaszországgal az élen. Mindeközben az euróövezeti infláció szétnyílt, Málta és a balti államok között 15 százalékpontos vagy azt is meghaladó különbség állt elő. Ez pedig az egységes monetáris politika eredményességével kapcsolatban is felvetett bizonyos aggályokat. Az őszi hónapokban az EKB vezetői arról nyilatkoztak, hogy nő a recesszió valószínűsége, Jerome Powell Fed-elnök pedig úgy fogalmazott: „a puha landolás esélye valószínűleg csökken, és senki sem tudja, hogy ebből recesszió lesz-e, és ha igen, mekkora”. A régi receptkönyvből ismert pozitív reálkamat nem tűnik reálisan alkalmazható eszköznek.

Arra kértük a Külgazdaság szerzőit, hogy a kérdéskör bármelyik részterületéről fejtsék ki álláspontjukat, írják meg véleményüket. Ezt néhány kérdéssel igyekeztünk segíteni.

Bő fél évtizede a tudós elmék némelyike a régi tankönyvek kihajítását javasolta, új monetáris elmélet született, a koronavírus-járvány idején a költségvetési költségek veszélyeit is bagatellizálták. Most a bizonytalankodásokon is átüt, hogy célszerűbb leporolni a klasszikusokat, mint megfeledezni róluk. De kiket? Melyek

az infláció fő összetevői, mi benne a háború és a szankciók szerepe? Indokolatlanul késett-e a kamatemelés, vajon alkalmas eszköz lehet-e a külső sokkok által előidézett infláció megfékezésére? Van-e optimális megoldása az infláció kontra recesszió dilemmának? Miképp lehet a reálgazdasági folyamatokba történő beavatkozásokkal (ársapkákkal, szociális és egyéb támogatásokkal, célzott beruházásokkal, nemzetközi együttműködéssel) enyhíteni a veszteségeket? Kialakulhat-e a helyzet kezelésére valamiféle szakmai konszenzus?

Magyarország 2022 novemberében az európai inflációs toplista élére került, annak ellenére, hogy a kamatemelési ciklust globálisan is elsőként a Magyar Nemzeti Bank kezdte meg. Szeptemberben elsőként is zárta volna le. Hogyan értékelhetők a folyamatok? Melyek a fő okai a hazai inflációnak, a forint erőteljes leértékelődésének? Valóban megbomlott-e a monetáris és a fiskális politika egyensúlya? Melyiknek mekkora mozgásteret maradt? Mikorra csillapodhat az infláció és milyen áron? Elkerülhető-e a recesszió? Milyen szerepük lehet a recesszió elkerülésében az uniós forrásoknak?

A válaszok 2023. január 4. és február 12. között érkeztek szerkesztőségünkbe.

---

## Abstract

### **Inflation or recession? Or is there any other option?**

#### **Inquiry of the editors of *Külgazdaság* about the main dilemmas of 2023**

Having passed the years of deflation, followed by closures in 2020–2021 during the Covid–19 pandemic and the efforts of national governments and central banks to counterbalance them by fiscal and monetary manoeuvres, inflation has arisen in the European economies and even globally. Since the Russian forces attacked Ukraine in February 2022 the prices of food, natural gas, electricity, and some raw materials skyrocketed, adding an extra cost-push to the already existing inflation pressures. First, the US Fed started to lift the federal funds rate in March 2022 to cope with it, and the ECB followed suit only in September. Both in the EU and the US a new dilemma has arisen: would the interest rate hike cause recession, at least in a technical sense or should central banks be more cautious with tightening?

*Külgazdaság* asked several questions to its authors: what are the main reasons for the present inflation, including the role of the war and the EU sanctions? Increasing interest rates would be an adequate technique to curb it when external shocks play a major role. Is there any optimum solution to the inflation versus recession dilemma? If governments intervene in the local markets to diminish the households' burden through price caps, subsidies, and social benefits, do they do more good or harm? Should they try to diversify the energy imports and/or make huge efforts to use the local resources for electricity and gas production etc?

We asked our authors to adjust this set of questions to Hungarian policies as well. We received the answers in the period ranging from January 4<sup>th</sup> and February 12<sup>th</sup>, 2023.

**Antalóczy Katalin,**  
a Budapesti Gazdasági Egyetem Külkereskedelmi Karának tanszékvezetője

E-mail: [antaloczy.katalin@uni-bge.hu](mailto:antaloczy.katalin@uni-bge.hu)

**Sass Magdolna,**  
a Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Világgazdasági  
Intézetének igazgatója és a Budapesti Gazdasági Egyetem Külkereskedelmi  
Kar egyetemi docense

E-mail: [sass.magdolna@krtk.hu](mailto:sass.magdolna@krtk.hu)

*Mottó: A lyukas tetőt akkor kell megjavítani, amikor süt a nap.  
(Kennedy elnököt idézve Christine Lagarde)<sup>1</sup>*

## FAGYOS SZELEK IDEJÉN

Az Eurostat írásunk idején elérhető legfrissebb adatai szerint 2022 decemberében az Európai Unióban 10,4 százalékos volt az infláció (harmonizált fogyasztóiár-index, HICP), az országok rangsorában Magyarország állt az élen 25 százalékkal (Eurostat 2022). Évtizedek óta nem láttunk ilyen mértékű áremelkedést sem Európában, sem Magyarországon. A fejlett országokban az árstabilitásnak tartott két százalékhoz képest az uniós infláció ötszörös, a magyar több mint tizenkétszeres, de a hazai inflációs cél felső határát is hatszorosan haladja meg. Nem kérdés tehát, hogy a legfontosabb gazdaságpolitikai probléma ma a világban és Magyarországon is az, hogyan lehet az áremelkedés ütemét csökkenteni. Ehhez nagyon fontos feltárni az infláció mögöttes okait, amelyek számosak, s amelyeket a *Körkérdés*re válaszoló szakemberek minden bizonnyal sokoldalúan fognak elemezni. Mi szűkebb szakte-

<sup>1</sup> ...1962-ben, egy évvel azután, hogy az Egyesült Államok kilábal a recesszióból, Kennedy elnök a kongresszushoz szóló beszédében azt mondta: „Bármilyen kellemes is a fellendülés melegében sütkérezni... a tető javításának ideje akkor van, amikor süt a nap...” Részlet Christine Lagarde, az IMF akkori vezérigazgatójának beszédéből, amelyet a Harvard Egyetemen mondott el 2017. október 5-én. [https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/10/04/sp100517-a-time-to-repair-the-roof?fbclid=IwAR05jLcBKMx9c9ijjPxd\\_dFDhIOCaHgpOObLUQI52uDatFS3ICuN4Zim3tM](https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/10/04/sp100517-a-time-to-repair-the-roof?fbclid=IwAR05jLcBKMx9c9ijjPxd_dFDhIOCaHgpOObLUQI52uDatFS3ICuN4Zim3tM)

rületünk, a nemzetközi gazdasági folyamatok felől közelítjük meg a kérdést, ahogy minden *Körkérdés* esetén tenni szoktuk.

Magyarország – ma már közhely – kicsi, nyitott gazdaságú ország. A hazai gazdasági folyamatokat tehát nagyon erősen befolyásolják a nemzetközi trendek, napjainkban természetesen a magas inflációs környezet is. Ez viszonylag új jelenség. Az elmúlt évtizedekben Magyarország alacsony nemzetközi inflációs környezetben működött, ami jelentősen növelte a hazai gazdaságpolitika mozgásterét. Olyasmit is megengedhetett magának, amit más nemzetközi feltételek között nem tehetett volna meg következmények nélkül. Az IMF adatai szerint 1990 és 1999 között a fejlődő, feltörekvő országokban 51,4 százalékos volt átlagosan az éves fogyasztói áremelkedés, és 2000 után soha nem nőtt 9 százalék fölé (IMF 2008), a fejlett országokban pedig sikerült tartani az árstabilitásnak tekintett 2 százalék körüli ütemet. Mindezt úgy, hogy közben a gazdasági növekedés üteme két-, két és félszer magasabb volt, mint 1990 és 1999 között (*1. táblázat*). Az alacsony inflációs környezet a pénzügyi válság után is fennmaradt, annak ellenére, hogy a válság kezelése jelentős likviditásbővítéssel járt. Az IMF adatai szerint a fejlett országokban az áremelkedés üteme egyetlen évben (2011) haladta meg a 2 százalékot, s többször inkább a deflációval kellett küzdeni. A feltörekvő, fejlődő országokban 4,5 és 5 százalék között mozgott az infláció (IMF, 2022).

*1. táblázat*

**A gazdasági növekedés és az infláció alakulása a fejlett és a feltörekvő/fejlődő országokban (változás az előző évhez képest, százalék)**

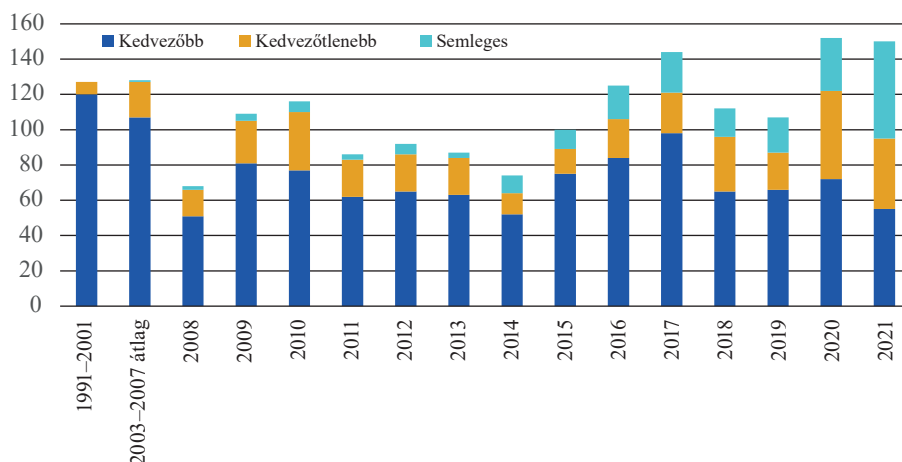
	1990–1999 átlag	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>A GDP változása</b>									
Fejlett országok	2,7	3,9	1,2	1,6	1,9	3,2	2,6	3,0	2,7
Feltörekvő/fejlődő országok	3,2	5,9	3,8	4,7	6,2	7,5	7,1	7,8	7,9
<b>Fogyasztói árak</b>									
Fejlett országok	3,0	2,2	2,1	1,5	1,8	2,0	2,3	2,4	2,2
Feltörekvő/fejlődő országok	51,4	8,5	7,6	6,7	6,6	5,9	5,7	5,4	6,4

*Forrás:* IMF (2008) 241. és 249. oldal alapján saját összeállítás.

A gyors növekedés ellenére is alacsony inflációs környezet miatt számos tényező húzódtott meg, mi ezek közül egyet emelünk ki, amelyet a legfontosabbnak is tartunk: a globalizáció előrehaladását – az alábbi egymással is összefonódó, egymást erősítő folyamatok eredményeként. A nemzetközi kereskedelem liberalizálásában az uruguayi forduló és a Kereskedelmi Világszervezet (WTO) 1995. évi megalakulása után már nem sikerült látványos eredményeket elérni, de jelentős visszafordulás sem történt. Ebbe az alapvetően szabad rendszerbe lépett be Kína, amely évtizedekig nagyjából 1 százalékkal, majd 1990 után 2 százalékkal részesedett a világ áruexport-jából. A WTO-csatlakozás után 2003-ra ez az arány megközelítette a 6 százalékot, 2021-ben pedig már 18,4 százalékot tett ki (WTO, 2022/a:59). Az olcsó kínai termékek és kínai munkaerővel gyártott áruk megjelenése, az általuk generált verseny azokban az években is hozzájárult az alacsony nemzetközi inflációs rátákhoz, amikor a növekedés erőteljes volt.

*1. ábra*

### Változások a nemzeti befektetési politikákban (intézkedések száma, darab)



*Forrás:* UNCTAD (2002:7) és UNCTAD (2022:56) alapján, saját szerkesztés.

A nemzetközi direkttőke-áramlások előtt is leomlottak az akadályok. Az ENSZ Kereskedelmi és Fejlesztési Konferenciája (UNCTAD) minden évben összegyűjti a nemzeti befektetési politikákban bekövetkezett változásokat aszerint, hogy a külföldi közvetlentőke-befektetésekre vonatkozó intézkedések szabadabbá (kedvezőbbé)

vagy restriktívebbé (kedvezőtlenebbé) válnak-e. Az *1. ábra* szemléletesen mutatja, hogy 1991 és 2007 között egyértelműen a liberalizálás volt a meghatározó.

Szabályozási oldalról tehát alig volt akadálya a határokon átnyúló kereskedelemnek és tőkeáramlásnak. A technikai, technológiai forradalom, különösen az IT-forradalom előrehaladása pedig a korábbiaknál sokkal kedvezőbb feltételeket teremtett ahhoz, hogy a vállalatok a termelés egyes szakaszait a határon túlra telepítsék aszerint, hogy az adott gyártási szakasz elvégzése hol a leghatékonyabb. Az 1990-es évek közepétől a nemzetközi termelési hálózatok, a globális értékláncok erőteljes bővülésnek indultak, fénykoruk pedig a 2002–2008 közötti időszak volt (WTO, 2017:2). Ezek a globális értékláncok (*Global Value Chains*, GVC) viharos növekedésének, terjedésének az évei, a fénykor kialakulásában a főszerepet Kína játszotta. Hozzáadott értékben számolva a világkereskedelem 60-67 százaléka globális értékláncokban zajlott, a kizárólag hazai hozzáadott értéket tartalmazó export globális GDP-ben való részesedése 5 százalékponttal csökkent (WTO, 2017:2). A folyamatot gazdasági szempont, a *hatékonyságnövelés hajtotta*, az értékláncok kiépítésében ez volt az egyetlen motívum. Ez a hatékonyságnövekedés, a verseny erősödése volt az alacsony infláció legfőbb oka. A hatékonyság növelése miatt az értékláncok egyre hosszabbak és komplexebbek lettek, vagyis egyre nagyobb lett a földrajzi kiterjedésük és egyre több szakaszból álltak – s ezzel egyre sebezhetőbbé váltak.

A pénzügyi válság után a globális értékláncok fénykora véget ért. A 2010-es évek elejétől több gazdasági, de már gazdaságon kívüli hatás is egymásnak feszült: a hatékonyságkeresés, a technológiai forradalom előrehaladása, a biztonsági szempontok megjelenése (a vállalatok oldaláról), a hazai gazdaság, a hazai ipar védelme, fenntarthatósági és biztonsági szempontok (a kormányzati szabályozások oldaláról). Az egymásnak feszülő, ellentétes hatásokkal járó tényezők eredőjeként gyakoribbá váltak a tőkekorlátozó intézkedések (*1. ábra*), a világkereskedelem növekedési üteme lelassult. Az IMF 2018 októberi világgazdasági előrejelzése szerint, amíg 2000 és 2009 között évente 5 százalékkal emelkedett a világkereskedelem, a válság után 2010 és 2017 között ez a növekedés átlagosan 5,1 százalék volt (IMF, 2018:165). 2011 és 2016 között az értékláncokon belüli aktivitás aránya is visszaesett, amit a kizárólag hazai hozzáadottérték-termelés globális GDP-ben való részesedésének ismételt növekedése mutat (WTO, 2019:11). A rendelkezésre álló adatok szerint 2017–2018-ban mintha megfordultak volna a tendenciák, s a globalizáció ismételt nekilendülése kezdődött volna. A direkttőke-szabályozásban ismét emelkedett a liberalizációs intézkedések száma (*1. ábra*), a globális kereskedelem 2017-ben közel 6 százalékkal, 2018-ban e magas bázishoz képest több mint 4 százalékkal nőtt (IMF, 2022),



s 2017-ben a globális GDP-n belül hozzáadottérték-alapon újra emelkedésnek indult a GVC-ken belüli termelés (WTO, 2019:11). Annak ellenére történt mindez, hogy ekkor már az USA és Kína közötti kereskedelmi feszültségek rendkívül élesek voltak. Az egész hiperglobalizációt a WTO-ba történt belépése óta Kína mozgatta, szerepe megkerülhetetlen lett. Kína a 2000-es évek elejétől fokozatosan gazdasági világhatalommá vált, a globális GDP-ből való részesedése a 2000-es 3,6 százalékról 2010-re 9,1 százalékra, 2021-re 18,4 százalékra nőtt.<sup>2</sup> Az ipar globális hozzáadott értékének 1995-ben alig 5, 2019-ben már 24 százalékát adta (IMF, 2023:9), s a nagy fokú specializáció hatására a zöldenergia termeléséhez szükséges ásványi anyagok előállításában is dominánssá vált (IMF, 2023:7).

Ahogy láttuk, Kínának a világkereskedelemben való részesedése is drasztikusan emelkedett. Kína a WTO-tagsággal elvileg vállalta, hogy betartja a tagsághoz kapcsolódó szabályokat. Azonban fokozatosan kiderült, hogy ez nagyon gyakran nem történik meg. Az egyre nyilvánvalóbbá váló problémák a kínai állam szerepvállalásával, erőteljes gazdasági beavatkozásával függtek össze, ami az egész világkereskedelemre torzító hatással volt (Mavroidis & Sapir, 2021). Elnöksége idején Donald Trump a kínai gazdasági térnyerésre és a játékszabályok megkerülésére reagálva számos kereskedelmi korlátozó intézkedést hozott, amit Kína viszonzott. A kitörő kereskedelmi háború, a szaporodó protekcionista intézkedések a nemzetközi inflációs környezetre ekkor még nem voltak látható hatással.

Az igazi fordulatot a *Covid-19-járvány* kitörése jelentette, amely nagyon élesen mutatott rá a nemzetközi kereskedelem, a globális értékláncok sebezhetőségére, logisztikai, geopolitikai kockázataira, és még a korábbiaknál is élesebben Kína világ-gazdasági súlyára, a világgazdasági rendszerben és az ellátási láncokban betöltött (ellentmondásos) szerepére. Vagyis arra, hogy a hatékonysági szempontokkal szemben, azok mellett mennyire fontos szerepük van a biztonsági megfontolásoknak. A vállalatok és a kormányok is reagáltak az új kihívásra. A G7-csoport országaiban a 2016. évi 0,6-ról 2020-ra 2 százalékra nőtt a GDP-arányos kormányzati támogatás, amelyből a lakosságon kívül jelentős összegek jutottak a vállalkozásoknak is (Economist, 2023a). 2020-ban megugrott a külföldi befektetéseket kedvezőtlenül érintő kormányzati intézkedések (*I. ábra*) és a kereskedelmi korlátozó intézkedések száma is (IMF, 2023:11). A vállalati szférában szintén megjelent a logisztikai és biztonsági kockázatok minimalizálására való törekvés, a cégvezetők döntéseire minden bizonynyal a kormányzati intézkedések is hatással voltak. Az IMF megállapította, hogy

<sup>2</sup> <https://data.worldbank.org/country/china?view=chart> és [https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?most\\_recent\\_year\\_desc=true](https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?most_recent_year_desc=true) alapján saját számítás.

a vállalati prezentációkban 2020-ban látványosan megnövekedett a „reshoring”, az „onshoring” és a „nearshoring” kifejezések száma (IMF, 2023:11). A nagy tanácsadó cégek szintén a geopolitikai hovatartozást is figyelembe vevő „friendshoring” és „nearshoring” növekedését jelzik.<sup>3</sup> A pandémiának azonban erőteljes deflációs hatása is volt, ezért a protekcionizmus növekedésének, az értékláncok megszakadásának, átrendeződésének a költségnövelő hatásai az általános árszínvonal alakulásában még mindig nem látszóttak.

Oroszország Ukrajna elleni háborújának kezdete 2022 februárjában sokszerű hatással járt, és felerősítette a korábbi tendenciákat. A gazdasági biztonság mellett hangsúlyozottan megjelent a politikai biztonság szempontja is. Nyilvánvalóvá vált, hogy az addig zártabbnak, az értékláncokban kisebb szerepet játszóknak gondolt, alacsony participációs indexszel<sup>4</sup> rendelkező nyersanyag- és energiahordozó-exportőr országok szerepe sokkal jelentősebb. A háború kitörése azonnali energiaársokkot okozott, a kőolaj és a gáz ára az egekbe szökött. Az árak később csökkenni kezdtek, de Európa számára a beszerzési források regionális átrendezése, az LNG-terminálok kiépítése, a zöldenergiába történő beruházások tartósan megdrágítják az energiahordozókat. Ez önmagában magasabb inflációs környezetet jelent. 2022-ben látványosan felerősödtek a protekcionista tendenciák: a kormányok biztonsági szempontok szerint vizsgálták és esetenként korlátozták a külföldi befektetéseket, megugrott a kereskedelmi restriktciók száma (IMF, 2023:11). A kormányok sorban fogadták el a hazai ipart hatalmas összegekkel támogató csomagokat. (Néhány példa: Egyesült Államok: Inflation Reduction Act, többek között a hazai termelés támogatására; Európai Unió: Chips Act,<sup>5</sup> a félvezetőgyártás támogatására; Kína: Made in China 2025 Act, a high-tech feldolgozóipar támogatására, de a Koreai Köztársaság, Japán, India és számos más ország is fogadott el hasonló támogatási csomagokat (Economist, 2023).

Mindez az eddig hatékonysági alapon szerveződött értékláncok átstrukturálódásához, sok esetben széttöredezéséhez vezet, jelentős költségnövekedést és ezzel ár-növekedést okozva. Ehhez adódik a Covid-19 idején számos országban alkalmazott keresletbővítési módszer, a helikopterpénz és a fenntarthatóság érdekében hozott

<sup>3</sup> <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2022/12/the-supply-chain-trends-shaking-up-2023.html> vagy <https://www.bloomberg.com/news/newsletters/2022-12-20/supply-chain-latest-predictions-for-2023>

<sup>4</sup> A felhasznált külföldi input + a hazai termelésű input a harmadik országokba irányuló exportban/a bruttó export (százalék).

<sup>5</sup> [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/europe-fit-digital-age/european-chips-act\\_en#the-need-for-eu-action](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/europe-fit-digital-age/european-chips-act_en#the-need-for-eu-action)

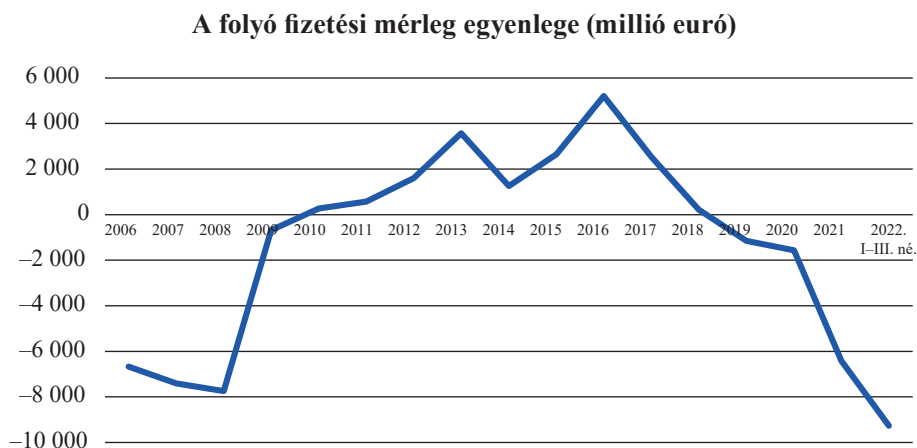
intézkedések, valamint egyáltalán nem utolsósorban Oroszország Ukrajna elleni háborújának árnövelő hatása. A háború gyors befejeződésére – bár nem vagyunk katonai szakértők – nem számítunk, de hatásai még valamiféle békekötés esetén is hosszú távon érződni fognak az energiaárak alakulásában. Oroszország, amely földrajzi, infrastrukturális és gazdaságossági szempontból a legkézenfekvőbb energiahordozó-forrás Európa számos országa számára, ezt a szerepét belátható ideig nem fogja tudni betölteni. Kína 2023 eleji újrainyitása is rengeteg újabb kérdőjelet vet fel: növelheti a globális keresletet és ezáltal az inflációs nyomást. Különösen néhány nyersanyag esetében, mivel a világ kőolajának csaknem egyötödét, a finomított réz, nikkelt és cink több mint felét, valamint a vasérc több mint háromötödét fogyasztja a kínai gazdaság. További inflációs kockázatot rejt a kínai ingatlanszektor (Economist, 2023b) és az a már említett tény, hogy az ország szerepe egyes globális értékláncokban meghatározó. A GVC-kutatások ismert szakértője, Baldwin megfogalmazása szerint Kína az ipari inputok OPEC-je, vagyis Észak-Amerikában vagy Európában sokkal erősebb a kínai inputokra való támaszkodás, mint fordítva (Baldwin & Freeman, 2021). Magyarország esetében egy elbírálás alatt álló cikkben hasonló következtetésre jutottunk, annyival meghaladva az előző kutatások eredményeit, hogy azt is jelezni tudtuk: a kínai függés egyre inkább a kínai tulajdonban működő vállalatok termékeitől nőtt meg, és nem harmadik országbeli multik Kínában gyártott termékeitől (Gáspár et al., 2022). Vagyis a kínai gazdaságról történő leválásnak (decoupling) vagy a függőség csökkentésének a költségei is magasabbak lehetnek a vártnál (Witt et al., 2023 vagy Simchi-Levi & Haren, 2002, jelezve Oroszország Ukrajna elleni háborújának hatásait), ami szintén emeli az inflációt.

Magyarország esetében a kedvező nemzetközi inflációs környezet mellett érdemes még két tényezőt megemlíteni, amelyeknek ugyancsak jótékony hatásuk volt az inflációra és jelentős szabadságot adtak a hazai gazdaságpolitikának. A magyar gazdaság egyre mélyebb beépülése a globális értékláncokba, a hazai leányvállalatok sikeres exporttevékenysége, esetenként a magasabb hozzáadott érték irányába való elmozdulásuk<sup>6</sup> és számos más – írásunk terjedelmét meghaladó – tényező eredményeképpen 2010-től a folyó fizetési mérleg aktívumba fordult, majd a többlet erősen

<sup>6</sup> A szakirodalom megállapítása szerint a globális értékláncokban az előremutató (forward) participációs index hátramutató (backward) indexnél gyorsabb növekedése a feldolgozóiparban, illetve a szolgáltatások területén gyakran a gyorsabb feljebb lépést jelzi. Magyarország esetében a 2007. évi 0,2298 forward participációs index 2017-re 0,2777-re nőtt, s ezt a változást a WTO példaként említi a feljebb lépésre (WTO, 2019:14). Más empirikus vizsgálatok is megerősítik Magyarországot vagy a kelet-közép-európai országokat (lassú, a tevékenységek szintjén vagy regionálisan korlátozott) feljebb lépését, akár egyes kiemelt iparágakban (autóipar) is, többek között például Kordalska & Olczyk (2022), Molnár et al., (2020), Pavlínek (2022) és Szalavetz (2022).

növekedni kezdett. Csúcsát 2016-ban érte el, amikor a szufficit meghaladta az 5,2 milliárd eurót, amely a GDP 4,6 százalékát tette ki. Az aktívum – ha csökkenő mértékben is – de még két évig megmaradt (2. ábra).

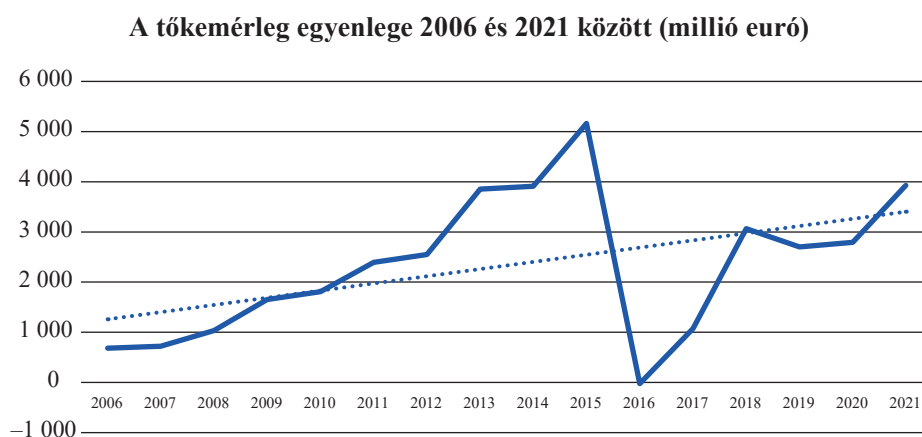
2. ábra



Forrás: KSH-adatok alapján saját szerkesztés. [https://www.ksh.hu/stadat\\_files/kkr/hu/kkr0062.html](https://www.ksh.hu/stadat_files/kkr/hu/kkr0062.html)

Tendenciájában ugyancsak jelentősen nőtt a tőkemérleg pozitív egyenlege, elsősorban az uniós transzferek következtében.

3. ábra



Forrás: KSH-adatok alapján saját szerkesztés. [https://www.ksh.hu/stadat\\_files/kkr/hu/kkr0062.html](https://www.ksh.hu/stadat_files/kkr/hu/kkr0062.html)

E két tényező a fundamentumok oldaláról a forint erősödése irányába hatott, a gyengítés gazdaságpolitikai döntések eredménye volt. Ezek a döntések hozzájárultak az úgynevezett *high pressure economy* fenntartásához s a mélyben egyre erősödő inflációs nyomáshoz.

A kicsi, nyitott Magyarország gazdasága tehát az elmúlt években kegyelmi időszakban működött. Az alacsony nemzetközi inflációs környezet, a folyó fizetési mérleg tartós aktívuma és a tendenciájában emelkedő tőkemérlegtöbblet jelentős mozgásteret engedett a magyar kormányoknak pozitív és negatív értelemben is. Volt mozgástér arra, hogy a hibás gazdaságpolitikai lépéseknek ne legyenek (közvetlen) következményei, de lett volna arra is, hogy régóta halogatott fontos reformdöntések megszülessenek és megvalósítsák őket. A kegyelmi időszak elfedte a magyar gazdaság felszín alatti szerkezeti problémáit, többek között a mélyben egyre erősebben jelentkező inflációs nyomást is.

A tetőt akkor kellett volna megjavítani, amikor sütött a nap. Oroszország Ukrajna ellen indított háborújával a kegyelmi időszak véget ért, zord időjárás köszöntött be. A tető megjavítása sokkal mostohább körülmények között válik szükségessé. A hazai magas inflációt akkor kellene letörni, amikor a nemzetközi gazdasági környezetből is tartós inflációs nyomás érkezik, amikor a folyó fizetési mérleg passzívuma egyre nagyobb,<sup>7</sup> és amikor bizonytalanná vált az Európai Unióból érkező transzferek összege is. A belső inflációs nyomásra ráerősítenek a külső tényezők, a magas infláció a forint árfolyamát gyengíti, amely ugyancsak inflációs hatású. Ördögi kör alakul ki bent a házban, miközben odakint fagyos szelek fújnak és esik az eső.

### Hivatkozások

- Baldwin, R., & Freeman, R. (2021). *Risks and global supply chains: what we know and what we need to know*. Bank of England Staff Working Paper, No. 942. September. Bank of England, London.
- Economist (2023a). *Globalisation, already slowing, is suffering a new assault*. January 12<sup>th</sup>, Elérhető: <https://www.economist.com/briefing/2023/01/12/globalisation-already-slowing-is-suffering-a-new-assault>
- Economist (2023b). *How China's reopening will disrupt the world economy*. January 5<sup>th</sup> <https://www.economist.com/leaders/2023/01/05/how-chinas-reopening-will-disrupt-the-world-economy>
- Eurostat (2022). *Euroindicators. Annual inflation down to 9,2% in the euro area*. Elérhető: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/15725179/2-18012023-AP-EN.pdf/e301db8f-984c-27e2-1245-199a89f37bca>

<sup>7</sup> Az MNB 2022 decemberi Inflációs jelentése szerint GDP-arányosan 2022-ben a folyó fizetési mérleg GDP-arányos hiánya 7% körül alakulhat (MNB, 2022, 58. o.).

- Gáspár, T., Koppány, K., Sass, M., & Shulei, B. (2022). *Foreign trade relations of Hungary with China – a global value chain perspective*. Kézirat, BGE Jövő Értékláncai Kiválósági Központ.
- IMF (2008). *World Economic Outlook*, April. Elérhető: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/Housing-and-the-Business-Cycle>
- IMF (2018). *World Economic Outlook*, October. Elérhető: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>
- IMF (2022). *World Economic Outlook*, October. Elérhető: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022>
- IMF (2023). *Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism*. January 15. Elérhető: <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2023/01/11/Geo-Economic-Fragmentation-and-the-Future-of-Multilateralism-527266?cid=bl-com-SDNEA2023001>
- Kordalska, A., & Olczyk, M. (2022). Upgrading low value-added activities in global value chains: a functional specialisation approach. *Economic Systems Research*, DOI: 10.1080/09535314.2022.2047011
- Mavroidis, P. C., & Sapir, A. (2021). All the Tea in China: Solving the 'China Problem' at the WTO. *Global Policy*, 12(3), April, 41–48, <https://doi.org/10.1111/1758-5899.12925>
- MNB (2022). *Inflációs jelentés*. 2022 december. Elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-digitalis-16.pdf>, letöltve 2022. január 14.
- Molnár, E., Kozma, G., Mészáros, M., & Kiss, É. (2020). Upgrading and the geography of the Hungarian automotive industry in the context of the fourth industrial revolution. *Hungarian Geographical Bulletin*, 69(2), 137–155, <https://doi.org/10.15201/hungeobull.69.2.4>
- Pavlínek, P. (2022). Transition of the automotive industry towards electric vehicle production in the east European integrated periphery. *Empirica*, <https://doi.org/10.1007/s10663-022-09554-9>
- Simchi-Levi, D. & Haren, P. (2022). How the War in Ukraine Is Further Disrupting Global Supply Chains. *Harvard Business Review*, March 17, 2022, <https://hbr.org/2022/03/how-the-war-in-ukraine-is-further-disrupting-global-supply-chains>
- Szalavetz, A. (2022) Transition to electric vehicles in Hungary: A devastating crisis or business as usual? *Technological Forecasting and Social Change*, 184, <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2022.122029>.
- UNCTAD (2002). *World Investment Report 2002*. Elérhető: <https://unctad.org/webflyer/world-investment-report-2002>
- Witt, M. A., Lewin, A. Y., Li, P. P., & Gaur, A. (2023). Decoupling in international business: Evidence, drivers, impact, and implications for IB research, *Journal of World Business*, 58(1). <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2022.101399>
- WTO (2017). *Global Value Chains Development Report 2017*. Elérhető: [https://www.wto.org/english/res\\_e/publications\\_e/gvcd\\_report\\_17\\_e.htm](https://www.wto.org/english/res_e/publications_e/gvcd_report_17_e.htm)
- WTO (2019). *Global Value Chains Development Report*. Elérhető: [https://www.wto.org/english/res\\_e/booksp\\_e/gvc\\_dev\\_report\\_2019\\_e.pdf](https://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/gvc_dev_report_2019_e.pdf)
- WTO (2022/a). *World Trade Statistical Review 2022*. Elérhető: [https://www.wto.org/english/res\\_e/publications\\_e/wtsr\\_2022\\_e.htm](https://www.wto.org/english/res_e/publications_e/wtsr_2022_e.htm)
- WTO (2022/b). *End Year Trade Monitoring Report*. Elérhető: [https://www.wto.org/english/tratop\\_e/tpr\\_e/trdev\\_nov22\\_e.pdf](https://www.wto.org/english/tratop_e/tpr_e/trdev_nov22_e.pdf)

**Benczes István,**  
a Budapesti Corvinus Egyetem Világgazdasági Tanszékének egyetemi tanára,  
a KRTK Világgazdasági Intézetének tudományos tanácsadója

E-mail: istvan.benczes@uni-corvinus.hu

FELTÉTELES SZABADULÁS

Úgy búcsúztathatta az óévet a magyar kormány, hogy elmondhatta: nem veszítette el az uniós forrásokért vívott csatát Brüsszellel szemben. Közvetlenül a határidő lejárta előtt, december 22-én az Európai Bizottság elfogadta azt a partnerségi megállapodást, amely elvben megnyitja az utat az uniós pénzügyi támogatások le-hívása előtt. Nem kevés pénzről van szó, hiszen a 22 milliárd euró értékű kohéziós források mellett, amelyekre 2021 és 2027 között az unió többéves pénzügyi kerete (vagy költségvetése) részeként jogosult Magyarország, további 5,8 milliárdnyi összeg is rendelkezésre áll a koronavírus-járvány negatív gazdasági következményeinek orvoslására életre hívott úgynevezett helyreállítási terv részeként. A két tétel együtt az éves magyar GDP nem kevesebb mint egyötödét teszi ki. A végső fejle-mények ismeretében ugyanakkor nem lehet azt állítani, hogy a magyar kormány egyértelműen nyert volna, hiszen a folyósítás egyelőre csak lehetőség. Forintosítható támogatás csak akkor válik belőle, ha Magyarország teljesíti az uniós intézmények által előírt feltételeket.

Az, hogy az unió feltételekhez köt(het)i a kifizetéseket, természetesen nem volt újdonság a magyar fél számára sem. A Bizottság még 2021 novemberében fordult információkérési igénnyel a magyar (és párhuzamosan a lengyel) kormányhoz a Tanács kondicionalitási rendeletére hivatkozva. Ez leszögezi: „megfelelő intézkedéseket kell hozni abban az esetben, ha (...) megállapítást nyer, hogy a jogállamiság el-veinek valamely tagállamban történő megsértése kellően közvetlenül érinti az uniós költségvetéssel való hatékony és eredményes pénzgazdálkodást vagy az Unió pénz-ügyi érdekeinek védelmét, vagy ennek a kockázata komolyan fennáll” (EU, 2020, 4. cikk (1) bek.).

A lengyel és a magyar kormánynak címzett információkérési igények persze akkor még nem a felfüggesztési eljárás megindítását szolgálták. Nem is szolgálhat-ták, hiszen az EU Bírósága még nem reagált arra a 2021. márciusi magyar és lengyel

beadványra, amely szerint a kifizetéseknek a jogállamisági mechanizmushoz történt kötése összeegyeztethető-e az uniós joggal. A Bizottság az információkéréssel inkább csak azt kívánta tesztelni, hogy a rendelet egyáltalán alapja lehet-e egy ilyen eljárás megindításának a két reinitens állam ellen. A Bizottság két területen kért hangsúlyosan felvilágosítást, ezek a korrupció elleni harc, valamint a közbeszerzések tisztasága, átláthatósága. A magyar fél 2022. január 27-én postára is adta válaszait. A levél, amelyet az állandó képviselők bizottságában Magyarországot megjelentető rendkívüli és meghatalmazott nagykövet jegyzett, egyrésztől sérelmezte, hogy hazánk annak ellenére kapott megkeresést Brüsszelből, hogy a Bíróság még nem döntött az ügyben, így nem is áll(hat)tak rendelkezésre a vitatott jogállamisági mechanizmus alkalmazására vonatkozó iránymutatások, eljárási szabályok. Másrészt a sértettség mellett a válasz értetlenséget is megfogalmazott, amennyiben számonkéri a helyenként homályos, nehezen dekódolható megfogalmazásokat, célzásokat, és több bizottsági felvetést is értelmezhetetlennek minősített. Harmadrészt – árnyaltabb formában bár, de – kinyilvánította, hogy Magyarországnak a kondicionalitások tárgyában nem a szupranacionális Bizottsággal, hanem csakis az állam- és kormányfővel van dolga. Negyedrész válasz is kínál a felvetésekre, amennyiben lényegileg megfogalmazza, hogy minden a legnagyobb rendben van, szó szerint: a „jelenlegi jogi és intézményi keretek [a hatékony és eredményes pénzgazdálkodás] feltételeit teljes mértékben biztosítják” (Válasz, 2022). Olyannyira rendben lévőnek találta a magyar fél a vonatkozó hatályos szabályozást, hogy a közbeszerzési rendszert az unió egyik legszigorúbbjaként aposztrofálta...

A Bíróság időközben (2022. február 16.) elutasította a két visegrádi ország kérését. Közvetlenül az újabb kétharmados Fidesz-győzelem kihirdetése után, áprilisban érkezett a bejelentés – nem kis részben az Európai Parlament nyomására –, hogy a Bizottság Magyarországgal szemben élesíti a jogállamisági eljárást. A Bizottság által megfogalmazott „értésítés” több problémát egészen konkrét formában nevesített. A közbeszerzések terén rendszerszintű szabálytalanságokat, hiányosságokat és gyengeségeket tárt fel, ezeket találta a legsúlyosabbnak. Velük hozta összefüggésbe az összeférhetlenség és a közérdekű vagyonkezelői alapítványok kérdését, és bekerült a bűncselekmények kivizsgálása körüli aggályok problémája is, ideértve az ügyészség kifogásolható eljárásait. Természetesen most sem maradt ki az igazságszolgáltatás függetlenségének ügye sem. Ezeket a Bizottság egyértelműen a jogállamiság megsértésének tekintette.

A nyár állandó üzengetésekkel telt, ám ezek eredménytelennek bizonyultak, az álláspontok bemerevedni látszottak. A magyar kormány ígéretet tett ugyan bizonyos



korrekciókra (amelyeket a Bizottság rendre elégtelennek nyilvánított, hiányolva a kellő elkötelezettséget a megfelelő korrekciós intézkedések iránt), ám egyben tagadta a vádat, amely szerint a hiányosságok és jogsértések rendszerszintűek volnának. Támadta magát az eljárást is, politikai üldözésnek címkézve azt. A Bizottság pedig immáron nemcsak a jogállami elvek sérülése tárgyában levelezett a magyar kormánnyal, hanem kilátásba helyezte a szankcionálást is.

Az Európai Bizottság pozícióját erősítette, hogy júniusban a Tanács is úgy foglalt állást a 2022. évi magyar reformprogramról (és a konvergenciaprogramról), hogy nem érvényesül bennük a független ellenőrzés, s a politika és a gazdaság súlyos összefonódása korrupcióra vezet. Hiába az esetleges gyanú, az eseteket nem vizsgálják ki, nem indul büntetőeljárás. Az intézményi gazdaságtan (és különösen a tranzakciós költségek iskola) tanításait követve a tanácsi jelentés kitér arra is, hogy gazdasági növekedés (amire elvben mind a felzárkóztatási, mind a helyreállítási pénzek fordítandók) csak olyan környezetben várható, amelyben az üzleti vállalkozások kiszámítható, tervezhető működése, gazdálkodása garantálható. Ehhez azonban kulcsfontosságú az igazságszolgáltatás függetlensége. A dokumentum általában is számonkéri a versenyt korlátozó állami túlszabályozást. Ajánlásai között a Tanács felvetette, hogy a magyar kormány „[e]rősítse meg a korrupcióellenes keretet” (Európai Unió Tanácsa, 2022), ideértve különösen az ügyészégi munka hatékonyságát és a közérdekű adatokhoz való hozzáférést. De kérte a bírói függetlenség és a szociális párbeszéd helyreállítását is. A közbeszerzésekre külön is kitért az ajánlás, a verseny élénkítését várva el.

Bár az őszt rendkívül magabiztosan nyitotta az Orbán-kormány, amikor szeptember 13-án kelt levelében arról értesítette a Bizottságot, hogy mindenre kiterjedően rendezte a vitás kérdéseket és a maga részéről lezártak is tekintené az ügyet, ám a Bizottság sem késlekedett a válasszal. Szeptember 18-ai javaslatában gyakorlatilag semmiben sem értett egyet a magyar kormány által kifejtett érvekkel, a megtett intézkedéseket és a beígért lépéseket elégtelennek nyilvánította. A középpontban ezúttal is a közbeszerzési eljárások álltak, különösen nehezményezve az egyajánlatos eljárások kiugróan magas arányát. E pengeváltásnak különös súlyt adott, hogy a Bizottság explicit módon is hivatkozott a hazai Korrupciós Kutatási Központ anyagára, amely a 2005 és 2021 közötti közbeszerzési adatok alapján azt találta, hogy a 2010 utáni időszakban drámaian megugrott azoknak a pályázatoknak a sikerességi rátája, amelyek szoros kapcsolatot ápoltak a végrehajtó hatalommal. A bizottsági javaslat újfent megerősítette a közérdekű vagyonkezelő alapítványokkal szemben tett korábbi aggályait is. Általánosságban is kifogásolta az unió, hogy a magyar kor-

mány nem rendelkezik korrupcióellenes stratégiával, a megelőzéstől a felderítésem át a korrupció visszaszorításáig. Az EU nem kívánt meghátrálni, amit jól bizonyít, hogy november 30-ára már összeállt egy kondíciós lista, amelynek 27 elemére szupermérföldkövekként hivatkozik az unió.

Időközben (november 24.) az Európai Parlament is beszállt a játszmaiba, és jelentősen emelte a tétet. A jelenlévők (573 képviselő) 72,6 százaléka állásfoglalásban minősítette elégtelennek a magyar kormány uniónak tett vállalásait (arról is szót ejtve, hogy a Bizottság sem lépett fel kellő keménységgel a magyar kormánnyal szemben). Jóllehet a parlamenti véleménynyilvánításnak nincs közvetlen következménye, azt világossá tette, hogy az unió nemzetek feletti intézményei totálisan elégedetlenek a magyar fél hozzáállásával. Döntést azonban e tárgyban csakis a kormányközi szervek hozhatnak...

A politikai döntések így az év utolsó hónapjára maradtak. December 12-én jött az áttörés, amikor egyszerre négy témában ültek asztalhoz a felek. Az unió élt azzal a fontos jogával, amit napirend-összeállításnak hívhatunk. Olyan sorrendben tárgyalták ugyanis a Magyarországot érintő kérdéseket, hogy előbb kikényszeríthetővé vált az együttműködés az unió számára fontos kérdésekben (Ukrajna hitelezése és globális minimumadó), majd csak ezután következhetek a helyreállítási alapról és a felzárkóztatási pénzekről való alkuk.

A játszma végén mindkét oldal elégedetten állhatott fel az asztaltól, hiszen Magyarország számára elvi szinten megnyílt a lehetőség a pénz felhasználására. A másik oldal pedig azt hangoztathatta, hogy a magyar kormányt szigorú elbánásban részesítette, hiszen a beragadt felzárkóztatási források kiszabadítását és a helyreállítási pénzekhez való hozzájutást feltételekhez kötötte (lásd Tanács, 2022, amely tételesen veszi végig a feltételeket). A december 22-én kelt partnerségi megállapodásban a Bizottság magabiztosan jelentette ki, hogy annak révén a 2027-ig terjedő költségvetési időszakban Magyarország olyan átfogó beruházásokat valósíthat meg, amelyek érdemben mozdítják elő az energiahatékonyság fokozását, a megújuló erőforrások hasznosítását stb. (e területre körülbelül 6,7 milliárd eurót biztosítva), a gazdasági versenyképesség javítását és különösen a digitális átállás támogatását (további 4,3 milliárd euró összegben), a munkapiac átalakítását, az oktatás minőségének emelését, a hátrányos helyzetűek életkörülményeinek javítását (5,3 milliárd euró).

Az nem újdonság a nemzetközi gyakorlatban, hogy a pénzügyi támogatások fejében egy országnak bizonyos előre meghatározott feltételeket kell teljesítenie. A nemzetközi pénzügyi intézetek az általuk nyújtott hitelekért és segélyekért cseré-

be gyakorta várják el különféle gazdaságpolitikai előírások, elvárások teljesítését. A Nemzetközi Valutaalap és a Világbank az 1970-es évektől kezdődően – miután hitelezési gyakorlatukban a fejlődő világ felé fordultak – szigorú költségvetési és monetáris politikát írtak elő a támogatott részére (keresleti kondicionalitások), illetve olyan szerkezeti reformok végrehajtását várták el, amelyek a beruházások és a gazdasági növekedés fokozását célozták (kínálati és növekedési kondicionalitások).

A feltételeesség ráadásul az Európai Unió gyakorlatában sem példa nélküli. A kohéziós politika fejlesztési forrásaihoz történő hozzáférést már korábban is bizonyos feltételekhez kötötték az unióban. Ezek közül az előzetes feltételeesség jegyében az unió a támogatott féltől elvárta, hogy hazai szabályozását az uniós iránymutatásoknak és stratégiai célmegjelöléseknek megfelelően alakítsa. A cél a pénzfelhasználás hatékonyságának növelése, és mint ilyen, ez a feltételeesség támogató jellegű volt, az intézményépítést szolgálta. Ennél talán szélesebb körben ismert az a másik feltételeesség, amely nem magához a finanszírozott célhoz, projekthez, hanem a makrogazdasági környezethez kapcsolódott. Eszerint az unió felfüggesztheti a felzárkózási pénzek kifizetéseit, ha a tagállam a pénzügyi (értsd költségvetési politikai) stabilitásra vonatkozó uniós előírásokat megsértette.

A jogállamisági mechanizmus hozzákapcsolása a kohéziós kifizetésekhez az EU-ban igazi innováció. Előzetes feltételeesség ide, pénzügyi stabilitási elvárások oda, a kohéziós pénzek elosztása korábban gyakorlatilag automatizmusként működött. A pénzeket felcímkézték ugyan, sőt azoknak az unió közép- és hosszú távú stratégiai céljaihoz kellett igazodniuk (mint legújabban a digitalizáció, a zöld technológia, a körforgásos gazdaság stb.), ám ezt leszámítva a tagállami kormányok különösebb kontroll nélkül költhették el a jobb módú tagállamok adóbevételeit. A Bizottságnak sem kapacitása, sem különösebb ambíciója nem volta arra, hogy közvetlenebbül és pláne rendszerszinten vizsgálja és értékelje a tagállami pénzköltést. Elvárta ugyan, hogy a tagállami gyakorlat a közbeszerzések vagy az állami támogatások területein összhangban legyen az uniós elvárásokkal, de leginkább a be nem avatkozás politikáját követte. Mindezt csak erősítette az a tény, hogy az új évezredbe lépve az unió újraértelmezte és átformálta kohéziós politikáját. Az EU ugyanis célul tűzte ki, hogy az élesedő világgazdasági versenyben az USA és Ázsia méltó partnere legyen. A lisszaboni (majd EU-2020) stratégia e lépésváltás kereteit adta meg. A versenyképességi fordulat levezényléséhez azonban nem rendeltek forrásokat az unió vezetői. Így történhetett meg, hogy a korábban kifejezetten a gazdasági, társadalmi és területi egyenlőtlenségek mérséklésének céljával megalkotott kohéziós politika (lásd különösen az Európai Unió működéséről szóló szerződés 174. cikkét)

a valóságban versenyképesség-javító tényezővé vált (Molle, 2008), szolidaritási instrumentumból eredményorientált beruházási eszközzé transzformálódott (Nyikos & Talaga, 2014). Ezen átállási folyamat során a Bizottság, de a magállamok vezetői is egyszerűen szem elől tévesztették a rendszerváltó és frissen tagállammá vált kelet-közép-európai régió országainak sajátos viszonyait. Magától értetődőnek vették, hogy a jogállami normák követése, a hatékony kormányzás elvei Európa keleti felén is meggyökeresednek majd.

Pedig aggasztó jelek bőven akadtak már korábban is a kohéziós pénzek hasznosítása körül. Könyvtárnyi irodalma van annak, hogy miért nem hasznosultak a felzárkóztatási pénzek az unió perifériáján. A Világbank megbízásából készített kormányzási indikátorok negyedszázadra visszamenőleg kínálnak összehasonlító adatokat a kormányzás több dimenziójában (lásd Kaufmann et al., 2009). Ezen időszak alatt sem Görögország, sem Olaszország vagy Portugália nem volt képes nemhogy érdemben javítani, de még szinten tartani sem a pozícióját olyan területeken, mint a kormányzati munka hatékonysága, a szabályozás minősége vagy a korrupció féken tartása. Az egyetlen sikertörténetnek tekinthető Írország esetében is, amely ma (az egy főre számolt GDP-jét tekintve) az Európai Unió második leggazdagabb országa, a kérdést inkább úgy teszik fel társadalomtudósok, hogy ott vajon hogyan sikerülhetett a kitörés? Az erőforrásatok koncepciója eredetileg a gazdag nyersanyagkészlettel rendelkező (fejlődő) országok azon sajátosságát ragadta meg, hogy nem voltak képesek élni a környezetük adta lehetőségekkel, nem tudták nyersanyagkincsüket a tartós fejlődés szolgálatába állítani. Mára teljesen bevett gyakorlattá vált, hogy az unió államainak sikertelen felzárkózási kísérletét is ezzel a fogalommal írják le. Sőt, ez a problémakör az uniós csatlakozás után nem sokkal már a hazai diskurzusban is megjelent (lásd Váradi, 2006).

A 2010-es évek második felében tapasztalt robusztus gazdasági növekedés ellenére sem reális, hogy Magyarország belátható időn belül felzárkózzon a magországokhoz, gazdasági versenyképessége relatív értelemben még romlott is (Györffy, 2021). Az uniós pénzek nem hatékony központi felhasználása pedig szinte evidencia (Tóth & Hajdu, 2021; Medve-Bálint et al., 2022). Csakhogy a magyar helyzet mégis más, itt – bizonyos értelemben – nagyon is hatékonyan történt meg az erőforrások felhasználása. Az ellenőrizetlenül felhasznált uniós pénzek nemcsak beruházásokat és egy lojális hazai kvázivállalkozói réteg helyzetbe hozását, valamint felemelkedését biztosították, hanem a magyar gazdaság fejlődési pályáját is az államkapitalista modell irányába terelték át. Ebben az uniós fejlesztési pénzek – nagyrészt a piaci allokációs mechanizmust kiüresítve – a függőségek sajátos,

félfeudális viszonyait teremtették meg. Másfelől sikeresen támogattak egy olyan kvázirendszerváltást is, amelyet a kormányfő az illiberális jelzővel illet, s ahol a kétharmados felhatalmazással kormányzó többség a fékek és ellensúlyok formális és informális intézményrendszerét lebontva egy olyan látszat- vagy választási demokrácia konszolidációját valósította meg, amelyben elvben minden a törvényeknek megfelelően működik – hiszen a törvények, ideértve az alkotmányt is, ennek a többségnek az akaratát fejezik ki.

A jogállamisági mechanizmus részeként elfogadott 27 szupermércföldkő kifejezetten látványos fenytésnek bizonyult. Mivel az uniós dokumentumok maguk ismerik el, hogy a korrupció rendszerszinten érvényesül, ekképpen 27 (vagy akár-hány) feltétel teljesítésétől aligha remélhető valódi (értsd: rendszerszintű) változás. Ha ugyanis a Bizottság vagy a kormány- és államfőket tömörítő Európai Tanács komolyan gondolná, hogy létezik olyan valós megoldás, amelyben egyfelől levágják a Nemzeti Együttműködés Rendszerét az uniós köldökszínorról, másfelől viszont nem fosztják meg Magyarországot a neki járó felzárkózási és helyreállítási pénzügyi forrásoktól, akkor a pénzosztás egész filozófiáját, teljes intézményi és adminisztratív hátterét újra kellene terveznie. Az oktatás, az egészségügy, a környezetvédelem területein (hogy csak hármat említsünk a Tanács 2022. évi értékeléséből, lásd Európai Unió Tanácsa, 2022) könnyen azonosíthatók volnának azok a helyi és regionális problémák, amelyeket az unió közvetlenül is felkarolhatna. A szubszidiaritás, sőt a hatékonyság elvére is hivatkozhatna, amennyiben a kormányt megkerülve finanszírozná azokat a projekteket, amelyek garantálnák, hogy nem néhányak személyes jólétét erősítik, hanem egy közösség életminőségét javítják. Az uniós intézmények, ha biztosra kívánnak menni, megcélozhatnák az önkormányzatokat, a régiókat, a civil szervezeteket, a kis közösségeket (ahogyan egyébként erre akad is példa, még ha elenyészően kis arányban is). Közvetlenül is erősíthetnék azoknak a vállalkozóknak az egyre fogyatkozó táborát, akik valóban a piacról élnek, jutalmazhatnák a magas politikai kockázatok ellenére is innovációban, újításban, piacképes termékekben és szolgáltatásban gondolkodó (valóban kis és középméretű) vállalkozásokat. De nem teszik. Sőt ennél sokkal rosszabb választ adnak. Lenullázzák azoknak a tanulni vágyó fiatal egyetemi hallgatónak az álmait, akik most kényszerűen kimaradnak az unió egyik legnagyobb sikertörténetének számító mobilitási programjából, az Erasmusból. Nem szándékolt következményként elidegenít(het)ik azokat a fiatalokat, akik örömmel és nem kevés anyagi áldozatot vállalva egy vagy két szemeszterre külföldre költöznének, ahol nemcsak tárgyi tudásra tesznek szert, hanem személyes tapasztalatokat gyűjthetnek arról, mitől liberális egy demokrácia, milyen a szabad

és független média, mit jelent civilnek lenni, stb. Hogy aztán ezzel a tudással felvértezve itthon bátran kérdezzenek vagy számonkérjenek.

Az Erasmus-pénzek elzárása még akkor is bűn, ha egyébként a Bizottság fenntartásai a közérdekű vagyongazdálkodási alapítványi formában működő 21 felsőoktatási intézmény közbeszerzési gyakorlata és összeférhetetlenségi szabályozása körül méltányolhatók (bár nehezen érthető, hogy ugyanezek az aggályok miért nem merülnek fel az állami fenntartású intézményeknél, lásd még: rendszerszintű hiányosságok). A magyar kutatók (ideértve a doktoranduszokat is) kizárása a Horizont Európa kutatási programból azonban még az előbbi érveléssel sem igazán védhető. Ezeket a pénzeket ugyanis nem politikai kinevezettek osztják. A Horizont Európa forrásait éppen az különbözteti meg az operatív programok juttatásaitól, hogy előbbiekhöz a magyar (vagy bármilyen) kormánynak és kuratóriumnak semmi köze. Ezeket a pénzeket nemzetközi konzorcális együttműködések kapják, amelyek rendkívül kemény versenyben állnak helyt a szokatlanul szigorú (már-már öncélúnak is ható) szabályok betartása mellett. Ezekből a kutatási pénzekből egyebek mellett éppen annak leírását és megértését finanszírozhatná az unió, hogy miért vált autokratikussá/populistává/illiberálissá Magyarország, vagy milyen eséllyel másolhatják akár keleti, akár nyugati uniós tagállamok az orbáni utat, vagy hogy milyen hatással működtethető egy olyan új szabályozási rendszer, mint a jogállamisági mechanizmus, stb.

A magyar kormány valószínűleg jól megvan az Erasmus- és a Horizont-pénzek nélkül is, ezek nagyságrendjükben amúgy is eltörpülnek az egyéb kiszabadított források mellett. Mindeközben gond nélkül kommunikálhatja, hogy a brüsszeli szankciók legújabb áldozatai immáron a tanulni vágyó fiatalok. Amíg a magyar kormány esetében az önérdék és az önhittség együtt formálják a hazai közpolitikát és így a kohéziós politikai döntéseket is, addig az unió döntéshozóitól csak remélhetjük, hogy esetükben a rövidlátás nem párosul cinizmussal is, amikor a hatalmas reputációs veszteség okozásával egyidejűleg kivéreztetik az európai normákat iránytűnek tekintő, jelenlegi és jövőbeni hazai értelmiséget.

### Hivatkozások

- EU (2020). Az Európai Parlament és a Tanács (EU, Euratom) 2020/2092 rendelete (2020. december 16.) az uniós költségvetés védelmét szolgáló általános feltételrendszeréről. *Official Journal L 433I*, 22.12.2020, 1-10. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R2092&from=HU>
- Európai Unió Tanácsa (2022). A Tanács ajánlása Magyarország 2022. évi nemzeti reformprogramjáról, amelyben véleményezi Magyarország 2022. évi konvergenciaprogramját, 417/22 – COM(2022) 614 final. Brüsszel, 2022. június 13. <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-9764-2022-INIT/hu/pdf>
- Györfy, D. (2021). Felzárkózási pályák Kelet-Közép-Európában két válság között. *Közgazdasági Szemle*, 68(1), 47–75. <http://doi.org/10.18414/KSZ.2021.1.47>
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2009). *Governance matters VIII: Aggregate and individual governance indicators, 1996-2008*. World Bank Development Research Group, June 2009. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1424591](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1424591)
- Medve-Bálint, G., Martin, J. P., & Nagy, G. (2022). Céllellentétes következmények? Az uniós források hasznosulása Magyarországon. In: Kolosi, T., Szelényi, I., Tóth, I. Gy. (szerk.): *Társadalmi Riport 2022*. Budapest: TÁRKI, 33-52. <https://tarki.hu/tarsadalmi-riport>
- Molle, W. (2008). Enhancing the efficiency of the EU funds through better coordination. *Society and Economy*, Vol. 30, No. 2 (December 2008), pp. 275-292. <https://www.jstor.org/stable/41472104>
- Nyikos, Gy., & Talaga, R. (2014). Cohesion policy in transition: Comparative aspects of the Polish and Hungarian systems of implementation. *Comparative Law Review*, No. 18, pp. 111-131. <http://dx.doi.org/10.12775/CLR.2014.014>
- Tanács (2022). A Tanács (EU) 2022/2506 végrehajtási határozata (2022. december 15.) az uniós költségvetésnek a jogállamisági elvek magyarországi megsértésével szembeni védelmét szolgáló intézkedésekről. *Official Journal, L 325*, 20.12.2022, pp. 94–109. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/HTML/?uri=CELEX%3A32022D2506>
- Tóth, I. J., & Hajdu, M. (2021). *Political favoritism in public tenders in Hungary. Analysis of the odds of winning*. Working Paper Series: CRCB-WP/2021:1. Budapest: CRCB. <https://www.crcb.eu/?p=2925>
- Válasz (2022). *Magyarország – az uniós költségvetés védelmét szolgáló feltételrendszer – az (EU) 2020/2092 rendelet 6. cikkének 4. bekezdése szerinti információkérés*. Brüsszel, 2022. január 27. <https://www.politico.eu/wp-content/uploads/2022/01/31/Hungary-Jan-27-response-conditionality.pdf>
- Váradi, B. (2006). Miért folyik a csata? Avagy a 8000 milliárd átka. *Élet és Irodalom*, 2006(44). <https://www.es.hu/cikk/2006-11-05/varadi-balazs/miert-folyik-a-csata.html>

**Bod Péter Ákos,**  
a Budapesti Corvinus Egyetem professor emeritusa

petera.bod@uni-corvinus.hu

MEGKÉSETT MAGYAR ALKALMAZKODÁS STRATÉGIAI  
FORDULATOK IDEJÉN

A magyar gazdasági folyamatok elemzését, előrejelzését a szokásos bizonytalanságokon túl különösen megnehezíti két körülmény. Az egyik nem országspecifikus és nem is új, mivel a kelet-közép-európai térség többi országára egyaránt vonatkozik: kis és nyitott gazdaság, és mint ilyen, gazdasági állapota és teljesítményének alakulása erősen ki van téve a releváns külső környezetében zajló gazdasági-kereskedelmi-pénzügyi mozgásoknak. A másik, és esetünkben egy idő óta különösen fontos körülményt az állam gazdasági (túl)súlyában és a gazdaságpolitikának a politika általi dominálásában látom. A két sajátosság és a közöttük feszülő ellentmondás miatt a magyar gazdasági pálya mindig is eltért az általános európai trendektől, de 2023 elején különösen sok egyedi vonás nehezíti az előrejelzők munkáját.

Az első körülmény, vagyis Magyarország külső gazdasági és pénzügyi nyitottsága közismert. A külkereskedelmi nyitottság szokásos mutatói világosan jelzik ezt: például az export/GDP hányados 2021-ben 81 százalék volt, a térségben csak a szlovák adat múlta felül, míg e mutató értéke Csehország esetében 73 százalék, Lengyelországban 58 százalék, Romániában 40 százalék volt. Az adatokból az is látszik, hogy a belpiac jelentősége még a hasonlóan tekinthető országok között is eltérő; a magyar gazdaság a térségi átlagnál is szorosabban kötődik a külpiacokhoz. A külföldi tőketulajdonnak a gazdaságon belüli hányada szintén a kontinens legnyitottabb gazdaságai közé sorolja hazánkat. Újabban a munkaerőpiaci nyitottság indikátorai is növekednek.

A nagy fokú nyitottság tényéből elvileg az következik, hogy a nemzetközi folyamatok a magyar gazdaság mozgási terét erősen meghatározzák. Ennek különösen nagy a jelentősége trendfordulók, a környezetben zajló szakaszváltások idején. A külső determináció mindenképpen jelentősebb mértékű, mint tágabb belpiacú országok esetén, ahol a belső tendenciák jobban kihatnak a gazdasági folyamatok további alakulására.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2023.67.1-2.24>



A másik említett tényező a politika primátusa. Ez is olyan körülmény, amely szakmai elemzésekkel alátámasztható, mutatókkal dokumentálható. A kormányzat maga is lényegileg ilyen módon definiálja a gazdasághoz való viszonyát. Jelen elemzésben ehhez a tényleíráshoz normatív tartalom is kapcsolódik: az állami túlsúly fogalmának használata nyilvánvalóvá teszi a szerző preferenciáit.

A két körülmény között egy idő óta megnőtt az ellentét, emiatt most különösen nagy a folyamatok előrejelzésének a bizonytalansága. A politika logikájának az elsőbbsége ugyanis nem fér meg jól az egzogen gazdasági tényezőkhez való alkalmazkodás imperatívuszával. A jelen politikaalkotási folyamatot nem ismerjük eléggé, az előzmények adnak ugyan bizonyos indikációt a jövőre nézve, ám az ellensúlyozó intézmények gyengesége, hiánya miatt a döntéshozatalt széles körű diszkrecionalitás jellemzi. Ezt mutatja a 2023-as állami költségvetés szokatlan, ez ideig példa nélküli elkészítési módja.

A döntéshozó természetesen azt a megoldást is választhatja nagyvonalúan, hogy rövid távú politikai érdekeit alárendeli a gazdasági ciklushoz és a külső változásokhoz igazított gazdaságpolitika igényeinek, ám dönthet kizárólag a saját politikai agendája szerint, legalábbis, amíg módja van rá. Minél kiterjedtebb az állami részvétel a gazdaságban, a politikai mozzanat annál nagyobb bizonytalanságot visz a folyamatokba. Márpedig a magyar állam tulajdonosként, munkaadóként, gazdasági célú transzferek nyújtójaként, ágazati és árregulátorként jóval aktívabb a releváns országcsoportnál. A közös európai valuta átvételét illetően derogációval él, rögzítetlen árfolyamú valutát működtet. A költségvetés relatív terjedelme nagy (a jövedelemcentralizálás és -újracsztás rátája meghaladja a térségi átlagot). Az állampénzügyi döntések már a rendkívüli jogrend bevezetése előtt is centralizáltak voltak. Ezért a prognóziskészítés során a szokásosnál több figyelmet követelnek a politikai aspektusok.

Eközben a hazai gazdasági szereplők jórészt ugyanazon globális kihívásokkal találkoznak, mint a szomszédos országokban. A rendszerváltozás után intenzíven kifejlődött üzleti kapcsolatrendszer, az uniós tagság előtti évek szoros gazdaságpolitikai koordinációja, majd az EU-tagság miatt a helyi sajátosságok és a kiinduló adottságok eltérései ellenére az új tagországokban a gazdasági szerkezetek mostanra sokat hasonultak. A statisztikák jól mutatják a magyar külkereskedelem európai, sőt közép-európai bekötöttségét: 2021-ben a 119 milliárd eurónyi magyar kivitel fő célországa ismert módon Németország volt (32 milliárd euróval), amelyet Olaszország, Románia, Szlovákia, Ausztria, Csehország követett. Gazdaságunk meghatáro-

zó ágazatai, mint a járműipar, az elektronika, a fémipar, az üzleti szolgáltatások az utóbbi években az Európai Unió többi tagállamával erős szinkronitásban alakultak.

Nemcsak a termelési és a kereskedelmi folyamatok mutattak szoros együttmozgást az európai partnergazdaságokkal, hanem a pénzügyiek is. Ehhez az általános állításhoz azonban megjegyzéseket kell fűzni. A magyar gazdaság pénzügyi rendszerének a mélysége elmarad az uniós átlagtól, így az euróövezetítől nagyban eltérő dinamikájú hitelezési ciklus is kifejlődhetett volna. A 2008-as pénzügyi válságot megelőzően valóban komoly túlhitelezés történt, de azt a 2009-es gazdasági visszaesés nyomán, majd az Orbán-kormány megszorító bankszabályozása hatására gyors banki mérlegalkalmazkodás követte; a 2010 és 2020 közötti időszakban nem voltak hitelezési kilengések, mint ahogy a többi visegrádi országban sem. Az ingatlanáraktól eltekintve a magyar pénzügyi folyamatokban a legutóbbi időkhöz nem mutatkozott feltűnő aszinkronitás a térségi mintákhoz képest. Mostanra azonban mind több, gondot okozó eltérés fejlődött ki, ami árnyat vet a külső pénzügyi és kereskedelmi sokkokhoz (kamatemelkedéshez, cserearány-változáshoz) való alkalmazkodásra.

A kelet-közép-európai térség egészének eléggé kiegyensúlyozott pénzügyi viszonyai mindenképpen figyelemre méltók. Láthattuk korábban, hogy az EU déli peremvidékén a pénzügyi válság utáni alkalmazkodási folyamatok nagyobb varianciával jártak, mint a kelet-közép-európai térségben. A mostani sokkok idején különös jelentősége van annak, hogy térségünk egészét megfelelő makroprudenciális állapotban találják az új fejlemények: a fizetési mérleget megterhelő cserearányromlás, az energia drágulásának és diverzifikálásának a költségtöbblete, a kamatszint emelkedése, valamint a különféle geopolitikai kockázatok gazdasági következményei.

A térség egészében óvatosnak mondható korábbi makrogazdasági politikákat országonként eltérő szempontok motiválták, és a mostani viszonyok sem egyformák. Szlovákia esetében a 2009-es euróátvételtre való készültség jelölt ki feszes pénzügyi pályát; az ország immár az euróövezet ernyője alatt, alacsony forrásköltséggel éli meg a recessziós veszélyeket, az európai inflációs epizód és a nemzetközi kamatszint-emelkedés mostani kihívásait. Cseh- és Lengyelország esetében viszont éppen ellenkezőleg, az euróátvételt illető várakozó álláspontra biztonságos fenntartása volt az, amely konzervatív pénzügyi-költségvetési politikát igényelt; olyat, amelyik nem provokál ki pénzügyi támadásokat, és távol tartja a stabilitási és növekedési egyezmény szerinti külső kontrollt, a többlethiány-eljárás megindítását.

A mostani, ennél törékenyebb magyar pénzügyi helyzet értelmezéséhez fontos felidézni, hogy kulcsmozzanatokat tekintve más a mi esetünk. Nem ok és jelentőség

nélküli az, hogy a korábbi Alkotmány helyébe lépő Alaptörvény 2011-ben nemzeti valutaként nevesítette a forintot. Erre az időszakra esik a Nemzetközi Valutaalaptól való látványos eltávolodás, a magyar országkockázat többszöri leminősítéséhez vezető „unortodox” gazdaságpolitika, az expanzív költségvetéssel való gazdaságélénkítési kísérlet a 2010–2012 közötti időszakban – amíg azután a makrogazdasági mutatók romlása és a külső finanszírozás megdrágulása vissza nem terelte a kormányt a térségi gyakorlat felé. Az egymás utáni Orbán-kormányok a politikai agendát fel nem adva, de az esetből tanulva 2012-t követően figyelembe vették az uniós deficitkorlátot. Ennek tudható be, hogy a nem szokványos politika öntudatos hirdetése ellenére 2013 után a magyar makrogazdasági pálya az új tagországok többségéhez hasonló, azoknál csak némileg lazább prudenciális mutatókat produkált. A politikai klientúrának, a kritikus választói rétegeknek juttatott költségvetési transzferek miatt végül minden egyes esztendő államháztartási hiánnyal zárult, de a deficit megmaradt az uniós limiten belül. Legfeljebb a „nullás költségvetés” gondolatának időnkénti felmerülése jelzett valamiféle halvány, verbális egyensúlyjavító szándékot, amely azonban minden esetben elhalt.

Mindazonáltal a külső kontroll távortartásának motívuma éveken át megővta a kormány gazdaságpolitikáját a nagyarányú költségvetési megcsúsztól. De csak addig, amíg a külső korlátok érvényben maradtak. Amint azonban a 2020-as járvány nyomán az uniós intézmények felfüggesztették a három százalékos deficitcsabályt (igen helyesen, tekintettel a rendkívüli viszonyokra), már csak a tagállamok önfegyelmén múlt, hogyan alakul a költségvetési hiány és a bruttó államadósság. Az olyan önkorlátozás, mint amelyet a cseh politikai osztály tanúsított a fiskális józanság jegyében, vagy a korábbi adósságválság emlékeivel a háta mögött a lengyel vezetés, Magyarországon 2020 és 2023 között nem érvényesült.

Ezeknek az előzményeknek a felelevenítésével eljutottunk a környezetünkben most kirajzolódó szimultán változásokhoz, és bennük a magyar kilátásokhoz. A kihívások hasonlóak, gazdaságunk azonban a térség többi országánál etatistább, inflációsabb, szerkezeti merevségekkel terhelt.

A magyar gazdaság szerkezeti-intézményi hátrányát a sikeresebben modernizálódó új tagállamokhoz képest nem lehet egyetlen mutatóba foglalni. Egyébként is a nemzeti utak szétágazásának következményei nem válnak azonnal láthatóvá. Nálunk már 2010-ben olyan kormányzati rendszerbeli és külgazdasági orientációs változások indultak be, amelyek elvileg a térségbeli országok fejlődési mintáitól való markáns eltérésben is megmutatkozhattak volna. Ha például a „keleti nyitás” valóban teljesíti a nagy bejelentések ígéretét, és érdemben átrendezte volna a magyar

gazdaság piacszerkezetét, akkor a térségi mintától való elfordulás a külkereskedelmi szerkezet, a gazdasági növekedés, a fajlagos anyag- és energiafelhasználás területén már a 2010 és 2019-es konjunktúraciklus során markánsná vált volna. Bár ez nem így történt, de számos minőségi mutató már azt jelezte, hogy a munkatermelékenység, a bérek, az átlagos fogyasztási szint tekintetében komoly a lemaradás a V3-tól, és a romániai szinthez nivellál.

A gazdaság formálisan jó-közepes outputnövekedési adatai által elfedett hatékonysági gondokról sokat elárul, hogy a *rendelkezésre álló jövedelem* mércéje alapján a 11 új tagállam közül a 2021-es adatok szerint Magyarország a kilencedik helyen áll (Eurostat, 2023). Már egy évtizeddel az előtt is a sorrend vége felé, a hetedik helyen volt, azóta az egy főre jutó GDP és a rendelkezésre álló jövedelem vonatkozásában két gyorsabban növekvő balti ország megelőzte, sőt a román jövedelmi adatok is csak hajszállal maradnak el a magyarországiak mögött. A vásárlóerőn számolt, elkölthető mediánjövedelem egy évtizedes alakulása szintén nagyon elgondolkodtató: a magyar adat negyvenszázalékos, azaz látszólag rendben levő emelkedést regisztrált (2021/2011: 1,40), ám három ország több mint kétszeres növekedési indexet mutatott fel (Románia: 2,39; Litvánia: 2,26; Lettország: 2,01). A már tíz évvel ezelőtt Magyarországot megelőző Észtországban is 98 százalékkal nőtt, praktikusán megduplázódott az átlagos helyzetű (medián) lakos jövedelme – ehhez érdemes viszonyítani 40 százalékos növekedésünket! Igaz, jobb, mint a cseh, szlovák, szlovén adat, de azok az országok 2011-ben ugyanúgy előttünk jártak, mint 2021-ben.

A magyar jövedelmi, fogyasztási teljesítmény relatív gyengesége fontos kérdéseket vet fel, hiszen a magyar kormányzati értékelés szerint gazdaságunk gyorsan növekedik: ezzel szokták elvenni a korrupciós gyakorlatot vagy az iparpolitikai irányvételt érő kritikák élet. Ha viszont a növekedés eddig is jól alakult, akkor nehéz értelmezni a hazai reálbér-növekedés, jövedelem-bővülés ütemében kimutatható relatív lemaradást a térséghez képest. Az ellentmondást részben a bruttó állóeszköz-felhalmozás mértéke magyarázza. Politikai körökben gyakran büszkélkedtek a magas beruházási rátával, holott főleg az állami beruházási körben, ahol nincs érdemi árverseny, gyakori lehet a túlárzás. A költségvetési vagy EU-s forrásokból finanszírozott állami óriásprojektek, a tényleges keresletet meghaladó méretű kulturális és sportlétesítmények mind-mind növelik a beruházási teljesítményt és így a GDP-statisztikát, de valószínűtlen, hogy ezek nyomán a nemzeti jövedelem érdemben nőni fog. A versenyhiányos területeken ugyanis járadékjövedelmek képződnek – a munkajövedelmek, a szokásos vállalati eredmények, a költségvetés terhére. A korrupciós gyakorlat vagy egyszerűen a piaci verseny gyengesége miatt a járadékok azonnali

hatékonyságrontó következménye sem csekély, de a növekedési ütemre, életszínvonalra bizonyos késéssel fejtik ki romboló hatásukat (Bod, 2018).

Lehet, hogy a sajátos magyar út idővel jelentős aszinkronitással jelenik meg a makrofolyamatokban is. Egyelőre a kínai, dél-koreai és egyéb, nem európai háttérű nagyberuházások a gumiabroncsok, akkumulátorok gyártása terén inkább megerősítették az európai termelési láncolatokba való beszállítói beágyazódást. További hasonló investíciók nyomán viszont már érzékelhető lehet a beragadás a közepes hozzáadott-értékű tevékenységekbe.

2023 során néhány fontos területen felerősödhetnek a térségi társakkal szembeni különbségek, amelyek már az elmúlt időszakban megjelentek. Ilyen az államháztartás immár tartóssá vált deficithajlama, amely a rendkívül kedvező gazdasági növekedés éveiben is érvényre jutott. A magyar adósságráta a térségi átlagnál jóval magasabb szinten ragadt be, holott a 2013–2019-es konjunkturális időszak királyi utat nyitott volna az örökölt adósság arányának gyors csökkentésére. A politikai népszerűség szempontjait figyelő kormány azonban a költségvetési mérleg kiegyensúlyozására sohasem talált alkalmas időpontot.

A konjunktúraciklus állapotától függetlenül fenntartott államháztartási deficit folyamatosan duzzasztja az aggregált keresletet, emiatt az árszintemelkedés féken tartása akkor is nehezebbé válna, ha antiinflációs mandátumát a jegybank a gazdasági növekedés támogatása fölé helyezi. Ám az elmúlt évtizedet nem ez jellemezte. Az MNB a kedvezményes hitelekkel és az alacsony kamatszint melletti nyilvános elköteleződéssel tartósan ösztönözte a vállalati, háztartási beruházásokat. Így mind a költségvetési, mind a monetáris politika hosszú időn át támogatta az aggregált kereslet növekedését – az pedig felfele nyomta az árszintet.

Az árfolyam-alakulás iránt látványosan érdektelenséget mutató, a „nagy nyomású gazdaság” kétséges teoretikus megalapozású nézetét hirdető jegybank nem okolhatja hihetően a kormánypolitikát a térségi normát jóval felülmúló inflációs ütemért. Az európai környezet 2014 és 2018 között nálunk is alkalmat adott az árstabilitás elérésére és normává szilárdulására. A költségvetési hiány, az árfolyamgyengülés, az infláció mértéke azonban, ha nem is látványosan, de egy árnyalattal rosszabb lett, mint a társainké. Az árszint 2017-től érezhetően kúszott felfele, hogy aztán a 2020-as fogyasztói árindex 3,4 százalékkal, a 2021-es pedig már 5,2 százalékkal jelezze a trenddé válást. Ezzel jutottunk el 2022 végén az uniós rekordot hozó pénzromlási mértékig.

A GDP 70 és 80 százaléka közötti államadósság-hányad szintén olyan, amely miatt korábban nem szólaltak meg vészcsengők, pedig tudni lehetett, hogy az új tag-

államok között (versenyben csupán Horvátországgal) a magyar adat a listavezető. Az Európai Bizottság 2022-es konvergenciajelentése a magyar államadósság fenntarthatósági kockázatát közepesnek minősítette, eltérően például a cseh állapottól (EC, 2022). Ez a megállapítás még azelőtt született, hogy látni lehetett volna a magyar költségvetési hiány újabb, 2022-es megcsúszását, a nemzetközi és hazai kamatszint jelentős megemelkedését.

A kormányzati érvelés az szokott lenni, hogy a magyar államadósságnak a GDP-hez mért aránya az uniós átlag körül vagy az alatt van. Ez igaz, csak hogy a finanszírozási teher jóval nagyobb az uniós átlagnál. A magyar államadósság szuverén kockázati besorolása *BBB* vagy annak megfelelő, a magyar állampapírokat az „emerging market” kategóriába sorolják a tőkepiacon. Annak megfelelő a piaci hozamelvárás, amint ezt a 2023 legelején kibocsátott magyar állampapírok piaci felára mutatta. Az Államadósság Kezelő Központ összesen 4,25 milliárd dollár értékű kibocsátásánál az 5, 10 és 30 éves futamidejű kötvények 6 és 7 százalék közötti kamattal keltek el, 240, 280 és 325 bázisponttal haladták meg az amerikai kötvények aznapi hozamát. Ezek a számok jelzik a piaci forrásokhoz való hozzájutás realitárait 2023 elején; a potenciális uniós hitelforrások pénzügyi költségeivel összevetve hatalmas a kontraszt.

### Az államadósság-szolgálat kamatterhének előrejelzése

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Adósságszolgálati kamatkiadások milliárd forintban	1 408,1	2 105,2	2 498,7	3 294,2	3 336,60	3 246,90
Kiadási főösszeg milliárd forintban	21 795,3	25 522,3	28 114,7	26 491,3	26 185,31	26 722,60
Adósságszolgálat a kiadások százalékában	6,5	8,2	8,9	12,4	12,7	12,2

*Forrás:* Pénzügyminisztérium.

A mintegy egynegyed részt deviza, háromnegyed részt forint összetételű államadósság kamatköltségei a megelőző évek rendkívüli kedvező viszonyaihoz képest 2022-ben nagyot emelkedtek. A drágulás folytatódik, az arányok is változóban vannak: az Államadósság Kezelő Központ a devizaadósság határát 20 százalékról 30 százalékra emelte. A lejáró állampapírok pótlásakor, megújításakor a folyamatos átárazódás miatt a korábbinál akkor is nagyobb kamatterh helyeződik majd az

államháztartás kiadási oldalára, ha a nemzetközi és hazai kamatszint 2023 során és azt követően nem növekedne tovább. Az adósságszolgálat nem diszkrecionális kiadási tétel; éppen azokban az években okoz kemény kiszorító hatást, amikor a külső környezetünkben egyszerre több folyamat vesz új irányt (energiaátállítás, védelmi kiadások növekedése), és a megrázkódtatások kezeléséhez szükség lenne költségvetési tartalékerőre.

Az államháztartásnak vannak kamatbevételei is, azok azonban eltörpülnek az államadósság kamatkiadásai mellett. A hivatalos kamatkiadási előrejelzés sok bizonytalanságot tartalmaz, főleg a későbbi évekre vonatkozóan, de a nettó kamatmérték bizonyosan jelentősen romlik. Ráadásul ezekben az években kerül be az államháztartás kiadásai közé az MNB vesztesége is.

A 2020-tól három év alatt felgyűlt adósságnövekmény a legrosszabbkor, recessziós időszak beálltakor lép fel finanszírozandó tételként. A hiány féken tartásához a kormány 2022 nyarától a közvetett adók emelésének sorozatát indította el, különféle fantázianév alatt, mint az „extraprofitadók” esetében. Az adóemelés eleve ront a gazdasági dinamikán, szembe megy a recesszió idején ajánlott észszerű gazdaságpolitikával. Mégis új adóemeléseket is kikényszeríthet 2023 során a deficit előnytelen alakulása, például, ha az állami beruházásokat a gazdasági folyamatok tehetetlenségi ereje vagy primer politikai beavatkozás miatt nem sikerül a tervezett módon visszafogni. Főként elkerülhetetlenek az újabb elvonások, ha a betervezett uniós források késnek, jelentős tételek kiesnek – annak pedig nagy az esélye.

A különös makrogazdasági helyzet kialakulásáért legfőképpen a politika dominanciája okolható. Míg a 2020-as deficit mértéke (de nem szükségszerűen a többletkifizetések célja és elköltési módja) a gazdaság járvány miatti leállásával indokolható volt, a 2021-es deficit már a helyreállítás növekedési szakaszára erősített rá indokolatlanul. A gazdasági ciklus alakulása nem igényelt volna élénkítést, a politikai kalkuláció azonban más volt: a 2022. április elején tartott országgyűlési választást megelőző három negyedévre nagy fogyasztásnövekedést, beruházási aktivitást, hangulatjavító intézkedéseket rendelt meg a politikai vezetés.

Így állt elő a súlyos kontraszt a legtöbb európai országhoz képest, ahol a járvány utáni helyreállítással járó áremelkedést észlelve 2021-ben a keresletnövelő intézkedésekből már inkább visszavettek. Az európai gazdaságokban előbb érvényesültek az új energiaárak, amelyek politikai népszerűtlenséget okoztak ugyan, de beindították a lakossági és üzleti alkalmazkodást. Az orosz invázió 2022 februárjában drámai helyzetet teremtett, egyszerre vált kritikus gazdasági érdeké és ellátásbiztonsági szükségszerűséggé az orosz energiafüggésről való leválás. Az árhatások és a járulé-

kos hatósági erőfeszítések nyomán meglepő határozottsággal és gyorsasággal haladt előre az Európai Unióban az orosz energiaforrásoktól való függetlenedés folyamata. Ezzel szemben a magyar vezetés késlekedve reagált az új viszonyokra, sőt regresszív döntések is születtek. A politikai indíttatású költségek rágyorsított az inflációs trendre, így már 2021 nyarán évek óta nem tapasztalt árindexek jelentek meg. A gazdaságilag észszerű válasz az állami többletkeresletet generáló projektek szűkítése, a kiadásösztönző programok leállítása vagy elnapolása lett volna, ehelyett visszanyúltak egy korábbi gazdasági-társadalmi rendszer eszköztárához, az állami árszabályozáshoz. Ez kiterjedt az építőanyagokra, a pénzügyi termékekre, 2021 novemberében a motorüzemanyagokra, 2022 elején az élelmiszerek kiválasztott körére. És főként érvényben maradt, sőt egyértelmű politikai megerősítést nyert a választások előtt a háztartások, önkormányzatok számára a rezsidíjak befagyasztása.

Amíg tehát az EU-ban erőteljes csökkenésnek indult az energiafelhasználás, átalakult az energiamix, lendületet vett az ellátás diverzifikálása, addig a magyar termelési és importfolyamatok egészen a 2022. áprilisi választásokig a korábbi pályán haladtak, sőt a döntéshozatal tehetetlensége folytán még jó ideig azt követően is. A makrogazdasági folyamatok túlfutása mellett rontott a helyzeten a piaci mechanizmusok meggyengítése is: a hatósági árszabályozás mindig korlátozza az áralkalmazkodást. A hazai szakmai kritikák nem hatottak. A hatósági árrögzítések ügyét a Nemzetközi Valutaalap szokásos éves felülvizsgálatáról készült dokumentum is tárgyalta, és azt javasolta, immár az orosz–ukrán háború elhúzódását érzékelve, hogy a kormány szüntesse meg vagy lazítsa az energiaár-plafonokat, ezzel is ösztönözve az energiatakarékosságot, az import csökkentését és a kapcsolódó költségvetési kiadások mérséklését (IMF, 2022). Az IMF elemzése kimutatta, hogy az árplafonok növelik a gazdaság egyensúlytalanságát, a politikai alapon kiválasztott élelmiszerek ársapkája nem hatékony eszköz az élelmiszer-infláció ellen, hiszen a forgalmazók a veszteségeiket a többi élelmiszer árának megemelésével kompenzálják. Ez természetesen ismert volt a szakmában, és biztosan jól tudták az IMF-delegációval konzultáló magyar tisztségviselők is. Ám ők nem döntéshozók; akik pedig döntöttek, a vélelmezett politikai haszon szerint ítélték meg az ügyet.

Ilyen előzmények nyomán került 2023-ra a magyar gazdaság az ikerdeficit kellemetlen állapotába. Különösen abszurd a benzinár ügye. A 2021. novemberi szinten befagyasztott árú üzemanyagok forgalma meglepően mértékben felfutott, és egy éven keresztül növelte az importigényt, miközben Európa összes országában mérséklődött az üzemanyag-vásárlási volumen, részben stratégiai megfontolásokból, főként pedig az import drágulására adott észszerű gazdasági reakcióként. Nehezen



érthető, és csak a döntéshozatali késlekedésekkel magyarázható, hogy az árrögzítést a megnyert választásokat követően még fél évig nem oldották fel. A fogyasztók a maguk szempontjából teljesen logikusan reagáltak az árkedvezményre: növelték vásárlásukat benzinből, dízelből.

Az európai országok azonban azért is engedték rá – teljesen vagy átmeneti adókedvezményekkel tompítva – a piaci energiaárakat a végfogyasztóra, mert a globális árdrágulás miatt a nettó importőr országoknak különösen fontos, hogy kevesebb energiahordozót kényszerüljenek megvenni. A nemzetközi cserearányok előnytelen alakulása még erős exportképesség mellett is komoly jövedelemrontó tényező. A cserearányromlás káros hatásait Magyarország sem kerüli el, ezt jelzi a külkereskedelmi egyenleg zuhanásszerű romlása. Az Eurostat adatai szerint 2022 novemberében az EU egészét tekintve a közösségen kívüli külkereskedelemben a deficit 17,7 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit, a magyar hiány növekménye toronymagasan a legnagyobb volt: 2021 novemberéhez képest 74 (!) százalékkal nőtt a deficit a harmadik országokkal folytatott külkereskedelemben.

### **A bizonytalan jövő**

Láthattuk, hogy a 2020-as, majd a 2022-es újabb külső sokk, valamint a belpolitikai ciklusforduló együttes hatására 2022 végére ismét erőteljesen megbomlott a magyar gazdaság egyensúlya, néhány vonatkozásban újratermelődtek a 2008 előtti költségvetési-monetáris feszültségek. Mégis többségben vannak a különbségek; ezek elemzéséből az vonható le, hogy jelenleg kisebb a közvetlen, rövid távú külső pénzügyi sérülékenység, ugyanakkor újfajta belső merevségek szolgáltatják ki a gazdaságot az egzogén változásoknak.

A szerkezeti alkalmazkodás gondjait növelte, hogy más gazdaságoktól eltérően a magyar iparban hosszabb időn át megemelkedett az anyag- és energiaigényes tevékenységek aránya: az ipar energiafelhasználása 2010 és 2020 között 46 százalékkal nőtt, a felhasználás több mint fele (orosz) földgáz és olaj (IEA, 2022). Az alternatív energiaforrásokra való átmenet hosszadalmas, lassú folyamat, az ingatlanvagyon és az autópark energiahatékonysági jellemzői igencsak elmaradnak az uniós szinttől.

A másik merevség politikai-intézményi eredetű: az állami döntési jogok extrém mértékű centralizáltsága miatt jelentősen visszaszorult a piaci alkalmazkodás tere. A döntési hatáskörök egy központba gyűjtése elvileg a gyorsabb döntést és az alkalmazkodást szolgálná, de a versenymechanizmusok háttérbe tolásával a gazdasági

szereplők alkalmazkodási képessége és az állami működés hatékonysága egyaránt romlott, amint azt számos mértékadó nemzetközi felmérés kimutatja.

A kétféle merevséget a hatékonyság is megsínylette. Ezt jelzik a nemzetgazdaság minőségi indikátorai: a termelékenység, a termelés hozzáadottérték-hányada, a lakossági jövedelmi és fogyasztási szint, a képzettségi állapotváltozók. A következők közé sorolható az inflációs hajlam is, amelynek ismert, politikailag motivált keresletoldali okán túl egy sor szerkezeti tényezője van, nevezetesen az elégtelen verseny, a járadékjövedelmek kiterjedtsége, a térséghez képest nagy adóhányad, szabályozási merevségek. Így 2023-ban a magyar inflációs folyamatok nem tudnak olyan gyorsan normalizálódni, mint a többi tagországban, így a kontraszt még erősebbé válik. Félő, hogy a külső egyensúlyi mutatók (külkereskedelmi és fizetési mérleg, cserearányok) sem normalizálódnak olyan gyorsan és olyan mértékben a 2021–2022-es sokk után, mint az árrugalmasabb piacgazdaságokban.

Ugyanakkor a rezsitarifák tartós rögzítésének hirtelen feloldását 2022 őszén telén gyors mennyiségi alkalmazkodás követte a lakossági, közületi, vállalkozói oldalon, példát adva arról, hogy a magyar gazdaság, a társadalom előnytelen körülmények, elégtelen felkészülés mellett is képes rugalmasan reagálni a piaci ösztönzőkre. Az állami intervenció gyakorlatának fennmaradása, a kormányzati mikrogazdasági menedzselés folytatása pontosan az ilyen alkalmazkodási képességet gyengíti.

Márpedig, ha egy ennyire nyitott országban a külső trendfordulókhoz való igazodás lassú, elhúzódó és sűrűlódásokkal teli, akkor a finanszírozási gondok csakis az elkerülhetetlennél mélyebb recesszió révén oldhatók fel. Ilyen tapasztalatot szerezünk 2008–2009-ben. Jó lenne minél kisebb reálveszteséggel átjutni az új körülmények közé. Az előttünk álló időszak nagy ismeretlenjei közé tartozik, hogy a struktúrák bemerevedése folytatódik-e, vagy sem. Az új tagországok gazdasági fejlődési pályáiból lehetne tanulni adaptálódást.

**Hivatkozások**

- Bod, P. Á. (2018). Bérek, profitok és járadékok harca a mai Magyarországon. *Századvég*, 88, 51–76. o. [https://transparency.hu/wp-content/uploads/2018/09/SZV\\_88\\_beliv\\_nyomda.pdf](https://transparency.hu/wp-content/uploads/2018/09/SZV_88_beliv_nyomda.pdf)
- Eurostat (2023). Income inequality across Europe in 2021. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/w/DDN-20230113-1>
- Európai Bizottság (2022). *Convergence Report*. [https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2022-06/ip179\\_en.pdf](https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2022-06/ip179_en.pdf)
- International Monetary Fund (2022). *Hungary: Staff Concluding Statement of the 2022 Article IV Mission*. November 18. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/11/18/hungary-staff-concluding-statement-of-the-2022-article-iv-mission>
- International Energy Agency (2022). *Hungary 2022. Energy policy review*. September <https://iea.blob.core.windows.net/assets/9f137e48-13e4-4aab-b13a-dcc90adf7e38/Hungary2022.pdf>
- Pénzügyminisztérium (2022). *Makrogazdasági és költségvetési előrejelzés, 2022–2026*. <https://cdn.kormany.hu/uploads/document/5/51/51afdd0438226025524344bbab05835f7e2c6018.pdf>

**Csaba László,**  
a Magyar Tudományos Akadémia rendes tagja

E-mail: csabal@ceu.edu

ÚJ VILÁGGAZDASÁGI KORSZAKVÁLTÁS?

Közel fél évszázada, hogy a magyar közgazdasági gondolkodás akkoriban meghatározónak számító képviselőinek egyike, *Bognár József* az esszéketében (Bognár, 1976) bevezette ezt a fogalmat. Felvetésének lényege úgy összegezzhető, hogy a relatív árak tartós megváltozása – ami akkoriban az olajár megnégyszereződését jelentette a világpiacon, és az orosz olaj árának ehhez történő fokozatos közelítését – csak a dolgok felszíne. Ennél mélyrehatóbb folyamatok zajlanak a kor világgazdaságában: a technológiai fejlődés új szakasza a számítástechnika térnyerésével, a természeti erőforrások korlátos voltának felismerése, a világ élmezőnye és a szegénység kihívása. Mindezek hatására *a hagyományos gazdasági növekedési modell ellehetetlenül, Keleten és Nyugaton egyaránt*. És a keleti blokk – a kor reményeire rácsafolva – nem véd meg ettől.

Mind a diagnózis, mind a terápia sok tekintetben ismerős lehet. Olyan időszakban élünk, amikor e kérdések ismét időszerűek. Újfént megjelent – ugyancsak az 1970-es évtizedet idézve – a minden gazdasági berendezkedés rémének számító infláció, a vállalatok, a kormányzatok és a háztartások gazdasági számításait rendre keresztülhúzó, romboló folyamat, amelyet a gazdaságtörténetben eddig sohasem lehetett áldozatok nélkül, netán kormányzati parancsszóra megfékezni.

A világ persze gyorsan változik. A Brent típusú kőolaj ára már 2022 szeptemberében a háború előtti szintre esett, és ezen a – sokakat aggasztó – alacsony szinten stabilizálódott. E sorok írásakor a Brent 79 dolláron, a WTI 74 dolláron áll,<sup>1</sup> ami nagyjából a fele az elemzők egy része által előre jelzettnek. Hasonló a helyzet a földgáz és a többi nyersanyag esetében, kivéve az elektronikában használt ritkafémek, például a lítium által alkotott kört. A világgazdaság növekedése lelassult, de szó sincs visszaesésről: a 2021. évi 6-ról tavaly 3,2 százalékra mérséklődött, 2023-ra 2,7 százalék az előrejelzés, miközben egyes országokban – köztük Németországban, Olaszországban, Svédországban, a háborús feleknél – jelentősebb recesszió várható

<sup>1</sup> Portfolio.hu, 2022. december 19.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2023.67.1-2.36>

(IMF, 2022). Mindebből látható, hogy Ukrajna orosz lerohanásának kísérlete nemcsak katonai értelemben omlott össze, hanem *a globális gazdaság szempontjából nézve is elszigetelt jelenség maradt*. A szankciók Oroszországot sújtották, esetleg néhány ott aktív, arra építő termelőt és befektetőt, de a világgazdaságot nem ez rázta meg. Bár a szankciók hatásáról vita folyik, de nem kérdéses, hogy sem az európai, sem a világgazdaságot nem ezek a – korlátozott hatókörű – intézkedések bizonytalánították el, hanem nagyobb léptékű átalakulásoknak vagyunk tanúi. A szankciókkal ezért e helyütt nem is foglalkozunk (lásd bővebben, interdiszciplináris közelítésben Szanyi et al., 2023; Györfly, 2023). Viszont van egy egészen más, hosszú távú trendforduló, amiről érdemes beszélni.

Mi értelme új világgazdasági korszakváltásról értekezni? Mint fél évszázada, most is a globális pénzügyi rendszer megváltozása az, ami egyszerre oka és jele is az átalakulásnak. Az 1970-es években a Bretton Woodsban kialakított aranydevizarendszer felbomlásának következményeivel szembesültek a résztvevők. A szabadon lebegő árfolyamok rendszere – vagy a *Triffin* (1978) nyomán nemrendszernek hívott berendezkedés – azonban nem hozott általános egyensúlyt (időszerűségéről lásd Bordo & MacCauley, 2017).

A jelen helyzetet az egyszerűség kedvéért *az akkori tükröképének* tekinthetjük. A kiindulópont ugyanis a szakma meghatározó szereplőinek a legutóbbi időkig kitartó, egybehangzó vélekedése szerint (lásd Blanchard & Summers, eds., 2020) az volt, hogy az infláció döglött ló, az egyetlen valós veszély a defláció. Ezt a szakértők számtalan tényező egyirányú hatásának tulajdonították. Ezek között kiemelt jelentősége van a várakozásoknak, a műszaki fejlődés árletörő hatásának, a globalizációból adódó versenynek és természetesen a szakszervezeti mozgalom széteséséből fakadó bérmérsékletnek is. Ebből is következik, hogy eluralkodott a költségvetési politika aktív szerepét, a közadósság magas szintjének természetes voltát, a megszokottnál rendre nagyobb hiány elviselhetőségét hirdető felfogás. Az a közelítés pedig, amely a fő veszélynek az inflációt tekintette, az elméletörténet múzeumába utalhatónak tetszett.

*Ezt a helyzetet nem a Covid-válság, hanem az ezt követő időszak tapasztalata irta felül.* A vártnál sokkal gyorsabb gazdasági visszapattanás alól kevés kivétel akadt. Mint láttuk, 2021-ben a világgazdaság a trendérték fölött bővült. A közkeletű felfogás szerint ez a váratlan jó nyeresemény váltotta ki az árak emelkedését, amely természete szerint rövid távú és mulékony, az előző bekezdésben hivatkozott kötet érveinek megfelelően.

Mivel a közgazdaságtan tárgyánál fogva nem kísérleti tudomány, ritka az olyan alkalom, amikor többet tudunk mondani annál, mint hogy adott feltevések mellett a levezetés helytállónak bizonyult-e, vagy sem. Most éppen azon ritka esetek egyike állt elő, amikor *az elméletben megfogalmazott tételt közvetlenül a gyakorlat ellenőrzésének lehet alávetni.*

A fenti, többségi álláspont hívei szerint az infláció mulékony, átmeneti jelenség. A felsorolt tényezők az átmeneti árszínvonal-növekedést visszatérítik a megelőző bő évtized medrébe. Ez logikusnak tűnt ugyan, de mégsem ez történt. Érdemes átgondolnunk, miért, hiszen annyira egyértelműnek tetszett, hogy a szakmai közmegegyezés szerint a negatív kamatok – köztük a névleges kamatszint zéró körüli értéke – és a rendszeres fiskális túlköltekezés tekintendő „új normalitásnak”, nemcsak néhány hónapra, hanem korszakos szinten is. Ennek az „új normalitásnak” a kora ért most véget 2022–2023 során. Sokszor idézzük *Jerome Powellnek*, a Fed elnökének az ironikus megjegyzését, amely szerint a *transitory* kifejezést érdemes törölni az angol nyelvből, mert esetleg valaki úgy érti, hogy magától elillanó jelenséget ír le.

Az is sokat mond, hogy a hagyományos felfogás egyik lehangosabb ellenfele közéleti megszólalásai sorozatában, 2021 augusztusától–szeptemberétől éppen *Lawrence Summers* volt. Ő nemcsak a Harvard Egyetem elnökeként, hanem a Világbank főközgazdászaként és *Clinton* pénzügyminisztereként is kipróbálhatta magát, vagyis az elmélet és a gyakorlat ma már ritka párosát testesíti meg. Érdemes emlékeztetni arra, hogy *Summers* és *Powell* között a vita Ukrajna megtámadását fél évvel megelőzően zajlott le, amikor az éledező inflációt nem lehetett az európai uniós szankciók nyakába varrni.

Miről van tehát szó? Sajnos nem tudunk új elmélettel szolgálni, bár mint a németek mondják, az új többnyire a jól elfelejtett régi. Nem szégyen az egykori közgazdasági Nobel-émlékdíjas *Milton Friedman* magyarul is olvasható fejtegetését (Friedman, 1986) idézni, amelyben a következőképp érvel. Sem a rendszeres állami túlköltés, sem a laza pénzpolitika nem okoz inflációt a stimulust közvetlenül követő időszakban, különösen akkor, ha a szereplők az árstabilitáshoz szoktak. Az idő múlásával azonban szembesülnek azzal, hogy a forgalomban lévő pénz mennyisége jobban nőtt, mint az árukínálat. Ekkor lassan, de feltartóztathatatlanul növekedésnek indul az árszínvonal, hiszen van miből költeni. Mi több, mind az árak, mind a bérek tekintetében a megemelt árszintből indulnak ki, ekkor pedig külön rádolgozás nélkül is gyorsul az árak emelkedése.

*Friedman* arra figyelmeztet, hogy *míg az infláció elindításához nem szükséges nagy elhatározás, a leállításához annál nagyobb erőfeszítések szükségesek, és a*

reálgazdasági áldozat sem kerülhető el. Hiszen könnyen belátható, hogy a hol növekvő, hol visszaeső kereslethez alacsonyabb szintű termeléssel és foglalkoztatással lehet alkalmazkodni, mint ha a stabil pénzkínálat mellett sem a túl-, sem az alulteljesítés nem történt volna meg. Végző fokon ebből a felismerésből következik a jegybanki függetlenség követelménye. Ezt erősíti a politikusok rövid távhoz kötődő érdekeltsége, vagy ahogy *Kydland & Prescott (1977)* Nobel-émlékdíjat érő cikkében átkeresztelte, az idő-inkonzisztencia.

Hogyan vonatkozik mindez a mai helyzetre? Meglehetősen közvetlenül. A 2008–2009. évi nemzetközi pénzügyi válság után általánossá vált az *Olivier Blanchard* által sok éve képviselt nézet, amely szerint a költségvetési politika eszközeivel lehet és érdemes is a kínálatot élénkíteni. Az egynél rendre nagyobb multiplikatort feltételezve a megszorítás jelentős visszaesést, a túlköltés viszont pótlólagos növekedést eredményez. Ez az összefüggés kis, nyitott gazdaságokra sosem volt érvényes ugyan (Erdős, 2006), de ha a világgazdaság egészét egyetlen zárt gazdaságnak tekintjük, akkor elvontan akár igaz is lehetne. Mi több, a Covid-járvány kitöréséig terjedő időszakban, vagyis egy évtizeden át az adatok ezt látszottak alátámasztani.

Jórészt ezen alapult az a gyakorlat, hogy 2020–2021-ben a költségvetési politika eszközeivel számolatlanul öntötték a pénzt a gazdaságba, a költségvetési és a pénzpolitika párhuzamos lazaságát pedig adottságnak vették. Ez jelent meg sok minden mellett az Európai Központi Bank korlátlan likviditásteremtési gyakorlatában és az Európai Unió fiskális szabályainak felfüggesztésében – ami 2024-ig biztosan érvényben marad –, a lényegében bármekkora hiányok tolerálásában, az államadósság rátája csökkenését előíró szabályok, azokat elérő intézkedések jegelésében.

Az Egyesült Államokban a Fed sok éven át negatív reálkamata mellett a Trump-kormányzat extralaza költségvetési politikát folytatott. Míg 2018-ig az akkor még tartós növekedés közepette a szokásos három százalék fölött volt a GDP-arányos hiány, OECD-adatok szerint 2019-ben 6,7 százalékra, majd a Covid-járvány első évében, 2020-ban 14,9 százalékra nőtt, ezt követően 2021-ben 12,1 százalék, 2022-ben pedig 4,1 százalék volt, ami a fentiekkel összhangban értelmezhető csak. Az adósságráta ennek megfelelően alakult: 2013-ban lépte át a GDP értékét, 2019-ben annak 108, 2020-ban 133 százaléka, 2021-ben 126, 2022-ben 122 százaléka volt az OECD adatai alapján – míg az EU értéke 86,4 százalék, az euróövezeté 95,6 százalék volt. Ezek a számok – a közismert, régóta tartó negatív kamatok mellett – egyértelművé teszik, hogy *a döntéshozók megfélekedtek Friedman intéséről, és a Blanchard képviselte neokeynesianus irányzatnak adtak hitelt.*

Könnyen belátható, hogy a 2019–2022-es időszakban a korlátlan költelekezés irányzata volt jellemző. Konkrétan: mind a monetáris, mind a fiskális ágon számolatlanul dőlt a pénz a gazdaságba. A visszaesés azonban nem ettől szűnt meg, hanem a lezárások és különféle korlátozások feloldásától. A termelés 2021 végére csak a 2019. évi szintet érte el, miközben a pénz mennyisége nem kevéssé nőtt meg – makroszinten is. A munkanélküliség szintje történelmi mélyponton van: az Európai Unióban 6 százalék, az euróövezetben 6,6 százalék, az Egyesült Államokban 3,7 százalék – ezek vélhetőleg a NAIRU, a természetes ráta alatt vannak, és a már folyó monetáris szigorításra nem reagáltak. A korábbi válságokkal szemben a legfőbb különbség (O’Rourke, 2018) az, hogy a központi bankok egyeztetett fellépése és a nyílt világkereskedelmi rendszer – a piaci hozzáférés – közös erővel történt megőrzése megelőzte a nagy válság időszakának önmagát erősítő elzárkózását. Ezért nem lett se mélyebb, se pedig tartósabb a Covid-válság, de a megelőző visszaesés sem.

Mindebből nem következik, hogy az újraéledt infláció ellen fel lehetne lépni úgy, hogy annak egyáltalán ne legyen reálgazdasági – növekedési és foglalkoztatási – költsége. A gondot épp az jelenti, hogy a „kövér” éveket a legtöbb nagy gazdaságban nem használták fel a költségvetés konszolidálására – úgy, ahogy az a klasszikus keynesi felfogásból következne. Most viszont a várakozásokban nem szerepel defláció, az ébredés tehát kellemetlen. Az államháztartás pénzügyi mutatóinak állapota az Egyesült Államokban és az uniós tagállamok többségében elrettentő, ezért minél tovább folytatják a fiskális élénkítést, annál súlyosabb és hosszabb visszaesés várható.

Az egykori és a mostani korszakváltás fontos különbsége épp ez lehet. Nemcsak a kereskedelem szabadsága áll fenn – bár a jövedelem termelésének háromnegyedét adó szolgáltatásokra ez nem érvényes –, hanem a pénzügyi áramlások terén sem jöttek létre a korábbi folyamatokat alapjaiban megbontó egyensúlytalanságok, jóllehet egyes országok – főleg a hadviselők, valamint Kína és az Egyesült Államok – pozíciója strukturálisan kiegyenlítettlen. Mégis indokolatlan lenne a világ pénzrendszerének alapvető átrendeződésére számítani, ahogy ez fél évszázada történt.

Ugyanakkor sok párhuzam figyelhető meg. Ilyen egyfelől a termelékenység szinteknek a béreket befolyásoló hatása – ez az 1970-es években forradalmian új volt, jelenleg általános elvárás. Azokban az országokban, ahol a populista politika a megelőző években a nemzetközi egységben mért termelékenység fölötti jövedelmeket generált, fájdalmas lesz a kiigazítás. Vagy – mint anno – a foglalkoztatás jelenleg példátlanul magas szintje fog erősen csökkenni. Az alternatíva a terhek egyenlőbb elosztása, vagyis a bérek, nyugdíjak és más jövedelmek erősen visszafogott, infláci-



ótól elmaradó fejlesztése. Az első Lucas-paradoxon (Lucas, 1976) ismét időszerűvé válik, vagyis a várakozások változása miatt a keresletbővítő politika erősen kicsorbult. Tegyük hozzá: az internet és a közösségi média, a valós idejű értesülések és értesítések világában ez a meglátás – mármint hogy a szereplők gyorsan átlátják a döntéshozók szándékát, és azonnal alkalmazkodnak hozzá – igazabb, mint megírása idején.

Jelentős az eltérés az első korszakváltás egyéb összetevői tekintetében. Az akkor várt és meghatározónak vélt nyersanyag- és fűtőanyaghiánytól ma jól értesült elemzők és döntéshozók nem tartanak. Az élelmiszerek globális hiánya sem fenyeget, miközben a konfliktusokkal terhelt és bukott államokban, főleg Afrikában és Ázsiában továbbra is fennáll ez a rettenet. Viszont a népesség tervszerűtlen alakulása és vándorlása, valamint a globális klímakérdések egyaránt felértékelődnek. Utóbbiakat az EU Zöld Megállapodása, a G26 glasgow-i és Sharm el-Sheik-i egyezményei konkrét számokká fordítják le.

Mindebből következően – és az első korszakváltást idézően – az energiaigényes, összeszerelő jellegű, olcsó bérre építő növekedési modellek kifulladásra kerültek. Az elzárkózás, az önellátás, a hazai termelés erőltetése és védelme egyetlen területen sem reális alternatíva. *A globalizációba való hatékony bekapcsolódáshoz kiterjedt és jó minőségű, mobilitást is elősegítő, élethosszig tartó tanulásra van szükség.* Nagy a költsége annak, ha a politika fordítva kíván felülni a lóra. Az 1980-as évtized tapasztalata ezt térségünkben már be is bizonyította.

Miközben a globális világ számos, igen hosszú távú esemény egyidejű végbe menetelével írható le, szempontunkból az infláció emelkedésének tartósságából az ezzel is járó iker, azaz a kamatszint tartós és jelentős emelkedése következik. Ennek következményei – az új normalításban feltételezettel szemben, de a korábbi korszakváltáshoz hasonlóan – a feltörekvő piacokra rendkívül kedvezőtlenek. A biztos befektetés és kedvező hozam kettőse kiszívja a pénzt a fejlődő gazdaságokból, megjelenítve a második Lucas-paradoxont (Lucas, 1990). Az egyetlen lényeges különbség az, hogy annak idején a fejlődő államok és Oroszország is jelentős cserearány-nyereségre tehettek szert, ami globális likviditásbőséget okozott. Most nincs ilyen, viszont a köz- és magánadósság együttesen igen magas szintje – a világ össztermékének közel háromszorosa – kiszorítási hatással jár. Vagyis a gazdasági növekedés várható üteme általában – és az elvileg nagy felzárkózási tartalékkal bíró, kevésbé fejlett államokban is – kisebb lesz, mint a korábbi évtizedben. *A világgazdaság lassulása nem átmeneti folyamat, ezt már a likviditás korlátossá válása és megráglása is kikényszeríti.*

Az a tény, hogy a növekedési ütem mérséklődik, nem kell, hogy a zéró növekedés vagy épp a de-growth<sup>2</sup> irányába vigye el a gondolkodást és a gyakorlatot. *William Nordhaus* legutóbbi kötetében (Nordhaus, 2021) specifikus és konkrét megoldásokat javasol a fenntarthatóság és a jólét kérdéseinek egybehangolására. Ennek fontos része, hogy meghaladjuk az elszigetelt egyének haszonmaximálását valós iránytűnek tekintő felfogást, és helyette a globális szinten kialakult kölcsönhatások, a közös érdekek és a környezetbarát megoldások összehangolt rendszerébe illeszkedjenek a nemzeti stratégiák. Nyilván nem lehet a legolcsóbb energiaforrásokra alapozott, környezetpusztító, például nagy vízigényű és a légszennyeződést is erősítő iparfejlesztési irányokat, esetleg a tömegturizmust kifizetési pályának tekinteni.

Ugyancsak *Nordhaus* (2021) mutat rá, hogy a természeti erőforrások szűkössége és a népességrobbanás következményeire a technológiai fejlődés – megfelelő szervezésben és ösztönzők mellett – az eddigiekhez hasonlóan megoldást nyújthat. Míg közben ez nem eleve adott, azt látni kell, hogy az első korszakváltás felvázolóit, a Római Klub gondolatvilága épp *abban tévedett, hogy e korlátokat a fejlődés és a jólét abszolút határaiként értelmezte*. A második korszakváltás ezért nem a szegénység útját jelenti, hanem a korábbinál jobb minőségű életet a korábban a legszegényebb országokban és társadalmi rétegekben élők számára. Igaz, e felfogásban az oktatás egésze – a bölcsödétől a doktori iskoláig – *az emberi tőkébe történő beruházás, nem pedig luxus, fogyasztás, szabadidős tevékenység, amin mindig lehet húzni egyet*.

A korábbiaktól eltérően az immár pozitív reálkamatszint új helyzetet teremt. Visszaszerzi azt a funkciót, hogy meg nem térülő beruházásokra nincs pénz, illetve, hogy az állam eladósodása sem közömbös, nem jó üzlet. Másfelől új, *megalapozottabb egyensúly jön létre a banki és a pénzügyi befektetések között*, utóbbiaknak a kockázati eleme is szem elé kerülhet.

Az elmondottaktól nem függetlenül az előző korszakváltás néhány fontos tanulsága is gyakorlati jelentőségűvé válik, bár mintha számos országban megfeledeztek volna róluk. Ahogy az 1970-es évtized gazdaságpolitikája – Magyarországon is – eredendően *a munkahelyek védelmére és az energetikai önellátásra fókuszált*, méghozzá államilag vezérelt, és már indításuk pillanatában jól láthatóan soha meg nem térülő nagyberuházásokkal, mint például hazánkban a hírhedt eocénprogram,

<sup>2</sup> Ez az irányzat azt szorgalmazza, hogy a föld véges forrásaival való felelős gazdálkodás érdekében mondjunk le a gazdasági növekedésről. Ez a felfogás mellőzi azt a tényt, hogy e sorok írásakor még 700-800 millió embertársunk él 1,90 dollár alatti jövedelemszinten, továbbá azt is, hogy a technológiai fejlődés lehetővé teszi a jövedelem és főképp a jólét növelését az energia- és anyagfelhasználás növekedése nélkül, sőt kimondottan annak csökkenésével, ahogy ez a skandináv államokban évek óta megfigyelhető.

az olefinprogram és társaik, ezek a gondolatok számos ország gazdaságpolitikájában ma is jelen vannak. A gazdaságpolitikusok jelenleg a vállalatközi szállítási láncok megszakadásával és lerövidülésével érvelnek, illetve a minimálisan szükséges hazai termelés és az ellátásbiztonság régi indokait vagy ürügyeit elevenítik föl. Ez idő tájt Magyarországon az akkumulátorgyártástól a hadiipari fejlesztésekig és a gyógyszeripari önellátásig terjedő körben fogalmaznak meg ötletszerű, kielégtelen, alapos és körültekintő számításokra nem támaszkodó kezdeményezéseket, sokmilliárdos fejlesztéseket indítanak el megfelelő környezeti hatásvizsgálat és társadalmi egyeztetés nélkül. Nem mondhatja senki, hogy e gyakorlatnak ne lenne előzménye és ne lennének jól ismertek a következményei, ilyen egyebek mellett a gyenge hatékonyság, a növekvő versenyképtelenség, mi több, a fenntarthatatlanság.

Jó négy évtizede, hogy *Mancur Olson* máig jól olvasható könyvében (Olson, 1982/1987) felhívta a figyelmet arra, hogy *a szervezett érdekcsoportok uralma miatt és hogyan vezet a korábban fejlett nemzetek hanyatlásához*. Úgy tűnik, hogy ez a figyelmeztetés ma időszerűbb, mint valaha, a nemzeti együttműködés rendszerében éppúgy, mint a világ sok fejlett országában. Az Egyesült Államokban teljesen átlátható módon akadályozzák a részérdekek a zöld átmenettől az általános egészségbiztosításig terjedő körben a rég megérett reformlépéseket. Európában sem nehéz ehhez hasonló példákat találni: mindig tudható, hogy egy adott megoldás végső fokon kinek a malmára hajtja a vizet. A második világgazdasági korszakváltás felvázolása alkalmat adhat arra, hogy ismét felismerjük a közérdeket az egyéni és csoportérdek ellenében is képviselő, távlatos és szakszerű közpolitika pótolhatatlan voltát – itthon és a nagyvilágban.

Utóbbi kiindulópontja pedig nem lehet más, mint ami – más módon – igaz volt fél évszázada is: *a hagyományos, eddig működtetett gazdasági modell ellehetetlenült, Keleten és Nyugaton egyaránt*. Mint egy újabb, igen alapos módszertannal készült elemzés (Martinez, 2022) bemutatja, az autokratikus, illiberális rendszerek első pillantásra lenyűgöző eredményei jórészt statisztikai manipulációknak tekinthetők. A reális számbavétel esetén az ezek mintapéldájának számító Kína növekedési teljesítménye mintegy 35 százalékkal túlbecsült. A Statista adatai szerint ez 2020-ban 2,2 százalék, 2021-ben, a visszapattanás évében 8 százalék, 2022-ben 3 százalék, majd 2023-tól trendértéken 4,4 százalékra tehető,<sup>3</sup> utóbbi értékek a világgazdaság egészétől alig térnek el. Ha ezt a 2011. évi csúcshoz, a 9,6 százalékos növekedéshez mérjük, az a lassulás látható, ami a szovjet gazdaságot, de a legtöbb éretté váló

<sup>3</sup> <https://www.statista.com/statistics/263616/gross-domestic-product-gdp-growth-rate-in-china/>

országot is jellemzi, vagyis trendszerű. Ha az említett értékekből egyharmadot levonunk, a kínai csodából nem sok marad. A modellváltás szükségességét egyébként ma már a hivatalos kínai elemzők sem vonják kétségbe (Wen, 2021).

Hszi Csin-ping 2022 novemberében történt, élethosszig tartó pártelnökké választását nehéz lenne másként értékelni, mint a „csak így tovább” jelét. Ez konkrétan a 2012 óta megfigyelt, központosító, a rend és fegyelem politikájára épülő irányvonal folytatását jelenti. Miközben ez az irányzat az év fordulóján már tömeges demokráciapárti megmozdulásokhoz és erőszakos összecsapásokhoz vezetett, ebből nem következik a kínai hivatalos irányvonal alapvető megváltozása. Ebben az esetben pedig a növekedés lassulása, a fizetésimérleg-többlet leolvadása következtében az Új Selyemút-kezdeményezés elernyedése, vagyis az ország világgazdasági visszazurolása valószínűsíthető. A kardcsörtető külpolitika ezen mit sem tud változtatni.

Ugyanakkor a növekedés lassulása Kínában nem elsősorban a Covid elleni zéró tolerancia miatt jött létre, hanem strukturális jellegű, és mélyreható átalakulás nélkül aligha kezelhető. Sőt, e zéró tolerancia hirtelen feladása – az alacsony oltottsági szint és a kevésbé hatékony kínai oltóanyagok túlsúlya okán – megfigyelők szerint új járványhoz és a szállítói kapcsolatok szétzilálódásához is vezethet, előbb Kínában, majd világszerte, nagyobb léptékben megismételve a 2020. év megrázkódtatását (Editorial Board, 2022; Liu et al., 2022).

Minél inkább eltolódik a növekedés a tudásigényes ágazatok és az új vállalkozások irányába, annál valószínűbb, hogy az Egyesült Államok eddig se csekély versenyelőnye állandósul, és a sokak által vizionált Ázsia évszázada mégsem válik valóra. A globalizáció folyamata talán némileg lassul, de megfordulására – a többek által előre jelzett, mi több, lelkesen szorgalmazott deglobalizációs fordulatra<sup>4</sup> – aligha kell számítanunk.

#### Hivatkozások

- Blanchard, O., & Summers, L. (szerk.) (2020). *Fejlődés vagy forradalom?* Pallas Athéné Könyvkiadó.
- Bodo, M., & MacCauley, R. N. (2017). *Triffin-dilemma or myth?* Basel, BIS Working Paper, 684. <https://www.bis.org/publ/work684.pdf>
- Bognár, J. (1976). *Világgazdasági korszakváltás.* Gondolat Könyvkiadó.
- Editorial Board (2022). China's new Covid nightmare could become a global catastrophe. *Washington Post*, december 20, <https://www.washingtonpost.com/opinions/2022/12/20/china-covid-policy-endanger-world/>

<sup>4</sup> Lásd Evenett et al., (2022) az Intereconomics Forum rovatát, amit egészében e témának szenteltek, főcíme: De-Globalisation – A New World Order?

- Erdős, T. (2006). *Növekedési potenciál és gazdaságpolitika*. Akadémiai Kiadó.
- Evenett, S. J., García-Herrero, A., Sandkamp, A., Ioannides, I., Urbani Grecchi, I., & Zissimos, B. (2022). De-Globalisation – A New World Order? Forum. *Intereconomics*, Volume 57, November/December, No. 6., <https://www.intereconomics.eu/archive/year/2022/number/6.html>
- Friedman, M. (1986). *Infláció, munkanélküliség, monetarizmus*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó.
- Györfly, D. (2023). The effects of western sanctions on Russia and the changing embeddedness of Ukraine in the world economy. In: Magyar, B. – Madlovics, B. (eds.): *The Russian-Ukrainian War in Patronal Perspective*. Bécs–New York: CEU Press (megjelenés alatt).
- IMF (2022). *World Economic outlook. Countering the Cost-of-Living Crisis*. October <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022>
- Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85/3., 473–492. <https://www.jstor.org/stable/1830193>
- Liu, Q., Leng, C., Yu, S., & McMorro, R. (2022). China estimates 250mn people have caught Covid in 20 days. *Financial Times*, December 25. <https://www.ft.com/content/1fb6044a-3050-44d8-b715-80c18ca5c9ab>
- Lucas, R. E. (1976). *Econometric policy evaluation: a critique*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1/1., 19–46. [https://doi.org/10.1016/S0167-2231\(76\)80003-6](https://doi.org/10.1016/S0167-2231(76)80003-6)
- Lucas, R. E. (1990). Why capital does not flow from rich to poor countries? *American Economic Review*, 80/2., 92–96. <https://pages.nyu.edu/debraj/Courses/Readings/LucasParadox.pdf>
- Martinez, L. R. (2022). How much should we trust the dictator’s GDP estimates? *Journal of Political Economy*, 130/10., 2731–2769. DOI: 10.1086/720458
- Nordhaus, W. (2021). *The Spirit of Green: The Economics of Collisions and Contagions in a Crowded World*. Princeton University Press.
- Olson, M. (1982/1987). *Nemzetek felemelkedése és hanyatlása*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó.
- O’Rourke, K. O. (2018). Two great trade collapses: the interwar period and great recession compared. *IMF Economic Review*, 66/3., 418-439. DOI: 10.1057/s41308-017-0046-0
- Szanyi, M., Szunomár, Á., & Török, Á. (szerk.) (2023). *Trendek és töréspontok. IV. kötet*. Akadémiai Kiadó (megjelenés alatt)
- Triffin, R. (1978). *Gold and the Dollar Crisis Yesterday and Tomorrow*. Princeton UP, Essays in International Finance, no. 132. <https://ies.princeton.edu/pdf/E132.pdf>
- Wen, T-J. (2021). *Ten Crises: The Political Economy of China’s Development (1949–2020)*. Palgrave. <https://mronline.org/2021/12/12/ten-crises-the-political-economy-of-chinas-development/>

## Csáki György, a Kodolányi János Egyetem egyetemi tanára

E-mail: [gyorgy.csaki@gmail.com](mailto:gyorgy.csaki@gmail.com)

### RECESSZIÓ ÉS/VAGY INFLÁCIÓ?

Noha manapság gyakrabban támaszkodnak az ökonometriára, mint a gazdaságtörténetre, sokan sok fórumon idézik fel az 1970-es és az 1980-as évek fordulóját, az akkori úgynevezett Volcker-pillanatot.

Az Egyesült Államokban az 1970-es években a teljes foglalkoztatottság megteremtésének céljától vezérelve, a tartalékok kezelésének fontosságát alábecsülve a Fed alkalmazkodott az 1973–1974-es (első) kőolajár-robbanás következtében hatalmasra duzzadt (és folyamatosan növekvő), az energiaköltségek által keltett költségvetési hiányokhoz. Ez a monetáris politika felgyorsította a pénzkínálat bővülését és megemelte az általános árszínvonalat, anélkül hogy a munkanélküliséget csökkentette volna. A helyzetet súlyosbította, hogy a Phillips-görbe, amely mindaddig a gazdaságpolitikai döntések fontos útmutatója volt, fölfelé mozdult el: míg 1964-ben 1 százalékos infláció társult 5 százalékos munkanélküliséggel, addig tíz év múlva az infláció elérte a 12 százalékot, ám 7 százalékos feletti munkanélküliséggel egyidejűleg, 1980 nyarán pedig a 14,5 százalékos infláció már 7,5 százalékos munkanélküliséggel járt együtt. *Paul Volcker*, a Fed 1979-ben hivatalba lépett elnöke az infláció letörése érdekében határozott kamatemeléseket kezdeményezett; így érte el 1980-ban a kamatláb a 20 százalékos feletti történelmi csúcsát. *Ennek a drasztikus monetáris politikának meg is lett az eredménye, legalábbis az USA-ban: bár 1981-ben recesszió tört ki, és a munkanélküliség megközelítette a 11 százalékot, de az éves infláció egy év alatt csaknem 10 (!) százalékponttal, 5 százalékra csökkent.* Az USA-ban a súlyos monetáris restriktió hatására *rövid idő alatt megszűnt a stagfláció.* A növekedés a megszokottnál némileg magasabb munkanélküliségi ráta és infláció mellett már dinamikusnak volt mondható, az 1982. évi recessziót követően 1983-ban 4,6 százalékos, 1984-ben egyenesen 7,2 százalékos volt a „visszapattanás”.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> <https://www.thebalancemoney.com/fed-funds-rate-history-highs-lows-3306135#toc-fed-chair-paul-volcker-august-1979-august-1987> Letöltés ideje: 2022. 02. 22.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2023.67.1-2.46>

*Az egekbe emelkedő dollárkamatok a velük erősödő dollárfolyammal karöltve ugyanakkor katasztrofális hatást gyakoroltak a világgazdaság egészére: az 1970-es évek második felében gyakorlatilag nulla reálkamat mellett a fejlődő országokba kihelyezett petrodollárok adósságszolgálatára elviselhetetlen mértékben emelkedett. Ez lett az 1980-as évek adósságválságának fő oka. A globálissá vált adósságválság következtében az 1980-as években (gyakorlatilag 1982 és 1989 között) 386 adósságátütemezésre került sor, összesen 556 milliárd dollár összértékben. Latin-Amerikában 150 átütemezés 396 milliárd dollár szuverén adósságot érintett, ez az összes ilyen pénzügyi manőver csaknem 39 százaléka, a prolongált hitelösszeg 71,2 százaléka. Ugyanebben az időszakban a szubszaharai Afrikában 184 adósságátütemezés zajlott le, amelyek 60 milliárd dollár összértéket képviseltek; ez az összes átütemezés 48 százaléka, az összérték 9 százaléka volt (Rahnama-Moghadam, 1995:14).*

Manapság persze inkább Volcker sikeres monetáris politikáját emlegetik,<sup>2</sup> feledve annak katasztrofális világgazdasági következményeit. Az amerikai monetáris szigor az 1980-as években a fejlődő országok számára elvesztett évtizedet okozott. Ha eltekintünk attól, hogy a magas dollárkamat és az erős dollár ma is súlyos következményekkel jár a nyersanyag- és energiahordozó-importőr, valamint a dollárban eladósodott országok számára, akkor a kérdés tényleg a recesszió és az infláció közötti választásra egyszerűsíthető le, pontosabban annak mérlegelésére, hogy milyen *recessziós áldozatot ér meg az infláció leszorítása.*

Az USA – rövid távon várható – monetáris politikájának elemzése előtt azért idézzük emlékezetünkbe, hogy a dollár a mai világgazdaságban is „horgonyvaluta”: noha a Bretton-Woods utáni korszakot általában a lebegő árfolyamok rendszerével írjuk le, a valóságban a szabadon lebegő árfolyamok rendszere még ma sem nevezhető általánosnak: egy nemrégiben végzett számítás szerint a globális GDP mintegy 60 százalékát képviselő országok valutáit még mindig a dollárhoz kötötték, vagy követik annak árfolyamát. (Eichengreen, 2021). Általánosabban fogalmazva: „Még akkor is, ha magát az Egyesült Államokat nem vesszük figyelembe, a világ GDP-jének több mint a fele a dollárhoz kötődik, szemben az euró megjelenésekor mért

<sup>2</sup> A Volckerre való hivatkozás azért is természetes, mert kongresszusi meghallgatása során *James Powell* „hősnek” és „a korszak legnagyobb gazdasági köztisztviselőjének” nevezte Paul Volckert. Ha az USA-ban a magas inflációs ráta makacsnak bizonyul, Powell számára csábító lehet Volcker példájának követése: „A Fed egykori elnökére leginkább azért emlékeznek, mert agresszív – és fájdalmas – támadást indított a gyors áremelkedés ellen, amely az 1980-as évek elején sújtotta Amerikát.” (Smialek, 2022)

egyharmaddal. Ez nagyrészt a dollárhoz kötött feltörekvő piacok növekedésének köszönhető, amelyek közül a legjelentősebb Kína.” (Ilsetzki et al., 2020)

A dollár 2000 óta 2022 októberében volt a legerősebb, „az év eleje óta a jennel szemben 22 százalékkal, az euróval szemben 13 százalékkal, a feltörekvő piaci devizákkal szemben pedig 6 százalékkal értékelődött fel. A dollár ilyen erősödése néhány hónap alatt szinte minden ország számára jelentős makrogazdasági következményekkel jár, tekintettel a dollár dominanciájára a nemzetközi kereskedelemben és pénzügyekben” (Gopinath & Gourinchas, 2022). A helyzet – 2022 októberében – sokakat emlékeztet az 1970–1980-as évek fordulójára, erősen tartva a *stagfláció* megismétlődésétől. Meghökkenítő, hogy 2021 végén az USA-ban és az EU-ban a háztartások és a vállalatvezetők a szakértőknél nagyobb valószínűséggel gondolták úgy, hogy az inflációs hullám tartós lesz. A politikai döntéshozók kommunikációs stratégiái ezért olyan narratívákra helyezték a hangsúlyt, amelyek kiemelték, hogy az inflációs nyomás valószínűleg nem fog fennmaradni (Wohlfart et al., 2021). Az idei év legelején már világos, hogy ez elhamarkodott vélemény volt.

2022 szeptemberében az USA-ban 8,2 százalékos volt a fogyasztói áremelkedés (szezonális kiigazítás nélkül),<sup>3</sup> a szövetségi alapok (federal funds) hozama 3,08 százalék, a bankközi irányadó kamat 6,25 százalék, az egyéves államkötvény hozama pedig 4,26 százalék volt.<sup>4</sup> Az euróövezetben 2022 szeptemberében az inflációs ráta elérte a 10 százalékot,<sup>5</sup> ugyanakkor a vállalati hitelek kamatlába 2 százalék alatt maradt, míg a háztartási hiteleké 2,3 százalék volt.<sup>6</sup> 2022. október 14-én az USA-dollár (hivatalos heti) árfolyama 0,9739 euró és 1,1208 angol font volt.<sup>7</sup> Mivel *az USA-ban lényegesen magasabbak a kamatlábak és a kötvényhozamok, mint Európában* (az euróövezetben és azon kívül is), *nem meglepő a dollár erőssége*. Az Európai Központi Bank kényszerhelyzetben van: az eurónak a reálisnál lényegesen alacsonyabb, 2 százalékos alapkamata aligha emelhető meg jelentős mértékben, mert könnyen ellehetetlenülhet az euróövezet 12 762 milliárd euró bruttó adósságának finanszírozása. Olaszország 2678 milliárd és Görögország 1427 milliárd eurós adósságát<sup>8</sup> már

<sup>3</sup> Forrás: <https://www.bls.gov/cpi/> Letöltés ideje: 2022. 10. 15.

<sup>4</sup> 2022. október 7-i adatok. Forrás: <https://www.federalreserve.gov/releases/h10/current/> . Letöltés ideje: 2022. 10. 15.

<sup>5</sup> Forrás: <https://sdw.ecb.europa.eu/> . Letöltés ideje: 2022. 10. 15.

<sup>6</sup> 2022. augusztusi adatok. Forrás: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/mfi/html/ecb.mir2208~f78003f57e.en.html>. Letöltés ideje: 2022. 10. 15.

<sup>7</sup> Forrás: <https://www.federalreserve.gov/releases/h10/current/>. Letöltés ideje: 2022. 10. 18.

<sup>8</sup> Forrás: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/sdg\\_17\\_40/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/sdg_17_40/default/table?lang=en) Letöltés ideje: 2023. 01. 02.



ma is 4,5 százalékos hozammal finanszírozzák, az alapkamat emelése ebben a két országban az államháztartás összeomlásával fenyegetne.

„Az Egyesült Államokban tapasztalható gazdasági és politikai zűrzavar ellenére a zöldhasú az elmúlt két évtized legerősebb szintjére erősödött, mivel *a globális befektetők ismét azt választották biztonságos menedékként*. Ráadásul a múltbeli tapasztalatok azt sugallják, hogy túlértékelt marad, amíg az amerikai hatóságok úgy nem döntenek, hogy vissza kell térnie” (O’Neil, 2022 – kiemelés tőlem: Cs. Gy.). Általánosan elfogadott valutaértékelési szempontok alapján a dollár 2022 nyarának elejére elérte azt az értéket, amikor a befektetők komolyan fontolóra vehetik az eladást. Körülbelül 20 százalékkal túlértékeltnek tekinthető a legtöbb jelentős valutával, az euróval és a jennel szemben, és ez gazdaságtörténetileg sem túl gyakori jelenség.<sup>9</sup>

A *Fed Nyíltpiaci Bizottságának* (Federal Open Market Committee, FOMC) a 2022. december 14-ei üléséről kiadott közleménye hangsúlyozza, a FOMC célja, hogy hosszabb távon teljes foglalkoztatottság mellett valósuljon meg a 2 százalékos infláció. „E célok támogatása érdekében a bizottság úgy döntött, hogy a szövetségi alapkamatláb célsávját 4,25–4,5 százalékra emeli. A bizottság arra számít, hogy a célsáv folyamatos emelésére lesz szükség ahhoz, hogy olyan, kellően restriktív monetáris politikai irányvonalat érjen el annak érdekében, hogy az infláció idővel ismét elérje a 2 százalékot. A célsáv jövőbeli emelésének ütemét meghatározva a bizottság figyelembe veszi a monetáris politika kumulatív szigorítását, a monetáris politika gazdasági tevékenységre és inflációra gyakorolt hatásának késleltetését, valamint a gazdasági és pénzügyi fejleményeket. Ezen túlmenően a bizottság folytatja a kincstári értékpapírok, valamint az adósságlevelek és a jelzálog-fedezettű értékpapírok állományának csökkentését, ahogyan azt a májusban kiadott tervben rögzítette. A bizottság határozottan elkötelezett amellett, hogy az inflációt visszaállítsa a 2 százalékos célhoz” (Fed, 2022).

<sup>9</sup> Könnyen lehet, hogy a dollár erősödésének megállítása, jelenlegi erős pozíciójának gyöngítése csak akkor és úgy lesz lehetséges, ha az USA erre vonatkozó politikai döntésre szánja el magát. Erre számos példát találhatunk a Bretton-Woods-i rendszer felbomlása óta – gondoljunk csak az 1985-ös Plaza-megállapodásra, amelynek keretében Franciaország, Nyugat-Németország, Japán, az Egyesült Királyság és az Egyesült Államok megállapodtak abban, hogy beavatkoznak a devizapiacokon a dollárnak a francia frankkal, a német márkával, a jennel és a fonttal szembeni gyengítése érdekében. Gondolhatunk *Robert Rubin* amerikai pénzügyminiszter 1998-as nyilvános szakítására az erős dollár politikájával, de az amerikai hatóságok azon döntésére is, hogy a 2000-es évek elején elfogadták a dollárnak az euróval szembeni erőteljes leértékelődését. Mindhárom alkalommal politikai döntéshozók avatkoztak közbe, hogy előidézzék vagy erősítsék a dollár leértékelődését. A kérdés az, mikor érzi az amerikai politikai és gazdasági vezetés erre elértékettnek az időt.

A döntés utáni sajtótájékoztatón *Jerome Powell*, a *Fed* elnöke kijelentette: „Jelenleg arra összpontosítunk, hogy olyan irányba mozdítsuk el a monetáris politikát, amely eléggé korlátozó ahhoz, hogy idővel biztosítsuk az infláció 2 százalékos célértékre szorítását. Nincs kamatsökkentésről szó. (...) És úgy gondoljuk, hogy még egy ideig fenn kell tartanunk ezt a restriktív monetáris politikai irányt. A történelmi tapasztalatok óva intenek a monetáris politika idő előtti lazításától. Nem mondanám, hogy kamatsökkentést fontolgatunk” (CNN, 2022). A *Fed* azt is megerősítette, hogy 2023-ban tovább emelheti a kamatokat – s 2023. február 1-jén újabb 25 bázisponttal megemelte az alapkamatot.<sup>10</sup>

A *Fed* persze nehezen tud mindenki kedvére és megelégedésére tenni. *Joseph Stiglitz* szerint „a központi bankok rendíthetetlen elszántsága a kamatlábak emelésére valóban figyelemre méltó. Az infláció megfékezése nevében szándékosan olyan pályára állították magukat, amely recessziót okozhat – vagy súlyosbíthatja azt, ha az amúgy is bekövetkezik. Ráadásul nyíltan elismerik, hogy politikájuk milyen fájdalmat fog okozni, még ha nem hangsúlyozzák is, hogy a szegények és a marginalizáltak, nem pedig Wall Street-i barátai fogják viselni a legnagyobb terhet. És az Egyesült Államokban ez a fájdalom aránytalanul nagy mértékben fogja sújtani a színes bőréket” (Stiglitz, 2022). *Stiglitz* arra alapozza véleményét, azaz a további kamatemelések elutasítását, hogy a mai inflációt nagyrészt a kínálati sokkok és az ágazati keresletváltozások okozzák, nem pedig a túlzott aggregát kereslet. A monetáris politika tehát túlságosan tompa eszköz, mert csak a szükségtelenül magas munkanélküliség árán csökkenti nagymértékben az inflációt, ami súlyosan negatív elosztási következményekkel jár. Számos fiskális és egyéb politikai intézkedés áll rendelkezésre, amelyek jelentősebb hatással lehetnek az inflációra. Ezek az intézkedések csökkentenék az infláció hatását a legnehezebb helyzetben lévőkre, és hosszú távú előnyöket biztosítanának a gazdaság számára a kamatlábak túlzottan gyors és nagy mértékű emelése nélkül (Stiglitz & Regmi, 2022).

<sup>10</sup> A FOMC közleményében leszögezte, hogy „arra számít, hogy a célsáv folyamatos emelésére lesz szükség annak érdekében, hogy a monetáris politika megfelelően korlátozó jellegű legyen az infláció 2 százalékos szintre való visszatéréséhez. A célsáv jövőbeni emelése mértékének meghatározásakor a bizottság figyelembe veszi a monetáris politika kumulatív szigorítását, a monetáris politika gazdasági tevékenységre és inflációra gyakorolt képleteltett hatását, valamint az általános gazdasági és pénzügyi fejleményeket. Ezen túlmenően a bizottság folytatja a kincstárjegyek, valamint az adósságok és a jelzálogfedezetű értékpapírok állományának csökkentését, ahogyan azt korábban bejelentette. A FOMC határozottan elkötelezett amellett, hogy az infláció visszatérjen a 2 százalékos célértékhez.”  
Forrás: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230201a.htm> Letöltés ideje: 2023. 02. 04.

Mások ugyanakkor a negatív reálkamatok felszámolását tartják az egyedüli ki vezető útnak. A Fed *Ben Bernanke* irányítása alatt új eszközrendszert teremtett (mérlegkiigazítások, speciális hitellehetőségek és az eredménytől függő politikai jelzésekből álló „előrettekintő iránymutatás”, forward guidance révén), míg a *Volcker-féle monetáris politikai* megközelítés egyszerű, nyers és közvetlen volt: a kamatlábakkal kezdődött és a kamatlábakkal végződött. „Nem, nem azt állítom – hangsúlyozza *Stephen Roach* –, hogy Powellnek meg kell ismételnie Volcker szigorítási kampányát. De ha a Fed el akarja kerülni az 1970-es évek végi és 1980-as évek eleji stagfláció megismétlődését, akkor fel kell ismernie a Volcker-féle 4,4 százalékos reálkamatláb és a Powell-féle mínusz 2,25 százalékos reálkamatláb közötti rendkívüli szakadékot. Tévhit, hogy egy ilyen vadul alkalmazkodó politikai pálya megoldhatja Amerika egy generáció óta legsúlyosabb inflációs problémáját.” (Roach, 2022)

\*

2023 világgazdasági perspektívái nem különösebben rózsásak. A mindig minden válságot megjósoló *Nouriel Roubini* szerint „az évekig tartó rendkívül laza költségvetési, monetáris és hitelpolitikát, valamint a jelentős negatív kínálati sokkhatások kialakulását követően a stagflációs nyomás most az állami és a magánszektor hatalmas adóssághegyét szorítja meg. Gazdasági válság fenyeget, és a politikai döntéshozók nem sokat tehetnek ellene. (...) A világgazdaság a gazdasági, pénzügyi és adósságválságok példátlan összefolyása felé tántorog, miután az elmúlt évtizedekben robbanásszerűen megnőtt a hiány, a hitelfelvétel és a tőkeáttétel” (Roubini, 2022). Az IMF első embere kevésbé pesszimista, szerinte a „világgazdaság harmadát fenyegeti recesszió”, az idei esztendő „keményebb lesz, mert az USA, az EU és Kína gazdasága egyaránt lassul”, továbbá még azokban az országokban is, ahol nem lesz recesszió „az emberek százmilliói számára úgy tűnik majd, mintha az lenne” (BBC, 2023).

A dollárkamatok és az árfolyam körüli bizonytalanságok éppúgy nem erősíthetik rövid távú optimizmusunkat, mint a tartósan erős dollár nagy valószínűsége.

### Hivatkozások

- BBC (2023). *Third of world in recession this year, IMF head warns*. Január 2. <https://www.bbc.com/news/business-64142662> . Letöltés ideje: 2023. 01. 02.
- CNN (2022). *Stocks struggle after the Fed eases up on rate hikes*. <https://edition.cnn.com/business/live-news/stock-market-fed-today/index.html> Letöltés ideje: 2022. 12. 14.
- Eichengreen, B. (2021). *The Big Float*. Project Syndicate, június 11. <https://www.project-syndicate.org/onpoint/nixon-shock-bretton-woods-collapse-fifty-years-later-by-barry-eichengreen-2021-06>
- Fed (2022). FOMC Statement, december 14, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20221214a1.pdf> Letöltés ideje: 2022. 12. 15.
- Gopinath, G., & Gourinchas, P-O. (2022). *How Countries Should Respond to the Strong Dollar*. IMF Blog. <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/10/14/how-countries-should-respond-to-the-strong-dollar> Letöltés ideje: 2022. 12. 16.
- Ilzetzki, E., Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2020). *Why is the Euro Punching below its Weight?* NBER Working Paper 26760. [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w26760/w26760.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w26760/w26760.pdf) Letöltés ideje: 2022. 12. 15.
- O’Neil, J. (2022). *The Dollar Rules*. Project Syndicate, július 11. <https://www.project-syndicate.org/commentary/dollar-strengthening-against-other-currencies-by-jim-o-neill-2022-07>
- Rahnama-Moghadam, M. (1995). Debt rescheduling in less-developed countries: world or regional crisis? *The Journal of Developing Areas*, 30(1). <https://www.jstor.org/stable/4192517>
- Roach, S. S. (2022). *Jerome Powell’s Volcker Deficit*. Project Syndicate, május 25. <https://www.project-syndicate.org/commentary/jerome-powell-paul-volcker-inflation-interest-rate-contrast-by-stephen-s-roach-2022-05?barrier=accesspaylog> . Letöltés ideje: 2023. 01. 03.
- Roubini, N. (2022). *The Unavoidable Crash*. Project Syndicate, December 2. <https://www.project-syndicate.org/commentary/stagflationary-economic-financial-and-debt-crisis-by-nouriel-roubini-2022-12?barrier=accesspaylog> Letöltés ideje: 2023. 01. 02.
- Smialek, J. (2022). Powell Admires Paul Volcker. He May Have to Act Like Him. *The New York Times*, March 14. <https://www.nytimes.com/2022/03/14/business/economy/powell-fed-inflation-volcker.html>
- Stiglitz, J. E. (2022). *All pain and no gain*. Project Syndicate. <https://www.project-syndicate.org/commentary/fed-interest-rate-increases-counterproductive-all-pain-no-gain-by-joseph-e-stiglitz-2022-12?barrier=accesspaylog> Letöltés ideje: 2023. 01. 03.
- Stiglitz, J. E., & Regmi, I. (2022). *The Causes of and Responses to Today’s Inflation*. Roosevelt Institute. [https://rooseveltinstitute.org/wp-content/uploads/2022/12/RI\\_CausesofandResponsestoTodayInflationReport\\_202212.pdf](https://rooseveltinstitute.org/wp-content/uploads/2022/12/RI_CausesofandResponsestoTodayInflationReport_202212.pdf) Letöltés ideje: 2023. 01. 03.
- Wohlfart, J., Haaland, I., Roth, Ch., & Andre, P. (2021). *Inflation narratives*. VOXEU-CEPR. <https://cepr.org/voxeu/columns/inflation-narratives> Letöltés ideje: 2023. 01. 02.

**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 aláásásának 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)<sup>1</sup> 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.

<sup>1</sup> [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](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 árra vonatkozó várakozások között (EC, 2021). A panelregressziók szerint a kapcsolat a hiány magasabb szintjén erősebb. (Ezt jelzi a „hiányok szigorúsága” négyzetének statisztikai szignifikanciája.)<sup>2</sup>

### Az infláció újabb dimenziói

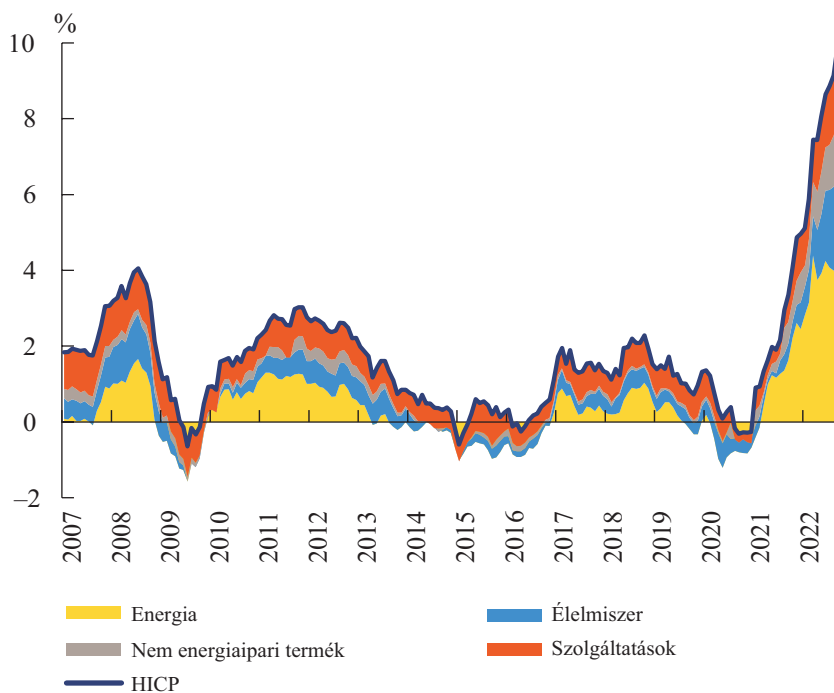
Az energiaárak már 2021-ben erőteljesen nőttek, különösen az utolsó negyedévben. Kivételesen megemelkedtek az energiaárak az Ukrajna elleni orosz invázió kezdetét követően. Erőteljesen nőttek továbbá a gabona- és a fémárak. A mezőgazdasági termékek árainak emelkedését erősítette az ukrán gabonaexporttal 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*).

<sup>2</sup> 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).

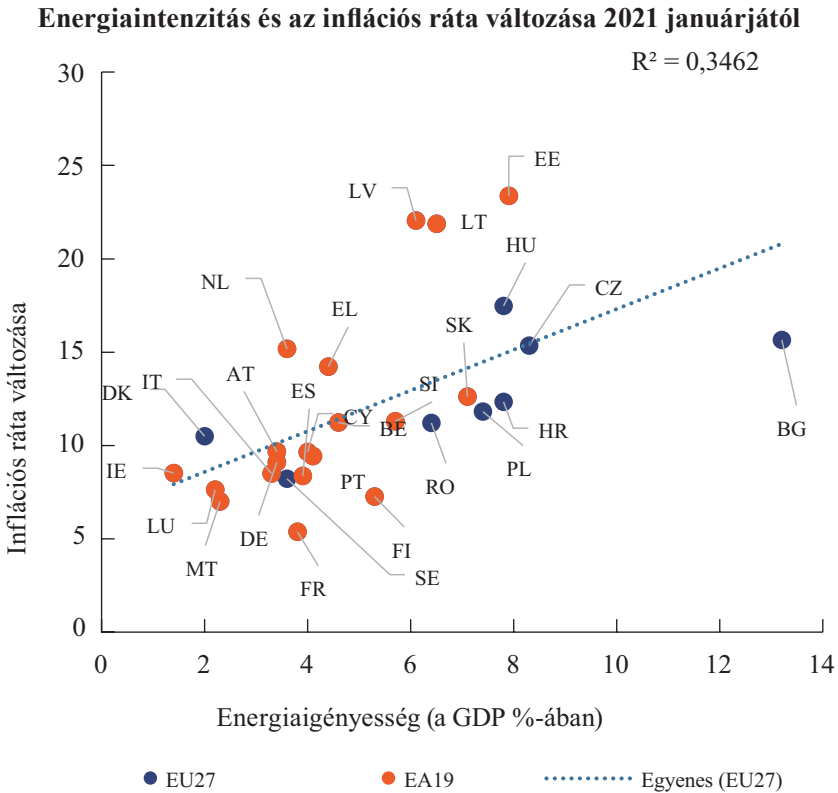
Az infláció növekedése a tárgyalt időszakban nagyrészt kínálati kényszerekhez kapcsolódott. Az euróövezetben 2021-től nagyrészt kínálati oldali összeomlások hajtják előre az inflációt. A járvány időszakában nagyon mérsékelt volt, ám a kilábalás során a keresleti nyomás is hatást gyakorol az áralakulásra. 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 energiantenzitás 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-

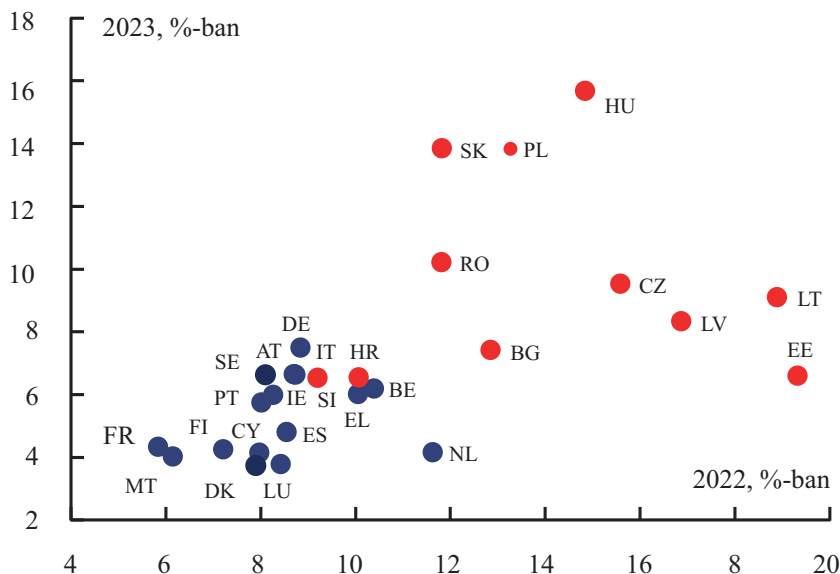
titikák eltérései több különbséget magyarázhatnak. Különösen az energiasapkák vagy az árbefagyasztás néhány tagállamban (például Franciaországban) csökkentette a kimutatott energiainflációt a fogyasztók számára, noha nagy költséggel. E tekintetben az EU több kezdeményezést tett az energiaárak csökkentésére 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

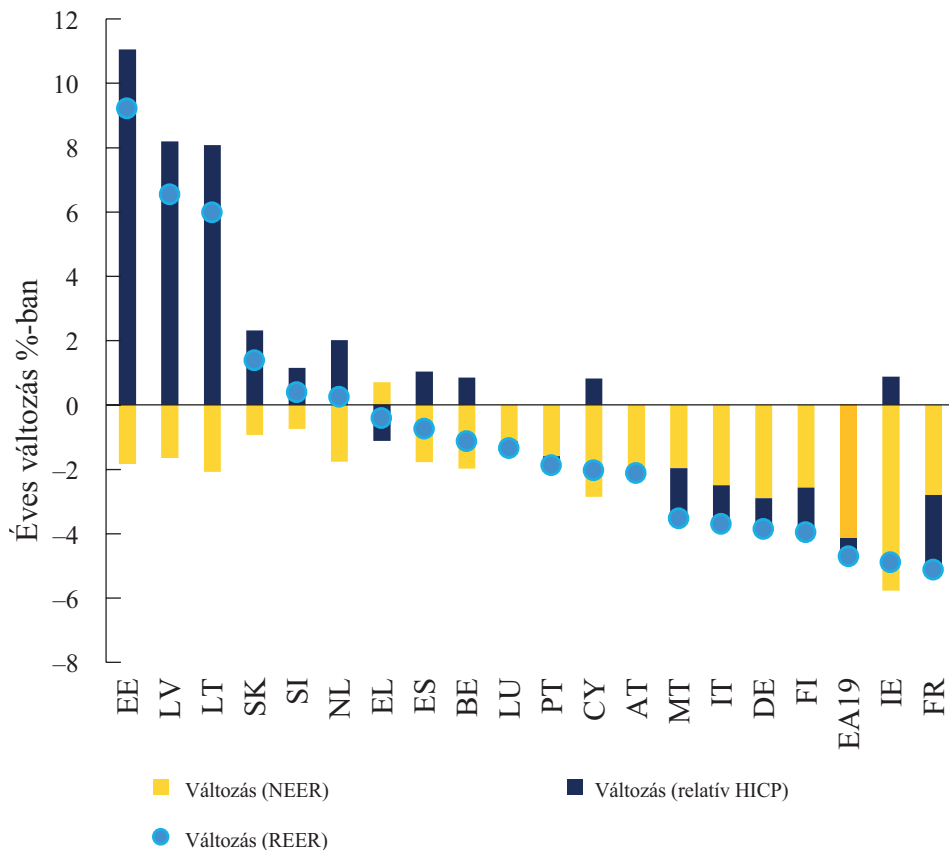
forgalomba nem kerülő komponensében a felzárkózó gazdaságokban) visszaszerzi fontos szerepét az inflációs folyamatok alakításában a CEE régióban.

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 kitétség 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 reáleggetív 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 reáleffektív 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 többletűz 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 aláírásának 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 poszt-covid 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.<sup>3</sup> 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 háztartások<sup>4</sup> 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-

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> 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](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](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](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](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](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>

## Herczog László, a Pénzügykutató Zrt. munkatársa, korábbi szociális és munkaügyi miniszter

E-mail: herczog.laszlo@t-online.hu

### INFLÁCIÓ VS. ELLENTÉTELEZÉS

Az infláció a szegények adója – tartja a mondás. És valóban, az infláció egyfelől megcsapolja a folyó jövedelmeket, másfelől elértékteleníti a megtakarításokat. Ez miért éppen a szegényekre veszélyes különösen? Azért, mert a szegények jövedelme, megtakarításai – már ha egyáltalán vannak – éppen csak lehetővé teszik a túlélést, az alapvető létfeltételek előteremtését. A magas jövedelemmel, jelentős megtakarítással rendelkezőket ez a veszély nem fenyegeti. Ugyanakkor a közepes jövedelműek számára létező kockázat, hogy az infláció „átsorolja” őket a szegénységi küszöb alá.

Az infláció természetéről, okairól e számban rengeteg figyelemre méltó elemzést olvashatnak. Az Eurostat összehasonlítható adatai szerint novemberben az éves infláció az euróövezetben 10,1 százalék, az EU-ban 11,1 százalék, Magyarországon 23,1 százalék volt. Decemberre az euróövezetben az infláció 9,2 százalékra súlyyodt, miközben nálunk a ráta tovább emelkedett (24,5 százalék), sőt a harmonizált fogyasztóiár-index 25 százalékos növekedést mutat. Az EU-átlaghoz képest már több mint kétszeres hazai infláció jól mutatja, hogy *az infláció globális okai (Covid, háború, energiaárak) mellett speciális hazai okokról is beszélhetünk*: a különbözőket a magyar gazdaságpolitika, ezen belül a költségvetés-politika, illetőleg a Magyar Nemzeti Bank monetáris politikája magyarázza. A negatív reálkamatot eredményező kamatpolitika hozzájárult a forint értékének romlásához. A forint árfolyamának gyengülése ugyanis az importon keresztül begyűrűzött a gazdaságba, és értelemszerűen inflációt okozott. Ez nyilvánvalóan csak az egyik tényező a többi között. A másik fontos tényező, hogy 2017-től száguldott a gazdaság, mert a világban konjunktúra volt, mindeközben Magyarország rengeteg támogatást kapott az EU-tól. Habár ebből következően pénzhiány volt, a költségvetés további támogatásokkal fűtötte a gazdaságot. Olyan pénztömeg keletkezett – a 2022. évi választások előtti pénzosztogatást is beleértve –, amely tovább növelte a keresletet és ezzel az inflációt. Ide sorolhatók az MNB kedvező hitelei és a növekedési kötvényprogram is, amelyek szintén keresletbővüléssel jártak. Ezek mind együttesen hozzájárultak

<https://doi.org/10.47630/KULG.2023.67.1-2.68>

ahhoz, hogy az infláció egyre gyorsuljon. Az pedig külön is megemlíthető, hogy az *élelmiszerek* nem átlagos mértékben drágultak meg, hanem az átlagos infláció közel kétszeresével. (Az élelmiszerek ára 2021 decemberéhez viszonyítva 2022 decemberében 44,8 százalékkal emelkedett.) Azt is jól tudjuk – és ez megint szociális kérdés –, hogy az élelmiszerek fogyasztása az alacsonyabb jövedelműek esetében nagyobb részarányt tesz ki, őket ez a drágulás jobban sújtja, mint a tehetősebb családokat. Ennek korrigálására sem történt semmilyen kormányzati intézkedés, mert az egyes élelmiszerek teljesen hatástalan ársapkáját nem tekinthetjük érdemi lépésnek.

Ebben a cikkben az infláció jövedelmeket érintő hatásaival kívánunk foglalkozni, a keresetekkel, a nyugdíjakkal és a szociális ellátásokkal.

### **Infláció és keresetek**

A kormány béripolitikáját nehéz megfogalmazni, valószínűleg azért, mert valójában nem létezik. Aktivitást az éves minimálbér, illetve a bérminimum meghatározásánál mutat csupán. A versenyszférában még csak-csak indokolható, hogy háttérbe vonul, azonban a költségvetési szektorban a részvétel és az együttműködés teljes hiányára nem látunk felmentésre adó okot. A bérmeghatározás természetes módszere a bértárgyalás, a kormánynak azonban nincs szándéka megállapodni, érdemi tárgyalásról ezért nem beszélhetünk. E mögött minden bizonnyal az a kormányzati megközelítés áll, hogy tőle független, autonóm szervezetekkel nem kíván együttműködni. Mindezt jól mutatja a kommunikációs gyakorlat, amely szerint a jó híreket a kormány és/vagy a miniszterelnök jelenti be, a rossz híreknél csupán a felelősöket (bűnbakokat – mint pl. Brüsszel, Soros, háború) nevezik meg. Ebbe a logikába pedig nem fér bele, hogy egy érdekképviselőt – különösen egy szakszervezet – magasabb keresetet harcoljon ki, mint amit a kormány javasolt. Ez a gyakorlat a bérrendszerre is kiterjed, ami további torzulások forrása (lásd például a 2008 óta változatlan közalkalmazotti bértáblát).

A béremelésekről így mindig kormányzati bejelentésként értesülhetünk, ám ezzel összefüggésben inflációról szó sem esik. A béremelések leszűkítése a bruttó béremelés mértékére nem új jelenség. A Kormányzati Tájékoztatási Központ (KTK) például 2021. december 15-én egyebek mellett a következőket állította: „A kormány gazdaságpolitikája sikeres: 2010 óta csökkennek az adók... 2010 óta a minimálbér összege közel háromszorosára, a vásárlóértéke is közel kétszeresére nőtt.” Hasonlóan fogalmazott Orbán Viktor is a bérmegállapodás aláírásakor: „Az elmúlt 12 évben

összesen 172 százalékos volt a minimálbér növekedése, majdnem háromszorosára emelkedett a minimálbér.” Azt senki sem tette hozzá, hogy 2010-ben a minimálbér nem adózott, jelenleg azonban 15 százalékos adó terheli. (Az egykulcsos személyi jövedelemadó bevezetése miatt 2011–2012-ben, két év alatt a bruttó minimálbér 26,5, míg a nettó értéke csak 1,1 százalékkal, 60 237 Ft-ról 60 915 forintra emelkedett.) Hogy a bruttó minimálbérek hangsúlyozása mögött manipuláció vagy tudatlanság húzódik-e meg, nem tudjuk. Ha tehát a munkavállalókat inkább érintő nettó minimálbér növekményét vizsgáljuk, akkor azt látjuk, hogy 12 év alatt a minimálbér bruttó értéke 2,72-szorosára, a nettó értéke viszont 2,21-szeresére emelkedett. Ha pedig azt a korántsem közömbös adatot is figyelembe vesszük, hogy az infláció 2011–2022 alatt 51,2 százalékot tett ki, akkor azt láthatjuk, hogy a minimálbér reálértéke (ami a vásárlóerejéről tájékoztat) 12 év alatt összesen 46,2 százalékkal nőtt. Ez sem kevés, de nem „közel háromszoros”, sőt „közel kétszeres” sem.

Ami az Orbán-kormányok 2010. évi regnálása óta bekövetkezett adócsökkentéseket illeti, 2010 óta a minimálbér adótartalma jelentősen nőtt, ezzel szemben a baloldali kormányok 8 éve alatt a minimálbér bruttó értéke 47, a nettó értéke viszont 60 százalékkal emelkedett, vagyis az adótartalma csökkent.

A keresetemelkedések infláció nélküli interpretálása továbbra is a kormányzati kommunikáció jellemzője. „2022 szeptemberében a szankciók okozta gazdasági nehézségek ellenére is 17,8 százalékkal nőtt a bruttó átlagkereset Magyarországon” – olvashatjuk a kormány.hu-n. Hozzáteszik, hogy „2010 január–szeptemberéhez képest a bruttó bérek már több mint 150 százalékkal nőttek”. Azt is hangsúlyozzák: „A keresetek dinamikus növekedése rávilágít, hogy a kormányzati intézkedések továbbra is képesek ellensúlyozni az elhibázott brüsszeli szankciók gazdasági hatását.” Amit nem említenek: szeptemberben 20,1 százalékkal nőttek az árak az előző év azonos hónapjához képest, vagyis valójában a keresetek reálértéke szeptemberben már 1,9 százalékkal csökkent. Igaz, ez már egészen másképp hangzik!

Az infláció teljes figyelmen kívül hagyása a *pedagógusok* esetében a legfájdalmasabb. A kormány 2020-ban jelentett be egy 3 x 10 százalékos béremelési programot, aminek első két lépése 2020 júliusában, majd 2022. január elsejével – igaz, a bérpótlék és nem az alapbér emelésével – teljesült. (Apró szépséghiba, hogy a második béremelést nem a statisztikában elfogadott előző évhez, hanem 2020-hoz viszonyították, vagyis 2022-ben csak további 9,1 százalékkal növekedtek a keresetek, az inflációtól lényegesen elmaradva.) 2023. január 1-jével valóban 10 százalékkal emelték a kereseteket, ezért lett a szorzó 1,32 a 2020-as bérekhez viszonyítva.

Csakhogyn közben a 2023. évi várható infláció a kormány szerint is 15 százalék, az MNB pedig decemberben már 15–19,5 százalékot prognosztizált!

Mit mond erről a kormány? „A kormány elkötelezett amellett, hogy minél nagyobb mértékben emelhesse a pedagógusok bérét, amihez nemcsak hazai, hanem európai uniós forrásokat is fel szeretnének használni” – mondta Rétvári Bence, a Belügyminisztérium parlamenti államtitkára. „Ha ez megvalósul, akkor 2023-ban nem 10, hanem 21 százalékos lesz a pedagógusbér-emelés, 2024-ben nem 10, hanem 25, 2025-ben pedig egy 29 százalékos béremelés valósulhat meg. Ezzel elérhető, hogy három év alatt 75 százalékos béremeléssel egy pedagógus átlagos fizetése 777 ezer forint legyen” – tette hozzá az államtitkár az MTI tudósítása szerint.

Korábban az EU soha nem adott támogatást béremeléshez, ilyen gyakorlat elvileg nem létezett. Az EU belekeverése a pedagógusok bérkövetelésének teljesítésébe a kormányzati bünbakképzés, a felelősségelhárítás újabb példája. Mellesleg: egyelőre nem tudjuk, hogy mikor, milyen módon kaphatja meg Magyarország az uniós támogatást, lesz-e előfinanszírozás. A 21, 25, majd 29 százalékos béremelés valójában – ha az emelést az előző évhez viszonyítjuk – 21, 20,7 és 19,9 százalék, feltételezve a január 1-jei bevezetést, 2023-ban visszamenőleges hatállyal. Arról pedig szó sem esik, hogy ez alatt a három év alatt mekkora infláció várható! A 2023. évi 21 százalékos emelés 15 százalékos inflációt feltételezve 5,2 százalékos reálérték-növekedést jelent, ami önmagában nem rossz, de bérrendezésnek nem nevezhető – különösen akkor, ha a 2022. évi 9,1 százalékos emelést összevetjük a 14,5 százalékos inflációval, ami 4,7 százalékos reálérték-csökkenést okozott. (Az MNB által jelzett legkedvezőtlenebb inflációs prognózis – 19,5 százalék – szerint pedig a reálérték-növekedés csupán 1,3 százalék lenne.) A 2024–2025-ös infláció előrejelzésére nem vállalkozunk, a kormány és az MNB kudarcai ebben a műfajban elriasztanak ettől. Azt azonban biztossággal megállapíthatjuk, hogy az infláció figyelembevétele fel sem merül, reálértékben a kormány nem gondolkodik. Különösen sajnálatos, hogy a jelenlegi bérrendszer (bértábla) reformja sincs napirenden.

Hasonló a helyzet az *egészségügyben* is. 2023. január 1-jével 11 százalékkal emelkedik az orvosok bére, a kormány és a Magyar Orvosi Kamara között létrejött bérmegállapodás szerint – olvasható a kormányzati honlapon. Akkor nyilván a tavaly nyáron elfogadott költségvetés prognózisát vették figyelembe, így 5 százalékos inflációt feltételezve állapodtak meg. Csakhogyn most a kormány szerint is 15 százalékos infláció várható, vagyis a bejelentés 3,5 százalékos reálérték-csökkentéssel örvendeztetni meg az orvosokat. Az ápolók bére 2022. január 1-jén 21 százalékkal emelkedett, de reálértékben ez csak 5,7 százalékos javulást jelent. 2023. július 1-jével

(bár korábban január 1-jéről volt szó), majd 2024. március 1-jével a szakdolgozók és az egészségügyben dolgozók béreinek újabb emelése várható, de ennek mértékét a kormányzati honlap tapintatosan elhallgatja, csupán a 2023. évi költségvetési támogatás összegét (közel 50 milliárd forint) közli. (A Magyar Egészségügyi Szakdolgozói Kamara 2023-ra 35, 2024-re 25 százalékos emelést követel. A szakszervezetek álláspontját nem ismerjük.) Miért nem a szakszervezetekkel tárgyal és állapodik meg a kormány – tehetjük fel a kérdést. Miért nem mondják meg, hogy milyen mértékű béremeléssel számolnak? A megválaszolatlan kérdések a kollektív tárgyalások eljelentéktelenedését jelzik.

Hasonló helyzetről beszélhetünk a nagy állami gazdasági társaságoknál is. A közszolgáltató vállalatok 3 évre szóló 15 százalékos béremelésének 2023-ra vonatkozó része (2–5 százalék) nyilvánvalóan nem tartható, ezt a kormányzat is elismeri. Ennek megfelelően tárgyalások és új megállapodások várhatók.

## Nyugdíj

Orbán Viktor kormányai 2012 óta az úgynevezett inflációkövető nyugdíjmelést alkalmazzák, azaz a mindenkori nyugdíjmelésnek meg kell egyeznie az adott évi infláció mértékével. Miután különösen 2014–2020 között jelentős reálkereset-emelkedés következett be, ez a rendszer felettébb hátrányosan érintette a nyugdíjasokat, hiszen a gazdasági növekedés eredményeiből – amit a reálkeresetek növekedése is mutatott – nem részesültek. Ezen nem változtat az sem, hogy 2022 óta 13. havi nyugdíjat is fizetnek, illetve létezik nyugdíjprémium is, amelynek összege – már ha van – nem épül be a nyugdíjba. További probléma, hogy a nyugdíjak között amúgy egyenlő feltételek (szolgálati idő, életkereset) esetén is jelentős különbségek jöttek létre, attól függően, hogy mikor ment valaki nyugdíjba. Minél régebben, annál jobban elmarad a nyugdíja attól, mint aki később tette ugyanezt.

Amíg tehát a kereseteknél a kormány meglehetősen lazán kezeli az infláció alakulását, addig a nyugdíjrendszernek központi eleme az infláció figyelembevétele. Az elméletileg tiszta rendszer – a tényleges nyugdíjmelés egyezzen meg a tényleges inflációval – azonban meglehetősen buktatókkal terhelt, ugyanis amíg a megemelt nyugdíjakat már januárban fizetni kell, a tényleges inflációt csak egy évvel később ismerjük meg. Addig csak a költségvetési törvényben kalkulált, azaz a tervezett inflációval lehet számolni. Ezért is fontos, hogy a költségvetési törvény jól mérje fel a realitásokat, illetve ezért is érthetetlen és káros, hogy a kormány december helyett



már nyáron elfogadja a költségvetési törvényt, amikor még az előző évi zárszámadás sem ismert, és nyilvánvalóan nagyobb a bizonytalanság, kevésbé jelezhető előre a gazdasági folyamatok. Különösen igaz ez a 2023. évi költségvetésre. A 2022 júliusában elfogadott költségvetés 5,2 százalékos inflációval számolt, amelyet aztán még hatályba lépése előtt – Európában példa nélküli módon, rendelettel – módosítottak, immár 15 százalékos inflációval számolva.

Nem volt ez másképpen az előző esztendőben sem. Az infláció gyorsulása miatt az eredetileg 5 százalékra tervezett emelést már márciusban (a választások előtt) további 3,9 százalékkal meg kellett emelni, amelyet novemberben egy újabb, ezúttal 4,5 százalékos emelés követett. E szerint 2022-ben a nyugdíjak nem 13,4, hanem 14 százalékkal emelkedtek, mivel az évközi emeléseket a meglévő nyugdíjakra tették rá (azaz a növekményeket szorozni kell s nem összeadni). Ráadásul a 14,5 százalékos 2022. évi infláció mellett a nyugdíjas-infláció ezt meghaladóan, 15,2 százalékot tett ki.

Ugyanakkor olyan nézetet is olvashattunk, hogy a nyugdíjak növekedése meghaladta az inflációt. Ha ugyanis a 13. havi nyugdíjat (és a nyugdíjprémiumot) is beszámítjuk az éves növekedés számításába, akkor a nyugdíjak 18,2 százalékkal emelkedtek – 13 havi nyugdíj áll szemben 12¼ havival –, ami 2,6 százalékos reálérték-javulást mutat. Valójában nincs tehát mit követelni. Kérdés, hogy a törvény és a kommunikáció mit mond erről? Az 1997. évi LXXXI. törvény a társadalombiztosítási nyugellátásról szabályozza, hogy mennyivel kell évente megemelni az öregségi nyugdíjakat. A törvény 62. § (1) bekezdése szerint a nyugdíjakat „...az emelés évére tervezett fogyasztói árnövekedésnek megfelelő mértékben kell emelni.” Ez a szabály 2012. január 1-jén lépett hatályba, amikor 13. havi nyugdíj még és már nem létezett. A szabály értelmezésénél figyelembe kell venni, hogy noha mindenki nyugdíjról, nyugdíjemelésről beszél, nyugdíj mint ellátási forma valójában nem létezik, az csak egy fogalom (mint például a kutya, csak kutyafajták léteznek). A törvény szabályai öregségi nyugdíjra, özvegyi nyugdíjra, szülői nyugdíjra stb. vonatkoznak, és ezeket kell az infláció mértékével emelni, és nem az egyes ellátások összegét. A miniszterelnök számtalan alkalommal hangoztatta a nyugdíjak reálértékének a megőrzését – akkor is, amikor még nem volt 13. havi nyugdíj. Ő is nyilvánvalóan az egyes ellátások reálértékének a megőrzésére utalt. Ellenkező esetben az a furcsa helyzet is előállhatna, hogy amikor bevezetik a 13. havi nyugdíjat, akkor abban az évben – vagy ha több év alatt vezetik be, akkor azokban az években – a reálérték megőrzését úgy is teljesíteni lehetne, hogy amekkora reálérték-növekedést hoz éves szinten a 13. havi nyugdíj, ugyanannyival kevesebbel lehetne emelni az egyes ellátásokat. Vagyis

amit a törvény az egyik „zsebéből” adna, azt a másik „zsebéből” visszavehetné. Ez nyilvánvalóan képtelenség; ilyet soha senki nem állított, és ezt a törvény sem engedi meg. Ráadásul ebben az esetben a következő évi nyugdíjmelés egy alacsonyabb összegre vetülne, vagyis a 13. havi nyugdíj bevezetése miatti veszteség a havonta folyósított nyugdíjban élethosszig tartana.

Egy prognózis mindig lehet téves, ez elkerülhetetlen. Arra azonban garanciát kellene nyújtani, hogy ha a tényleges nyugdíjmelés elmarad a tényleges inflációtól, akkor a különbséget pótlólagosan, visszamenőlegesen adják oda. Tehát *legyen egy végelszámolás!* 2021-ben a nyugdíjakat 4,8 százalékkal emelték – 3 százalékot terveztek, majd júniusban 0,6, novemberben pedig 1,2 százalékkal emeltek visszamenőlegesen hatállyal –, az infláció azonban 5,1 százalék lett; a 0,3 százalékos különbséggel azóta is adós a kormány. 2022-ben az infláció 14,5 százalék, de a nyugdíjas-infláció 15,2 százalék lett. Ha komolyan vesszük a törvényt és a kormány számtalanszor elhangzott kijelentését a nyugdíjak reálértékének a megőrzéséről, akkor 2022. január 1-jei hatállyal, tehát visszamenőlegesen ismételt *korrigálni kell a nyugdíjakat*. Ha a 0,3 százalékos elmaradással is számolunk, akkor elvileg a 2021. évi nyugdíjak korrekciójából kellene kiindulni.

A valorizáció a mindenkori inflációval egyébként is idegen a kormány gyakorlatától. Így például a degresszió mértékeihez sem nyúltak soha hozzá (a nyugdíjak megállapításánál 372 000 Ft-tól a keresetek 90, majd 421 000 Ft-tól a 80 százalékát kell figyelembe venni), de ugyanez elmondható a nyugdíjprémium számításánál alkalmazott mértékekről is: 2009-ben azért lett a 80 ezer forint negyede a számítás alapja, mert akkor körülbelül ekkora volt az átlagnyugdíj. Ma már több mint a kétszerese, de a 80 ezer forintos számítási alap nem módosult. Pedig ebben az esetben a nyugdíjprémium maximális mértéke valamivel több mint 40 ezer forint lehetne.

Az *alacsony nyugdíjak* problémája régi adóssága a nyugdíjrendszernek, illetve a kormányoknak. (A Nyugdíjas Szervezetek Egyeztető Tanácsa ezért is javasol egyszeri 50 ezer forintos juttatást azoknak, akiknek a nyugdíja nem éri el az átlagos mértéket.) Némi segítséget nyújt a méltányosság elvének alkalmazása, amikor meghatározott esetekben lehetőség van nyugdíj megállapítására, illetve a meglévő ellátás emelésére.

A 2023. januárban megjelent kormányrendelet szerint *kivételes ellátásemelés* adható annak a nyugdíjasnak, akinek a nyugdíja nem haladja meg a havi 120 000 forintot. Ez az összeghatár 2008 óta 90 000 forint volt, vagyis az emelés 33,3 százalék. A méltányossági nyugdíjmelés minimális összege 3000, maximuma 8000 forint (Korábban a határok a nyugdíjminimum 10, illetve 25 százaléka, azaz 2850,

illetve 7125 Ft voltak. Az emelés tehát 5,3, illetve 12,3 százalékos.) *Egyszeri segélyben* részesülhet az a nyugdíjas, akinek a havi jövedelme nem haladja meg a 100 000 forintot (korábban 80 000 forintot), ha közeli hozzátartozójával közös háztartásban él, illetve az egyedül élő nyugdíjas, ha a havi jövedelme nem haladja meg a 120 000 forintot (korábban ez az összeg 90 000 forint volt). Az egyszeri segély minimális összege 15 000 forint (ez nem változott), a maximális összege a nyugdíjminimum másfélszereséről, 42 750 Ft-ról 50 000 forintra (17 százalékkal) emelkedett.

### **Szociális ellátás**

Ahogy már a bevezetőben említettük, az infláció elsősorban az alacsony jövedelmű, kevés vagy semmilyen megtakarítással nem rendelkezők számára okoz fokozott nehézséget. Ilyenkor felértékelődik a szociális rendszer szerepe. Egyfelől az önkormányzatoké, mivel ők állnak közelebbi kapcsolatban a térség lakóival, ők ismerik a helyi problémákat, a családok valós helyzetét. Ezt a feladatukat azonban jelentősen megnehezíti, hogy az önkormányzati források egy részét a kormányzat elvonta. Másfelől az állam – a kormány és intézményei – feladata lenne valamilyen segítségnyújtás. Itt azonban azt tapasztaljuk, hogy a kormány – Ferge Zsuzsa kifejezésével – egyfajta „perverz újraelosztást” valósít meg, vagyis a magasabb jövedelemmel rendelkezők esetenként több állami támogatást kapnak, mint a kis jövedelműek. Példa erre a személyi jövedelemadón keresztül fizetett hozzájárulás a gyermekek ellátásához.

A fix összegű támogatásoknál még rosszabb a helyzet, hiszen valorizáció hiányában az erősödő infláció elértékteleníti ezeket a juttatásokat. A családi pótlék összege 2008 óta nem emelkedett. Ekkor az egy gyermeket nevelő család esetén járó havi 12 200 forint a 122 000 forintos nettó kereset 10 százalékát tette ki. Mára ez mintegy 3,6 százalékra süllyedt. 2008 és 2021 között a KSH szerint 44,8 százalék volt az infláció, ennyit veszített értékéből a családi pótlék. 2022-re ez a szám 65,8 százalékra növekedett, míg 2023-ban – 15 százalékos inflációt feltételezve – már 90,7 százalék lesz az árszínvonal növekedése 2008-hoz képest. Ha a családi pótlék mértéke követte volna az inflációt, akkor 2021-ben 17 618 Ft lett volna az összege, vagyis minden érintett egygyermekes család havonta 5418 forintot veszített emiatt. 2022-re pedig el kellett volna érnie a 20 173 forintot, ennek hiányában a veszteség havonta 7973 forintra emelkedett. Ugyanezek a veszteségek vezethetők le a 2008 óta változatlan, azóta is 28 500 forintban megállapított minimálnyugdíjról,

illetve a 2023. évi költségvetési rendeletben erről leválasztott és átnevezett szociális vetítési alapról – pontosabban az ebből számított ellátásokról.

A Covid-válság kezelésénél is azt láttuk, hogy a kormány nem kíván pénzbeli segítséget nyújtani az érintett lakosoknak, csupán a részmunkaidős foglalkoztatás segítésére adott némi támogatást. A hirtelen felgyorsuló infláció sem készítette a kormányt arra, hogy változtasson ezen a politikáján. Amikor pedig érzékelte az élelmiszer- és az energiaárak radikális megemelkedését, akkor az 1990 előtti szocialista gazdaságból jól ismert árszabályozáshoz folyamodott, amennyiben rögzítette, illetve maximálta egyes termékek árát. A néhány kiemelt *élelmiszer* árának rögzítése teljesen hatástalannak bizonyult, mivel a kereskedők – különösen a széles áruskálával rendelkező nagy élelmiszerláncok – az itt keletkezett veszteséget más termékek árának megemelésével kompenzálták. Az úgynevezett *rezsiköltségek* támogatása pedig 2022-re elviselhetetlen mértékűre duzzadt, ezért a kormány a támogatási rendszer szigorítására kényszerült. A leglátványosabban a literenként 480 forintos áron rögzített *benzinársapka* bukott meg: bebizonyosodott, ami eleve nyilvánvaló volt, hogy a kereskedőket nem lehetett tartósan veszteséges tevékenységre kényszeríteni. Először a határ menti településekről átrándult autósok csapolták meg a forgalmazók jövedelmét, de ennek megtiltása sem tudta megakadályozni, hogy egyre nagyobb hiányok keletkezzenek, illetve a kutaknál hatalmas sorok alakuljanak ki. Végül a kormány feladta, visszaállította a piaci árakat, a fogyasztók részbeni kompenzálása (további segítése) pedig nem vetődött fel. (Igaz, ez a kompenzáció már a költségvetést terhelte volna, és nem a forgalmazókat, hiszen a kormány mások pénzéből jótékonykodott. Más kérdés, hogy amennyiben a kormány segíteni akarta volna a lakosságot, de legalább a rászorulókat, akkor inkább az élelmiszer- és nem a benzinköltségek némi ellentételezése lett volna kívánatos.) A gazdasági törvényeket ezúttal sem lehetett büntetlenül megsérteni. Megjegyezzük: közgazdász körökben már az 1970-es években jól ismert volt, hogy a kötött ár előbb-utóbb hiányhoz, korrupcióhoz vezet.

*Összefoglalva*, azt állapíthatjuk meg, hogy a hirtelen felgyorsuló infláció felkészületlenül érte a kormányt. Az érdekképviseltek iránt tanúsított elzárkózó magatartás, az együttműködés elutasítása, és főleg az, hogy a lelegelettebbek segítése nem prioritás a kormány számára, odavezetett, hogy nem épültek ki az infláció kezelésének mechanizmusai, intézményei, azokat ötletszerű intézkedésekkel próbálták pótolni – kevés sikerrel. Téved azonban, aki azt gondolja, hogy a jövedelempolitikát egyszerű szakpolitikai hibák formálják, vagy aki megmagyarázhatatlan tévedésekről beszél. Valójában ezek a Nemzeti Együttműködés Rendszere, a NER lényegéből fakadó következmények: a hatalom fontosabb, mint a közjó.

**Karsai Gábor,**  
a GKI Gazdaságkutató Zrt. vezérigazgató-helyettese

E-mail: [karsai.gabor@gki.hu](mailto:karsai.gabor@gki.hu)

RECESSZIÓT VAGY INFLÁCIÓT? EGYIKET SE!  
DE MINDKETTŐ ELKERÜLHETETLEN

A magyar kormányfő 2023 elején kettős gazdaságpolitikai követelményt fogalmazott meg: egyrészt az év végére legyen egy számjegyű az infláció, másrészt a GDP szintje ne csökkenjen a 2022. évi szint alá. Vagyis az áremelkedés üteme egy év alatt markánsan, a 2022. decemberi 24,5 százalékról 2023 decemberére mintegy 15 százalékponttal, jóval kevesebb mint a felére csökkenjen. Továbbá, bár a magyar gazdaság már 2022. harmadik negyedévében a technikai recesszió kapujába ért (a GDP 0,4 százalékkal csökkent az előző negyedévhez képest), s a negyedik negyedévben minden bizonnyal ugyancsak csökkenés következett be, követelmény, hogy ez ne érjen el olyan mértéket, hogy 2023-ban éves átlagban is visszaesés következzen be.

Ambiciózus elképzelés, amely azonban figyelmen kívül hagyja, hogy a növekedési és inflációs pálya szorosan összefügg a gazdaság külső és belső egyensúlyi helyzetével. Az infláció meglódulása és a recesszió kezdete ugyanis nagymértékben azoknak az egyensúlyjavító – adóemelő és támogatáscsökkentési – döntéseknek volt a következménye, amelyeket az államháztartási hiány megugrása (tavaly félévkor a deficit már elérte az éves előirányzat 92 százalékát), valamint a folyó fizetési mérleg hiányának várható, legalább megduplázódása kényszerített ki. Attól, hogy a kormányzat az egyensúlyi problémákat bagatellizálja, azok még nagyon is léteznek, behatárolva a gazdaságpolitika mozgásterét.

A kormány azonban láthatóan nem hajlandó tudomásul venni, hogy a magyar gazdaság 2022-ben súlyos egyensúlyi válságba került, azaz nem csak átmeneti zavarokról van szó. A hazai infláció 2022 végére a legmagasabb lett az Európai Unióban, a folyó fizetési mérleg GDP-arányos egyenlege az EU prognózisa szerint a harmadik legsúlyosabb deficitel zárhatott (-7,6 százalék, miközben az EU átlaga +1,1 százalék), az államháztartás 6,1 százalékos hiánya pedig ugyancsak a harmadik legnagyobb (az EU átlaga 3,4 százalék körül lehet). A forint euróhoz képest bekövetkezett

tavalyi leértékelődése és az irányadó kamat szintje kiugróan a legnagyobb a régióban. S bár növekedési szempontból Magyarország a gyorsak között szerepelhetett, ennek értékét megkérdőjelezi az egyensúlyi gondok okozta fenntarthatatlanság. Ezt jól mutatja, hogy a harmadik negyedévben már az EU-tagországok recesszió kapujába került harmadához tartozott a magyar gazdaság. Miközben az egyensúlyjavítás még csak az elején tart, a növekedés már akadozik.

A kormányzat a letagadhatatlan válságjelenségeket külső tényezőknek, a háborúnak és főként a szankcióknak tulajdonítja. Ezen interpretáció alapján a külső körülmények csak akkor hatnak a magyar gazdaságra, ha éppen kedvezőtlenek. A Covid-válság előtti gyors magyar növekedés kapcsán ugyanis a kormányzat jellemzően még csak nem is utalt a kivételesen kedvező, alacsony világpiaci energiaárakra és kamatokra, a GDP évi nettó 3 százalékat kitevő EU-transzferekre. Vagyis a sikereket kizárólag a magyar gazdaságpolitikának tulajdonította. Most fordított a helyzet, a gondok kapcsán szó sem esik a gazdaságpolitika felelősségéről.

Pedig az egyensúlyromlás valójában nem tavaly, nem is a Covid-járvány időszakában, hanem jóval korábban kezdődött, noha a folyamatnak valóban hatalmas lökést adott a 2021-es, 2022 márciusáig tartó szélsőséges választási költsékezés, majd az orosz–ukrán háború. Az infláció például 2016 óta szinte folyamatosan gyorsul, 2019-ben már a legmagasabb volt az EU-ban, 2020 januárjában pedig – tehát még a Covid-járvány előtt – elérte a 4,7 százalékot (majd a járvány okozta visszaesés idején átmenetileg csökkent). Az államháztartás GDP-arányos hiánya pedig – bár 2012-től 2020-ig az uniós deficitmutató a bűvös 3 százalék alatt maradt – jellemzően a második legmagasabb volt a régióban. Eközben egyes években számos ország költségvetése az anticiklikus gazdaságpolitikájának megfelelően egyenesen szufficites volt. A folyó fizetési mérleg GDP-arányos egyenlegének 2010 óta stabil aktívuma már 2018-ban minimálisra csökkent, azóta pedig rohamosan növekvő deficitet mutat.

Tény, hogy eközben a magyar gazdaság az egész EU kifejezetten gyors növekedést felmutató országai közé tartozott, ezt a kormányzat rendszeresen hangsúlyozza is. Valójában azonban az EU-transzfereken kívül költségvetési kiadásokkal és adókedvezményekkel, alacsony kamatokkal és bérmegállapodással is serkentett növekedés mindinkább túlhevüléshez – ezen keresztül növekvő importkereslethez és áremelkedéshez – vezetett. A járvány lecsengésével romló világgazdasági körülmények – például az energiaárak már jóval az orosz agresszió előtt megkezdődött emelkedésének, az olcsó pénz véget érő korszakának – figyelmen kívül hagyása, párosulva az olyan emblemikus „vívmányokhoz” való ragaszkodással, mint a re-

zsicsökkentés vagy az alacsonyan tartott kamatszínvonal, súlyos egyensúlyi feszültségekhez vezetett. Nem beszélve a 2022. évi választások előtti fedezetlen pénzszórásról.

Ennek kimondása az egész eddigi gazdaságpolitika megkérdőjelezését jelentené. A kormányzat vagy az MNB részéről elhangzott kritikai megjegyzések viszont csak részigazságokat, felelősségáthárítást tartalmaztak, hiányzott belőlük az önkritika, annak kimondása, hogy a növekedés hajszolása a legutóbbi időkhöz a fiskális és monetáris politika közös irányvonala volt. Ennek beismerése azonban a jelek szerint nemcsak propagandisztikus okokból maradt el, hanem azért is, mert a kormányfő valóban és továbbra is hisz az eddigi irányvonal, az erőltetett növekedés helyességében.

A miniszterelnök szerint beléptünk a „veszélyek korába”, s meg kell védeni az eddigi vívmányokat. Ebből következik a tarthatatlan, túlhaladott, gyakran eleve hibás célok melletti kitartás – körömszakadtáig. Ezeknek hosszú listája van, egyebek mellett a rezsicsökkentés maradékának propagandisztikus dicsőítése, számos vitatott beruházási cél fenntartása, az állam gazdasági terjeszkedésének folytatása, vagy éppen az ország szuverenitásának védelmére hivatkozva a kormányzat kontrollálhatatlan hatalmának fenntartása, ami az EU-transzfereket kockáztatja. Ennek következtében a kormányzat az elkerülhetetlen válságkezelő lépéseket is az utolsó percig halogatja (ezt tette legutóbb a benzin ársapkája esetében; az adminisztratív beavatkozást csak akkor szüntette meg, amikor az üzemanyaghiány már az autósokat bősztítő méreteket öltött). Másrészt a kényszerűen mégis megtett, válságkezelő, szigorító lépéseket többnyire politikai beavatkozás, lazítás követi. E kétféle folyamat gyakran egyidejűleg zajlik, ami erodálja a gazdaságpolitika hitelességét. Ennek minősített esete, hogy 2022 szeptemberében az MNB a növekvőnek prognosztizált infláció ellenére – alighanem politikai megrendelésre – bejelentette a kamatemelési ciklus lezárását, ami a forint árfolyamának gyors zuhanásához, majd az irányadó kamat 5 százalékpontos emeléséhez, tehát a szigor markáns növeléséhez vezetett; csak hogy a kamatemelés hatását a kormányzat a maga eszközeivel rögvest enyhítette. A növekedés serkentését célzó, átgondolatlan lépések a jegybanki szigorítás időszakában végeredményben csak rontották a bővülés lehetőségét, miközben a gyengébb forintnak inflációs hatása volt.

Az eklektikus célrendszer tükröződik a 2023. évi költségvetés körüli huzavonában: az Országgyűlés már tavaly nyáron elfogadta, karácsony előtt átdolgozták, kormányhatározatba foglalták, majd a bejelentés szerint benyújtják az Országgyűlésnek. A végrehajtás során pedig a kormány az elmúlt évek gyakorlatának meg-

felelően gyakorlatilag tetszése szerint módosíthat az előirányzatokon. A tervezett 3,5 százalékos GDP-arányos deficit utolsó pillanatban történt 3,9 százalékra emelése a Pénzügyminisztérium szigorító elképzeléseinek politikai, „növekedéspárti” felülbírálatát valószínűsíti. Ugyanakkor nemcsak szokatlan, hanem az egész folyamat szakmaisága iránt kétségeket ébreszt, hogy a költségvetésről szóló határozat és a hozzá kapcsolódó makrogazdasági előrejelzés semmiféle indokolást – múltelemzést és stratégiai megfontolást – nem tartalmaz. A kérdés tulajdonképpen az, hogy a folyamatok áttekinthetlenné tétele, a propagandaszólamok ismételtetése vajon milyen mértékben érinti magukat a döntéshozókat. Fel tudják-e mérni döntéseik valós, együttes és tartós hatását, például antiinflációs és növekedést segítő lépéseik eredőjét? S ebben a káoszban szerepe van-e a vezetés megosztottságának?

A 2023-ra végül betervezett, megemelt, 3,9 százalékos GDP-arányos államháztartási hiánycél is optimistább az Európai Bizottság őszi prognózisánál, amely 4,4 százalékos magyar deficitet vár. Az uniós átlag 3,6 százalék, a magyar államháztartás hiánya a negyedik-ötödik legmagasabb a 11 országot magában foglaló régióban.

A kormány 1,5 százalékos növekedési prognózisával szemben az előrejelzők idén jellemzően stagnálás körüli helyzetre számítanak. Az MNB 0,5–1,5 százalékos, az EU csak szimbolikus, 0,1 százalékos növekedést vár, a Consensus Economics decemberben mért előrejelzői átlaga 0 százalék volt. A GKI ennél is pesszimistább, 1–1,5 százalékos visszaesést is könnyen elképzelhetőnek tart. A 2022. évi fedezetlen – eladósodás terhére történt – fogyasztás- és beruházásnövekedés után ugyanis elkerülhetetlennek látszik a korrekció, hacsak nem folytatódik vészes ütemben a külföldi hitelfelvétel. Az MNB a fogyasztási kiadás kb. 1,5-2 százalékos, az állóeszköz-felhalmozás 2-4,5 százalékos visszaesésével számol. A kormány sokkal optimistább, az előbbinél egyenesen közel 1 százalékos növekedést, az utóbbinál csak 1 százalékos csökkenést vár. A statisztikai adatok és a gazdasági várakozások azonban a fogyasztási és beruházási kereslet 2023. évi várható visszaesésére utalnak (például a kiskereskedelem és az építőipar esetében). A fogyasztás bővülését a vásárlóerőnek a magas infláció és korlátozott keresetemelési lehetőségek miatt bekövetkező csökkenése, a beruházásét az állami források szűkössége, az EU-transzferek bizonytalansága, a magas kamatok, s nem utolsósorban a bel- és külföldi kereslet bizonytalansága magyarázza.

Az államháztartás adóbevételeire azonban közvetlenül nem a GDP, hanem főleg a nominális bér- és fogyasztási adatok vannak hatással. Ezek nagyban függenek az



inflációtól, miként a vállalati befizetések is. Emellett nagyon fontosak az EU-transzferek is.

A kormány a bruttó bér- és keresettömeg közel 16 százalékos, míg az MNB mindössze 10 százalék körüli emelkedésével számol. Figyelembe véve a minimálbérek 2023. évi 15 százalékos emelését, valamint a bérfelzárkóztatás (nyilván az inflációval is összefüggő, áprilishoz képest októberre már 3 százalékpontos) gyorsulását, továbbá a foglalkoztatási helyzet egyelőre viszonylag kedvező alakulását, a kormány becslése látszik reálisnak. A keresetekhez kapcsolódó adóbevételek tehát elérhetők. Más a helyzet a lakosság várható fogyasztási kiadásaiival. A változatlan áron mért, vásárolt fogyasztásánál az MNB 1,5-2 százalékos csökkenéssel, a kormány viszont a már említett, meglepő, 0,8 százalékos növekedéssel számol. Folyó áron azonban más a helyzet. A kormányzat feltehetőleg lényegesen alábecsüli az inflációt, amikor csak 15 százalékos áremelkedést vár, szemben az MNB 15–19,5 százalékos előrejelzésével. Az alsó határán feltehetőleg inkább csak a kormány iránti gesztust fejezi ki, reálisabb feltételezés, hogy a fogyasztói árak emelkedése megközelíti a felső határt. Így például 19 százalék körüli infláció és könnyen bekövetkező, 3 százalék körüli fogyasztáscsökkenés esetén is megközelíthető, netán teljesülhet is a költségvetési cél, a fogyasztáshoz kapcsolt adók 16,6 százalékos növekedése.

Miközben az infláció a költségvetés bevételeit felduzzasztja, a kiadási oldalon pótlólagos kockázatok forrása. A Költségvetési Tanács megállapítása szerint „az energiaárak jelentős kompenzációján kívül a költségvetés a 2022. és 2023. évi magas infláció miatti többletkiadásokra nem biztosít többlettámogatást, ami jelentős teljesíthetőségi kockázatot hordoz”. Ehhez járulnak a várhatóan a tervezettnél is lényegesen magasabb áremelkedés okozta feszültségek. A nyugdíjak esetében törvény írja elő az inflációkövetést, a legtöbb területen azonban erre nincs semmiféle garancia. Csak egyetlen példa: a bruttó átlagkereset 2023-ra prognosztizált 15,8 százalékos növekedésén belül a kormányzati szektorban csak 11,9 százalékos béremelkedés várható. Ez 15 százalékos infláció esetén 2,7 százalékos, de 19 százalékos áremelkedés esetén már 6 százalékos reálkereset-csökkenést jelentene. Ráadásul az átlag mögött külön feszültséget indukál a bérfelzárkóztatási ígéretek értékvesztése, az ebben nem érintett rétegek említetténél is nagyobb reálbércsökkenése. Valószínű, hogy egyes területeken szükség lesz a korábban gondoltnál nagyobb béremelésre – noha ez felerősíti a bér-ár spirál veszélyét. Ehhez a fedezetet más területekről, például a beruházási kiadások csökkentésével kellene előteremteni. Bár politikai realitása alig van, de fontos lenne a társadalmilag továbbra is igazságtalan, egyben takarékosagra sem

kellően ösztönző, a költségvetés közel 1500 milliárd forintjába kerülő lakossági rezsicsökkentés rendszerének totális újragondolása.

A rezsicsökkentés azonban tabu. Az államháztartás beruházási kiadásairól pedig nincs érdemi információ. Nem tudni, hogy a korábban elhatározott visszafogás és átütemezés eddig milyen mértékben valósult meg, s miképpen tervezik folytatni. Az EU-ban kiugróan magas beruházási ráta, számos régóta vitatott cél – például Paks II, Budapest–Belgrád vasútvonal, a Várnegyed rekonstrukciója – aktuális tartalmának újratervezése lehetőséget adna a költségvetés kiadási szerkezetének átalakítására. Például az oktatás és az egészségügy javára, beleértve ebbe a béremeléseket is. Ugyanakkor például a Vodafone megvásárlásában játszott állami szerep ismételtén arra utal, hogy a kormányzatot még a válság időszakában sem az egyensúly, hanem a hozzá lojális tulajdonosi csoportok terjeszkedési-növekedési lehetőségének megteremtése vezérli. Ehhez képest eltöpreml például a turisztikai beruházási támogatások januárban nyilvánosságra került – amúgy teljesen indokolt – visszafogása.

Ha a kormányzat nem lenne hajlandó az EU részére tett ígéreteinek eleget tenni, akkor az EU-transzferek költségvetésben előirányzott megelőlegezése – a pénz beérkezésének csúszása, esetleg elmaradása miatt – a hiány további emelkedéséhez vezethet, ráadásul az ország romló befektetői megítélése miatt a forint további gyengülését és a kamatszint emelkedését okozná.

A Magyar Ipari és Kereskedelmi Kamara elnöke – a kormányfő bizalmi embere – azonban már január első napjaiban a beruházások csökkenése miatt aggódott. A növekedés fő akadályát a – szerinte egyre kevésbé indokolt – magas alapkamatban látva, olyan lépéseket sürgetett, amelyek elvezetnek a kiszámítható kamatcsökkentéshez. Ami természetesen indokolt lehet, feltéve hogy az infláció mérséklődik, az árfolyam érdemben stabilizálódik, és az EU-transzferek beérkezéséről szóló konkrét megállapodás megvalósul. A kamatcsökkentés idő előtti – például egyelőre valószínűleg gyorsul az áremelkedés üteme – erőltetése azonban a tapasztalatok szerint súlyos hiba lenne. A magyar költségvetési és monetáris politika iránti általános bizalmatlanság miatt e téren 2023-ban nagy óvatosságra lesz szükség.

A 2023. évi költségvetést tehát számos feszültség terheli. A bevételi előirányzat teljesítése a tervezettnél gyorsabb inflációt feltételez, ami a kiadási oldalon a már „betervezett” gondok vészes felerősödéséhez, kezelésük esetén elkerülhetetlen többletkifizetésekhez vezethet. Felettébb kérdéses, hogy a Költségvetési Tanács megállapítása szerint is csak 463 milliárd forintos „szabad” tartalék (a kiadások kevesebb mint 1,2 százaléka) és a kiadások átcsoportosítása erre elegendő lesz-e. Ezért a ter-

vezettnél magasabb 2023. évi hiány nagyon valószínű. Az utolsó pillanatban megemelt hiánycéllal tehát nem az a baj, hogy ne lenne reálisabb a korábbinál, hanem az, hogy a deficitcsökkentési ambíció alábbhagyását jelzi. Holott a kiadási szerkezet – igaz, nem fájdalommentes – átalakításával korlátozható lehetne az erősödő adóterhelés okozta növekedési veszteség és inflációs többlet, valamint csökkenthető lenne a deficit. Vagyis a jelenleginél sokkal ígéretesebb antiinflációs és fenntartható növekedést eredményező gazdaságpolitikát lehetne folytatni.

## MI JÖN AZ ANDALÍTÓ TÍZES ÉVEK UTÁN?

Az andalító 2010-es évek infláció nélkül teltek el, legalábbis a világ szerencsésebb felén. Ez mind a kutatók, mind a gazdaságpolitikusok, mind a politikusok figyelmét elaltatta. A 2010-es években megjelent legtöbb monetáris politikai elemzés azzal foglalkozott, mennyire hatásosak vagy nem hatásosak a globális pénzügyi válság idején bevezetett új, nem konvencionális eszközök. Ezekben az elemzésekben az infláció abban az összefüggésben fordult elő, hogyan lehet az inflációs várakozások befolyásával a pangó áremelkedési ütemet végre a cél közelébe emelni, hogy ne defláció fenyegetse a gazdaságot (Potter & Smets, 2019). A 2010-es évek másik meghatározó monetáris témája a tartósan alacsony infláció magyarázata volt, amit részben a Phillips-görbe strukturális átalakulásával (Eser et al., 2020), részben a neutrális (vagy természetes) reálkamatláb tartós, tendenciózus csökkenésével és így a monetáris politika szükségszerű tehetetlenségével magyaráztak (Blanchard, 2021).

Az andalító tízes években még nem az infláció megfékezése, hanem a defláció megállítása volt a cél. Ennek jegyében a Fed 2020-ban monetáris keretrendszere részleges átalakításáról döntött: eszerint a kétszázalékos inflációs cél átlagosan értendő, és szemet lehet hunyni, ha az áremelkedés üteme átmenetileg a cél fölé emelkedik (Clarida, 2022). Az Európai Központi Bank 2021-es új stratégiájának egyik központi eleme szintén a szimmetrikus inflációs cél bevezetése volt; addig a fogyasztói árak emelkedését szigorúan két százalék alatt akarták tartani (ECB, 2021).

A pandémia alatt a jegybankok a szinte lehetetlent kísértették meg: tovább lazítottak a monetáris irányultságon. Emelték a korábban nem konvencionális eszközként bevezetett eszközvásárlások volumenét, a piaci zavarok elhárítására bőséges likviditást biztosítottak partnereiknek és – akinek volt még módja rá – tovább csökkentették a kamataikat (English et al., 2021). A Bill English és társai által szerkesztett kötet kulcskérdése az volt: mi módon lehetne az inflációt, legalább az inflációs várakozásokat növelni? A kötet fejlődő gazdaságokkal foglalkozó fejezetei azonban

Köszönetet mondok Surányi Györgynek és Mikolasek Andrásnak az esszé első változatához fűzött értékes észrevételeikért.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2023.67.1-2.84>

azt is megemlítik, hogy azok többségében már a pandémia előtt erősödött az inflációs nyomás (így Magyarországon is), amiből a nemegyszer túlzásba vitt monetáris lazítás rohanó inflációt varázsolt, lásd Törökország minősített esetét.

A pandémiát követő gyors visszapattanást és az energiapiacra kibontakozó, meglepően gyors áremelkedést követően lassan felfele kúszó infláció láttán még nagyon sokan nagyon sokáig abban a hitben éltek, hogy mindez csak átmeneti, inkább csak szektorális feszültségek kiváltotta hatás, az áremelkedés üteme nem lesz tartós. Ennek szép példája a Fed-elnök Jackson Hole-ban elmondott 2021-es beszéde (Powell, 2021). Summers (2021) már közvetlenül a beszédet követően rámutatott Powell érvelésének gyenge pontjaira, kifejtve, hogy áremelkedés nem csak egy-két ágazatban volt megfigyelhető; a tartós fogyasztási cikkek és az autók ára a pandémiasokkot követően tartósan is nő, nem kontrollált és hihetetlenül feszes a munkaerőpiac, az inflációs várakozások egyáltalán nem stabilak, sőt erőteljesen felfele tolódtak, valamint nincs globális dezinfláció. Neki lett igaza.

A nagy ráébredés éve 2022 volt: az infláció valóban csak aludt, nem halt meg, ahogy azt Rogoff már 2014-ben megjósolta.<sup>1</sup>

### Az amerikai és európai infláció természetrajzáról

Amióta 2022-ben a legtöbb földrészen és a legtöbb országban megjelent a már elfeledni látszott infláció, felélénkültek a régi-új viták annak természetéről és a jegybankoktól ilyenkor elvárható monetáris politikai lépésekről. Elméleti közgazdászok, gazdasági elemzők, gazdaságpolitikusok vitáznak, nemegyszer homlokegyenest ellentétes nézeteket megfogalmazva: csak az Európai Unión belüli vita hevességéről és az ellentétes álláspontokról jó képet nyerünk, ha betekintünk az Európai Parlament monetáris dialógusába, ahol felkért szakértők és botcsinálta politikusok egyforma hangerővel bizonygatták igazukat<sup>2</sup> (Darvas & Martin, 2022). A tisztánlátást nehezíti, hogy nemcsak a pandémia okozta gazdasági leállásra adott intenzív monetáris és fiskális politikai válaszokat, valamint a pandémiát követő gyors visszapattanást kell figyelembe venni, hanem az ellátási láncok pandémia előidézte széttöredezettységének tartósságát, az időközben felerősödött energiaválságot és a 2022-ben az orosz agresszió következményeként kialakult, egyre jobban elhúzódó orosz–ukrán hábo-

<sup>1</sup> „Inflation may be dormant, but it is certainly not dead” (Rogoff, 2014).

<sup>2</sup> <https://www.europarl.europa.eu/committees/en/econ/econ-policies/monetary-dialogue>

rút is. Újra feltámadt a hetvenes évek nagy inflációjának nevezett korszak (Great Inflation period) megítélése körüli vita (Bernanke, 2021; Blinder & Rudd, 2013).

Nem véletlen, hogy 2022-ben a jegybankárok megszólalásaiban az okok elemzésekor a „bizonytalanság” lett a kulcsszó.

Az infláció lehetséges okainak a rövid katalógusa:

- keresleti sokk, azaz a makrokereslet (fogyasztás, beruházás, kormányzati kiadás) megugrása a pandémia alatti, illetve a korábbi keresletösztönző politikák, valamint a pandémiát követő, gyors visszapattnás eredményeként;
- kínálati sokk, azaz a kibocsátás visszaesése, aminek oka lehet a munkaerőpiac feszessége (például a pandémia következtében elsősorban a szolgáltatási szektorban), a globális termelési láncok szétszakadása, a szállítás ellehetetlenülése, illetve megdrágulása;
- az energiahordozók és az élelmiszerek árrobbanása, ezen belül a háború okozta sokk;
- az inflációs várakozások instabilitása.

A pénzmennyiség megugrása nem szerepel a fenti okok között. Nem azért, mintha nem lenne továbbra is igaz, hogy amikor a széles értelemben vett pénzmennyiség jelentősen megugrik (mint például az Egyesült Államokban 2021-ben), akkor azt bizonyos idő elteltével ne követné az árak emelkedése (Goodman, 2021). Az is empirikusan igazolt megfigyelés, hogy magas és volatilis infláció idején a pénzmennyiség növekedése gyorsítja az inflációt (Papadia & Leonardo, 2021).<sup>3</sup> Az  $MV = PT$  azonosság továbbra is igaz, de ma már senki nem gondolja (figyelmesen olvasva Friedmant, már ő sem gondolta), hogy a pénzmennyiség növekedése azonnal az árszínvonal emelkedésében csapódik le. Az áttétel bonyolultabb, a transzmisszió nem egyértelmű. A jegybankok nem képesek exogén módon szabályozni a pénzmennyiséget, ezért a monetáris politikának is más, a kamatokon, az árfolyamokon és a várakozásokon keresztül ható transzmissziós mechanizmusai az erősek.

Bár az infláció fentebb felsorolt okait illetően a szakértők között sincs teljes egyetértés, de nagy súllyal a keresleti, illetve a kínálati sokk szerepét emelik ki, míg a gazdaság szereplőinek (a háztartásoknak és a vállalatoknak) a véleménye a felmérések szerint szélsőségesen szóródik. A háztartások például kiemelten emlegetik a „politika” (vagy pontosabban a gazdaságpolitika) felelősségét. Minderről kiváló

<sup>3</sup> Jelen esszében nem esik szó sem az infláció (árszínvonal) fiskális elméletéről (Cochrane, 2023), sem mélyebben a monetáris-fiskális politikák egymásra hatásáról (Leeper, 2021), mert mindez szétfejténé a tanulmány kereteit. Így arra sem fogok kitérni, hogy mikor vezethet a jegybanki szigorítás (kamatemelés) a fiskális reakció eredményeként az infláció növekedéséhez.

áttekintést ad Andre et al. (2022), mondanivalójának jó összefoglalása Ábel & Nagy (2022). A közönség véleményének szóródása jól tükrözi, hogy az átlagember nem tesz különbséget az infláció egyszeri megugrása és a tartós, makacs infláció között, miképpen az általános (headline) és a maginflációt sem különböztetik meg.

A szakértőknek és az elemzőknek azonban kötelességük feltenni a kérdést: a fentebb felsorolt okok vajon mennyiben és milyen csatornákon keresztül járultak hozzá az infláció tartósságához, vagy mennyiben csak egyszeri árszintugrást jelentenek? A választól függően van vagy nincs tennivalójuk a központi bankoknak. Általános az egyetértés, hogy a jelenlegi infláció nem egyszeri, gyorsan lecsengő sokk, hanem a maginfláció emelkedésével is jellemezhető, tartós folyamat; még akkor is, ha a 2023 elején publikált adatok szerint Dél-Amerika számos országában, az Egyesült Államokban és az euróövezetben egyaránt csökkenőben van az áremelkedések üteme. Ha a fenti okokat egyesével megvizsgáljuk, világossá válik, miért érezték végül mégis úgy a jegybankok, hogy lépniük kell, és miért érzi úgy számos elemző, hogy későn léptek.

Számos tanulmány többféle módszerrel kísérelte meg a 2021–2022-es áremelkedések esetében a keresleti és kínálati tényezők szétválasztását (Eickmeier & Hofmann, 2022; Gonçalves & Koester, 2022; Kalemlı-Özcan et al., 2022; Shapiro, 2022). Valamennyi mérés arra az eredményre jutott, hogy az inflációs korszak kialakulásában a keresleti és kínálati faktorok egyaránt szerepet játszottak, az Egyesült Államokban inkább a keresleti, az eurózónában inkább a kínálati tényezők súlya volt jelentősebb. Ez a típusú szétválasztás csak segíti a tisztánlátást, de semmit nem mond a jegybankok szükségese szerepvállalásáról.

A keresleti sokkhoz a pandémia idején – elsősorban az Egyesült Államokban – megvalósított nagy volumenű állami jövedelemkiegészítő programok járultak hozzá. Ezekkel kapcsolatban számos félreértés fogalmazódott meg. Egyik tanítványával közösen írt cikkében Stiglitz egy általa nem dokumentált módszerrel számított trendtől való eltérés hiányával próbálja indokolni, hogy „nem is volt itt, kérem szépen, semmilyen, állam által generált keresleti sokk” (Stiglitz & Regmi, 2022), figyelmen kívül hagyva, hogy a keresleti sokk hatását illetően az output gap, azaz a kereslet és kínálat eltérése alakulása a döntő, azaz éppen a kínálati sokk tartósságáról feledkezik meg. A Stiglitz-tanulmány széles körben terjed Magyarországon is, sajnos a módszertani és elméleti hiányosságait feltáró kiegészítés nélkül. A keresleti sokk tényleges természetét feltárva egyértelmű, hogy a jegybankoknak reagálniuk kellett.

A kínálati sokkra való hivatkozás elsősorban azokban a tanulmányokban kerül elő, amelyek azt bizonygatják, hogy ebben az esetben a jegybanknak semmi teendője nincs, sőt beavatkozásával és a növekedés további visszafogásával csak ront, és nem javít a helyzeten. Ez az érvelés abban az esetben helyes, ha egyszeri, múltó sokkról lenne szó, és nem a potenciális és az effektív kibocsátás tartós csökkenéséről. Egyszerű kínálati sokk esetén az árszínvonal egyszeri megugrását figyelhetnénk meg, és az árak később visszatérnének a sokk előtti szintre. A jelenlegi inflációs periódusra nem ez a jellemző, hanem az, hogy a potenciális kibocsátás tartósan csökkent. A nyíló output gap és az ennek hatására növekvő maginfláció (még jól horgonyzott várakozások esetén is) feladatot ró a jegybankokra. Például Brainard (2022), a Fed alelnöke rámutatott a munkaerő, az alapanyagok és a kritikus inputanyagok, történetesen a félvezetők kínálatát tartósan jellemző zavarokra, aminek következtében elmosódtak a határok a potenciális kibocsátást érintő átmeneti és tartós sokkok között. A világ nagy jegybankjait mostanság éppen azért kritizálják, mert rosszul értelmezték az outputsok gyökerét (Darvas & Martin, 2022; Reis, 2022), és késlekedtek a szükséges közbelépéssel.

Az energia és az élelmiszerek áremelkedése már a háború előtt megfigyelhető volt, de az orosz agressziót követően felgyorsult. Amennyiben csak ez lenne a ma megfigyelhető infláció oka, akkor a maginfláció (vagyis a lassan változó árú tételek inflációja) nem, vagy csak csekély mértékben követné a headline inflációt, annál sokkal lassabb lenne. Azonban az elmúlt másfél évben inkább azt figyelhettük meg, hogy a maginfláció egyáltalán nem, vagy alig maradt el a headline infláció ütemétől, sőt egyes országokban meg is haladta azt. Az energia- és élelmiszerárak egyszeri – valamilyen külső tényező, mint például aszály vagy háború – hatására bekövetkező megugrása, ha nincs valamilyen mélyebben fekvő, strukturális ok, valóban olyan jelenség, amelyen a jegybankárok átnézhetnek, nem szükségszerű reagálniuk rá. 2021 őszén az energiaárak akkor tapasztalt megugrását számos nagy jegybank ilyennek is tekintette, ezért volt uralkodó a kivárás, a wait and see szemlélet. Azonban az energiaárak ismételt sokkok hatására bekövetkezett, egyre többszöri és erősebb megugrása, valamint az erre szuperponálódó élelmiszerár-növekedés a fentebb említett keresleti és kínálati sokkokkal kiegészítve jelentősen elmozdították a várakozásokat (Reis, 2022). Azaz a jegybankok által jól horgonyzotttnak tételezett várakozások egyáltalán nem bizonyultak stabilnak, és valamennyi országban eltolódtak a magasabb infláció irányába. Ez feszes munkaerőpiac mellett az infláció szempontjából nagyon veszélyes ár-bér spirál beindulásához vezethet. Ha pedig ezek a másodkörös hatások is jelen vannak, akkor a jegybankoknak nincs más választásuk: közbe kell avatkoz-



niuk, szigorítaniuk kell. Az egyszerű energiaársokk lefutására ugyanaz érvényes, mint az egyszerű kínálati sokk lefutására.

A fenti elemzést sokkal elegánsabban és rövidebben is lehet prezentálni a Phillips-görbe segítségével (Reis, 2022), ám a konklúzió ugyanaz: a megfigyelhető sokkokat a jegybankok félreértelmezték, ezért túl sokáig folytatták a laza, a keresleti sokkot erősítő monetáris politikát, a várakozásokat a felhalmozott hitelességük miatt stabilnak hitték.

Az előző mondatból emeljük ki a „felhalmozott hitelesség” kifejezést: ezeknek a jegybankoknak *volt* hitelességük, amire támaszkodni tudtak, és amit igyekeztek megőrizni a jelenlegi inflációs sokk idején is.

Ha el is fogadjuk, hogy a jegybankoknak volt okuk szigorítani, még mindig kérdés, hogy milyen erős legyen a beavatkozás és milyen mellékhatásai lehetnek. A megfelelő hatás eléréséhez a kommunikáció legalább olyan fontos, mint maga a lépéssorozat. Lépéssorozatról beszélünk, mert a szigorítási ciklust fokozatosan valószínűsítjük meg, nem jelentik be előre a végét; a kamatemelések mértékét fokozatosan csökkentik, majd, amikor az előrejelzések alapján már konszenzusos a jegybanki vezetés véleménye, akkor megállnak. A megfelelő hatás elérése feltételezi a költségvetés passzív alkalmazkodását (Leeper, 2021), mert ellenkező esetben a kamatemelés kiváltotta költségvetési túlköltekezés akár még további inflációhoz is vezethet. A monetáris szigorítás, mivel a kereslet visszafogására irányul, a gazdaság szempontjából restriktív, így felerősítheti a más okokból (például jelenleg a háború és az energiaválság miatt) kialakuló recessziót. A jelenlegi nagy jegybankok éppen ezt a trade offot próbálják enyhíteni vagy elkerülni, és ígérnek „békés földet érést” (*soft landing*). Azonban nem létezik egyetlen, kiszámítható és jó megoldás. Ahogy a bizonytalanság a döntéshozók fő félelme a döntés előtt, úgy a szerencse a reményük a döntés meghozatala után.

### A magyarországi infláció tanulságai

Írásom második részében Magyarország közelmúltbeli monetáris politikáját és a feltámadó inflációra adott válaszát tekintem át. Az előző pontokban kifejtett érvelés azonban nem alkalmazható egy az egyben Magyarországra. Néhány gazdasági szakértő az előző fejezetben bemutatott viták egyik vagy másik elemét kiragadva kísérel meg Magyarországra vonatkozóan „holtbiztos” értelmezést adni.<sup>4</sup> A magyar

<sup>4</sup> Leginkább Pogátsa Zoltánnak a 2022–2023 fordulóján megjelent interjúira és írásaira gondolok.

infláció természete és a jegybank eddig erre adott válasza azonban számos ponton eltér a nagy jegybankok előző pontban vázolt dilemmáitól.

Ellentétben az előző fejezetben tárgyalt egyesült államokbeli és eurózónabeli inflációval, Magyarországon – miként például Dél-Amerika és Kelet-Európa számos országában – az inflációs nyomás már az andalító tízes évek második felében érezhető volt (Csontó et al., 2022). A kibontakozó inflációs folyamatot látva 2018-ban és 2019-ben már több fejlődő és néhány fejlett országban (például Csehországban!) szigorítottak a jegybankok. Az ekkor kibontakozó inflációnak nem lehetett köze sem a pandémiához, sem a háborúhoz, hanem a globális pénzügyi válságot követő kibontakozás során alkalmazott ultralaza, keresletösztönző monetáris és fiskális politika eredménye volt. Ez a megállapítás érvényes Magyarországra is (Surányi, 2019; Csontó et al., 2022). Igaz, az infláció még a korábban megállapított 2–4 százalékos toleranciasávbán mozgott, de egyre határozottabban közeledett annak felső széléhez, a trendje pedig egyértelműen emelkedő volt.

A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa azonban ekkor még nem szigorított.<sup>5</sup> A változatlanul nullához közeli szinten tartott alapkamat, a negatív egynapos betéti kamattal az újra felélesztett növekedési hitelprogram és a friss növekedési kötvényprogram keretében permanensen bővítette a bankrendszer likviditását. A reálkamat jelentősen negatív volt, a reálárfolyam folyamatosan leértékelődött. A hivatalos (gazdaság)politika az úgynevezett *magasnyomású gazdaság* elméletét alkalmazta (Magyar Nemzeti Bank, 2016). A magasnyomású gazdaságnak azonban nincs elmélete. Okun egy 1973-as ötlete kapcsán az andalító tízes években, a láthatóan semmire sem reagáló gazdaság (az úgynevezett *hiszterézis* jelenség, Vári, 2018) láttán néhányan felvetették: elképzelhető, hogy a munkanélküliségi ráta úgy marad tartósan a természetes rátája alatt, hogy mégsem okoz inflációt (Ball, 2015). Ennek a gazdaságpolitikai ajánlásnak azonban sem elméleti, sem modellszerű alátámasztása nem született meg.<sup>6</sup> A magasnyomású gazdaság ideája mára teljesen eltűnt nemcsak a nemzetközi, de a magyar jegybanki elemzésekből is. A 2010-es évek második felének ultralaza monetáris és fiskális politikájának a következménye azonban a tartósan magas infláció formájában velünk él.

Ha a pandémiát közvetlenül megelőző hónapokban a Monetáris Tanács az egyre erősödő inflációs nyomásra nem is reagált, megtette azt a jegybanki stáb, és a ka-

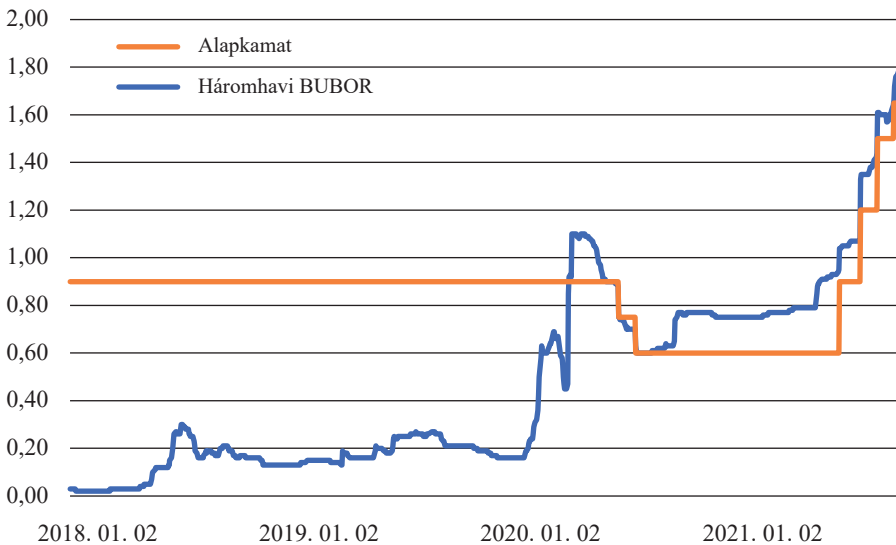
<sup>5</sup> Tegyük hozzá, hogy 2019 márciusában a kamatfolyosó alját jelzésszerűn 10 bázisponttal emelték, de az egynapos betéti kamattal továbbra is negatív maradt.

<sup>6</sup> „Az MNB ezzel kapcsolatos érvelése az úgynevezett „high pressure economy”-ról, hogy ugyan csak helytelenül, én is idegen kifejezést használjak, legfeljebb „bullshit”-nak tekinthető” (Surányi, 2019).

matfolyosón belül több óvatos, burkolt kamatemelést is végrehajtott. Az alapkamat ekkorra már elvesztette irányadó jellegét (András & Motyovszki, 2016). A burkolt kamatemelés azt jelentette, hogy a bankközi kamatok vonzaspontját, az úgynevezett irányadó kamatot (ami kevésbé ortodox országokban – azaz a világ többi részén – megegyezik az alapkammattal) emelték meg. Az akkor irányadó eszköznek számító likviditásnyújtó swap implicit kamatót a jegybank 2018 januárja és 2020 márciusa között több lépésben több mint 50 bázisponttal emelte, így a pandémiát közvetlenül megelőzően a háromhavi bankközi kamat közel nulláról 65 bázispontra emelkedett. Amit burkolt szigorításnak is tekinthetünk. A jegybank hitelességét ezek a lépések nem növelték ugyan, de makrogazdasági hatásuk valóban volt. A bankközi kamatok alapkamattól elszakadó mozgását szépen mutatja az 1. ábra.

1. ábra

### Az alapkamat és a háromhavi BUBOR mozgása



Forrás: Magyar Nemzeti Bank.

A pandémia első napjaiban, 2020 márciusában a többi jegybankhoz hasonlóan a Magyar Nemzeti Bank is lazított. Egyrészt – bár ekkor még változatlanul hagyta az alapkamatot – csökkentette a fentebb említett irányadó kamatot, amit a BUBOR

mozgása szépen lekötetett (65 bázispontról 45 bázispontra csökkent). Másrészt, számos likviditásbővítő lépést tett, új kötvényvásárlási programok bevezetéséről döntött, így a pandémia alatt, pontosabban 2021–2022-ben mintegy megduplázza a GDP-hez viszonyított jegybankmértéket.

Azonban, mint arra egyre több elemzés rámutat, kis, nyitott, eladósodott gazdaság esetében a külső sokk idején a saját valuta leértékelődése korlátozott (Gopinath et al., 2017).<sup>7</sup> A kockázati felár növekedését a zuhanó árfolyam kísérte, amit 2020. április 2-án a Magyar Nemzeti Bank csak szigorítással, durva – ám ismét burkolt – kamatemeléssel tudott megfogni. A jegybanki alapkamat ekkor is változatlan maradt, azonban a kamatfolyosó felső határának megemelésével a jegybanknak tere nyílt az új irányadó kamat – az irányadó eszköz ekkor az egyhetes betét lett – határozott emelésére, amit a BUBOR ismét lekötetett, és 45 bázispontról 100 bázispont fölé emelkedett. Ily módon sikerült az árfolyamot ismét stabilizálni.

Az infláció a pandémia első hónapjaiban a lezárásokat követően a kereslet összezuhanása miatt némileg mérséklődött. Ez ismét elandalította a döntéshozókat, és a forint árfolyamának stabilizálását követően, 2020 júniusától kezdve mind az irányadó kamatot, mind az alapkamatot csökkentették, azt mutatva, hogy a fiskális politikával összhangban a pandémia okozta visszaesés enyhítését saját eszközeivel a monetáris politika is segíti.

Az idilli helyzet azonban nem tartott sokáig, 2020 őszétől már újra erősödött az inflációs nyomás. A jegybanki stáb ismét burkolt kamatemelésbe kezdett, az akkori irányadó kamatot (ez még mindig az egyhetes betét kamata volt) 30 bázisponttal megemelte (lásd *1. ábra*). A 2021 nyarán látszólag idejében megindított kamatemelési ciklus valójában az év végéig nem jelentett érdemi szigorítást. Részben erőtlenekek voltak a kamatemelések, részben a jegybank tovább folytatta likviditásbővítő, azaz kifejezetten lazító kötvényvásárlási programjait. Ezeknek a bátortalan lépéseknek nem volt jelentős inflációmérséklő hatásuk, hiszen például a reálkamat nem hogy nőtt volna, hanem a gyorsuló infláció miatt még inkább negatív lett.

Az infláció 2022-re berobbant, és rekordmagas (az év végén 40 százalékot is meghaladó) élelmiszer-infláció mellett év végére valamennyi uniós tagország között a legmagasabb ütemet érte el (24,5 százalék), amit a maginfláció üteme még túl is szárnyalt (24,8 százalék).

<sup>7</sup> Ezt a gondolatot a Mundell–Fleming-modell átfogalmazásával és empirikusan alátámasztva fejtette ki részletesen Gita Gopinath, az IMF vezető közgazdásza az American Economic Association 2023 évi konferenciáján: <https://www.aeaweb.org/webcasts/2023/aea-afa-luncheon>

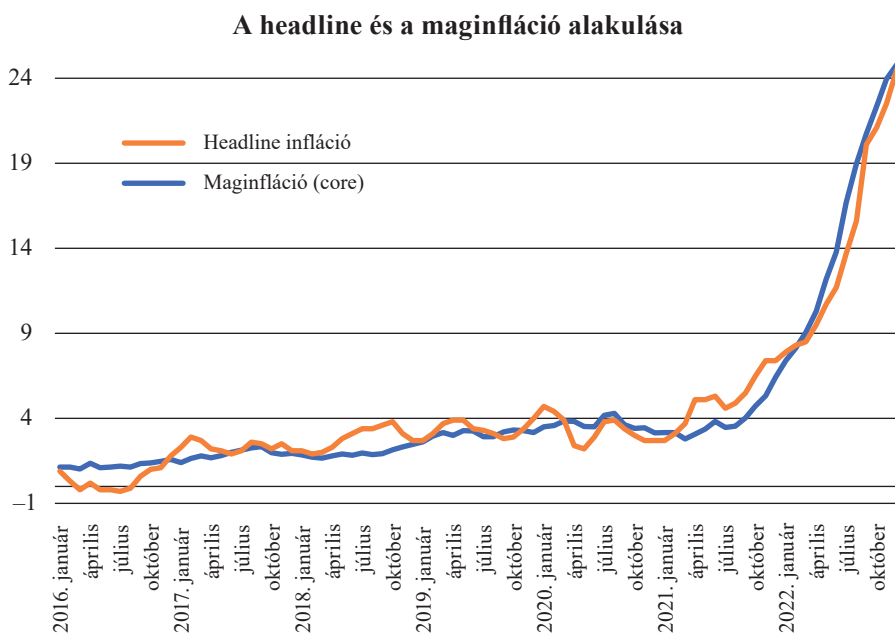
Ellentétben az első fejezetben tárgyalt országokkal, a magyarországi árvárakozások egyáltalán nem voltak jól horgonyozottak, amihez nem kevés mértékben járult hozzá, hogy a Magyar Nemzeti Bank a monetáris eszköztár átláthatatlanná tételével, az alapkamat és az irányadó kamat elszakításával, bátortalan és kétértelmű szigorítási lépéseivel elvesztette hitelességét (Surányi, 2022; Király, 2022). A hitelesség elvesztéséhez nem kis mértékben hozzájárult, hogy 2022. szeptember 27-én a jegybankelnök az alapkamat 13 százalékra történt emelésével egy időben explicit módon bejelentette a kamatemelési ciklus lezárását is. Ezt követően olyan piaci turbulencia alakult ki, ami a forint árfolyamát közel tíz százalékkal elmozdította. Ezért, alig két héttel később az alelnök tudatta, hogy az irányadó kamatot (ami ekkor az egyhetes betét helyett egy új egynapos betét kamata lett) ismételten elszakítják az alapkamattól, és 18 százalékra emelték (ennél magasabb jegybanki kamat egyetlen európai országban nincs).

Az inflációval szemben a kormány retorikailag ugyan fellépett, ám intézkedései inkább rontottak a helyzeten. A rendkívüli (például háborús) helyzetekben időnként alkalmazott árkontrollt már jóval az orosz agressziót megelőzően bevezette, előbb, 2021 őszén a jármű-üzemanyagokra, majd januárban néhány alapvető élelmiszerre. Az ilyen típusú beavatkozások piacgazdasági környezetben nem szoktak sikerre vezetni. Erről részletesen ír Bernanke a Nixon-féle árszabályozás kapcsán (Bernanke, 2022). A 2010-es évekbeli argentin árszabályozásról Aparicio & Cavallo (2018) ad kiváló áttekintést. Argentínában az árkontroll idején csak gyorsult az infláció, jelenleg már a 80 százalékot súrolja. Az árszabályozás mellett a kormány kamatszabályozással is kísérletezik. Ennek egyetlen következménye, hogy a monetáris politika transzmissziós csatornáit az árfolyamcsatorna kivételével totálisan elvesztették jelentőségüket.

Összefoglalva, a magyarországi infláció természete eltér az előző fejezetben vázolttól. A hazai inflációs nyomás a laza monetáris és fiskális politika eredményeként (negatív reálkamat, leértékelődő reálárfolyam) jóval a pandémia előtt megjelent. Ezt a folyamatot erősítette fel a pandémiás visszaesést követő gyors visszapattanás, 2021-ben az energia-, majd 2022-ben az élelmiszerek árrobbanása. Az igazi gyorsulást egyértelműen keresleti sokk, a kormány 2022. tavaszi választási pénzesője okozta. A magyar infláció keresleti sokk eredőjére utal, hogy a maginfláció üteme rendszeresen meghaladja a headline inflációt. Mint az a 2. ábrán jól látható, a maginfláció (core) egyenletes emelkedése, mintegy kiküszöbölve a headline infláció ingadozását, már 2017 óta jelezte az infláció emelkedő trendjét. Mindez tisztán jelzi, hogy az inflációs környezet nem az energia és az élelmiszerek árrobbanása, és leg-

kevésbé sem az agresszióra válaszul adott szankciók hatására alakult ki. A szankciós infláció egyértelműen politikai propagandatermék.<sup>8</sup> Mindeközben a következetlen jegybanki lépések hatástalansága, így a trendszerűen gyengülő reálárfolyam és a negatív reálkamat, valamint a jegybank kudarcos kommunikációja következtében az inflációs várakozások is elszálltak.<sup>9</sup>

2. ábra



Forrás: MNB.

A hitelesség elvesztése megkérdőjelezi a jegybank jövőbeni döntéseinek hatá-  
sosságát: vajon sikerül-e az inflációs várakozásokat újra a háromszázalékos jegyban-

<sup>8</sup> A jegybank a kormányzati propagandát nem vette át, bár sajnálatos módon, amióta a kormány a közbeszédbe bedobta, az Inflációs jelentésekben egy-egy mondattal mindig utal rá: „A konfliktus, az Oroszországgal szemben bevezetett szankciók, illetve a geopolitikai feszültségek a nyersanyagárak és ezáltal az infláció további emelkedését eredményezik.” (2022. márciusi jelentés, 11. o., 2022. júniusi jelentés, 20. o., 2022. szeptemberi jelentés, 18. o., 2022. decemberi jelentés, 18. o.) (Kiemelés a szerzőtől.)

<sup>9</sup> A szerző jelzi, hogy mivel a magyarországi infláció vizsgálatára empirikus elemzések sem jegybanki szerzők, sem más kutatók tollából nem születtek, így megállapításai csak logikai úton levezetett hipotéziseknek tekinthetők.

ki célon, avagy a 2–4 százalékos toleranciasávbán lehorgonyozni. Ahogy a volt argentin jegybankelnök egy 2022-es konferencián fogalmazott: „Hogy szemléletesen fejezzem ki magam: vajon ez a rendszer olyan, mint egy focilabda, amelyből kiment a levegő, és csak fel kell pumpálni, hogy újra lehessen vele játszani? Mintha elég lenne annyit mondani: emeljük meg a kamatlábakat, és minden visszatér a normális kerékvágásba. Vagy amiről beszélünk, az sokkal inkább egy kristálygömbre hasonlít? Mert ha egy kristálygömből beszélünk, ami eltört, akkor próbálhatjuk felpumpálni – nem fog sikerülni, soha nem lesz újra kristálygömbünk” (Sturzenegger, 2022:44).

Lehet kísérletezni tovább. Addig is marad 2023-ra a tizenöt százalékot meghaladó átlagos infláció és a recesszió közeli gazdaság.

### Hivatkozások

- Ábel, I., & Nagy, Gy. (2022). Vélekedések az inflációról. Megalapozatlan feltételezések és megdönt-hetetlen elméletek. *Külgazdaság*, 66(9–10), 44–75.o. <https://doi.org/10.47630/KULG.2022.66.9-10.44>
- András, B., & Motyovszki, G. (2016). *Ideje tisztázni, mit is csinálnak éppen az MNB-nél*. Portfolio.hu., 2016. 07. 27. [http://m.portfolio.hu/gazdasag/ideje\\_tisztazni\\_mit\\_is\\_csinalnak\\_eppen\\_az\\_mnbnel.235303.html](http://m.portfolio.hu/gazdasag/ideje_tisztazni_mit_is_csinalnak_eppen_az_mnbnel.235303.html)
- Andre, P., Haaland, I., Roth, C., & Wohlfart, J. (2021). *Inflation narratives*. VoxEU 2021. 12. 23. <https://voxeu.org/article/inflation-narratives>
- Aparicio, D., & Cavallo, A. (2018). *Targeted price controls on supermarket products*. NBER Working Paper, 24275 <http://www.nber.org/papers/w24275>
- Ball, L. M. (2015). *Monetary policy for a high pressure economy*. Center on Budget and Policy Priorities. <http://www.econ2.jhu.edu/People/Ball/HighPressure.pdf>
- Bernanke, B. (2022). *21st century monetary policy*. The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19. Norton Ltd. <https://www.norton.com/books/9781324020462>
- Blanchard, O. (2020). *Is there deflation or inflation in our future?* VoxEU.org, 24 April 2020. <https://voxeu.org/article/there-deflation-or-inflation-our-future>
- Blanchard, O. (2021). Looking forward: Monetary policy post-Covid. In: B. English, K. Forbes, & A. Ubide (eds.), *Monetary policy and central banking in the Covid Era*. [https://cepr.org/system/files/publication-files/60024monetary\\_policy\\_and\\_central\\_banking\\_in\\_the\\_covid\\_era.pdf](https://cepr.org/system/files/publication-files/60024monetary_policy_and_central_banking_in_the_covid_era.pdf)
- Blinder, A. S., & Rudd, J. B. (2013). The supply-shock explanation of the Great Stagflation revisited. In: *The Great Inflation: The rebirth of modern central banking*. National Bureau of Economic Research. pp 119–175. <https://www.nber.org/system/files/chapters/c9160/c9160.pdf>
- Brainard, L. (2022). *What can we learn from the pandemic and the war about supply shocks, inflation, and monetary policy?* Speech at 21st BIS Annual Conference Central Banking after the Pandemic: Challenges Ahead. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/brainard20221128.pdf>
- Clarida, R. H. (2022). The Federal Reserve’s New Framework: Context and Consequences. *Finance and Economics Discussion Series*, 2022–001. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C. <https://doi.org/10.17016/FEDS.2022.001>
- Cochrane, J. H. (2023). *The fiscal theory of the price level*. Princeton University Press <https://press.princeton.edu/books/hardcover/9780691242248/the-fiscal-theory-of-the-price-level>

- Csontó, B., Jankovics, L., Király, J., & Mérő, K. (2022). Monetary, macroprudential, and fiscal policy. In: Mátyás L. (ed.), *Emerging European economies after the pandemic. Stuck in the middle income trap?* Springer Verlag. pp 255–324. , [https://doi.org/10.1007/978-3-030-93963-2\\_6](https://doi.org/10.1007/978-3-030-93963-2_6)
- Darvas, Zs., & Martins, C. (2022). The ECB’s monetary tightening: a belated start under uncertainty. Study Requested by the ECON Committee. *Monetary Dialogue Papers*, September 2022 <https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/254142/QA-05-22-299-EN-N.pdf>
- ECB (2021). *An overview of the ECB’s monetary policy strategy*. ECB 2021 July [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202105\\_01~d813529721.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202105_01~d813529721.en.html)
- Eickmeier, S., & Hofmann, B. (2022). *What drives inflation? Disentangling demand and supply factors*. BIS Working Papers No 1047 <https://www.bis.org/publ/work1047.pdf>
- English, B., Forbes, K., & Ubide, A. (eds.) (2021). *Monetary policy and central banking in the Covid Era*. Centre for Economic Policy Research [https://cepr.org/system/files/publication-files/60024monetary\\_policy\\_and\\_central\\_banking\\_in\\_the\\_covid\\_era.pdf](https://cepr.org/system/files/publication-files/60024monetary_policy_and_central_banking_in_the_covid_era.pdf)
- Eser, F., Karadi, P., Lane, P. R., Moretti, L., & Osbat, C. (2020). *The Phillips Curve at the ECB*. ECB WP 2400 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2400~6e8bf66fd2.en.pdf>
- Gonçalves, E., & Koester, G. (2022). *The role of demand and supply in underlying inflation – decomposing HICPX inflation into component*. ECB Economic Bulletin 2022–7, pages 70–76. [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202207\\_07~8b71edbfef.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202207_07~8b71edbfef.en.html)
- Goodman, L. (2021). Letter: Inflation was inevitable after the Fed fuelled monetary growth. *Financial Times*, 2021. August 9. <https://www.ft.com/content/2f7f1bad-ed6b-4a6a-9123-0eb024541c8a>
- Gopinath, G., Casas, C., Diez, F. J., & Gourinchas, P. O. (2017). *Dominant currency paradigm: A new model for small open economies*. IMF Working Paper WP/17/264 file:///C:/Users/julia/Downloads/wp17264-1.pdf
- Hodge, A., Jakab, Z., Lindé, J., & Nguyen, V. (2022). *U.S. and Euro Area monetary and fiscal interaction during the pandemic*. IMF Working paper 22/2022 <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/11/11/U-S-524029>
- Kalemlı-Özcan, Ş., di Giovanni, J., Alvaro, S., & Yildirim, M. A. (2022). *Challenges for monetary policy in a rapidly changing world. Global Supply chain pressures, international trade, and inflation*. ECB Forum on Central Banking 27–29 June, 2022. [https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/ecbforum/shared/pdf/2022/Kalemlı-Oezcan\\_paper.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/ecbforum/shared/pdf/2022/Kalemlı-Oezcan_paper.pdf)
- Király, J. & Csontó, B. (2023). És mi miért vagyunk mások? Magyar monetáris politika a globális pénzügyi válságtól a koronavírus-válságig kelet-közép-európai összehasonlításban. In: Ádám, Z. & Németh, A. O. (szerk.). *Gazdasági rendszerek és rendszerváltozások. Tanulmányok Bod Péter Ákos 70. születésnapjára*. Akadémiai Kiadó. (Várható megjelenés: 2023)
- Király, J. (2022). Legalább 98 százalék kudarc. A jegybanki hitelesség megsemmisüléséről. *Magyar Narancs*, október 26. <https://magyarnarancs.hu/publicisztika/legalabb-98-szazalek-kudarc-253428>
- Leeper, E. M. (2021). *Shifting policy norms and policy interactions*. Paper presented to the panel discussion “The Interaction of Fiscal and Monetary Policy” at “Macroeconomic Policy in an Uneven Economy”, an economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City [https://uva.theopenscholar.com/files/eric-leeper/files/leeper\\_jhpaper.pdf](https://uva.theopenscholar.com/files/eric-leeper/files/leeper_jhpaper.pdf)
- Magyar Nemzeti Bank (2016). *Növekedési jelentés*. <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/novekedesi-jelentes/2016-12-09-novekedesi-jelentes-2016-december>
- Magyar Nemzeti Bank (2022). *Inflációs jelentés*. 2022. március 24., június 30., szeptember 29., december 22. <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes>
- Obstfeld, M. & Zhou, H. (2022). The global dollar cycle. *Brookings Paper*, 2022. Aug. 25 <https://www.brookings.edu/bpea-articles/the-global-dollar-cycle/>
- Okun, A. (1973). Upward mobility in a high pressure economy. *Brookings Papers on Economic Activity*. pp. 207–253. [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1973/01/1973a\\_bpea\\_okun\\_fellner\\_greenspan.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1973/01/1973a_bpea_okun_fellner_greenspan.pdf)



- Papadia, F., & Leonardo, C. (2021). Does money growth tell us anything about inflation. *Money Matters*, 2021. 12. 01. <http://moneymatters-monetarypolicy.eu/does-money-growth-tell-us-anything-about-inflation/>
- Potter, S. M., & Smets, F. (eds.) (2019). *Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis*. Report prepared by a Working Group. CGFS papers 63 <https://www.bis.org/publ/cgfs63.pdf>
- Powell, J. (2021). *Monetary policy in the time of Covid*. Speech at the “Macroeconomic Policy in an Uneven Economy,” economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 27 August 2021. <https://www.bis.org/review/r210902e.htm>
- Reis, R. (2022). *The burst of high inflation in 2021–22: How and why did we get here?* BIS Working Papers No 1060 <https://www.bis.org/publ/work1060.pdf>
- Rogoff, K. (2014). The Exaggerated Death of Inflation. *Guardian*. Project Syndicate, 2 September 2014 <https://www.theguardian.com/business/2014/sep/02/kenneth-rogoff-exaggerated-death-inflation>
- Shapiro, A. (2022). *How much do supply and demand drive inflation?* FRBSF Economic Letter 2022–15 <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2022/june/how-much-do-supply-and-demand-drive-inflation/>
- Stiglitz, J. E. & Regmi, I. (2022). *The causes of and responses to today's inflation*. Roosevelt Institute. [https://rooseveltinstitute.org/wp-content/uploads/2022/12/RI\\_CausesofandResponsestoToday'sInflation\\_Report\\_202212.pdf](https://rooseveltinstitute.org/wp-content/uploads/2022/12/RI_CausesofandResponsestoToday'sInflation_Report_202212.pdf)
- Sturzenegger, F. (2022). “*Humpty dumpty. Can we put him together again?*” Comment to Ricardo Reis 21st BIS Annual Conference took place in Basel, Switzerland, on 24 June 2022. <https://www.bis.org/publ/work1060.htm>
- Summers, L. H. (2021). On inflation, it's past time for team ‘transitory’ to stand down. *Washington Post Opinion*. 2021 November 15 <https://www.washingtonpost.com/opinions/2021/11/15/inflation-its-past-time-team-transitory-stand-down/>
- Surányi, Gy. (2019). *Illúziók nélkül*. Portfolio.hu, 2019.10.12. <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20191012/suranyi-gyorgy-illuziok-nelkul-403683>
- Surányi, Gy. (2022). *A jegybank kullog az események után*. Farkas Zoltán interjúja. HVG360 2022. 07. 09. [https://m.hvg.hu/360/20220708\\_Suranyi\\_Gyorgy\\_A\\_jegybank\\_kullog\\_az\\_esemenyek\\_utan](https://m.hvg.hu/360/20220708_Suranyi_Gyorgy_A_jegybank_kullog_az_esemenyek_utan)
- Váry, M. (2018). A hiszterézis közgazdasági jelentőségéről posztkeynesi szemléletben. *Közgazdasági szemle*, 65(10), 1006–1047. <http://dx.doi.org/10.18414/KSZ.2018.10.1006>

**Molnár Dániel,**  
a Makronóm Intézet makrogazdasági elemzője, a Budapesti Corvinus  
Egyetem doktorandusza

E-mail: molnar.daniel@makronomintezet.hu

**Regős Gábor,**  
a Makronóm Intézet szakmai vezetője

E-mail: regos.gabor@makronomintezet.hu

**Horváth Diána,**  
a Makronóm Intézet makrogazdasági elemzője

E-mail: horvath.diana@makronomintezet.hu

## INFLÁCIÓ VAGY RECESSZIÓ? EZ ITT A KÉRDÉS?

Infláció vagy recesszió? Ha feltennénk a kérdést az „utca emberének”, valószínűleg tízből kilencen az inflációt választanák, és első ránézésre igazuk is lehet. Az infláció kellemetlen jelenség, csökkenti a jövedelmek, megtakarítások vásárlóerejét, viszont recesszióban közvetlenül a munkahelyek kerülnek veszélybe. Emellett az áremelkedés első körben (például az áfabevételeken keresztül) kedvezően hathat a költségvetési helyzetre, míg a gazdasági visszaesés természetesen csökkenti a fiskális politika mozgásterét és így az alkalmazható intézkedések körét. A két jelenség persze nem független egymástól: az infláció a kereslet mérséklésén keresztül okozhat recessziót, míg a gazdasági visszaesés inkább az áremelkedés lassulásával jár kéz a kézben. De tekintsük át előbb, hogyan is jutottunk el arra a pontra, hogy egyes vélemények szerint a monetáris politikai döntéshozóknak a címben szereplő dilemmával kell szembenéznük.

A 2010-es évek valószínűleg úgy fognak bevonulni a gazdasági történelemkönyvekbe, mint az az időszak, amikor a globálisan alacsony infláció miatt a nagy

jegybankok (Fed, EKB) hosszú időn keresztül fenntarhatták laza monetáris kondícióikat. A Fed ugyan már 2016 decemberében megkezdte a kamatemeléseket, majd 2018 júniusától eszközállománya leépítését, azonban monetáris politikáját nem normalizálta teljeskörűen, és a gazdasági lassulás ellensúlyozására már a koronavírus-járvány megjelenése előtt kamatcsökkentést hajtott végre. Az EKB a negatív kamatok mellett 2018 végéig folytatta eszközvásárlását, viszont már 2019 novemberében újra is kellett indítania, szintén a gazdasági lassulásra tekintettel. Ennek köszönhetően a jegybankok viszonylag kis mozgástérrel rendelkeztek a járvány megjelenésekor, így pedig a válságkezelésben nem is tudtak olyan vezető szerepet betölteni, mint a 2008–2009-es pénzügyi válság idején, azonban tevékenységük elengedhetetlen volt a gazdasági teljesítmény fenntartásához. A koronavírus-válság során, szemben a pénzügyi válsággal, a fiskális politika került előtérbe, a jegybankok feladatává az vált, hogy biztosítsák a szükséges likviditást, amely megakadályozza, hogy a költségvetési lazítások érdemi kamatemelkedést vonjanak maguk után. Az inflációs cél tehát már itt háttérbe szorult. Igaz ugyanakkor az is, hogy a válság nyomán az USA-ban nulla százalék közelébe, míg az eurózónában az alá csökkenő áremelkedési ütem miatt ez nem is jelentett problémát.

Viszont már ekkor megjelentek a hangok, hogy a lezárások feloldását követően a gazdaságba öntött pénzmennyiség visszaüthet és érdemi inflációt generálhat. 2021 második felétől ezek a jóslatok valósággá váltak. A vakcinák elterjedése nyomán lehetővé vált a járványügyi korlátozások érdemi részének feloldása, ennek következtében jelentős kereslet szabadult hirtelen a piacokra, amire a kínálat nem tudott gyorsan reagálni. Vagyis mindössze másfél évvel a járvány megjelenését követően a gazdasági folyamatok a visszajukra fordultak. 2020 elején a kereslet hirtelen visszaesett, ami a kínálat lassabb reakciója következtében az árak mérséklődését vonta maga után, bár az ellátási láncok szakadozása miatt ez a hatás kevésbé látványosan jelent meg. A járvány időszakában pedig a kínálat is fokozatosan mérséklődött, illetve egyes beruházásokat elhalasztottak. Ez viszont megágyazott a későbbi piaci egyensúlytalanságoknak és az áremelkedésnek. A gazdaságpolitikai döntéshozók gyakorlatilag a saját sikerük csapdájába estek. Utólag persze könnyű okosnak lenni és kijelenteni, hogy a túlzott költségvetési és monetáris lazítás felesleges volt, azonban adott helyzetben, figyelembe véve a bizonytalansági tényezőket, a döntés racionalitása nehezen kérdőjelezhető meg.

Felmerül a kérdés, vajon nem kellett volna-e már ekkor kamatemeléshez folyamodniuk a jegybankoknak, hogy megállítsák a túlkereslet okozta inflációt, amíg a kínálat alkalmazkodik. Az inflációs ráták erre bőven lehetőséget adtak, 2021 au-

gusztusában az eurózónában 3,0, míg az USA-ban 5,3 százalékos éves áremelkedést regisztráltak, a várakozások pedig a következő hónapokra gyorsulást jeleztek. A döntéshozók a tétlenséget az infláció átmeneti jellegével indokolták, bár feltehető, hogy vonakodásukban nagyobb szerepe volt a járvánnyal kapcsolatos bizonytalanságnak, illetve, hogy a fokozatos gazdasági kilábalást nem kívánták megtörni. Vagyis kevesebb mint két év alatt másodszor fordult elő, hogy a jegybankok az inflációs célt háttérbe szorítva más szempontok szerint döntöttek. Persze voltak kivételek, a cseh vagy a magyar jegybank már 2021 júniusában megkezdte a kamatemeléseket. Bár a közleményeikben szintén megjelent az infláció átmeneti jellege, nagyobb hangsúly helyeződött az inflációs várakozások horgonyzására.

A Fed és az EKB a monetáris szigorítást csak 2022-ben kezdte meg. Fontos hangsúlyoznunk, hogy habár egyes híradásokban így jelenik meg, és erre a jegybanki kommunikáció is ráerősít, az eszközvásárlások ütemének lassítása nem tekinthető szigorításnak, mivel ezzel együtt is hónapról hónapra tovább bővül a piaci likviditás. 2022 februárjában, vagyis az orosz-ukrán háborút megelőzően, az USA-ban 7,9, az eurózónában 5,9 százalékos inflációt mértek, azaz messze a jegybanki célok felett. Az első kamatemelésre ennek ellenére a Fed részéről 2022 márciusában, az EKB részéről 2022 júliusában került sor, amit mindkét intézmény részéről fokozatos további lépések követtek. Decemberre a Fed irányadó rátája a 4,25–4,5 százalékos sávba, míg az EKB-é 2,0 százalékra emelkedett – egyik sem kiemelkedő, figyelembe véve a történelmi csúcson lévő inflációs rátákat. Ezzel együtt is egyre többen adnak hangot<sup>1</sup> annak a nézetnek, hogy a jegybankoknak le kellene állniuk a kamatemelésekkel, mivel azok nem oldják meg az infláció okozta problémákat, tekintve, hogy kínálati fennakadásokat nem tudnak orvosolni és csak recessziót okoznak. Emellett érvelésük szerint az infláció már csökkenő pályára állt, csak idő kérdése, hogy visszatérjen a jegybanki cél közelébe, függetlenül a további monetáris intézkedésektől.

Ebben az érvelésben azonban csak részgazságok vannak. Az inflációt nem csak kínálati tényezők okozzák, a kereslet oldali nyomás is jelentős, főleg az USA-ban. A koronavírus-járvány idején elhalasztott fogyasztást a háztartások folyamatosan pótolják, ami lehetőséget ad a vállalatoknak a profitráták emelésére. Európában a kínálati tényezők szerepe jelentősebb, bár itt is vannak nyomai, hogy a kereslet nem esett vissza olyan mértékben, mint azt az áremelkedésnek indukálnia kellett volna. Vagyis a korábbi fiskális és monetáris lazítás inflációs hatását sem lehet kizárni.

<sup>1</sup> Lásd például Stiglitz (2022) cikkét.

Hibás emellett a lassuló infláció narratívája is, amellyel a kamatemelések szükségtelenségét igyekeznek alátámasztani. Az inflációs mutatók mérséklődése ugyanis nem az árnyomás enyhülésével magyarázható, hanem bázishatással. Az USA-ban novemberre 7,1 százalékra lassult az áremelkedés üteme, vagyis a júniusi csúcs óta a pénzromlás mértéke 2,0 százalékponttal mérséklődött. A lassulásban majdnem minden termékkör szerepet játszott, egyedül a szolgáltatások esetében látható gyorsulás júniusról novemberre (5,5 százalékról 6,8 százalékra). Az energia esetében a júniusban mért, egy éven belül bekövetkezett, 41,6 százalékos áremelkedés novemberre 13,1 százalékra, az élelmiszereknél az augusztusi 11,4 százalék 10,6 százalékra mérséklődött. Ebben már közrejátszott a bázishatás: tavaly novemberben a két termék kategóriában 58,1, illetve 6,1 százalékos drágulást regisztráltak. De a novemberi, havi 0,1 százalékos áremelkedés is úgy következett be, hogy amíg az energiaárak 1,6 százalékkal mérséklődtek, az élelmiszerárak 0,5 százalékkal nőttek. Utóbbi azért is kiemelendő, mivel novemberben már nominálisan is csökkent a kiskereskedelmi forgalom az USA-ban.

Hasonló képet mutat az eurózóna inflációja is: októberben 10,6 százalékon tőzött, decemberre 9,2 százalékra mérséklődött, és mind novemberben, mind az év utolsó hónapjában havi alapon már deflációt mutatott. A lassulás és a havi árcsökkenés ugyanakkor kizárólag az energiaáraknak tudható be. Csakhogy az energiaárak kapcsán ki kell emelni azt a sokszor elhallgatott tényezőt, hogy már a tavalyi év végét érdemi áremelkedés jellemezte. Így a 2022. decemberi, az előzetes adatok szerint 25,7 százalékos áremelkedés az egy évvel korábbi 25,9 százalékosra rakódott rá. Vagyis a kedvezőbb inflációs adatokat a bázis is befolyásolta, miközben a többi termékcsoport nem mutat ilyen kedvező folyamatokat. Az élelmiszerárak emelkedése 2022 decemberére 13,8 százalékra gyorsult; havi szinten 0,7 százalékkal drágult a termékcsoport, úgy, hogy a kereslet az euróövezetben már tartósan visszaesést mutat. A szolgáltatások még visszafogják az áremelkedés ütemét éves 4,4 százalékos drágulásuk révén, azonban a havi 0,7 százalékos ütem – szintén mérséklődő kereslet mellett – rossz jel.

A kamatemelések ellenzői ezen felül a recesszió társadalmi költségeivel érvelnek. Csakhogy az inflációnak ugyanígy vannak költségei, illetve a társadalombiztosítási rendszereket is elsősorban a gazdasági visszaesés hatásainak mérséklésére találták ki, nem pedig az infláció kezelésére; az hosszú ideje a monetáris politika feladatköre. A jegybankok, ahogy láthattuk, az elmúlt három évben kétszer hagyták figyelmen kívül inflációs mandátumukat, és – részben vagy teljes odaadással – más

cél elérése érdekében cselekedtek (segítették a fiskális politikát, illetve támogatták a kilábalást). Miért ne tehetnék meg most is?

A magas infláció legnagyobb problémája nem az, hogy csökkenti a vásárlóerőt, hanem hogy a várakozásokba beépülve tartósan magasabb inflációs környezetet teremt. Az emberi természet olyan, hogy amit most érzékel, azt várja a közeljövőben, nem számít drasztikus változásokra. Ha a munkavállalók magas áremelkedéssel szembesülnek, igyekeznek azt a bértárgyalásokon is megjeleníteni, sikerük pedig piaci pozíciójuktól függ (munkaerőhiány vagy munkaerőtöbblet jellemzi-e az adott munkakört). Az inflációs várakozások természetéről pedig Paul Volcker óta tudjuk, hogy csak tartósan szigorú monetáris politikával és hosszabb távú gazdasági áldozat révén lehet letörni. Vagyis jelen esetben a monetáris politika bírálói rövid távú gazdasági előnyöket szeretnének elérni hosszabb távúak feladása révén, bízva abban, hogy az inflációt kiváltó tényezők előbb-utóbb enyhülnek, magától orvosolva a probléma gyökerét, remélve, hogy a fent jelzett tartós árfolyamatok nem következnek be.

Problémát jelenthet ugyanakkor az infláció természete és annak érzékelése is. Az USA-ban már hónapok óta, míg az EU-ban – bár csak néhány tagállamban – lassulást mutatnak az inflációs ráták. Ez – ahogy fentebb is kifejtettük – nem azt jelenti, hogy enyhült volna az árnyomás, mivel a lassulás oka több esetben is a bázishatásra vezethető vissza. Ettől még a háztartások inflációs érzékelésére továbbra is jelentős hatást gyakorolnak az árfolyamatok. A fogyasztók emlékezetében jobban és tovább megmaradnak az áremelkedések, még inkább a nagyobb mértékű változások, szubjektíven felülsúlyozzák a fogyasztói kosáron belül a gyakran vásárolt termékek (például élelmiszerek) árváltozását is (Vlasenko & Cunningham, 2015). Ez pedig hosszú távon feszültségek forrását jelentheti. Ha a jövedelmek nem követik az árak emelkedését, csökken azok vásárlóereje, akkor a háztartások jóléte csökkenni fog, vagy a fogyasztás, vagy a megtakarítás mérséklésén keresztül. Válaszul a munkavállalók részéről jogosnak tűnő elvárás lehet, hogy reálbérük idővel érje el korábbi szintjét. Ez tartósan magasabb bérkövetelést vonhat maga után, egészen addig, amíg az inflációs sokkból következő jóléti veszteség meg nem szűnik. A szubjektíven magasabb inflációs érzékelés pedig magasabb bérkövetelést jelent, aminek így túl kell kompenzálnia a korábbi veszteséget. Ez azonban a vállalatoknál fenntartja a költségoldali árnyomást. Ha ez a visszarendeződés nem következik be, az infláció rontja a munkavállalók jólétét, mivel a többletkifizetésnek valahol le kell csapódnia. Ha nem a munkavállalóknál, akkor a vállalati profitokban.

Mindezeket figyelembe véve elég érdekes Christine Lagarde év eleji megszólalása. Az EKB elnöke Horvátország euróövezeti csatlakozása kapcsán egy interjú

keretében azt fejtegette: meg kell akadályozni, hogy az inflációs várakozások elszálljanak, és a béremelkedések inflációs hatást váltsanak ki. Vagyis az EKB az infláció megállításának egyik kulcsát abban látja, hogy azt a munkavállalókkal fizetési megemelés ütemét, hogy ezzel növeljék a társadalmi jólétet, kiszámíthatóságot biztosítsanak és fenntartsák a vásárlóerőt. Most pedig konkrétan a vásárlóerő csökkentése révén szeretnék elérni, hogy a vásárlóerő fennmaradjon?

A kulcskérdés tehát nem az, hogy kínálati vagy keresleti oldali inflációs nyomásról beszélünk-e, illetve, hogy a monetáris politika képes-e a saját eszközei segítségével megállítani az infláció forrását. Hanem az, hogy a jegybankok mit tesznek a hosszú ideje nem tapasztalt inflációs környezetben. Elengedik a pénzromlási ütemet, reménykedve, hogy a kínálati tényezők előbb vagy utóbb enyhülnek, magától megoldva a problémát. Ezzel egy időben figyelmen kívül hagyják a már eddig okozott károkat, például azt, hogy az inflációs érzékelés már feltornázta a várakozásokat, illetve, hogy a reáljövedelmek csökkenése így is, úgy is gazdasági lassulást fog okozni. Tétlenségükkel hiteltelenné tehetik a teljes monetáris politikai rendszert. Vagy az történik, hogy korábbi hibájukat (a szigorítás elhalasztását) fel- és elismerve további szigorítást hajtanak végre, teljes mértékben letörlik az inflációs folyamatokat – nem csak statisztikai értelemben –, illetőleg elfogadják annak esetleges negatív reálgazdasági következményeit. Ezzel viszont helyreállítják a jegybanki hitelességet.

A legutóbbi évtized tapasztalatai alapján a monetáris politika eszköztelennek bizonyult az infláció elleni harcban. Ezt támasztja alá a 2010-es évek inflációs szintje, amely az eszközvásárlási programok és a tartósan alacsonyan tartott kamatszintek ellenére sem érte el a jegybankok inflációs célját. De a 2021–2022-ben jelentősen megemelkedő infláció elleni lépések sikertelensége is ezt sejteti. Az utóbbi időszakban az infláció elleni harc kudarcát sok esetben a gazdaság lassításától való félelem miatt megkésett és fél szívvel végrehajtott kamatemelések okozták, de hozzájárult a monetáris politikával szemben kialakult „ellenállás” is. Például a Magyarországon érvényes, 13 százalékos alapkamatot a 20 százalékos feletti pénzromlási ütem mellett is sokallják, hiszen ez fékezi a hitelezést, lassítja a gazdaságot – még ha a reálkamat masszívan negatív is. Hasonló gondolatmenet érvényesül az Egyesült Államokban is, jóval alacsonyabb kamattal. Az EKB kezét az is megkötötte, hogy el akarta kerülni az eladósodott déli államok kötvényeinek hozamemelkedését. A monetáris politikától tehát elvárják, hogy csökkentse az inflációt, de az ehhez szükséges – bár nem elégséges – és épp e célra kialakított eszközrendszerét ne használja.

Van ugyanakkor a dilemmának egy harmadik, talán kevesebb figyelmet kapott oldala is. Láthattuk korábban, hogy a monetáris politika saját céljának alárendelve segítette a fiskális politikát. Miért ne működhetne ez fordítva is? Alapesetben, békeidőben a monetáris politika felelős az árstabilitásért, neki van meg az ehhez szükséges, erre kifejlesztett eszköztára. Ez ugyanakkor nem jelenti azt, hogy a fiskális politika, vagy még inkább a kormányzatok, ne tudnának tenni az áremelkedés megfékezése érdekében. Ahogy a koronavírus-járvány idején a fiskális politika sem maradt magára – a monetáris politika biztosította a válságkezeléshez szükséges források jelentős részét –, most a kormányzatoknak kell hatékonyabban fellépniük az áremelkedés ellen, akár még úgy is, hogy korábban tabunak számító intézkedéseket vetnek be. A fiskális politika lehetséges lépései közé sorolhatóak például az árstopok, az adócsökkentések, az ártámogatások, az ár-bér spirál leküzdése céljából a reálberek csökkentése. Ezek az eszközök azonban szintén csak félmegoldások: bár képesek segíteni a helyzeten, azt teljes mértékben nem oldják meg. Az árstopok vagy hatósági árak a termékek csak kis részére terjednek, terjedhetnek ki, tehát az inflációt általánosan nem csökkentik. Az adócsökkentés (például az áfáé) esetében veszélyt jelent, hogy az a kereskedők árrését növeli csak, illetve, hogy erre a kormányzatnak nincs forrása. Költségvonzata miatt szintén nem alkalmazható széleskörűen. Az ártámogatásokhoz szintén forrás kell. Ezt a mostani helyzetben sok kormányzat különadók (windfall tax) kivetésével finanszírozza, és ebből támogatja a háztartási energiaárakat. Az ilyen típusú intézkedések létjogosultságát az adja, hogy az áremelkedés nem magától következett be. Nem azért emelkednek az energiaárak, mert hirtelen sokkal többbe kerül azok előállítás/kitermelése, hanem a keresleti-kínálati viszonyok befolyásolják őket, ami pedig azt jelenti, hogy átrendeződés történik a fogyasztói és a termelői többlet között. A fogyasztók jóléti vesztesége a vállalatoknál nyereségként csapódik le, illetve az energiainportőr országok többletköltsége az exportőrök körében extrabevételt eredményez. A pénz nem tűnik el, csak átrendeződik. Meg kell találni azokat a megoldásokat, ahol ez az átrendeződés igazságosabbá válhat. Ne azok a gazdasági szereplők (a háztartások) szenvedjék el annak költségét, akik nem felelősek a kialakulásáért. Látjuk, hogy ez megint csak nem egy széles körű megoldás, bár némileg természetesen mérsékli az inflációt – ha van mire adót kivetni.

Felmerül az ár-bér spirál megszakításának lehetősége, azaz a bérek dinamikájának lassítása, a reálberek csökkentése. Ezzel azonban szintén több probléma van. Egyrészt egy kis, nyitott gazdaságban – mint amilyen hazánk is – a bérek és az árak



között nincs ennyire szoros kapcsolat: a bérek a koronavírus előtt is nőttek, de ennek nem volt jelentős inflációs hatása. Másrészt pedig ahhoz, hogy érdemi hatás jelentkezzen a pénzromlási ütemben, a reálbéreknek jelentős mértékben kell csökkenniük, ami pedig recesszióhoz vezet. Ez végeredményben ismét azt jelentené, hogy a recessziót választjuk. Harmadrészt a kormányzatoknak a kontraciklikus költségvetési politika betartása is nehezebbre esik, mivel félnek a gazdasági lassulás esetleges politikai következményeitől. Egy, a kormány által indukált reálbércsökkentés hatása politikai értelemben sokkal nagyobb elrettentő erőt jelent a gyakorlatban. Az infláció letörése nehéz feladat, de tényleg lenne azt gondolni, hogy egy kis recesszió majd megoldja a problémát. Ennél a mostani infláció összetettebb jelenség és erősebb benne a kínálati vonások.

Látható tehát, bár rövid távon mind a fiskális, mind a monetáris politika képes fellépni az infláció ellen, de egyik sem tudja azt leküzdeni (legalábbis a mostani, jelentős részben kínálat oldali inflációt). Sem külön-külön, sem együtt. Az infláció ellen hosszú távon, előre gondolkodva kell felvenni a küzdelmet. Látható volt, hogy a zöld átállásnak inflációs hatása lesz (MNB, 2022), ezt a Financial Times 2021 nyarán zöldinflációnak<sup>2</sup> nevezte. Tudjuk továbbá, hogy az infláció szempontjából kockázatot jelent a túlzott energiafüggőség. Tisztában vagyunk azzal is, hogy bár a hosszú ellátási láncok sok esetben olcsóbbá teszik a termelést, zavaruk az infláció szempontjából kockázatot jelent. Tudjuk végül azt is, hogy kockázatot hordoz magában, ha az európai gazdaságok az új technológiákhoz szükséges nyersanyagokat csak néhány országból szerzik be, amelyek így jelentős piaci erőre tesznek szert: a ritka földfémeket jellemzően Kínából, a kobaltot Kongóból, a lítiumot Chiléből, míg például a platinaféleket jellemzően a Dél-afrikai Köztársaságból vásárolják az uniós országok.

Infláció vagy recesszió? Nos, úgy tűnik, a döntés nem egyszerű vagy épp nem is lehetséges, mivel mindkettő bekövetkezhet egyszerre; a recesszió pedig nem feltétlenül oldja meg az infláció problémáját. Nehezíti továbbá a helyzetet, hogy a monetáris politikával szemben támasztott „elvárások” egyértelműen az inflációs célkövetéstől való eltávolodás, a növekedés előtérbe kerülése irányába mozdultak el. Értelemszerűen jobb, ha sem infláció, sem recesszió nincs, mint a 2010-es évek legnagyobb részében. Ehhez azonban nem elégséges kizárólag a monetáris politika, szükség van a fiskális politika kooperációjára is. Továbbá fontos, hogy a hosszú távú gondolkodás kerüljön előtérbe a rövid távú megoldások helyett, mivel a jelenlegi inflációt olyan

<sup>2</sup> Lásd Sharma (2021) cikkét.

tényezők okozzák, amelyek rövid távon nem orvosolhatók és valószínűleg még évekig velünk maradnak.

#### Hivatkozások

- Magyar Nemzeti Bank (2022). *Zöld Pénzügyi Jelentés, 2022.* május. Elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/zold-penzugyi-jelentes-2022-2.pdf> (Elérés ideje: 2022.01.03.)
- Sharma, R. (2021). 'Greenflation' threatens to derail climate change action. *Financial Times*, 2021. augusztus 2. Elérhető: <https://www.ft.com/content/49c19d8f-c3c3-4450-b869-50c7126076ee> (Elérés ideje: 2022.01.12.)
- Stiglitz, J. E. (2022). *All Pain and No Gain from Higher Interest Rates.* Project Syndicate, 2022. december 8. Elérhető: <https://www.project-syndicate.org/commentary/fed-interest-rate-increases-counterproductive-all-pain-no-gain-by-joseph-e-stiglitz-2022-12?barrier=accesspaylog> (Elérés ideje: 2022.01.13.)
- Vlasenko, P., & Cunningham, S. R. (2015). *Capturing the inflation that people experience: The everyday price index vs. the consumer price index.* American Institute for Economic Research Working Paper, 4. <https://www.aier.org/wp-content/uploads/2015/07/WP004-EPI-Polina-Vlasenko-PV.pdf>

**Muraközy László,**  
a Szent István Egyetem egyetemi tanára

E-mail: laszломurakozy@gmail.com

A KONDRATYJEV-HULLÁM FODRAI

A Covid-világjárvány 2020-ban, két évvel később pedig Ukrajna megtámadása olyan, nem gazdasági jellegű sokkot okozott a világgazdaságban, amelyre nem számíthattunk. Ám szélsőséges gazdasági hatásai is voltak. A 2008-as pénzügyi válság után valójában még nem tért magához a világgazdaság, így egy viszonylag lassú növekedéssel küszködő, a defláció határán ingadozó időszakot tört meg a Covid. Ez a termelés visszaesését és az árak csökkenését hozta, miközben a korlátozások világszerte megbontották a logisztikai hálózatokat és a termelési láncokat. A legtöbb ország gazdaságát csökkenő kereslet, alacsony, nulla közeli fogyasztói árindex és gazdasági visszaesés jellemezte. A pandémia alatt az országok bezárkoztak, a fél évszázada épülő globális háló szálai szétszakadtak.

Ezt követően 2021-től gyors „helyreállítási periódus” következett, jelentős gazdasági növekedéssel, megugró kereslettel, amely azonban a beszűkült kínálattal szembesülve, hosszú-hosszú idő után újra inflációt indított be. A Covid utáni helyreállítást 2022 februárjában az Ukrajna elleni orosz agresszió megtörte, ennek következtében Európa számára megdrágult a fő forrást jelentő orosz olaj és gáz, és fokozatosan beszűkültek az importlehetőségek. Ukrajna pedig egyre kevésbé volt képes fenntartani a gabona- és élelmiszer-szállításokat. Mindez kínálati oldalról is hozzájárult az árszínvonal emelkedéséhez, elsősorban Európában, kisebb mértékben az Egyesült Államokban is.

**Európa lokális válságban**

Az Európában kialakult helyzet a felszínen sok szempontból hasonlít az 1970-es évek olajválságához, hiszen most is háborús, politikai okok miatt ugrott meg az energiahordozók és az élelmiszerek ára, és együtt jelent meg a magas infláció és a gazdasági recesszió, a rettegett stagfláció. Valójában egészen más a helyzet. Fél évszázada az olajárrobbanás az egész fejlett világot megrengette, és alapjaiban változtatta meg az árszerkezetet, korszakos átalakulást indított el. Most azonban csak

európai, lokális válság van, ami a tengerentúli fejlett világot csak közvetetten érinti, ahol sok ország profitálhat is belőle. Például azok, amelyek képesek a kieső orosz szállítmányokat pótolni, nem kis profitra tesznek szert. Vagy Kína és India, amelyek most olcsóbban juthatnak hozzá az orosz gázhoz és olajhoz, mint korábban.

A gázellátási problémák az európai OECD-országok 2023-as, eleve igen alacsony növekedési potenciálját 1,4 százalékponttal, a 2024-est 0,8 százalékponttal csökkentik, míg a többi országét csak 0,3 százalékponttal, 2024-ben pedig mindössze 0,1 százalékponttal mérséklik. Hasonlóan markáns különbségeket láthatunk az oroszországi források beszűkülésének inflációs hatásában is. Mindez azt jelzi, hogy jelenleg alapvetően más a helyzet Európában, mint a tengerentúli fejlett országokban. Az Egyesült Államokban az infláció már a háború kitörése előtt meguagrott. Ott a Covid miatt bekövetkezett válság alatt és után hatalmas kormányzati ösztönzőprogramokat indítottak el, az államháztartás hiánya 2020-ban a GDP 14,9 százalékára ugrott, 2021-ben pedig 12,1 százalék volt. A járvány enyhülésével ugrásszerűen megnőtt a kereslet, amellyel a beszűkült kínálat nem tudott lépést tartani. A GDP a 2020-as 2,8 százalékos visszaesése után 2021-ben 5,9 százalékkal nőtt. Mindezek következtében 2021 tavaszán az infláció 4 százalék fölé ugrott, és 2022 elején, már a háború kitörését megelőzően 6,5 százalék volt. Ezt tompítandó kezdett a Fed kamatemelésbe, ezzel viszont visszafogta a GDP növekedését, amely a monetáris szigorítás és a háború következtében 2022-re 1,8 százalékra lassult, 2023-ban pedig várhatóan 0,5 százalékra esik. Jövőre viszont valamelyest javul a növekedés, egy százalék lehet, az infláció pedig 2,6 százalékra csökkenhet.

Az előrejelzések szerint a következő években már Európában is hanyatlak az infláció. Az euróövezetben 2022 októberében 10,6 százalékon tetőzött – holott 2021-ben még csak 2,6 százalék volt –, novemberben és decemberben viszont már fékeződött valamelyest. Idén 6,3 százalékos infláció várható, amely jövőre már 3,4 százalékra csökkenhet. A növekedés viszont tovább lassul, idén az euróövezet egészében 0,5 százalék várható, de az orosz energiahordozóktól jobban függő gazdaságokban, például Németországban recesszió is lehet. Jövőre az euróövezetben a GDP 1,4 százalékkal, Németországban 1,5 százalékkal emelkedhet. Az infláció elleni monetáris szigorítások, kamatemelések miatt az uniós tagállamok gazdaságai csak lassan élednek. Az európai OECD-országok 2021-ben az akkori, 5,9 százalékos világgazdasági növekedés egyötödét produkálták, 2024-ben a 2,7 százalékra csökkent értéknek már csak alig valamivel több mint egytizedét adják.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> <https://www.oecd.org/economic-outlook/november-2022/>

Pár év alatt megoldódhat Európa leválása az orosz energiahordozókról, más importirányok és a megújuló források bevonásával, és fokozatosan csökkenhet az infláció is. Hosszabb távon nyilván előtérbe kerülnek a nem fosszilis energiahordozók, és fokozódik az energiatakarékosságra való törekvés. Erőteljes alkalmazkodási folyamatok indultak meg Európában, amelyek hosszabb távon eredményt hozhatnak. Addig az egyes országok különböző módon segítik mind a lakosságot, mind a vállalatokat, hogy megbirkózzanak a megsokszorozódott energiaárakkal. Az új helyzet, még ha Európa túl jut is a mostani inflációs és recessziós helyzeten, fokozhatja a kontinens világgazdasági lemaradását, amely már a korábbi évtizedben is markánsan kirajzolódó folyamat volt.

### **Európaiak között egy Magyarország**

A „karizmatikus vezér” ősi típusa vezette Magyarország az elmúlt 12 évben egyre jobban eltávolodott az európai értékektől és azok jövőbe mutató törekvéseitől.<sup>2</sup> A kialakított „választási autokrácia” mindenek fölé helyezte a kizárólagos politikai, gazdasági és kulturális hatalom megszerzését és megtartását. A virtuális valóság által táplált hit mellett a megfelelő jutalom is alapvető a karizmatikus vezető fontos követőinél. Ezért a jelenlegi magyar politikai elit számára az európai értéket kizárólag az EU-pénzek jelentették, amelyek hatalmas zsákmányolási lehetőséget kínálnak. Mind a miniszterelnök, mind a pénzügyminiszter kijelentette, hogy ha 2030-ra Magyarország már nettó befizetővé válik, akkor újra kell gondolni az EU-tagságot. A Covid-járvány előtti évek kedvező világgazdasági környezete és a bőséges EU-transzferek kényelmes helyzetet teremtettek a rövid távú és korlátolt fiskális és monetáris politikához. A vezérhez hű, úgynevezett nemzeti tőkének az adókból és európai forrásokból történt hízása a jövő szempontjából alapvető humán-infrastruktúra, az oktatás, az egészségügy tudatos elsorvasztásával párosult.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Muraközy László (2012) A hanyatlás anatómiája. In.: *A bizalmatlanság hálójában. A magyar beteg.* Corvina Kiadó Kft., Budapest, 140–194. oldal.

<sup>3</sup> Az EU források megakadásával, válság ide vagy oda, 2023-ban már közvetlenül az adófizetők pénze bánja az újabb kormányzati kedvenc, a 4IG gyarapodását a Vodafone megvásárlásával. A szokott formulával, amit a Bankholdingnál már begyakoroltak, a százmilliárdokkal megszerzett állami vagyont kisebbségi részesedésként átadják valamelyik kedvenc NER-lovagnak, a maradék többségi plakett megszerzéséhez állami vagy „baráti banktól” származó segítséget adnak. Így valóságos forrás nélkül gyarapodik a „nemzeti tőke”. A Gömböc „saját farkába harap”, de a bűvészmutatvány költségét az adózók fizetik. Az elbukott EU-forrásokat egyre költségesebb külföldi hitelekkel lehet csak pótolni, hiszen a „karizmatikus vezér” nem óhajt hálátlan lenni hűséges és „önzetlen”, követőivel.

Magyarország azonban nem tudja kivonni magát a mostani válságos helyzetből, bármennyire próbál is a miniszterelnök az orosz barátaira támaszkodni és külön üzleteket kötni az agresszorral. A politikában nincs barátság, csak érdekek vannak, és hosszabb távon az ország sorsa Európával közös. A válságban a gyengeségek mindig felszínre kerülnek. A magyar politika minden szóbeli büvészkedés ellenére a környezetvédelmet és a vele járó fejlesztéseket egészen mostanáig egyfajta úri huncutságnak tekintette, szinte egy sorba helyezve a gendertanokkal és az LMBTQ-fenyegetettségekkel. Miközben ez utóbbiak a politika által tudatosan felnagyított, manipulatív és marginális kérdések, a környezeti problémák, a felmelegedés, az időjárás szélsőségek egyre átfogóbb gondokat jelentenek. Az energiaválság rávilágított, hogy Magyarország bűnös elmaradásban van. A hatalmas európai források ellenére nem történtek lényeges lépések az orosz energiától való függőség csökkentésére, a lakóházak szigetelésére és korszerűsítésére, ami pazarló fogyasztást eredményez. Igaz, a „nemzeti tőke” melegen tartása sokba került.

Az energiaválság megkívánta döntéseket még 2022 válságos hónapjaiban is politikai megfontolások gátolták. A „rezsivédelem” jegyében a rosszul szigetelt falusi házak lakói sokszoros árat fizetnek a fűtésért, míg a jobb körülmények között lakók nyugodtan fenntarthatják korábbi felhasználásukat, összességében sok-sok milliárdos támogatást igénybe véve. A rögzített benzinár megszűnéséig, 2022. december 6-áig példátlan pazarláshoz vezetett a megtakarítások helyett, soha nem autóztak annyit a magyarok, mint akkor, amikor Európa-szerte spóroltak az üzemanyaggal. A magyar „tücsök” tovább hegedült, míg az EU többi tagállamát, „hangyáit” a kormányzati propagandában nevelésnek beállított takarékoskodás, megszorítások jellemezték. Azokban, Magyarországtól eltérően, a támogatási politika az általános takarékoskodás ösztönzésével párosult.

Sok évtizedes magyar hagyományt követve, a Covid-járvány előtti években jellemző forrásbőség közepette, az anticiklikus gazdaságpolitika elvét félresöpörve, mind a fiskális, mind a monetáris politika extenzív módon tovább élénkítette a gazdaságot. Választási győzelme biztosításához a kormány 2021-ben és 2022-ben is hatalmas összegekkel növelte a lakosság jövedelmét. Tavaly Magyarország volt az egyetlen OECD-tagállam, ahol az infláció ellenére nőttek a reálbérek és a reáljövedelem, miközben az európai államok többségében igen jelentős csökkenés következett be. A háború kitörésekor az állam kasszája már jelentősen leapadt. A megugró energiaárak hatalmas fizetésimérleg-hiányhoz vezettek, miközben a Magyar Nemzeti Bank valutatartalékai egyre csökkentek, hiszen a korábbi években megszokott brüsszeli eurómilliárdok elmaradoznak. Tavaly a folyó fizetési mérleg hiánya vár-

hatóan a GDP 8-9 százaléka körül alakult, az államháztartás hiánya pedig a GDP 6,1 százaléka lett. Klasszikus kettős deficit alakult ki, és a 2023-ra közzétett, elég optimistának tűnő tervek is a folyó fizetési mérleg 6-7 százalékos hiányával, 3,9 százalékos államháztartási deficittel számolnak. Ehhez azonban az európai recessziós környezet ellenére is pozitív, ám fenntartható gazdasági növekedésre lenne szükség.<sup>4</sup>

A magyar gazdaság gyengeségeire jól rámutat az infláció alakulása. Bár tavaly az éves átlagban 15 százalékhoz közeli infláció nem volt egyedülálló Európában, kétszerese az euróövezetének. Még nagyobb a különbség, ha a maginflációt nézzük. Ez az euróövezetben 2022-ben 3,9 százalék körül alakult, Magyarországon viszont éves szinten meghaladta a 15 százalékot is. Sőt decemberben 24,8 százalék volt, valamelyest nagyobb, mint a 24,5 százalékos fogyasztóiárszint-emelkedés; az euróövezetben abban a hónapban 5,2 százalékos maginflációt mértek... Az pedig egyenesen megrázó, hogy Európa egyik legkedvezőbb mezőgazdasági adottságú országában volt a legnagyobb az élelmiszerek áremelkedése: 2022 decemberében 45 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi szintet. Magyarországon 2022-ben ez volt az infláció egyik fő tényezője. Ezt a néhány alapvető élelmiszere kizárólag politikai célból elrendelt árstop nem hogy csökkentette volna, még növelte is. A napjainkra kialakult, a két világháború előtti birtokszerkezetre emlékeztető nagybirtoki rendszer „jó kezekben” van, tulajdonosai élvezik a jelentős EU-támogatásokat, ám a magyar mezőgazdaság termelékenységére Európában az egyik legalacsonyabb.

Az infláció elszabadulásához az is hozzájárult, hogy a magyar piac legtöbb szegmensére erősen rátelepült az állam, amely sok mozzanatában diszfunkcionálisan működik. Csekély a verseny, nem korlátozza az áremelési törekvéseket. Teljesítménynövelés helyett általános, hogy a vállalkozók állami támogatásokra várnak. Az adókból és EU-támogatásokból jut is a kiválasztottaknak, még ha keményen spórolni kell is az alapvető feladatok ellátásánál. Az államosított piac és a piacosított állam sajátos kettőse jellemzi a magyar gazdaságot.

Azonban akárcsak Európa egésze, Magyarország is várhatóan túljut ezen a háború és az energiaárak okozta sokkon, bár valamivel lassabban, mint riválisai. Igaz, 2022 egészére még 4,5-5 százalékos GDP-növekedés várható, egyebek mellett a választási költségek következtében, de az év végére már recesszióba fordult a gazdaság, ami 2023 első hónapjaiban is jellemző lehet. A GDP 2024-ben már 2,5-4,5

<sup>4</sup> Forrás: Inflációs jelentés. 2022 december. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, 2022. 17-51. oldal.  
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. 11022-11086. oldal

százalékkal is emelkedhet, és az idei év közepétől mérséklődhet az infláció, amely 2024-re 5 százalék alá csökkenhet. Az energiaárak szintén normalizálódhatnak. Eljuthatnak Magyarországra is az alternatív beszerzési források, bár kétségtelenül nehezebben, mint a tengeri kikötőkkel rendelkező országokban.

A fejlődési lehetőségek és az egyensúlyi helyzet alakulása viszont nagymértékben függ az EU- transzferektől, amelyek lehívása igencsak kétesélyes. A kialakult választási autokrácia ugyanis valójában nem reformálható, ezért, ha az EU a jogállamisági kritériumokat komolyan veszi, akkor az ország kevés forráshoz juthat. Ebben az esetben a nemzetközi pénzpiacokhoz kell fordulni, ami idén már január első napjaiban el is kezdődött. De az nem lesz olcsó. Évtizedekig fizetheti Magyarország a magas kamatokat.<sup>5</sup>

Hosszabb távra előretételezve az igazi gondot az jelenti, hogy Magyarország végtelenül sebezhető. A termelés nagy részét alacsony termelékenység és csekély hozzáadott érték jellemzi. Nyolc-tíz nemzetközi nagyvállalat adja a végtelenül nyitott magyar gazdaság exportjának nagy részét. Ha a gazdaság teljesítményét nélkülük vennénk számba, és még a hatalmas EU-transzfereket is figyelmen kívül hagynánk, ugyancsak elkeserítő képet kapnánk. Magyarország lényegében egy nagy összeszerelő műhely, ahová a fejlettebb országok kihelyezik a termelést, amihez jelentős magyar költségvetési támogatást is kapnak. Az egyik legújabb kormányzati törekvésnek megfelelően az Ázsiából kiszervezett tevékenységek befogadásával akkumulátorgyártó nagyhatalommá válik az ország, ami amellet, hogy rendkívül víz- és energiaigényes, nagy létszámú, alacsony képzettségű munkaerőt igényel. Az autógyárak és az azokat kiszolgáló iparágak nem véletlenül települnek ki a fejlettebb országokból, és ha megváltoznak a piaci viszonyok, könnyen helyszínt válhatnak. A stratégiai irány az iparosítás, az újraparosítás, holott a 21. században csak tudásalapú gazdaságok lehetnek versenyképesek. Csakhogy a választási autokrácia nem szenvedheti a kulturált, jól képzett, tájékozott állampolgárokat, inkább a „tudatlanság alapú”, manipulálható társadalomra támaszkodik. Az oktatási rendszerben nemcsak az alap- és középfokú oktatás süllyed egyre lejjebb, de a nyolcvan százalékában „kiszervezett”, baráti kézbe privatizált felsőfokú képzés is.

<sup>5</sup> 2023 elején Magyarország több mint 4 milliárd dollárban bocsátott ki kötvényeket, ahol a 30 éves lejáratú papír hozama a amerikaihoz képest plusz 330 bázispontot ígért, jelenleg annak a kétszerese. Ez 2053-ig terheli majd a magyar költségvetést, a hazai adófizetőket.

<https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230104/itt-vannak-az-uj-magyar-dollarkotvenyek-reszletei-588496>



### **Hol tartunk a Kondratyjev-hullámvasúton?**

A jelenlegi nehézségeken előbb-utóbb túljut a világ, a Covid-járványon és remélhetőleg az ukrainai háborún is. Igaz, az utóbbi kiszámíthatatlan irányokba is elvezethet. Fontos hangsúlyozni, hogy minden gond ellenére egyik sokk sem gazdasági eredetű, és bizakodhatunk abban, hogy két, egymásba érő „helyreállítási periódus” után a fejlődés visszatérhet a korábbi pályára. A világgazdaság növekedési üteme 2024-re már ismét a 2019-es 2,8 százalék körüli lehet. Azonban, ahova visszatérünk, az a 2008-as válság után kialakult pálya, ami nem volt túl biztató a Covid előtt sem. Hosszabb táron nem az infláció és recesszió jelenti az igazi kihívásokat, hanem hogy milyen is a világ alapvető fejlődési pályája.

Az 1929/1930-as nagy válságot fél évszázaddal követő, 1973/1974-ben kezdődött válság az egész világgazdaságot érintette. Ez beilleszthető volt a Kondratyjev-hullámba. Igencsak elhúzódó, két évtizedes folyamat során sikerült túljutni rajta. A kilencvenes években a kiterjedő globalizáció dinamikus növekedéssel párosult, és úgy tűnt, hogy a világ a moderált fiskális és az aktív monetáris politika kombinációjával megtalálta a bölcsek követét. Ezeket a reményeket a 2008-as válság oszlatta szét, amely klasszikus pénzügyi válság volt. A centrumból, az Egyesült Államokból indult, kihatott a fejlett világ egészére, majd tovább gyűrűződött a fejlődő országokra. Súlyossága ellenére ez „csak” egy közbenső krízis volt a legutóbbi, hetvenes évekbeli Kondratyjev-válság után.

A kezdeti klasszikus fiskális beavatkozást megakasztotta az államadósság megrugása, ezért a főszerepet a monetáris politika vette át. A válságkezelés viszonylag sikeres volt, sőt talán túlságosan is az. Így elmaradt a schumpeteri „teremtő rombolás”, a válságoknak a tőkés termelésben két évszázada betöltött funkcionális szerepének a megvalósulása. A hatalmas pénzügyi ösztönzőcsomagok ellenére nem tért vissza a világgazdaságba a korábbi dinamika, és erősödtek a félelmek, hogy előbb vagy utóbb a monetáris gyógymód mellékhatása egy félelmetes, nehezen kezelhető infláció lehet. Vagy akár egy mindent elsöprő világválság, miközben a Covid-járvány alatt tovább nőtt államadósság a fiskális politika, az infláció pedig a monetáris politika mozgásterét szűkíti le.

Ha túljutunk a mostani stagflációs időszakon, a 2008 után kialakult pályára térünk vissza, annak minden problémájával együtt, amit súlyosbíthat, hogy egyre jobban kiéleződnek a világpolitikai feszültségek az Egyesült Államok, Kína és Oroszország között. A 2008 utáni évtizedben olyan hihetetlen pénztömeget bocsátottak ki a központi bankok, hogy valójában nincs igazi elméleti magyarázat arra, évekig

miért nem következett be infláció. De ez a veszély egyfajta Damoklész kardjaként ott lebegett a világgazdaság felett. Az inflációs robbanás elkerülésében szerepet játszhatott a pénzügyi globalizáció kiteljesedése is, ami lehetővé tette, hogy a kibocsátott pénztömeg nem egy-egy adott országban, régióban feszítse szét a kereteket, hanem szétoszoljon a világgazdaságban. A fenyegetettség azonban még korántsem múlt el. A globális pénzügyi piacon ellenőrizhetetlen nemzetközi folyamatok indulhatnak be, olyan hatalmas pénztömegek mozdulhatnak meg, amelyeket már a legnagyobb nemzeti bankok sem tudnak majd a hagyományos monetáris eszközökkel kontrollálni. A kétezrhúszas években a Kondratyjev-hullám akár az újabb, igazán nagy gazdasági világválságot is elhozhatja.

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

E-mail: [katalin.nagy@kopint-tarki.hu](mailto:katalin.nagy@kopint-tarki.hu)

JÁTÉK TÚLÉLÉSRE

Infláció és recesszió? Vagy mégsem eszik olyan forrón a kását? Marad a nagy fokú bizonytalanság, lefelé és felfelé mutató kockázatokkal – nem tudni, melyik irány lesz az erősebb.

Az *infláció* tavaly ősszel még megállíthatatlannak tűnő *gyorsulása* decemberre némileg csillapodott, noha az egyes országok között nagyok a különbségek. Az OECD-országok átlagában tavaly novemberben még 10 százalék felett mozgott az infláció, de az energiaárak lassuló emelkedése mérséklődő trendet jelez. Az Európai Unió országaiban október-novemberben a fogyasztói árak már 11 százalékkal haladták meg az előző évi szintet, a tempó decemberre 10,4 százalékra lassult. Hasonló trend figyelhető meg az euróövezet országaiban is, ahol a korábbi két számjegyről újra egy számjegyre, 9,2 százalékra mérséklődött az áremelkedés üteme. A maginfláció növekedése viszont nem állt meg, jelezve, hogy az energiaárak emelkedése, illetve az inflációs várakozások beépültek az árakba, és a jövőben az árszint a korábbiaknál sokkal magasabb szinten fagyhat be. Mindenesetre sokat enyhített a helyzeten, hogy az energiaárak tavaly szeptemberi, év/év alapon 40 százalék feletti emelkedése decemberre 25,5 százalékra lassult. A USA-ban a fogyasztói árindex éves rátája immár hat hónapja csökken; az infláció a 2022. júniusi 9,1 százalékról decemberre 6,5 százalékra mérséklődött. Az Egyesült Királyságban 10,5 százalék volt a tavalyi decemberi inflációs ráta, ez is alacsonyabb, mint a korábbi hónapokban.

Egyre gyakrabban fogalmazódik meg a remény, hátha mégsem lesz annyira rossz a 2023-as év, és a jegybanki intézkedések segítségével sikerül megfogni az inflációt anélkül, hogy súlyos recesszióba kerülne a világ. Ugyanakkor az infláció alakulása nemcsak az energiapiaci feszültségek enyhülését tükrözi, hanem a kereslet mérséklődésének hatásait is. A globális folyamatok szempontjából továbbra is döntő jelentőségű, hogy a kínai kereslet hogyan alakul, a tavalyi lassulás után az idén valóban gyorsul-e a kínai növekedés. A beszerzésimenedzser-indexek alakulá-

sa az utóbbi időben egyelőre Németországban vagy Franciaországban halvány optimizmusra adnak okot, a brit miniszterelnök is egyre derülátóbb ígéretekkel áll elő, annak ellenére, hogy a brit gazdaság számtalan kihívással lesz kénytelen az idén is szembenézni.

A legfrissebb konjunktúraprognozisek szintén optimistábbak, mint tavaly decemberben. E mögött elsősorban az energiaárak emelkedésének mérséklődése áll. A jövőbeli energiaáértrendek azonban nagyon sok bizonytalanságot rejtenek, hiszen a válság még távolról sem ért véget: az energiahelyzet pillanatnyi javulása, az árak csökkenése könnyen átmeneti lehet. Egyre több baljós jelzés utal arra, hogy az orosz szállítások nélkül a gáztárolók feltöltése Európában 2023 nyarán nem lesz egyszerű, ami újra felnyomhatja az árakat, pánikreakciókat idézhet elő.

A globális konjunkturális trendek tekintetében is nagy a bizonytalanság. Az USA-ban az év elején publikált előrejelzések nagy bizonytalanságokat sejtetnek: a beszerzésimenedzser-indexek csak szerény javulást mutatnak, a vállalkozások további termelés-csökkenésre számítanak. A vásárlói kereslet egyelőre visszafogott, de ami aggasztó, a termelés inputköltségei mellett a bérnyomás is erősödni kezdett az idén. Utóbbi félelmet erősíti meg a legfrissebb (idén januári) munkaerőpiaci adat, amely a foglalkoztatottság nem várt bővülését jelzi, és utal arra, hogy az amerikai munkaerőpiac továbbra is túlfűtött állapotban van. Egy ár-bér spirál kialakulását egyelőre el lehetett kerülni, de a tartósan magas árszint mellett a bérnyomás erősödése egyre inkább érezhető lesz, ami viszont további monetáris szigorítást kényszeríthet ki.

Németországban tavaly az év végén még recesszióra, akár súlyos visszaesésre számítottak 2023 egészére, a német sajtó azonban most optimistább hangvételt üt meg: mind az IFO-, mind a ZEW-index felfelé kapaszkodik. Ugyanakkor eufóriáról még nincs szó. Bár a gazdasági visszaesés az idén valószínűleg elkerülhető lesz, de dinamikus növekedésre azért nem kell számítani: a kormány 0,4 százalék körüli GDP-bővülésre számít az idén. A vállalkozások recessziós félelmei csökkenni látszanak, a foglalkoztatás bővítését különösen a gépgyártás, az elektronika és az informatika terén tervezik. Az exportörök hangulata az orosz-ukrán háború kitörése óta nem volt ilyen jó. Nehéz megmondani, hogy mennyire megalapozott ez az optimizmus. A legnagyobb probléma, hogy nincs tapasztalat az egymásra torlódo vál-ságokból következő ellentmondásos folyamatokból való kilábalásra, mint amilyen a mostani. Egy kedvező konjunkturális helyzetben bekövetkezett a pandémia, amely mély recesszióba rántotta mind Németországot, mind a világot; erre a kormányok extrém laza monetáris és fiskális politikával reagáltak, majd, amikor úgy látszott,

hogy túl vannak a nehezen, jött az orosz-ukrán konfliktus, az energiaválság és a nem várt mértékű infláció, ami viszont – a gazdasági növekedés újbóli lassulása ellenére – kikényszerítette a monetáris szigorítást.

A legnagyobb probléma továbbra is a bizonytalanság, a helyzet kiszámíthatatlansága. Nem látható, hogy az orosz-ukrán háború meddig húzódik el, az energiaválság elcsitult ugyan, de ebben az enyhe tél is szerepet játszott, s lehet, hogy a szélcsend csak átmeneti. Az orosz energiainportról való leválásnak mind Németországban, mind Európában óriási ára van, például tavaly az energiaköltségek emelkedése Németországban a GDP 4 százalékát emésztette fel. Az energiaköltségek várhatóan a korábbiaknál jóval magasabb szinten fognak stabilizálódni. Szakértők véleménye szerint egy ilyen, a mostanihoz hasonló energiaválságot általában túlreagál a piac, amit az is igazolni látszik, hogy eddig a worst case scenárió, amitől leginkább féltek, még nem következett be. Azt is látni kell, hogy a jelenlegi, javulást sejtető tendenciák a valóságban szerényebbek, hiszen a bázishatás a relatív számokat szebbé teszi. Ezzel együtt a Nemzetközi Valutaalap a korábbiakhoz képest fél százalékkal feljebb srófolta világ gazdasági prognózisát, s azok közé tartozik, akik úgy látják, hogy a rettegett recesszió mégsem következik be az idén. A válság azt is megmutatta, hogy a fejlett országok többsége elég jól tudott alkalmazkodni a változó körülményekhez, ami magyarázza, hogy a helyzet most jobbnak tűnik, mint korábban.

A *monetáris politika* mind Európában, mind az USA-ban egyelőre megmarad a szigorúbb kurzus mellett. De egyre többször hallani olyan megnyilvánulásokat, amelyek óvatosabb, visszafogottabb kamatkiszagításokat szorgalmaznak. Ezzel együtt az idén még várhatóan marad a magas kamatszint, és a jegybankok továbbra is az infláció kordában tartását kezelik prioritásként. A monetáris szigorítás hatásai késleltetve, akár három-hat negyedéssel később jelentkeznek a reálgazdaságban. Így ezek a hatások az USA-ban már előbb, de Európában – mivel itt a monetáris szigorítás jóval később kezdődött – csak mostantól fogják fékező hatásukat igazán kifejteni.

A *reálgazdasági folyamatokba történő, különböző formákat öltő beavatkozások* (ársapkák, szociális támogatások, kompenzációk) segítségével a recesszió eddig elkerülhető volt, azonban az extra kiadások az egyes országok költségvetéseit jelentősen megterhelték. Így például Nagy-Britanniában az államadósság a bruttó hazai termék 90 százaléka körül mozog, s a növekvő kamatköltségek csak egyre feljebb nyomják ezt az arányt. Az államháztartási hiány csaknem háromszorosa az egy évvel korábbinak. Az euróövezetben a GDP-arányos bruttó adósság 93 százalék körül alakult tavaly, de a pandémia alatt elért 99 százalékos csúcsot alulmúlva, országonként jelentős különbségekkel. Miután a kamatszint várhatóan magas marad

az idén, ez az adósságszolgálat költségeit mindenütt megemeli majd, ami fékezi a növekedést. A különböző szubvenciók kifuttatása pedig jövőre újra megemelheti az inflációt, növelheti a magánháztartások költségeit, amiből az következik, hogy belátható ideig mind a magasabb árszint, mind a mérsékelt növekedés fogja jellemezni a konjunkturális környezetet. Az állami beavatkozások speciális formáját jelentő, célzott állami beruházási programok növekedést bővítő hatásai csak lassan bontakoznak ki, a szerkezeti átalakítást megcélzó programoké pedig még vontatottabban. Az energiaválságra reagáló új energiafelhasználási stratégiák kialakítása, gyakorlati alkalmazása szintén időt igényel, s a zöldgazdaságra való átállás a jövőben lassúbb növekedési pályát hozhat magával. Az orosz-ukrán háború elhúzódása, bizonytalan kimenetele, az Oroszországra kivetett újabb és újabb szankciós csomagok főleg az Európai Unió országainak helyzetét nehezítik. Egyre bizonytalanabbá teszik az energiaellátást, illetve rákényszerítik ezeket az országokat, hogy biztosabb, de tartósan drágább forrásokból fedezzék szükségleteiket. Mindez szerkezeti átalakításokat indíthat el az érintett országokban, ezeknek a növekedést gyorsító hatásai azonban csak lassan lesznek majd érezhetőek.

Az orosz-ukrán háborúra reagálva a hadikiadások a legtöbb országban emelkedni kezdtek. Az Ukrajnának nyújtott segítség mellett megfogalmazódik a saját hadsereg fejlesztésének igénye, ami az ezzel kapcsolatos költségek növelésével jár, különösen olyan országokban, mint például Németország, ahol a haderő fejlesztése az elmúlt években elhanyagolt terület volt. A katonai fejlesztéseknek értelemszerűen van GDP-bővítő hatása, azonban a költségvetést mindenképpen megterhelik.

Napjainkra mind a monetáris politika, mind a fiskális politika kimerítette eszköztárát. A szigorúbb monetáris politika az egyes országok fiskális politikáinak lehetőségeit is szűkebbre szabja. Rövid távon továbbra is az infláció alakulása körüli bizonytalanság befolyásolja a gazdasági szereplők reakcióit. Az infláció jelenleg tapasztalható lassulása még nem jelenti, hogy túl vagyunk a nehezén. Miután az árszint mindenütt magas marad, a bérnyomás az idén és jövőre is erősebb lesz, mint korábban, tehát a vállalkozásoknak emelkedő bérköltségekkel kell szembenéznük a meglévő piaci, keresleti bizonytalanságok mellett. Az Oroszországra kivetett szankciók megtépázzák ugyan az orosz gazdaságot, de egyelőre nem segítenek a háború befejezésében, viszont a szankciót érvényesítő országoknak is költséget jelentenek. A háború folytán kialakult energiaválság egyelőre elcsitul, amiben az enyhe időjárás is szerepet játszott, de még könnyen kialakulhatnak újabb ellátási zavarok. Ilyen feltételek mellett a gázárak alakulására semmilyen megbízható prognózis nem adható.

Kicsit az az érzése az embernek, hogy az egyes kormányok a túlélésre játszanak. A legtöbb országban a pandémia óta nem hosszú távra tekintő, hanem az aktuálisan felmerült problémákat rövid távon kezelni kívánó gazdaságpolitika bontakozik ki. Ennek következménye volt, hogy a recesszió enyhítése, következményeinek tompítása érdekében nyaklóló nélkül nyomták a likviditást a gazdaságba, nem törődve azokkal a jóslatokkal, hogy ennek súlyos következménye lehet. Amikor az infláció rapid emelkedése bekövetkezett, a jegybankok többsége a probléma súlyosságát tévesen ítélte meg, bízott benne, hogy csak átmeneti jelenségről van szó. Így a lassú növekedésre hivatkozva a monetáris szigorítást késve lépte meg főleg az Európai Központi Bank, ám hosszú ideig még a Fed is csak átmeneti inflációról beszélt, aztán átértékelve a helyzetet olyan mértékű szigorításba kezdett, hogy tavaly még mindenki súlyos recessziótól féltette az amerikai gazdaságot. Ezzel szemben a tavalyi negyedik negyedévben 2,9 százalékkal nőtt az amerikai gazdaság évesített negyedéves szinten, azaz messze volt még a recessziótól, míg az idei évre újra vegyesek a kilátások.

Ha megnézzük az elmúlt időszakban készült különböző növekedési prognózisokat, elég nagy fluktuációt figyelhetünk meg: az előrejelzők is sodródnak az árral. Amikor pesszimista a hangulat, minden előrejelző inkább lefelé korrigál, amikor újraéled az optimizmus, akkor az ellenkező irányba megy. Minden jel arra utal, hogy a világgazdasági folyamatokat jelenleg jellemző, lefelé mutató kockázatok egyelőre megmaradnak, ugyanakkor vannak felfelé mutató kockázatok is. De a lefelé mutatók dominálnak. Nem zárható ki az orosz-ukrán konfliktus további eszkalálódása, a megegyezés lehetősége sem körvonalazódik egyelőre. A konfliktus következtében gyakorlatilag összeomlott az ukrán gazdaság, de az orosz gazdaság zsugorodása is nagyobb, mint ahogyan azt korábban feltételezték. Ez utóbbi esetében is az elszennvedett veszteségeket akár az évtized végéig sem sikerül feldolgozni. A háború elhúzódása pedig további áldozatokat kíván. Az infláció és az energiaellátás körüli bizonytalanságok egyelőre – hullámzó erősséggel – megmaradnak. Átmeneti állami beavatkozásokkal tompítani lehet a különböző exogén sokkok hatásait, s a különböző kormányok valószínűleg ezt az utat fogják választani, de általánosan jó receptet a jelenlegi helyzet kezelésére nehéz adni. Úgy már nem lesz, ahogyan volt, de a jövőbeli szerkezeti átalakulások irányai csak lassan körvonalazódnak, s a gazdasági folyamatok alakulásában a politikai folyamatok, konfliktusok iránya jelentős szerepet játszik majd.

**Palócz Éva,**  
a Kopint-Tárki vezérigazgatója

E-mail: [eva.palocz@kopint-tarki.hu](mailto:eva.palocz@kopint-tarki.hu)

AZ INFLÁCIÓS CSATA EURÓPAI TÁJKÉPE: MAGYARORSZÁG  
ELESETT

2022-ben az infláció olyan mértékű elszabadulásának lehettünk tanúi világméretekben, amilyenre az 1970-es évek óta nem volt példa. Az Európai Unióban a fogyasztói árak 2021–2022-ben hónapról hónapra emelkedtek, az infláció októberben 11,5 százalékos év/éves növekedéssel tetőzött. Azóta mérséklődik, de éves átlagban így is 9,2 százalékot tett ki.

A közgazdasági gondolkodást ma legfőképp a magas infláció okainak, kezelésének, valamint gazdasági-társadalmi következményeinek a feltárása uralja. Ezekről olyan sok elemzés és cikk született, hogy itt ezeket nem is fogom felsorolni. Kevés szó esett azonban eddig arról, hogy az egyes európai országcsoportok, régiók között határozott és jól körvonalazható különbségek tapasztalhatók.

**Európai tájkép**

Az Európai Unión belül az elmúlt két év fogyasztóiár-emelkedésének figyelemre méltó regionális karaktere körvonalazódik, azaz az infláció korántsem azonos mértékben sújtotta az egyes országokat és régiókat. A 2022. decemberi, 10,4 százalékos EU-szintű év/éves átlagos árszínvonal-emelkedés mögött az egyes országcsoportok között határozott különbségek azonosíthatók (*1. ábra*). Az adatok alapján négy országcsoportot különböztethetünk meg:

A *három balti ország*, ahol a fogyasztói árak már 2021-ben, de különösen 2022-ben meredeken, más országokéhoz képest is kimagaslóan nőttek. Ennek oka elsősorban az energia fogyasztói árának erőteljes megugrása volt, mivel a balti kormányok a világpiacon energiaárak változását teljes mértékben érvényesítették a belföldi árakban. De korántsem csak az energiaárak emelkedése volt kiemelkedő, hanem sok más termékcsoporté is, például az élelmiszereké, illetve az éttermi szolgáltatásoké.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2023.67.1-2.120>

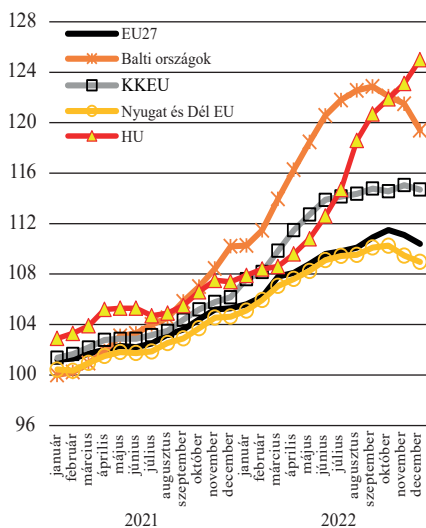


Az infláció a balti országokban 2022 szeptemberében 22,9 százalékon tetőzött, majd decemberre 19,4 százalékra csökkent, az egyes országokban 17,5 és 20,7 százalék között mozgott.

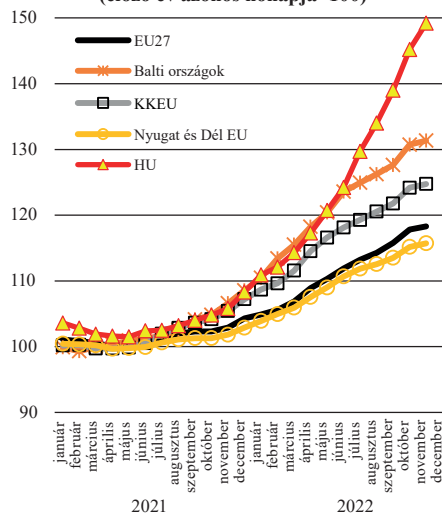
I. ábra

### Havi (év/év) fogyasztói árindex az EU egyes országcsoportjaiban

A HICP az EU különböző országcsoportjaiban  
(előző év azonos hónapja=100)



Az élelmiszerárak az EU-különböző országcsoportjaiban  
(előző év azonos hónapja=100)



Forrás: Eurostat, Economy and Finance, Prices, [prc\_hicp\_manr].

Az egyes országcsoportok:

Balti országok (3): Észtország, Lettország, Litvánia

Kelet-közép-európai országok (6): Bulgária, Csehország, Horvátország, Lengyelország, Románia, Szlovákia

Nyugat- és dél-európai országok (17): Ausztria, Belgium, Ciprus, Dánia, Finnország, Franciaország, Görögország, Hollandia, Írország, Luxemburg, Németország, Málta, Olaszország, Portugália, Spanyolország, Svédország, Szlovénia

A széles értelemben vett *kelet-közép-európai országok csoportja* (Magyarország nélkül) Csehország, Szlovákia és Lengyelország mellett magába foglalja Bulgáriát és Romániát, valamint Horvátországot is (KKEU). Ez az országcsoport is figyelemre méltóan homogénnek bizonyult az elmúlt két évben, olyan értelemben, hogy az infláció minden országban alacsonyabb volt, mint a balti országokban. Az év/éves havi fogyasztói árindex Bulgárián kívül minden országban novemberben

tetőzött, és decemberben már árnyalatnyit csökkent. Az év végén mért 14,7 százalékos áremelkedés úgy jön ki, hogy az egyes országok 14,1 és 16,8 százalék közötti inflációt produkáltak.

*A nyugat- és dél-európai országok csoportjában* az infláció az elmúlt két évben lényegesen alacsonyabb volt, mint a balti és a kelet-közép-európai térségben. Ebben a 17 országban már kissé heterogénebb az infláció mintázata, mint a másik két országcsoportban, de kifejezetten egységes abban az értelemben, hogy – az előző két országcsoporttal ellentétben – a havi év/éves áremelkedés mértéke az elmúlt két évben egyik országban sem haladta meg a 13 százalékot. A csúcsot az infláció 2022 októberében érte el 10,3 százalékos év/éves mutatóval, ami decemberre 9 százalékra szelídült, az egyes országokban 6,7–12,6 százalék közötti ingadozással. A dél-európai országok inflációs pályája az alacsonyabbak közé tartozik, de nem különbözik jelentősen a nyugat-európaiaktól.

*A száguldó magyarországi infláció egyetlen csoportba sem sorolható.* A fogyasztói árak emelkedése – Lengyelországgal együtt – már 2021-ben *a legmagasabb volt* (5,2 százalék). 2022 első felében a háztartási energia, az üzemanyagok és néhány élelmiszer hatósági ársapkája lefojtotta az inflációs nyomást, ezért az árindex pár százalékponttal nemcsak a balti, hanem a KKEU-árindexénél is alacsonyabb volt. Az ársapkák részleges kivezetése után azonban az árindex magasba szökött, és messze meghaladta a régiós országokét, sőt az év végén már a balti államokét is. Mindezt úgy, hogy kilenc élelmiszerezen továbbra is hatósági ár van érvényben! A 2022. decemberében mért 25 százalékos infláció (a harmonizált fogyasztói árindex, HICP alapján) mintegy öt százalékponttal meghaladja a második legmagasabb európai uniós mutatót (Lettország, 20,7 százalék) és pontosan 10 százalékponttal a hasonló fejlettségű, gazdaságszerkezetű és energiafüggő Szlovákiáét (15 százalék).

2022 végén tehát az egyes országcsoportok inflációs pályája egyértelműen elkülönült egymástól: a magyarországi 25 százalék, a balti 17,5–20,7 százalék, a KKEU 14,1–16,8 százaléka, valamint a nyugat- és dél-európai 6,7–12,6 százalék. *Az egyes országcsoportok inflációs érintettsége tehát távolról nem azonos.*

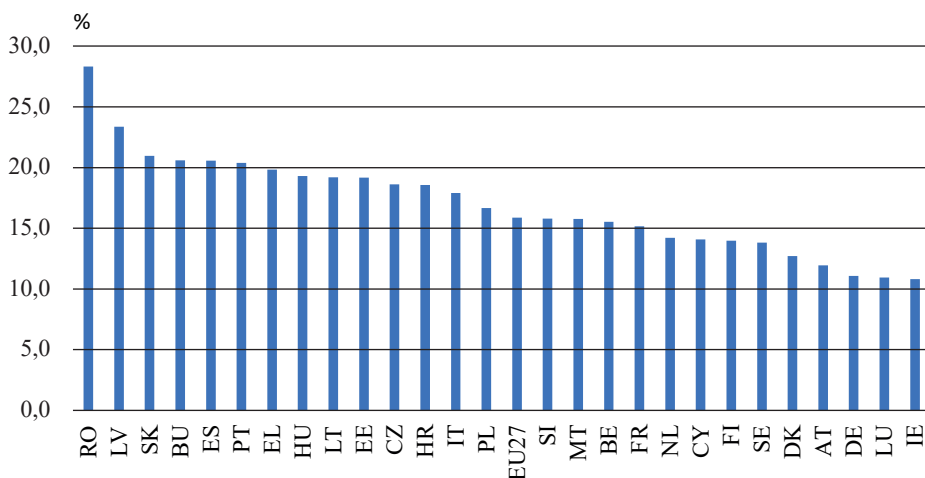
Különösen érvényes ez az élelmiszerek árára, amely tavaly mindegyik országban az infláció egyik fő húzóereje volt. Az élelmiszerek inflációja terén hasonló mintázat bontakozik ki az egyes országcsoportokban, mint amit az általános infláció mutat (*1. ábra, jobb grafikon*). A havi év/év élelmiszerár-index 2022 decemberében a balti országokban 30–33 százalékos (az átlag 31,2 százalék), a kelet-közép-európai országokban 21–27 százalékos (az átlag 24,8 százalék), a nyugat- és dél-európai

országokban pedig 11–19 százalékos (az átlag 15,7 százalék) emelkedést mutatott. Magyarországon pedig 49,6 százalékos.

Vajon milyen tényezőkkel magyarázható, hogy a kelet-közép-európai, egykori szocialista országok kevésbé bizonyultak ellenállónak az inflációs nyomással szemben (az extrém magyar helyzettől eltekintve is), mint a nyugati-déli államok? Az okok valószínűleg szerteágaznak, a kevés kvantifikálható tényezők egyike a fogyasztói kosár különbsége. A kelet-közép-európai országokban ugyanis lényegesen magasabb az élelmiszerek súlya a fogyasztói kosárban, mint a fejlettebb országokban (2. ábra). Ezt az országcsoportot tehát az élelmiszer-infláció kétszeresen is sújtja: egyrészt, mint az 1. ábra jobb grafikonja mutatta, az élelmiszerek áremelkedése magasabb az EU-átlagnál, másrészt ez a magasabb árindex nagyobb súllyal érvényesül a fogyasztói kosárban.

2. ábra

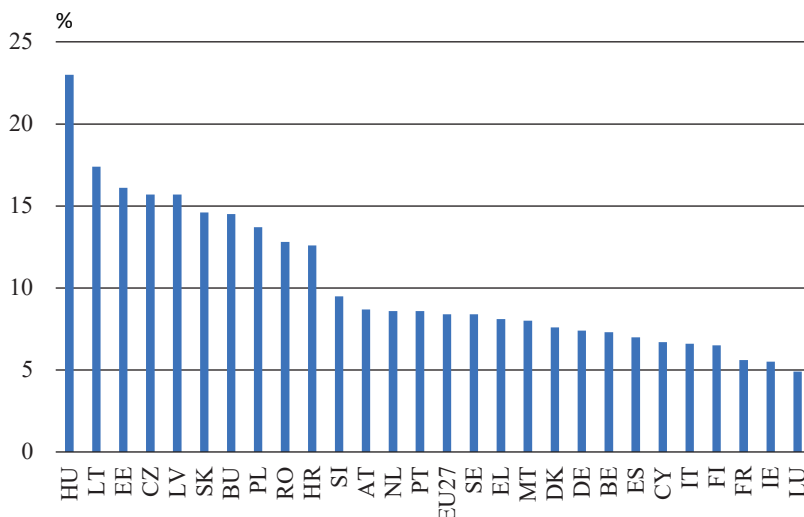
### Az élelmiszerek részaránya az EU-országok háztartási fogyasztásában, 2022



Forrás: Eurostat, Economy and Finance, Prices, [prc\_hicp\_inw].

Emellett a kelet-közép-európai országok többsége nagyobb mértékben függ az orosz energiaszállításoktól is. Ennek a hatása a fogyasztói árak alakulására azonban nehezen mutatható ki, mert – az élelmiszerekkel ellentétben – a háztartási energia árának alakításába az egyes országok kormánya eltérő mértékben és módon avatkozott be.

**Az energia- és szezonális élelmiszerárak nélkül számított HICP  
az EU-tagországokban 2022. decemberben (év/év)**



*Forrás:* Eurostat, Economy and Finance, Prices, [prc\_hicp\_manr].

Fontos adalék azonban, hogy a balti és a KKEU-országok 2022 végén mind a 12 HICP-termékcsoportban az inflációs lista első helyeinek egyikén álltak. Olyannyira, hogy a háztartási energia és a szezonális élelmiszerek nélkül számított inflációs index első tíz helyén is kizárólag ezek az országok találhatóak (3. ábra). A magasabb inflációs nyomás tehát általánosan, a termékek és szolgáltatások széles körében érvényesült, ami a fejlettebb országokkal összehasonlítva a piaci mechanizmusok és a verseny gyengeségeire mutathat rá.

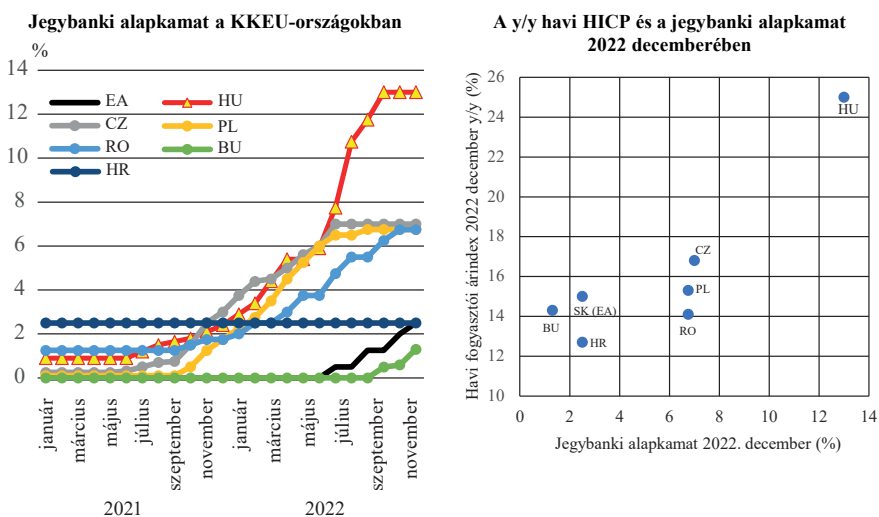
### Kamatpolitikai tájkép

Mivel Szlovákia kivételével valamennyi felsorolt KKEU-ország kívül van (Horvátország január 1-jéig kívül volt) az euróvezeten, érdemes áttekinteni a kamatpolitikájuk alakulását. Az Európai Központi Bank (EKB) 2022 júliusában indította el a kamatemelési ciklust, 50–75–75–50 bázisponttal; az irányadó kamat az év végére 2,5 százalékra emelkedett. Ez érvényes Szlovákiában is. A többi ország jegybankja

ennél korábban lépett, a magyar és a cseh jegybank már 2021 júliusában, majd a román és a lengyel 2021 őszén. 2022 decemberére a román, a cseh és a lengyel alapkamat 6,75–7 százalékon stabilizálódott. A horvát jegybank stabilan 2,5 százalékon tartotta az alapkamatot az elmúlt két évben, ez decemberre pontosan megegyezett az EKB-alapkammal, így az euróövezetbe való belépés nem okoz változást. A szintén az euroövezetbe igyekvő bolgár jegybank egészen 2022 szeptemberéig 0 százalékon tartotta az alapkamatot, és ezt követően is csak nagyon szerényen emelt.

4. ábra

### A jegybanki alapkamat és a fogyasztói árindex a KKEU-országokban



Forrás: Saját gyűjtés a jegybankok honlapja és az EKB adatai alapján.

Csakúgy, mint az inflációs pályával, *Magyarország az alapkammal is kilóg a sorból*. Az alapkamat tavaly szeptember óta 13 százalékos, ráadásul már nem is ez az irányadó kamat, mivel ezt a szerepet októberben az egynapos betéti gyorstender 18 százalékos kamata vette át.

Az alapkamat-emelés természetesen nem csodafegyver, hatását a hüvelykujjszabály szerint is csak legalább 6 hónapos – 1 éves időhorizonton fejtheti ki. Ráadásul az olyan külső ársokk ellen, mint amelyek az elmúlt időszakban érték a gazdaságokat, korlátozott a hatása. A 2022 októberére óta kimagasló magyar alapkamat ebben

az értelemben akár adekvát is lehet a helyzettel, hiszen abban a hónapban a magyar inflációs ráta (21,9 százalék) több mint 7 százalékponttal meghaladta a KKEU átlagát (14,6 százalék), és az ársapkák várható feloldása miatt a további emelkedés is biztosan előrejelezhető volt.

### **Magyarország elesett az inflációs csatában**

Mi magyarázza, hogy Magyarország ilyen mértékben lóg ki nemcsak az EU-átlagból, hanem a referenciaértéknek számító KKEU-országok inflációs trendjéből is? A választ nyilván nem a „szankciós politikában” kell keresnünk, hiszen ha ez lenne a helyzet, akkor annak a többi EU-tagországban, legalábbis a régió hozzánk hasonló adottságú többi országában érvényesülnie kellene. Csakhogy Magyarországon 2022 decemberében durván 10 százalékponttal volt magasabb az áremelkedés üteme, mint a régiós versenytársaké. 2023 első hónapjaiban tovább fog nyílni a rés, mivel a többi országban minden bizonnyal folytatódik a lassú mérséklődés, miközben Magyarországon még mindig emelkedés várható.

Amiben Magyarország jelentősen különbözik a régió többi országától, az a hazai gazdaságpolitikában és a kormányzati beavatkozásokban keresendő. *A fiskális politika kétszeresen is gerjesztette a magyar inflációt.* Először akkor, amikor a választások előtti pénzosztogatással olyan vásárlóerőt teremtett, amely a már akkor is erősödő inflatorikus környezetben keresleti oldalról szabad utat adott a termelői-kereskedői áremelési törekvéseknek. Másodsor pedig akkor, amikor a választások előtti pénzosztás által teremtett költségvetési lyukakat szintén inflációgerjesztő, adóemelési megoldásokkal tömkölte be.

A költségvetési bevételek növelését célzó „extraprofitadók” ugyanis nem elsősorban az érintett ágazatokban működő cégeket sújtották, amint azt a kormányzati retorika sugallta, hanem a fogyasztókat, akikre az adók terheit a cégek áthárították. Ezt különösen addig teheték meg, ameddig nem volt keresleti korlát. A kiskereskedelmi láncokra kivetett 60 milliárd forintos pluszadóteherről már bevezetéskor tudni lehetett, hogy meg fog jelenni a fogyasztói árakban (Palócz, 2022). Ez történik a légitársaságokra utasonként kivetett extraprofitadóról, ami a légitarifák – desztinációtól függően – 10–20 százalékos emelkedésével jár. Minden egyéb extraprofitadó, a reklámcégeket, a gyógyszerforgalmazókat, a telekommunikációs cégeket és a biztosítótársaságokat sújtó adó beépül a fogyasztói árakba, mint ahogyan a megemelt és kiterjesztett népegészségügyi adó (neta) is növeli az inflációt.

A vállalatok bruttó profitjának jelentős emelkedése 2022-ben, amire a Magyar Nemzeti Bank 2022. decemberi inflációs jelentése hívta fel a figyelmet (MNB, 2022), azt sugallja, hogy értékesítési árakat a cégek a beszerzési árak emelkedését meghaladó mértékben tudták növelni. Nem tudható azonban, hogy milyen mértékben kényszerültek a bruttó profit növelésére a fizetendő extraprofitadók kigazdálkodása végett, és mi az, ami valóban a cégeknél maradt. Az azonban biztos állítható, hogy az extraprofitadó fizetési kötelezettsége számottevő, a költségekkel nem indokolható áremelést kényszerített ki. A Mol mint a legnagyobb extraprofitadó-fizető (300 milliárd forint) nem tartozik ebbe a kategóriába, mivel nála az energiaárak emelkedése valóban jelentős windfall profitot eredményezett.

Az állami elvonás terheit fizeti meg a magyar fogyasztó 2023 elején az üzemanyagoknak a környező országokénál magasabb áraban, mivel a Mol azok révén extraprofitához jut, amit a kormány elvon (az extraprofitadón felül). A háztartási energia ára brutális emelkedésének a pontos okait nehéz átlátni, mert nem tudható, hogy az államnak pontosan mennyibe kerül a támogatott rezsziár fenntartása, és azt sem, hogy afölött milyen pluszbevételekre tesz szert a felemelt, piacinak titulált tarifával. Hiszen a világpiaci energiaárak már meredeken csökkennek, viszont ez nem gyűrűzik át a lakossági „piaci” gáz- és áramárba.

Az extraprofitadók mellett a kormány az ársapkákkal is súlyosan beavatkozott az árakba, ami az MNB számítása szerint plusz 3-4 százalékos áremelkedést okozott (Balatoni, 2022). Ezt az MNB a helyettesítő termékek árának indokolatlan emelkedése alapján mutatta ki. Ugyanakkor empirikus ár-összehasonlítások azt is mutatják, hogy ha kényszerű gyakorlattá válik az áraknak a beszerzési árak által indokoltnál nagyobb emelése, akkor az mindenféle más termékre is kiterjedhet. Ez olyan fokozott inflációs környezetet teremthet, ami átláthatatlanná és kiszámíthatatlanná teszi a termelők és kereskedők áremelési törekvéseit, amelyeket a piac vagy visszaigazol, vagy sem.

A magas infláció amúgy is hajlamos szétzilálni a piaci viszonyokat, az állami beavatkozás pedig tovább növeli a piac torzulását. Ezt mutatja, hogy azonos termékek esetében akár többszörös különbség is lehet az egyes boltok árai között, attól függően, hogy milyen adóterhek sújtják őket, illetve, hogy a kaotikus piaci viszonyok között milyen árazási stratégiát folytatnak. Egyes importált élelmiszertermékek ára Magyarországon a többszöröse lett, mint más országokban. Emellett belföldi termelők is úgy nyilatkoztak, hogy értékesítési áraik korántsem emelkedtek olyan

mértékben, mint amit a kiskereskedelem alkalmaz.<sup>1</sup> Ezekkel az extrém áremelési próbálkozásokkal még jó ideig számolnunk kell – ameddig a piac konszolidálódik. És akkor még nem beszéltünk a forintárfolyam gyengülésének káros hatásáról a bel-földi fogyasztói árak alakulására, ami részben az importtermékek árában, részben a termeléshez szükséges inputok beszerzési árában mutatkozik meg.

Az MNB viszonylag korán, 2021 nyarán elkezdte a kamatemelési ciklust, de egy ideig hezitált az infláció elleni fellépés és a gazdasági növekedés szempontja között. A kamatok *optimális* szintjének szükségességét hangsúlyozta, nyilván a gazdasági növekedés szempontjait is szem előtt tartva. 2022 nyarára azonban változott a stratégia, és az MNB a monetáris politika célját 110 százalékból az infláció elleni harc jegyében deklarálta. Azóta az infláció leszorításának és a gazdasági növekedés ösztönzésének a szempontja két intézmény, az MNB és a kormány között ütközik. Miközben az MNB magas kamatokkal és likviditásszűkítő lépésekkel igyekszik csökkenteni a keresletet, a kormány a recesszió elkerülésére koncentrálna, és a kkv-szektorban nyújtott kedvezményes hitelekkel, valamint a Baross Gábor Újraiparosítási Hitelprogram szintén támogatott konstrukcióival olcsó forráshoz kívánja juttatni a vállalkozásokat. Kérdés, hogy a kétfelé húzó gazdaságpolitikai lépések milyen inflációs pályát fognak eredményezni.

Ha tehát arra keressük a választ, hogy a decemberi év/éves 25 százalékos magyar infláció (HICP) miért lóg ki a kelet-közép-európai országok 13–17 százalékos referenciasávjából, a választ a magyar gazdaság- és költségvetési politikában kell keresnünk. S mivel az élelmiszerárstopok feloldására 2023-ban mindenképpen szükség lesz, ez olyan újabb inflációs impulzust fog eredményezni, ami Magyarországot tovább távolítja az európai és régiós trendektől.

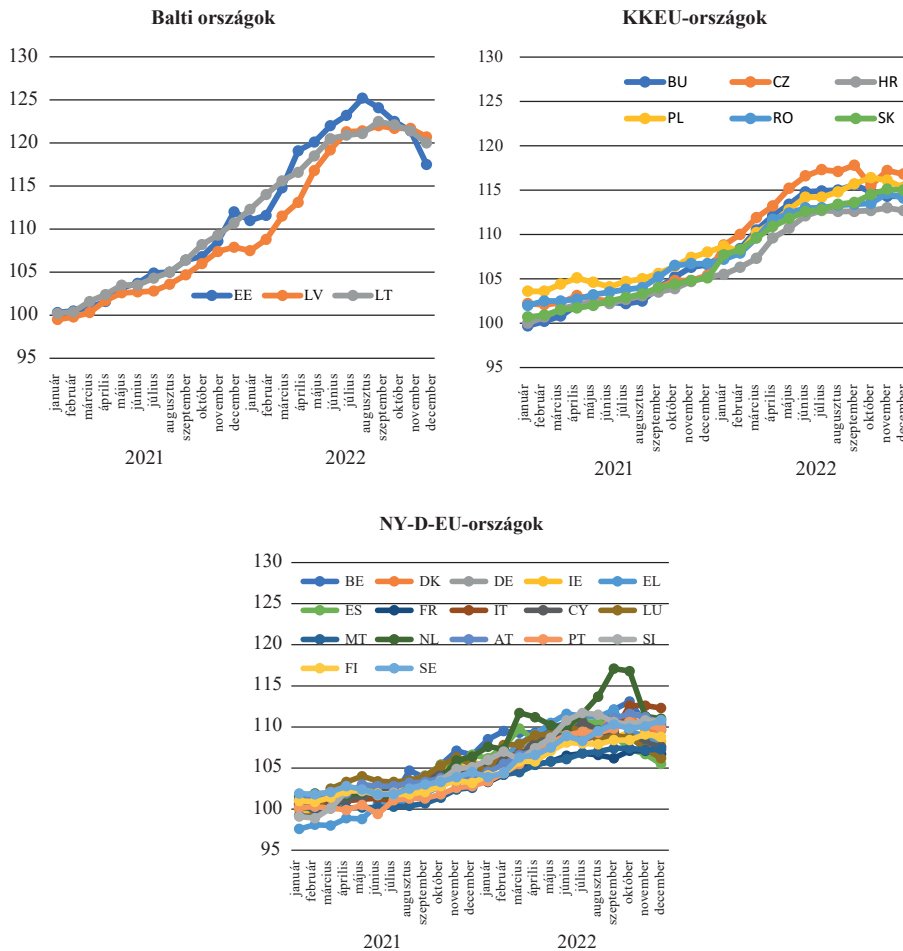
#### Hivatkozások

- Balatoni, A. (2022). *Ársapkák és infláció: mit üzen a múlt és mit mutat a jelen?* MNB sajtóközlemények 2022. december 15. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozloemenyek/2022-evi-sajtokozloemenyek/balatoni-andras-arsapak-es-inflacio-mit-uzen-a-mult-es-mit-mutat-a-jelen>
- MNB (2022). *Inflációs jelentés, 2022 december*. <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes/2022-12-22-inflacios-jelentes-2022-december>
- Palócz, É. (2022). A magyar gazdaság két egymásra torlódott válság közben. In: *Társadalmi Riport 2022*. Társaság, Budapest. [https://tarki.hu/sites/default/files/2022-12/017\\_032TRIP2022\\_Palocz.pdf](https://tarki.hu/sites/default/files/2022-12/017_032TRIP2022_Palocz.pdf)

<sup>1</sup> Beszélünk kell a téstáról. <https://telex.hu/gazdasag/2023/01/24/elelmiszer-teszta-ar-barilla-olasz-import-draga>



Az egyes országcsoportok év/éves havi inflációs mutatói



**Petschnig Mária Zita,**  
a Pénzügykutató Zrt. tudományos főmunkatársa

E-mail: pmzita09@gmail.com

2022: HATÁROZOTT INFLÁCIÓERŐSÖDÉS, FŐKÉNT BELSŐ OKOKBÓL

**Az Európai Unió és a forint inflációjának mennyiségi különbségei**

1. A globális válságot és a 2012. évi regionális visszaesést követő négy évben sem a mértékét, sem a tendenciáját tekintve nem volt szignifikáns különbség a magyar és az EU27 átlagának inflációja között. 2017-től azonban a hazai drágulás rendre magasabbat jelzett az unióbélinél – növekvő különbség mellett, ez 2022-re 6,1 százalékpontra tágult. Inflációja mértékével már 2017-ben is a negyedik helyre küzdötte fel magát a magyar gazdaság, ezt követően pedig rendre dobogós helyen állt. 2022-ben – éves átlagban – csak a baltiak tudták megelőzni. Ám azokban az őszi hónapoktól kezdve már mérséklődött az infláció üteme, Magyarországon viszont erősödött, ezzel novemberben és decemberben az EU27-ben ismét az első lett.
2. 2022 nagyobb részében az unió valamennyi országában hónapról hónapra erősödött a drágulás, októbertől azonban az euróövezet átlagában elkezdődött az ütem mérséklődése. Az EU27 átlagában ez a fordulat novemberben állt elő, és decemberben is folytatódott. Az év végén már csak három országban nőtt az év/év alapú infláció. Ezek közé tartozott Magyarország is, kiemelkedő mértékkel, 1,9 százalékpontos inflációs többlettel a novemberi adathoz képest, amivel az unión belül első helyezést ért el.
3. A maginfláció 2022-ben az euróövezetben és az EU átlagában is kisebb volt az általános árszínvonal-emelkedésnél. Nálunk viszont márciustól hónapról hónapra magasabb értéket mutatott, ami arra utalt, hogy míg másutt az időleges és külső tényezők húzták az inflációt, Magyarországon az infláció trendjét kifejező alapinfláció erősödött, mégpedig töretlenül. A magyar és az euróövezeti, valamint az EU27 alapinflációja közti különbség 2022 második felében már négyeszeres volt és hónapról hónapra nőtt.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2023.67.1-2.130>

4. A 2023-ra szóló prognózisok mérséklődő drágulást jeleznek az euróövezetre és az unió egészére is (6,3, illetve 7 százalék), a magyar gazdaságra viszont a 2022. évinél nagyobb árszínvonal-növekedést valószínűsítenek.
5. Az adatok értékelésénél nem tekinthetünk el attól, hogy a forint statisztikailag kimutatott értékvesztését kedvezményezte az úgynevezett elfojtott infláció, ami egyes termékek és szolgáltatások árának mesterséges befagyasztásából adódott. 2021 előtt ez körülbelül a fogyasztói kosár 9 százalékát tette ki, ám az ársapkák kiterjesztése után 18-20 százalékra kúszott fel. Ilyen mértékű inflációlefojtással az unióban nem találkozhattunk, ennek ellenére volt lényegesen alacsonyabb az ottani drágulás.
6. Az unióban a Magyar Nemzeti Bank indította meg elsőként az infláció feltartóztatása érdekében a kamatemeléseket, és 2022-ben a legnagyobb irányadó kamatot (18 százalék) állította elő.

A felsorolt pontok alapján látható, hogy a magyar gazdaságban az unióbélinél erőteljesebben működtek az infláció emeltyűi, amelyek a mesterséges lefojtások és a jegybank kamatemelő politikája nélkül minden bizonnyal még dinamikusabbak lettek volna. A fogyasztói árak drágulásában felmutatott, kiugróan rossz teljesítmény magyarázatot kíván. (Mivel a 2022-es év inflációja a korábbiaknál sajátosabb rajzolatot mutat, ezért a folyamatokat külön tárgyalom.)

### **A forint inflációját 2017–2021 között befolyásoló körülmények**

A kormányzati politika 2016-ot követően váltott. Középpontjába a növekedést, a felzárkózás felgyorsítását tette, s ennek érdekében lazított a pénzpolitikán.

- Bár az államháztartási deficit nem lépte túl a három százalékos küszöböt, de a hiány nem is iktatódott ki, mint ahogy arra szert kellett volna keríteni a „hét bő esztendőben”. Amikor viszont a Covidra tekintettel az unió lehetővé tette a maastrichti mérték túllépését, a kormány – némi hezitálás után – élt a lehetőséggel: a hiány 8 százalék fölé duzzadt (csak a vártnál nagyobb nominális GDP húzta vissza 7,8 százalékra). A Pénzügyminisztérium által 2020 végén készített program 2021-re a hiányt 2,1 százalékponttal vélte megvágandónak, aminek azonban csupán az egyharmada teljesült.

- A konjunktúra élénkítésébe kamatvágásokkal és extra hitelkonstrukciókkal az MNB is beszállt, azt a vélelmet követve, hogy egyrészt a kereslet megnyomása nem vezet inflációra, másrészt az árfolyamgyengülésnek nincs inflációs hatása.
- A forint árfolyama 2017 és 2021 között – az évi átlagok alapján – 15 százalékkal gyengült, amit a kormány és a jegybank is helyénvalónak, a magyar versenyképesség-javítás egyik jelentős faktorának tartott.
- A kabinet 2017 elején kiadta az uniós pénzekkel foglalkozó hivataloknak, hogy a 2014–2020 közötti időszakra megítélt vissza nem térítendő uniós támogatásokat mielőbb be kell csatornázni a magyar gazdaságba – azok megelőlegezése révén is (a feladat teljesítéséhez komoly célprémiumokat tűzött ki és azokat ki is osztotta).
- A bérpolitika fellazítását a kormány azzal tudta elérni, hogy középtávra szólanon beígérte: ha a versenyszférában megvalósul a kitűzött reálbér-emelkedés, csökkenti a szociális hozzájárulási adót. E szabályozás hatására a nettó nominális bérszint 2017 és 2021 között 70 százalékkal nőtt. A termelés bérigényessége emelkedett, a reálkeresetek 41 százalékos gyarapodásával szemben azonban a GDP csak 18 százalékkal, a nemzetgazdaság termelékenységére pedig csupán 14 százalékkal nőtt ez idő alatt.

A fiskális, a monetáris és a jövedelempolitika fellazítására olyan időszakban került sor, amikor a külső konjunktúra is kedvezményezte a magyar gazdaságot, azaz a kormányzati politika prociklikussá vált. Mivel ez feszes és egyre feszesebb munkaerőpiaci körülmények közt valósult meg, a GDP emelkedésével egyidőben az infláció is erőre kapott. S a magas belső inflációs nyomás még a visszaesés évében (2020) is 3 százalék fölött tartotta a forint vásárlóerejének csökkenését, noha a külső infláció ekkor már szinte teljesen kiiktatózott.

Ezt a keresletélénkítő, prociklikus politikát végső soron az a politikai igény mozgatta, hogy a választásokon az Orbán-kormány bebiztosítsa a győzelmét, megtartsa a hatalmát. (2017-ben a 2018. évi parlamenti választásokra készültek, 2018-ban az 2019-es uniós és önkormányzati választásokra, 2021-ben pedig a 2022. évi országgyűlési választások megnyerésére.)

### A 2022. évi 14,5 százalékra hízott infláció meghatározottságai

Mindenekelőtt le kell szögezmem, hogy nem értek egyet az inflációra ragasztott olyan jelzők használatával, mint „háborús” vagy „szankciós”, amelyekkel – a közvélemény félrevezetésével – a kormány a saját felelősségét kívánja elhárítani. A háború és a szankciók egész Európában hatottak, az inflációs ráták országonként mégis erősen szóródtak. Ha már a külső okokat keressük, helyesebb energiaválságra hivatkozni, amit nagyrészt Vlagyimir Putyin politikája generált, vagy a globalizáció szakadozásai miatti szállítási akadozásokra, hiányokra. Ezek a termelési, forgalmazási költségek emelkedésén keresztül valóban közrejátszottak a 2022. évi magyar fogyasztói inflációban, bár augusztusig, illetve decemberig jórészt elfojtva.

A kormány hangzatos képlete szerint amennyiben a szankciókat eltörölnék, a magyarországi infláció azonnal a felére esne. Csakhogy ez nem életszerű, hiszen miért jutna Putyin eszébe, hogy a 2021. év eleji szintre vágja vissza a gáz- és olajszállítások árát? (Amúgy ezzel a bonmot-val a kormány közvetetten azt is elismeri, hogy az inflációnak csak a felét tekinti szankciósnak.)

A 2022-ben felfutó hazai inflációt nagyrészt a kormányzati és a monetáris politika együtt hozta össze. A monetáris politika annyiban, amennyiben következetlen megnyilvánulásai hiteltelenné tették antiinflációs elkötelezettségét. Részben, mert a kedvezményes hitelek csapjait késve, vonakodva zárta el, részben azzal, hogy szeptember 26-án bejelentette a kamatemelési ciklus lezárását. Akkor, amikor az MNB szakértői éppen 2,2 százalékponttal megemelték korábbi inflációs prognózisukat.

Az MNB magatartásának háttérében felsejlik az a kormányzati nyomás, hogy a növekedés megtartása és a bebukások elkerülése érdekében a hitelkamatokat ne nagyon emeljék. Mindezek következtében a felemássá és zavarossá lett monetáris politika a kamatemelések ellenére sem tudta visszaszorítani a forint árfolyamromlását. A forint az év átlagában az euróhoz mérten 33 forinttal gyengült, ami az egyébként is emelkedő áru importot tovább drágította.

Az árfolyam gyengüléséhez a kormányzati politika más pontokon is hozzájárult. Így a választások előtt felfuttatott jövedelemkiáramlás importnövekedést, külső mérlegromlást eredményező hatása révén. Továbbá a fiskális politika helyreállítására május végén bemutatott csomaggal, a tervezett megszorítások ugyanis a pénzügyi befektetők körében is kiverték a biztosítékot. S nem utolsó sorban az uniós pénzekre vonatkozó megállapodások megkötése körüli bizonytalanság rontotta a forint árfo-

lyamát, amit a kormány részéről az uniós követelmények vitatása, felemás/elégtelen és elhúzódó elfogadása váltott ki.

A kormányzati politika mindezen túlmenően is inflációt gerjesztő volt.

- A parlamenti választások megnyerése érdekében a kormány példátlanul nagy kereslet-többletet generált a költségvetésen keresztül. Az első negyedév 1800 milliárd forintra tehető extra pénzkiáramlása kedvező közeget teremtett az árak emelésére; ennek a zöme – a korábbi években elhalasztott fogyasztást pótlandón – megjelent az áruk és szolgáltatások piacán. Lehetővé vált a dráguló import megvásárlása és a 2021-ben megerősödött ipari és mezőgazdasági termelői árnyomás (17 és 20 százalékra duzzadt) elismertetése a fogyasztási árakban, valamint a pandémia alatt elszenvedett veszteségek árak emelésével történő pótlása.
- A fogyasztói keresletet a kormány a hiteltörlesztési moratórium meghosszabbításával, a hitel-, majd a betéti kamatokra is ráhúzott sapkákkal is bővítette.
- Lényegében a kormányzatnak volt köszönhető a két számjegyű bérkiaáramlás, hiszen a minimálbérek 20 százalékos emelését 2021 végén ő döntötte el. Akkor, amikor még csak 3 százalékosnak vélte a 2022. évi drágulást (és az MNB is csak 5 százalék körüli prognosztizált). Az orvosok és a fegyveres testületek körében, valamint egyes államigazgatási és hatalmi szerveknél végrehajtott jelentős béremelések szintén a költségvetésen keresztül járultak hozzá a kereslet fűtéséhez, az áremelési szándékok realizálásához.
- Miután az osztogató politika következtében a központi kormányzat hiánya májusban már elérte az egész évre előirányzott 82 százalékát, kikényszerült a költségvetés rendbe tétele. Az ennek érdekében bevetett, több ezermilliárd forintra tehető megszorítások zöme azonban – adóemelésekkel és új adókkal – kínálati oldalról fűtötte a drágítást. Vagyis a költségvetési jövedelemkiáramoltatás és az annak visszaszívására irányuló kormányzati döntések egyaránt hozzájárultak az infláció felpörgetéséhez (a pénzvisszaszívás ugyanis nem a fogyasztói, hanem a termelői piacról történt). A GDP mintegy 6 százaléka rugó megszorító csomag ellenére a központi kormányzat deficitje 2022-ben szinte szemernyit sem apadt 2021-hez képest, és a tervezettet több mint 50 százalékkal túllépte. Az uniós elszámolású hiánymutató (ESA) a vártnál kevésbé és csak az infláció által felfújtt nominális GDP-nek köszönhetően csökkent, mindez a laza költségvetési politika folytatására utalt.

- A kormány elfojtott inflációt termelő, részéről antiinflációsnak vélt, ársapkahúzogató politikája is hozzájárult az infláció megerősödéséhez.
  - Az energiára és szolgáltatásokra (víz, szállítás, közlekedés) előírt árfagyasztás költségvetési terheinek viselése a deficiten keresztül mindenkire, nemcsak a konkrét fogyasztóra, szétterülő inflációs hatást eredményez.
  - Az üzemanyagokra kiszabott ársapka, azon túlmenően, hogy hiányhelyzeteket és cégbeomlásokat eredményezett, a juttatott költségvetési „adományokon” keresztül ugyancsak szétterülő inflációt váltott ki.
  - Egyes élelmiszerek árának előírt áröngzítése – egyéb adminisztratív korlátozásokkal és a kereskedelmi különadó emelésével együtt – a cégeket veszteségtermelésre kényszerítette, amit az általuk forgalmazott más termékeik árának emelésével igyekeztek kompenzálni.

A kormánynak egyáltalán nem állt érdekében az infláció megfékezése, forrásul szolgált ugyanis fiskális alkoholizmusának kielégítésére és a nominális GDP felfújására. A 2022. évi bruttó hazai termék a tervezettet mintegy 11-12 ezer milliárd forinttal meghaladta. Ezáltal elérhető lett, hogy a hiányok és az adósságok csökkentése nélkül is impozáns rátajavulást mutassanak ki.

2023-ra is azt valószínűsítem, hogy a kormányzati politikát egyáltalán nem fogja érdekelni az infláció letörése (ezt az MNB feladatának tartja). Annál inkább, hogy elkerülhető legyen a recesszió, hogy „lokális kivételek” lehessünk – szemben a hanyatló nyugati gazdaságokkal (Orbán Viktor és Nagy Márton megfogalmazásai). Ennek érdekében – mint azt a gazdaságfejlesztési minisztertől megtudtuk – 2000 milliárd forintos „védelmi falat” húztak fel. Ez pedig azt jelenti, hogy a fiskális és a monetáris politika egymás ellenébe fog hatni, amiből – továbbá az ársapkák kikényszerülő levételéből – a versenytársainknál nagyobb és hosszabban elhúzódó infláció következik. E tekintetben a magyar gazdaság lokálisan valóban másként fog teljesíteni: rosszabbul a lehetségesnél.

**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 szankció sorozat a Great Moderationt követő válság-sorozat újabb állomását 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.

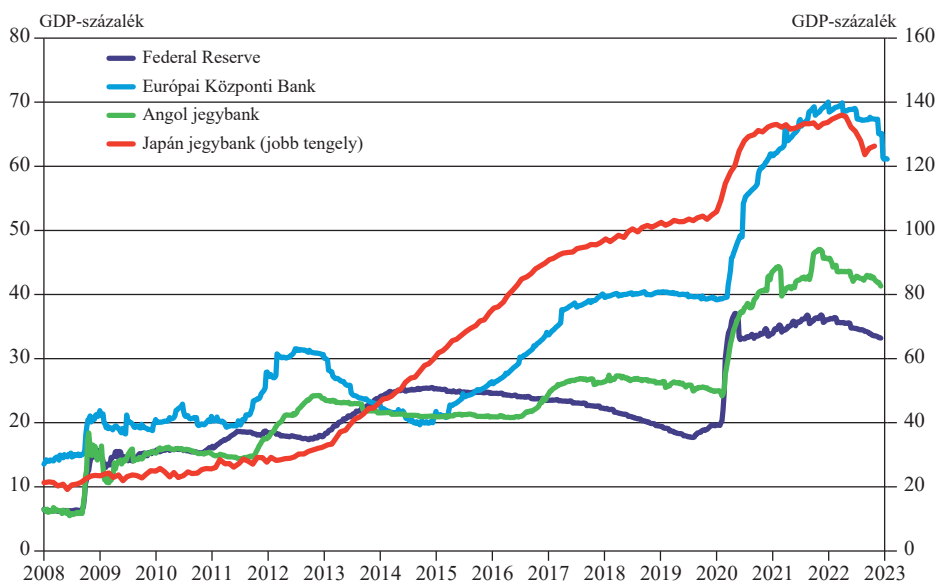
<https://doi.org/10.47630/KULG.2023.67.1-2.136>



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



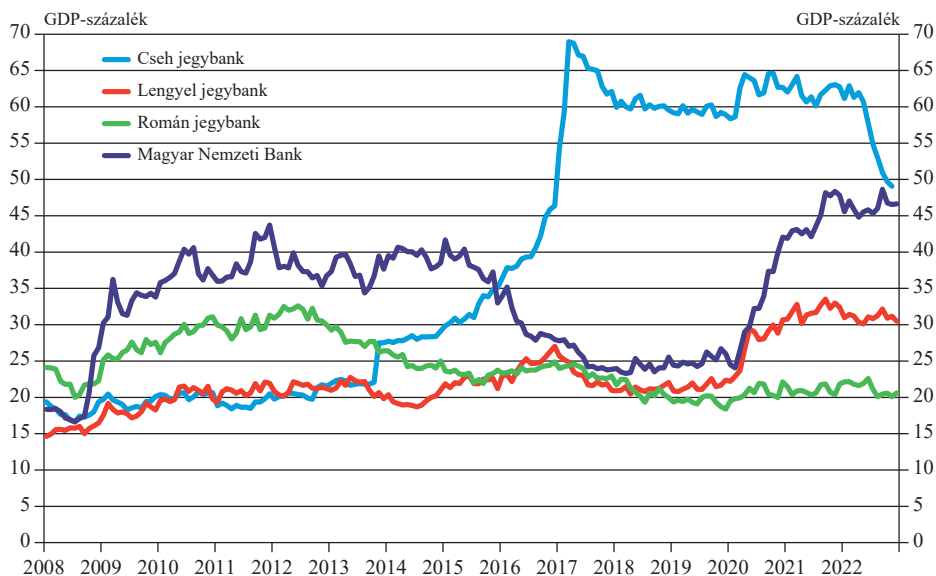
Forrás: Nemzeti jegybankok.

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-orszádként 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 visszapattnás 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 energiaexportőrré 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 rezsicsökkentés 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 hiteleknel 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.

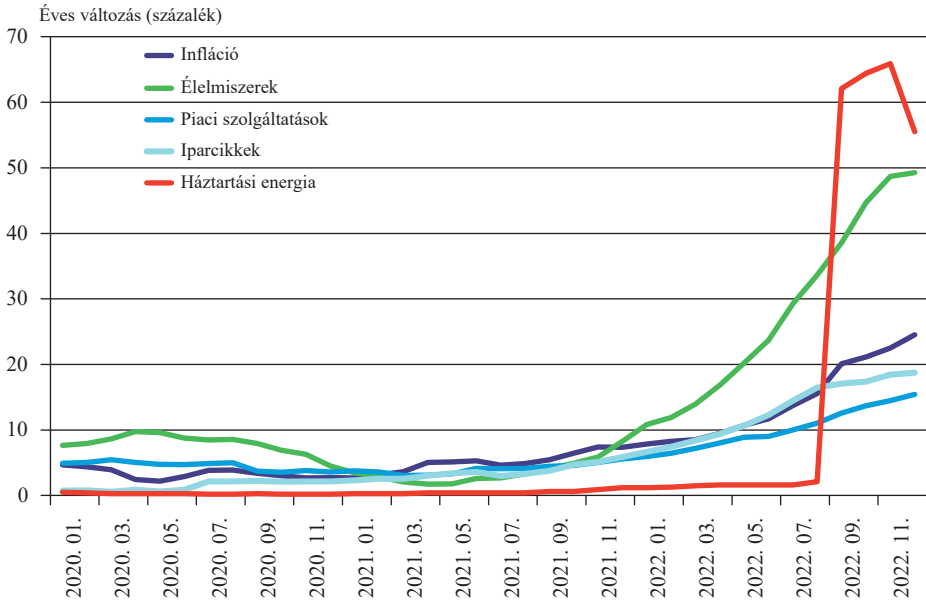
Magyarországon az infláció szerkezete is különbözött a régiós országokétól. Az üzemanyagárstop feloldása és a lakossági energiafelhasználás költségeinek reformja előtt ezen tételek áremelkedése számottevően elmaradt a régiós országok átlagától, akkor alapvetően ez okozta a régiós átlagnál alacsonyabb 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 világpiacon 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 iparcikkek az MNB módszertana alapján csoportosítva. Háztartási energia a KSH-módszertan alapján.

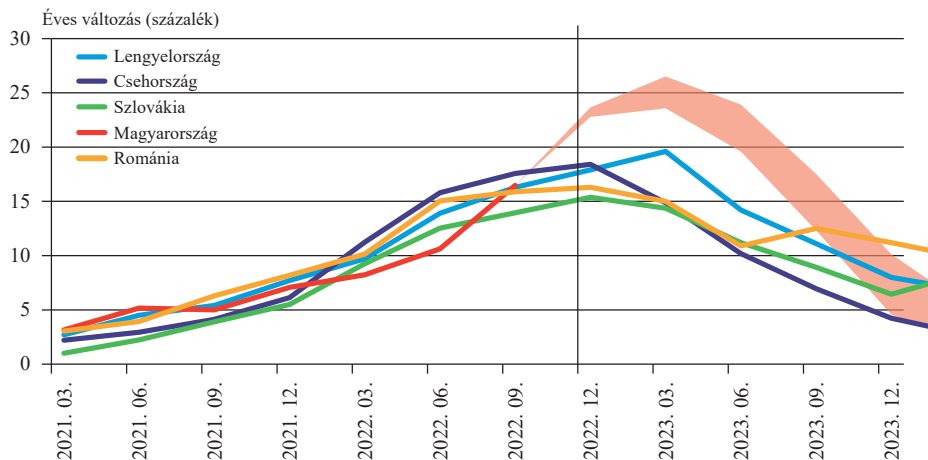
Forrás: KSH.

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?” – szökták feltenni a kattintásvadász kérdést az újságcímek. Valóban, milyen válság az, amelyben a munkanélküliség 4 százaléknál 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 külpiazi részesedésünk emelkedik, amiben meghatározó az akkumulátorgyártás dinamikus bővülése.

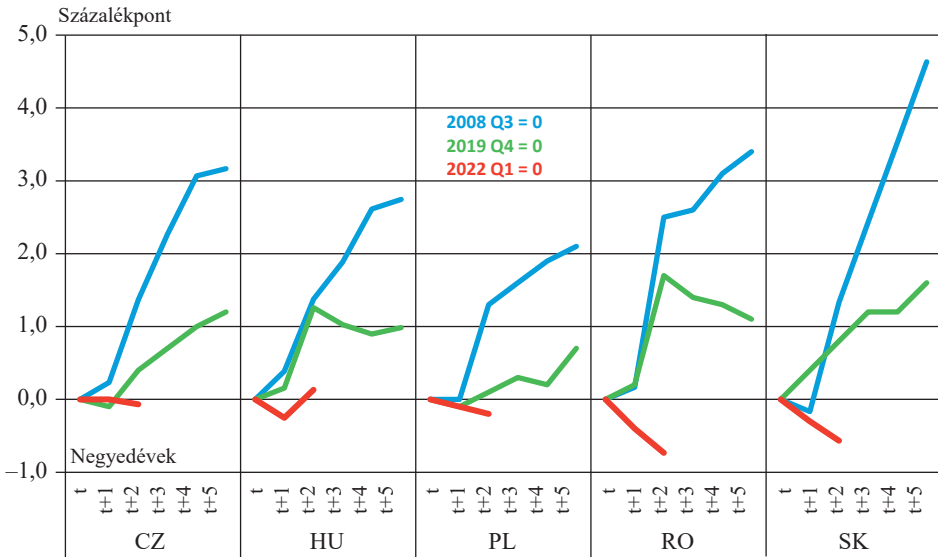
Recesszióról a gazdasági növekedés lassulása mellett sem beszélhetünk, nagyrészt a munkaerőpiac feszessége következtében. Az elmúlt időszakban bekövetkezett gazdasági lassulás a munkaerőpiacon továbbra sem érzékeltette erősen a hatását. A foglalkoztatottak száma 4,7 millió fővel továbbra is historikusan 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 feszességnél 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 feszességnél, 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.

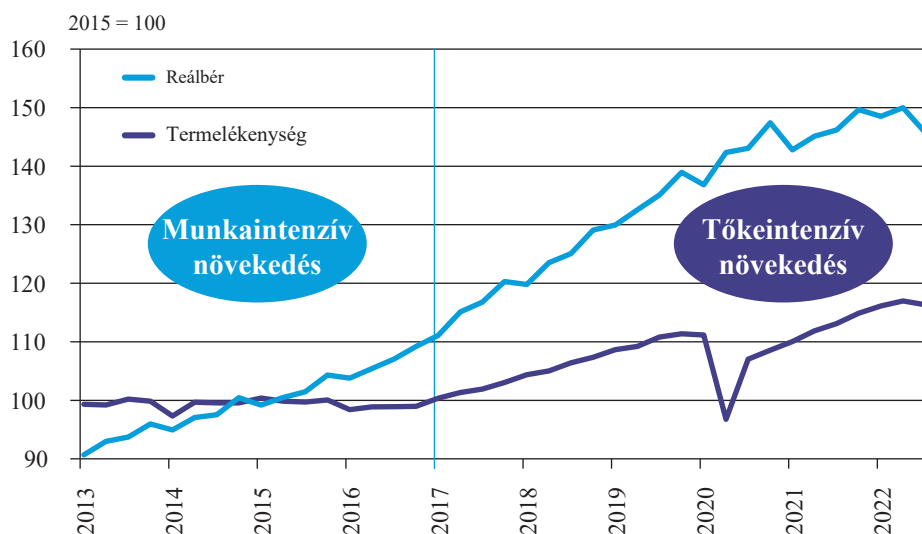
Forrás: Eurostat, KSH.

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 lakosoknak juttatott transzferek, 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 32<sup>nd</sup> 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>

## **Trippon Mariann,** a CIB vezető elemzője

E-mail: [trippon.mariann@cib.hu](mailto: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 újrainyitása 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 negyedében 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 magasan 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 dinamizáló 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 hitelehetőségek mérsékelhetik. A végső kérdés tehát az, hogy az MNB által várt 0,5–1,5 százalék közötti GDP-bővülés által implikált 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 tágítjuk 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 esapódik 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 világgjártványt 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.

## **Vakhal Péter,** **a Kopint-Tárki Zrt. kutatási igazgatója**

E-mail: peter.vakhal@kopint-tarki.hu

### **KÍSÉRTET JÁRJA BE EURÓPÁT...**

...Joseph Alois Schumpeter (1883–1950) szelleme. Az osztrák tudóst minden közgazdász ismeri, hiszen a XX. század egyik legkiválóbb pénzügyi, gazdasági szakemberéről van szó. Elmélettörténeti szempontból leginkább két dologról ismert: az egyik, hogy a vállalkozókat (mai szemmel inkább a vállalatokat) és a bankokat (saját olvasatában a bankárokat) a gazdaság legfőbb szereplőivé emelte, akiket a hosszú távú fejlődés, az innováció és a termelékenységbővülés motorjának tekintett. A másik pedig a „teremtő rombolás” néven ismertté vált elmélete, amelyben, szemben a keynesiánusokkal, amellelt érvelt, hogy a gazdasági krízisek nem feltétlenül ördögtől valók. Sőt a kapitalizmus egyfajta öntisztító folyamatként tekintett a recessziókra, amelyek után a gazdaság (és következésképpen a társadalom) szükségképpen kedvezőbb állapotba kerül, mint a visszaesés előtt.

A schumpeteri konjunktúra- és vállalatelmélet egyes részei ráilleszthetők lennének napjaink gazdasági folyamataira is. A feltételes mód nem véletlen. Kiindulva a 2009-es pénzügyi válságból, valamint a schumpeteri elméletből, teljesen racionális várakozás volt, hogy 2020-ban vállalati csődhullám söpör végig az egész világon, amelynek elsősorban a kevésbé termelékeny cégek esnek majd áldozatul, míg az innovatívabb cégek meg tudják őrizni működésüket, sőt javítani is tudnak helyzetükön. A csődhullám azonban 2020-ban és utána is teljesen elmaradt, sőt az említett években a megszűnési kockázat még javult is. A jegybankok és a kormányok óriási pénzmennyiséget zúdítottak a piacra azért, hogy a vásárlóerő ne csökkenjen és a munkanélküliség ne emelkedjen jelentősen. Ezzel elejét vették a teremtő rombolásnak, mentőövet dobva a kevésbé termelékeny vállalatok számára is.

A kialakult gazdasági környezetben azonban az alacsony kamatok és a rekordmértékű fiskális ösztönzők nem az innováció irányába terelték a cégeket. Fejlesztési kényszert legfeljebb a munkaerőhiány jelentett volna, ez azonban már túlfűtött környezetben következett be. A verseny nem a kínálati oldalon erősödött a megrendelésekért, hanem a keresleti oldalon indult meg a beszállítókért, ami az innovációs



kényszert lényegében kiiktatta; viszont a megrendelők áralku-pozícióját érezhetően rontotta, fűtve az inflációt. A piacokra korábban általánosan jellemző, enyhe mértékű túlkínálat a 2010-es évek második felétől fokozatosan apadt, a pandémia miatt kialakult globális hiányok és szűk keresztmetszetek<sup>1</sup> szinte kegyelemdőfással értek fel a piacgazdaságok számára. A nemzeti bankok az adott helyzetben, meglehetősen naiv módon, átmenetinek gondolták ezeket a tényezőket, azt feltételezve, hogy a túlkereslet egyszerűen csak logisztikai problémákból fakad. A legfőbb tengeri szállítási útvonalakon kialakult torlódások azonban csak részben voltak felelősek az inflációért, a háttérben feltehetően sok más ok is meghúzódik.

Maradva Joseph Schumpeter nyomdokain, a vállalati innováció abban az esetben lehetséges, ha rendelkezésre áll a tőke, amelyet tradicionálisan a bankok nyújtanak. A hitelbírálati rendszer elvben kiszűri azokat az igényeket, amelyekről a bank azt feltételezi, hogy számára a megtérülés nem biztosított. A 2010-es évektől azonban Magyarországon, de az Európai Unió más tagállamaiban is, az állam egyre jelentősebb, már-már túlzó finanszírozóvá lépett elő (nem ritkán a normál banki finanszírozást is kiszorítva), amit a szintén már indokolatlanul laza monetáris politika is támogatott. A piac önszabályozó erejében hívő közgazdasági iskolák követői feltehetően mind egyetértenek abban, hogy a tőkeallokáció nem optimális változata valósult meg az elmúlt években, amikor akár jól működő, innovációképes vállalatok is kiszorulhattak a hagyományos hitelpiacról, miközben olyan vállalatok is forráshoz jutottak a nem konvencionális (részben az állam által finanszírozott) eszközökből, amelyek nem voltak alkalmasak saját termelékenységük javítására. Mindez rontja a gazdaság versenyképességét, lassítja a gazdasági növekedést, viszont fűti az inflációt, mivel a termeléshez szükséges tényezők kínálata (kiváltképp a munkaerő) továbbra is szűkös.

A 2010-es évek második felében az inflációs nyomás nem volt számottevő. Sőt a teljes foglalkoztatás megközelítése, az emiatt gyors ütemben emelkedő bérek, a nulla közeli vagy éppen negatív jegybanki alapkamatok, valamint a fiskális ösztönzők dacára a fogyasztói árindex végig a céltartomány közelében vagy az alatt maradt. Látványos drágulás legfeljebb az ingatlanpiacon következett be (ami azonban nem számít fogyasztásnak). Nincs egyértelmű, minden országra ráilleszhető magyarázat arra, hogy miért így történt. A világgazdaság egészét tekintve logikus válasz lehet az ezredforduló után a kínai termelők megjelenése, valamint a globális értéklán-cok szétterjedésével járó költségmegtakarítás, ami az elmúlt tíz évben megdupláz-

<sup>1</sup> Mind az áruk, mind a szolgáltatások piacán. Elegendő csak a tavaly nyári idegenforgalmi szektorra gondolni.

ta a vállalati profitokat a fejlett országokban, viszont nyomottan tartotta az árakat. A pandémia alatt a vállalatokra és a háztartásokra zúdított likviditás, a korlátozások miatt elhalasztott fogyasztás és a gazdaságok újraindítására minél gyorsabban és bármi áron törekvő kormányok a korábbinál is jobban túlfűtötték a piacokat.

Magyarország 2021-ben újra elérte a teljes foglalkoztatottság közeli állapotot, amikor a választáshoz közeledve a háztartások egy része még több ingyen likviditáshoz jutott, és a vállalati szektor is az államilag kamattámogatott hitelekért tudott folyamodni. A helyzetet a háború miatti energiaár-robbanás és az aszályos év tovább rontotta, mindez pedig tankönyvi példája az infláció elszabadulásának.

Némi kitérőként szükséges megemlíteni, hogy a külső, exogénnek tekintett tényezők valóban hatást gyakorolnak a nemzeti fogyasztói árakra, ezek mértékét azonban a politikai kommunikáció feltehetően erősen túlbecsüli. A hazai fogyasztás, amelyre vonatkozóan az árindexeket számolják, meglepően csekély részben tartalmaz közvetve vagy közvetlenül külföldről származó inputokat, a teljes fogyasztásban ezek mértéke Magyarország esetében körülbelül 30 százalékra tehető. Természetesen ez a közel egyharmados súly is elég lehet az árszint megemeléséhez, amennyiben az importált árak drámaian nőnek. Érdeemes azonban megjegyezni, hogy Oroszország részesedése a hazai végső keresletben a teljes importált hozzáadott értékhez viszonyítva mindösszesen 6 százalék körüli! Vagyis az Oroszországból származó energiahordozók árának drasztikus emelkedése csupán néhány százalékpontot dob a magyarországi infláción. Az árak emelkedése sokkal inkább a hazai fogyasztásra termelő, illetve a hazai piacon értékesítő (kiskereskedelmi) vállalatok árképzésének tulajdonítható, ami azonban egyértelműen piaccgazdasági szempontok szerint történik, megfűszerezve a gazdaságpolitikai kilátások bizonytalanságával. Sok oka lehet annak, hogy jelenleg miért a magyarországi a legmagasabb infláció az egész Európai Unióban. A bizonytalanság mellett említhető még talán a kevésbé intenzív verseny, az adópolitika, de az innováció hiánya is.

Az idei év legnagyobb gazdaságpolitikai kérdése, vajon sikerül-e leküzdeni az inflációt a világ fejlett országaiban úgy, hogy ezt a gazdasági növekedés ne szenvedje meg túlságosan. Azok a jegybankok, amelyek néhány éve még ellentmondást nem tűrően csupán átmenetinek minősítették az inflációt, most látványos legyezőábrákon jelzik előre a folyamat lefutását, megágyazva ezzel a kamatcsökkentési ciklusoknak. Mindezt minden kormány lelkesen támogatja, remélve, hogy az infláció és a recesszió miatt nem apad kritikus szintre a társadalmi támogatottságuk. Valóban lehetséges forgatókönyv, hogy a nemzeti bankok azonnal lazítani fognak, amint úgy értékelik, hogy az infláció biztosan csökkenő pályára állt, az állam pedig továbbra

is költségvetési forrásból támogatott hitelekkel igyekeznek majd kedvezni a háztartásoknak és a vállalatoknak.

A nulla százalékos körüli kamatok és a likviditásbőség időszaka azonban nagy valószínűséggel hosszú időre véget ért a világgazdaságban, mivel az államok a megnövekedett adósághalmikuk miatt nem lesznek képesek korlátlan támogatást nyújtani. A független jegybankok részéről pedig racionális lenne az inflációs célt némileg magasabb szinten meghatározni, ezzel együtt pedig valamelyest szigorúbb monetáris politikát folytatni. Így eljöhethet a schumpeteri momentum a gazdaságban, és elindulhat a kevésbé termelékeny cégek lemorzsolódása. Fontos ítelágazás előtt állnak a (gazdaság)politikai döntéshozók: át akarják-e (tudják-e) vezetni a vállalati szektort egy magasabb termelékenyséű, innovatívabb állapotba, vagy pedig a rövid távú politikai haszonnal kecsegtető megoldást választják, és továbbra is a túlfűtöttség (magyarosabban: magas nyomású) állapotában tartják a gazdaságot? Schumpeter cikluselmélete szerint az első esetben az innováció lefelé irányuló nyomást gyakorol az árakra, ahogy az elmúlt évtizedben a leginnovatívabbnak tartott ágazatok által előállított termékekkel (például elektronikai eszközökkel) történt. A másik esetben pedig működésbe lép az infláció már jól ismert hatása. Félő, hogy a politikai haszon-szerzés által vezérelt gazdaságpolitika az utóbbi utat fogja választani, mert megijed Schumpeter szellemétől. Pedig jó eséllyel pont most nem kellene.

## **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

– 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 rendeletből 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 pénzügyi 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 kivitelén 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 elodázni az irányadó kamata mérséklését, ami nem csupán a növekedést fékezi, hanem a kormány és a jegybank között dülő, 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 árdragulás.