



Pleschinger Gyula

Ió-ció-áció-infláció – és a megfékezését célzó fiskális és monetáris politikai intézkedések

Köszönettel tartozom a Magyar Nemzeti Bank munkatársainak – különösen Aradványi Péternek, Benkő Dávidnak és Quittner Péternek – a cikk megírásához nyújtott értékes segítségükért.¹

A 2007–2008-as pénzügyi válságból való kilábalást, az azzal járó pénzösséget, alacsony inflációt, kedvező globális növekedési adatokat és ezek kapcsán a „hiperglobalizációs” trendek vízióját durván megakasztotta előbb a Covid-járvány, majd az orosz–ukrán háború.

Az ellátási láncok Covid okozta szakadozása a hiperglobalizációval szemben a láncok kurtításának, a készletgazdálkodás újragondolásának igényét vetette fel, az orosz–ukrán háború kapcsán kialakult geopolitikai feszültségek pedig egyfajta blokkosodáshoz látszanak vezetni, amely könnyen oda vezethet, hogy az olcsó és könnyen hozzáférhető orosz nyersanyagoktól és energiahordozóktól magát megfosztó és másfajta, minden szempontból keményebb feltételeket támasztó környezetbe kényszerülő EU kizorul a globálisan meghatározó gazdasági szereplők mezőnyéből.

A Covid alatti laza fiskális és monetáris politika, a lezárások miatt felhalmozódó kényszermegtakarítások lezárásokat követő felszabadulása és a gazdaságok újraindulása miatt megugró kereslet okán, súlyosbítva az energiahordozók árának a háború miatti megugrásával, globális szinten évtizedek óta – a fejlett világban 40–50 éve – nem látott magasságokba emelkedett az infláció, és visszaesett a gazdasági növekedés.

Az Egyesült Államokban 2022 folyamán a júniusi adat volt a csúcspont 9,1%-kal, Németországban az októberi 11,6%, miközben Hollandiában az infláció a 17%-ot is elérte. A jelek szerint a fejlett országok túljutottak az infláció csúcspontján. 2022 végén az Egyesült Államokban 6,5%-ra, Németországban – szerényebb mértékben – 9,6%-ra

¹ A cikkben leírtak nem feltétlenül tükrözik az MNB, a Monetáris Tanács és/vagy a Magyar Közgazdasági Társaság hivatalos álláspontját.

mérséklődött az árszínvonal emelkedése. Eközben Kelet-Közép-Európa magasabb áremelkedéssel, később induló deflációval 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% fölé emelkedett, és az év végéig ott is maradt. A régióban szintén elhúzódott az infláció tetőzése, Romániában 2022 novemberében, Magyarországon és Csehországban 2023 januárjában, Lengyelországban pedig februárban érte el a maximumát.

A kiváltó okok széles spektrumának betudhatóan az inflációt keresleti és kínálati tényezők egyaránt fűtötték, így az ellene folyó küzdelem egyszerre követelt fiskális és monetáris politikai lépéseket. A keresleti és kínálati tényezők megoszlása eltérő volt az USA-ban és az Európai Unióban: míg az USA-ban a keresleti nyomás volt erősebb, addig az Európai Unióban – így régióinkban is – jórészt az orosz–ukrán háborúval kapcsolatos energia- és nyersanyag-behozatali problémáknak betudhatóan a kínálati tényezők voltak dominánsak.

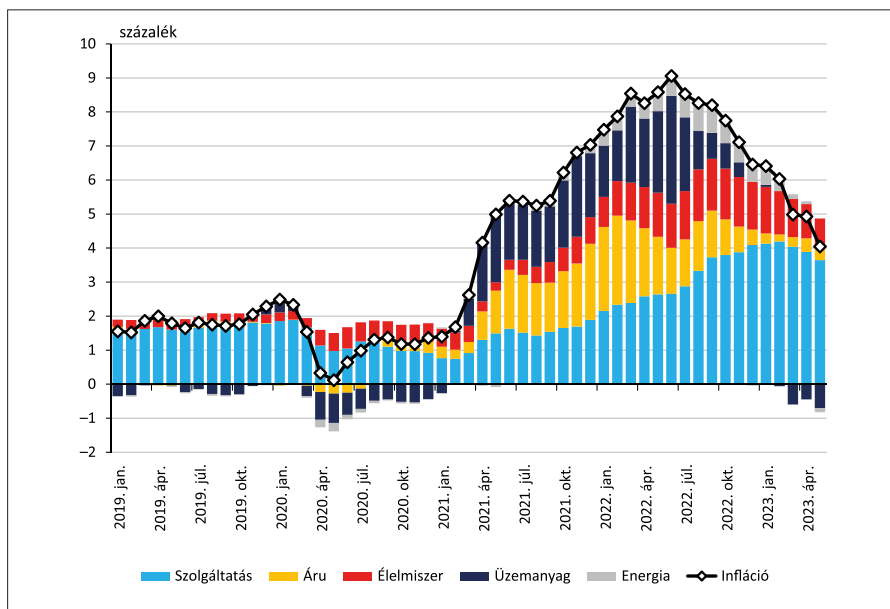
Eltérés volt tapasztalható az infláció tartósságának felismerésében is: míg a Fed és az EKB 2021 decemberéig egyértelműen átmenetinek tekintette az áremelkedést – bár az USA-ban már 2021 elejétől emelkedni kezdett az infláció, és nyárra már meghaladta az 5%-ot –, és csak később kezdett szigorításba, addig a régiós országok jegybankjai – köztük elsőként a Magyar Nemzeti Bank – már 2021 tavaszán felhívták a figyelmet az inflációs folyamat várható tartósságára, és nyáron meg is kezdték a szükséges lépések megtételét.

A Covid során alkalmazott fiskális intézkedések miatt az infláció megfékezésében a monetáris és fiskális politika együttműködése vált szükségessé, amelyet egyes esetekben átmenetileg bázishatások is támogattak. A következőkben ezeket veszem sorra.

Monetáris politikai válaszok az inflációs kihívásokra

Egyesült Államok

2022 végére az infláció szerkezete jelentősen átalakult. Az infláció 2021 eleje és 2022 közepe között tapasztalt emelkedését kezdetben az üzemanyag és a gépjárművek árának emelkedése hajtotta, amely a kőolaj világpiaci árának emelkedésére, valamint a töredezett ellátási láncok okozta kínálati korlátokra (például *chiphiány*) volt visszavezethető. Az infláció 2022 közepi trendfordulója óta az üzemanyag és a gépjárművek



1. ábra. Az USA éves inflációjának (CPI) alakulása főbb tételek szerinti bontásban

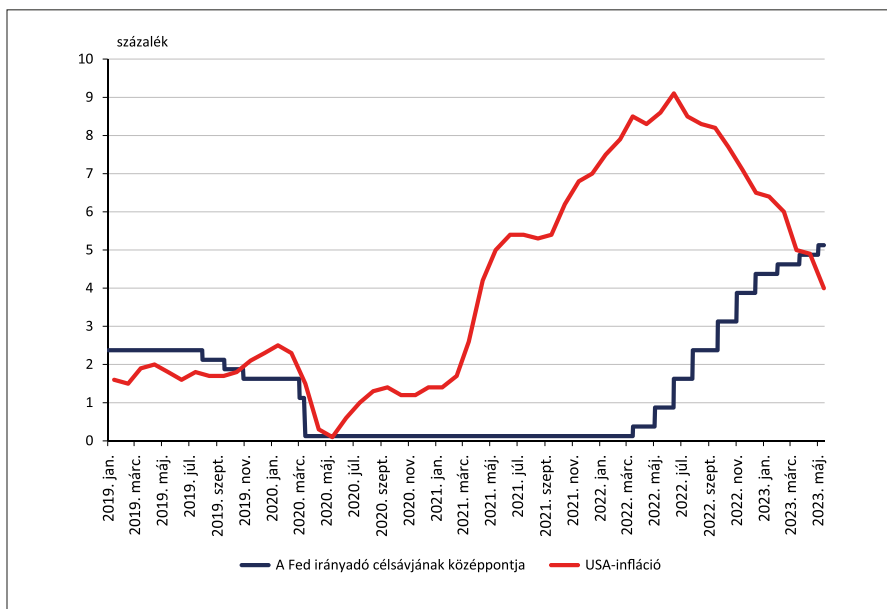
Forrás: US Bureau of Labor Statistics

árváltozása egyre kisebb arányban járul hozzá a fogyasztói árak emelkedéséhez, a decemberi inflációhoz való hozzájárulásuk pedig már negatív volt.

A szolgáltatások, azon belül is a lakhatási költségek egyre növekvő mértékben járultak hozzá az inflációhoz, ami másodkörös hatásokra utal. Az üzemanyag és az áruk inflációjának csökkenésével párhuzamosan a szolgáltatások áremelkedésének üteme felgyorsult. 2023 elején a szolgáltatások inflációjának emelkedése elsősorban a feszes amerikai munkaerőpiacra és a másodkörös hatások érvényesülésére vezethető vissza. A szolgáltatások inflációja 2023 januárjában 7,6%-ra emelkedett, amely 40 éves rekordot jelent.

2023 májusában az USA inflációs rátája 4%-ra csökkent, és az energiaárak változása már csökkentette az inflációs rátát. 2023 júniusában az áremelkedés üteme tovább mérséklődött, és 3%-on alakult. A bázishatások júniusban még érdemi mérséklő hatást fejtettek ki az inflációra, azt követően azonban az idei év végéig már nem támogatják az éves infláció csökkenését.

Jerome Powell a 2021-es Jackson Hole-i konferencián még átmenetinek jellemezte az infláció alakulását, hangsúlyozva, hogy az árszínvonal emelkedése a termékeknek csak egy szűk csoportját érintette.



2. ábra. Az alapkamat és az éves inflációs ráta alakulása az USA-ban

Forrás: Federal Reserve, US Bureau of Labor Statistics

A 2021. decemberi közleményből kikerült az inflációt okozó tényezők átmeneti-ségére utaló rész. Jerome Powell később, a Szenátusi Bizottság előtt elmondta, eljött az ideje annak, hogy többé ne használják az „átmeneti” jelzőt az inflációval kapcsolatban. „Hajlamosak vagyunk abban az értelemben használni, hogy nem fog maradandó nyomot hagyni, magasabb infláció formájában – mondta Powell. – Azt hiszem, itt az ideje, hogy többet ne használjuk ezt a szót, és megpróbáljuk világosabban elmagyarázni, mire gondolunk.” Powell emellett elképzelhetőnek tartotta a novemberben bejelentett *tapering* tervetnél néhány hónappal korábbi befejezését.

2022 januárjában Powell elmondta, hogy a jegybank habozás nélkül lépni fog az infláció megfékezése érdekében. Az ezt követő időszakban sokkal szigorúbb retorikával lépett fel az inflációs kérdések tekintetében, majd márciusban a Fed megkezdte rendkívül gyors ütemű kamatemelési ciklusát, kezdetben 75 bázispontos, majd folyamatosan lassítva 50 és 25 bázispontos ütemben emelte az irányadó ráta célsávját, 16 hónap alatt elérve a 5,25–5,5%-os szintet. Emellett 2022. június 1-jétől havi 47,5 milliárd dolláros, szeptembertől pedig havi 95 milliárd dolláros ütemben szűkítette mérlegét. A kamatemelés kapcsán több kritika érte a jegybankot, a megkésett és túl agresszív szigorítása miatt, míg a mérlegpolitikában többen a túl lassú

leépítést kritizálták. A piaci elemzők többsége szerint az év végére 5,25–5,5%-os sávban marad az irányadó kamat. Más vélemények szerint az erős gazdasági aktivitás és a munkaerőpiaci adatok miatt a Fednek érdemes lenne mérlegelnie, hogy esetleges további kamatemeléssel, azaz a hozamgörbe inverzítésének fenntartásával, vagy hosszú eszközeinek piacra vezetésével, azaz a hozamgörbe normalizálásával tudja hatékonyabban elérni a céljait.

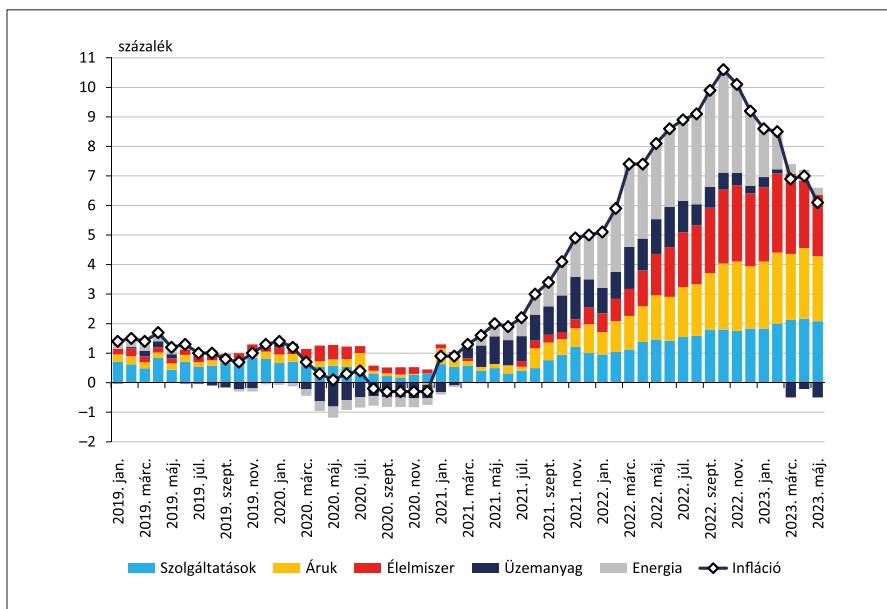
Eurózóna

A májusi adatok szerint, míg az energiaárak változása az USA esetében egyedülként csökkentette az éves inflációt (0,1 százalékponttal), addig az európai gazdaságok esetében továbbra is pozitív mértékű hozzájárulás figyelhető meg. Az eurózóna esetében az energiaárak emelkedése 0,2 százalékponttal növelte a májusi inflációt. Az élelmiszerek, az áruk és a szolgáltatások áremelkedése kismértékben csökkent, az üzemanyagok esetében már deflációs folyamatok voltak megfigyelhetők.

Az Európai Központi Bank 2021. decemberi kamatdöntő ülésén, változatlanul hagyva az irányadó rátákat, első óvatos jelzésként bejelentette, hogy a következő negyedévekben csökken az eszközvásárlások üteme. Az óvatos jelző azért indokolt, mert ez a lépés lényegében csak annyit jelent, hogy az EKB a tövig nyomott gázpedált kicsit felengedte. Ennek megfelelően úgy döntött, hogy 2022 első negyedévében az előző negyedéveknél alacsonyabb ütemben folytatódna a vásárlások a *Pandemic Emergency Purchase Program* (vészhelyzeti eszközvásárlási program, PEPP) keretében, majd 2022 márciusában véget is érnek a nettó vásárlások. A lépést ugyanakkor ellensúlyozza, hogy az EKB a PEPP keretében vásárolt lejáró értékpapírokat a korábban jelzett 2023 vége helyett 2024 végéig fekteti be újra. Ráadásul a PEPP keretében történő nettó eszközvásárlások akár újra is indulhatnak, ha az a pandémia negatív hatásainak ellensúlyozása érdekében szükségessé válik.

2022 áprilisában kamatdöntő ülésén változatlanul hagyta az irányadó rátákat, és az eszközvásárlási program (*Asset Purchase Programmes*, APP) nettó vásárlásainak 2022 harmadik negyedévében való leállításáról döntött. A döntés szerint azonban az APP keretében lejáró értékpapírokat újra befektetik még jóval az első kamatemelést követően is.

Az EKB vezetése a hozamemelkedés miatt 2022. június 15-én rendkívüli ülést tartott, amelyet követően közleményt adott ki. A közlemény szerint az EKB a monetáris politikai normalizáció 2021. decemberi elindítása óta elkötelezte magát az esetleges piaci fragmentáció elleni fellépés mellett. A pandémiából kifolyólag tartósan



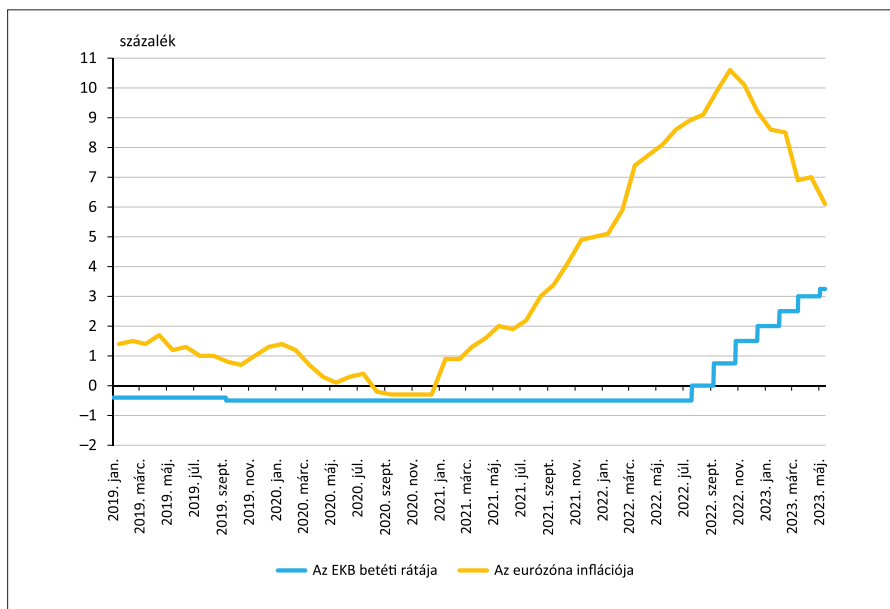
3. ábra. A HICP-infláció alakulása az eurozónában főbb tételek szerinti bontásban

Forrás: Eurostat

fennmaradó sérülékenységi pontok maradtak az euróövezeten belül, ami egyenlőtlen monetáris transzmisszióhoz vezethet. A rendkívüli ülésen az EKB úgy döntött, hogy a PEPP újrabefektetéseinél alkalmazni fogja a rugalmasságot a jegybank, annak érdekében, hogy zavartalan maradjon a monetáris transzmisszió, ami előfeltétele az árstabilitási cél elérésének. Emellett a jegybank bejelentette, hogy az eurórendszer és a jegybank illetékes bizottságait megbízva gyorsított ütemben új, antifragmentációs eszközt hoz létre. Mindezek kapcsán a kritikusok a közös monetáris politika megszűnésére, az országspecifikus monetáris kondíciók megjelenésére mutattak rá.

Az EKB érdemi lépésként kamatemelési ciklusát 2022. júliusi kamatdöntő ülésén a várakozásokat meghaladó mértékben, az irányadó ráták 50 bázispontos emelésével kezdte meg, amit kezdetben 75, majd újból 50, végül 2023. május–júniusban 25-25 bázispontos emelés követett, az utóbbi két esetben hangsúlyozva, hogy az infláció előre tekintve továbbra is túl sokáig marad emelkedett szinten.

Az EKB döntéshozói decemberi ülésükön úgy döntöttek, hogy 2023 márciusától elkezdődik az APP keretében vásárolt portfólió csökkentése. Továbbá 2023 végéig az EKB felülvizsgálja működési keretrendszerét a rövid távú kamatok alakítására vonatkozóan, ami további információt biztosít azzal kapcsolatosan, hogy meddig tartson a mérlegcsökkentés.



4. ábra. A betéti kamat és az éves inflációs ráta alakulása az euró-zónában

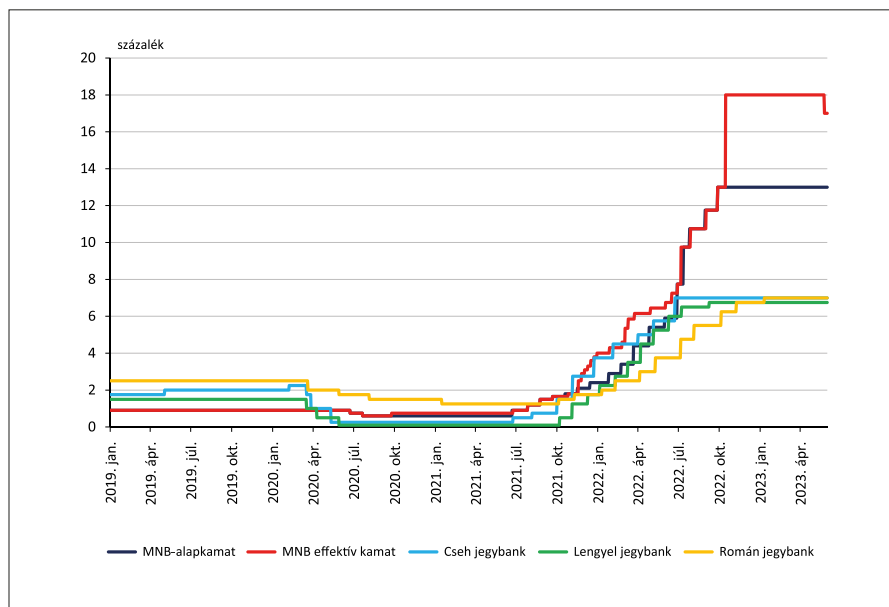
Forrás: European Central Bank, Eurostat

A piaci elemzők többsége szerint az EKB az év végére irányadó rátáját 4%-ra emeli, ám vannak olyan vélemények is, hogy – pontosan a kínálati oldali árnyomás okán – az EKB talán már a jelenlegi kamatszinttel is „túlszigorított”, ami az inflációs cél elérése szempontjából szükségtelen, a gazdasági növekedés szempontjából pedig kifejezetten hátrányos.

Régiós és hazai folyamatok

A régiós országok inflációjának szerkezete nagymértékű hasonlóságot mutat. Magyarország és Románia esetében ugyanakkor az élelmiszerek hozzájárulása meghaladja a régió és az euró-zóna átlagát. Ennek oka Magyarország esetében a kiugró árdinamika, Románia esetében pedig az élelmiszerek fogyasztói kosáron belüli magasabb aránya. Ezen túlmenően az energiakomponens infláción belüli aránya mindkét ország esetében jelentősen elmarad a régiós versenytársakétól.

2021-től kezdve – a globális folyamatokkal összhangban – a vizsgált KKE-régiós országokban az áremelkedés üteme felgyorsult, 2022 elején átlépve a két számjegyű



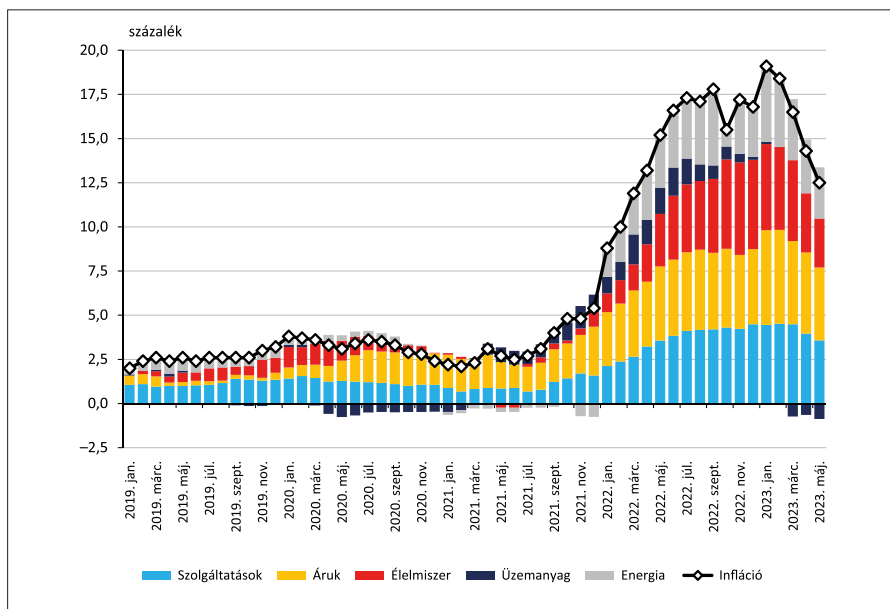
5. ábra. Az alapkamatok alakulása Csehországban,
Lengyelországban, Romániában és Magyarországon

Forrás: régiós jegybankok

tartományba. Az emelkedés hátterében elsősorban a koronavírus-válság utáni újraindítás okozta erős keresleti sokk, a kínálat oldali, ellátási láncokban jelentkező zavarok, a tengeri szállítás költségének növekedése és az emelkedő nyersanyagárak állnak. A régiós és a hazai inflációs folyamatok 2021 első negyedétől 2022 harmadik negyedévéig nagyjából hasonlóan alakultak. Ezt követően a tetőzés és az időbeli lefutás tekintetében is eltérések jelentkeztek. A jegybanki kamatpolitikák az ország-specifikus inflációs pályákkal összhangban alakultak.

Csehországban az egységes uniós módszertan szerint számított infláció (HICP) a 2022. szeptemberi átmeneti csúcs után csökkent, majd az ártámogató intézkedések kivezetése után 2023 januárjában 19,1%-on tetőzött, amely a jegybank várakozásainak megfelelően 2023 februárjában fokozatosan mérséklődni kezdett, és várhatóan hamarosan 10% alá csökken. A maginfláció 2022 októbere óta csökken.

Az infláció a cseh jegybank által vártnál nagyobb mértékben csökkent májusban, ami megerősítheti a döntéshozók érveit a további kamatemeléssel szemben. A cseh statisztikai hivatal által publikált fogyasztói árak májusban 11,1%-kal emelkedtek az előző évhez képest, amely az elmúlt 15 hónapban a legalacsonyabb érték. A májusi



6. ábra. A HICP alakulása Csehországban főbb tételek szerinti bontásban

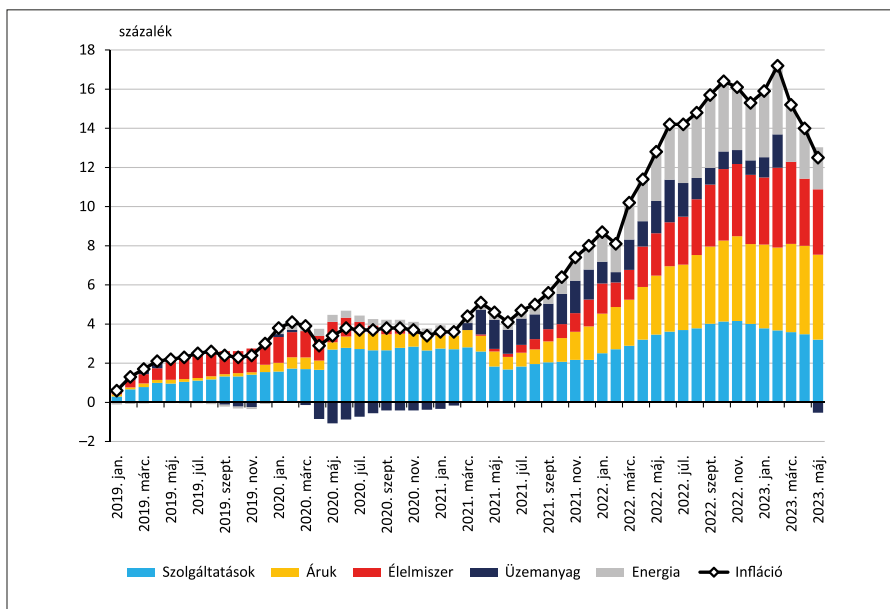
Forrás: Eurostat

adat elmaradt a jegybank 11,6%-os előrejelzésétől, ugyanakkor meghaladta a Bloomberg felmérésében szereplő 10,8%-os medián elemzői várakozást. A döntéshozók szerint az árnövekedés üteme 2024 közepére éri el a 2%-os jegybanki célt, bár egyes döntéshozók aggodalmukat fejezték ki amiatt, hogy a magas infláció megszilárdul a gazdaságban.

A cseh jegybank 2021 júniusa óta 9 lépésben összesen 675 bázisponttal emelte az irányadó rátát, majd Aleš Michl jegybankelnök és három új döntéshozó (Eva Zamrazilová, Karina Kubelková, Jan Frait) kinevezését követően 2022 júliusa óta 7%-os szinten tartotta.

Az elmúlt hónapokban fokozódott a megosztottság a jegybanki tanács tagjai között a kamatpolitika alakítását illetően. A májusi kamatdöntő ülésen a jegybank szoros szavazást követően 4-3 arányban döntött az irányadó ráta tartása mellett. A jegybank júniusi kamatdöntő ülésén azonban már csak két döntéshozó szavazott 25 bázispontos kamatemelésre, míg öten támogatták az irányadó ráta tartását.

Aleš Michl jegybankelnök jelezte, hogy hosszabb ideig magas szinten tartják a kamatokat, az első kamatcsökkentés időpontjával kapcsolatos piaci várakozások pedig koraiak.



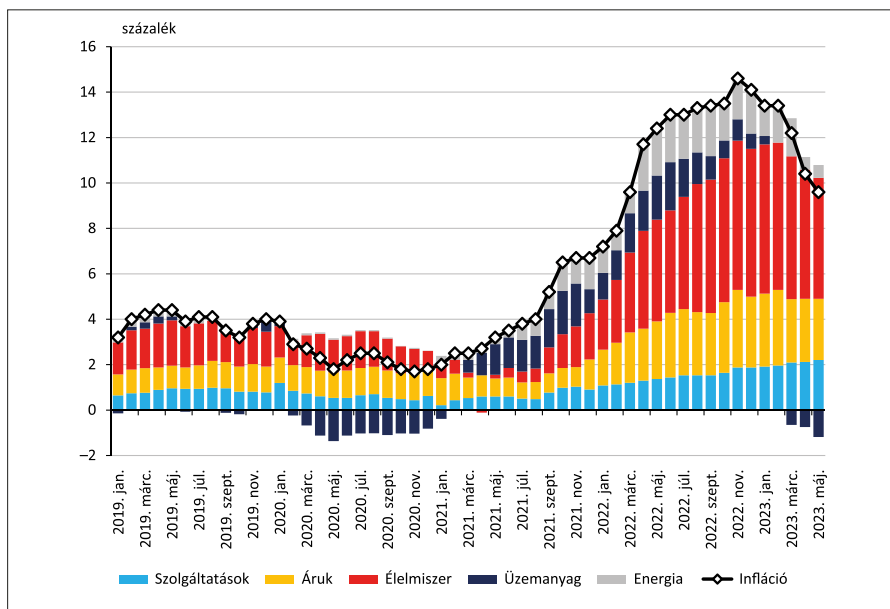
7. ábra. A HICP alakulása Lengyelországban főbb tételek szerinti bontásban

Forrás: Eurostat

A júniusi kamatdöntő ülés közleménye szerint a jövőbeli monetáris politikai lépések a beérkező információktól és az új előrejelzéstől függenek. A döntéshozók a következő ülésen fognak dönteni arról, hogy a jelenlegi szinten tartásuk vagy emeljék az irányadó rátát. A döntéshozók megerősítették elkötelezettségüket az infláció elleni küzdelem folytatására mindaddig, amíg az nem stabilizálódik a 2%-os jegybanki célon. Ez azt jelenti, hogy a kamatlábak egy ideig viszonylag magasak maradnak.

Lengyelországban a HICP ez év februárjában 17,2%-on tetőzött, azóta csökkenő trendet mutat. A legfrissebb adatok szerint az infláció az áprilisi 14%-ról 12,5%-ra csökkent májusban. Az infláció csökkenését az üzemanyagok és az energiahordozók árának mérséklődése hajtotta, de az energiaárak visszaesése is csökkentette. Ennek ellenére az infláció szintjét továbbra is befolyásolja a korábbi jelentős nyersanyagár-emelkedés és az ellátási láncokban tapasztalt zavarok. Ugyanakkor már több hónapja csökkennek a nyersanyagárak és a termelői árindex is, ami a külső kínálati sokk enyhülését jelzi. Ez a kereslet mérséklődésével együttesen támogatja az infláció további csökkenését a következő negyedévekben.

A jegybank 2021 végére lezárta a Covid miatt 2020-ban indított állampapírvásárlásokat, és a gyorsan emelkedő infláció megfékezésére 2021 szeptemberében



8. ábra. A HICP alakulása Romániában főbb tételek szerinti bontásban

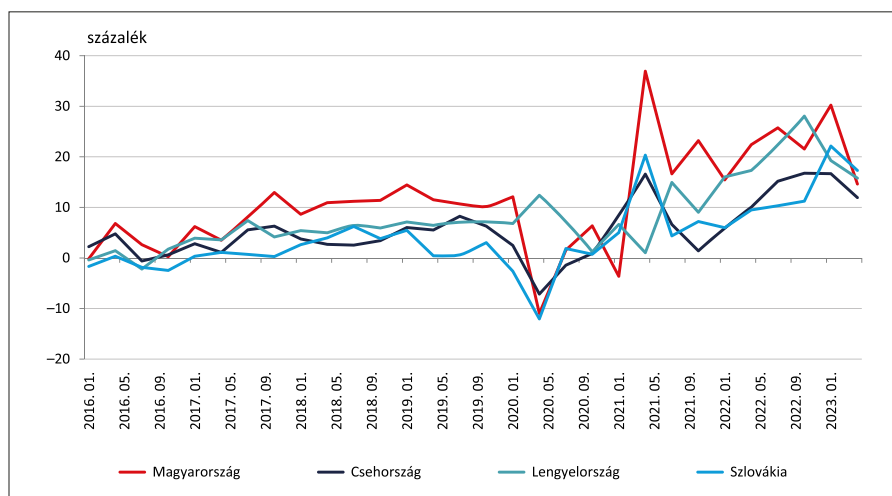
Forrás: Eurostat

a jegybank rekordalacsony, 0,1%-os szintről kamatemelési ciklust indított, amelynek során 665 bázisponttal 6,75%-ra emelkedett az irányadó kamat. Ezt a szintet 2022 szeptemberében érte el az alapkamat, azóta a tanács nem változtatott rajta.

A júniusi kamatdöntő ülést követően Adam Glapiński értékelte a gazdaság helyzetét, aminek során elmondta, hogy az infláció és a maginfláció is gyorsan csökkenhet a következő időszakban. Az infláció alakulása kapcsán Glapiński elmondta, hogy az inflációs várakozások gyorsan csökkennek, és arra számítanak, hogy szeptemberre az infláció 10% alá mérséklődhet. Szerinte csökkenő inflációs pálya mellett irracionális lenne a kamatok további emelése, ugyanakkor a jegybank formálisan még nem zárta le kamatemelési ciklusát. A várható kamatcsökkentés kapcsán kiemelte, hogy arra abban az esetben kerülhet sor, ha az infláció egyértelműen a cél irányába konvergál.

Romániában a HICP-mutató alapján az infláció 2022 novemberében érte el 14,6%-os eddig mért csúcsát. A 2023. májusi adatok alapján pedig 9,6% áll 9%-os HICP-maginfláció mellett.

A román jegybank 2021. októberi kamatdöntő ülésén 25 bázisponttal emelte az alapkamatot, amit februárig 25, majd áprilisig 50, ezt követően 2023 januárjáig



9. ábra. A bruttó működési eredmény és a vegyes jövedelem alakulása a régióban

Forrás: Eurostat, KSH

váltakozó, 25, 50, 75 és 100 bázispontos emelések következtek, egészen a 7%-os alapkamat-szintig, amely azóta is változatlan. A döntések többsége meglepte az elemzőket hol egyik, hol másik irányban.

2022 januárjában a 25 bázispontos kamatemelés mellett 75 bázisponttról 100 bázispontra szélesítették a szimmetrikus kamatfolyosót. A kamatfolyosó felső szélét jelentő hiteleszköz kamata 2,5%-ról 3%-ra emelkedett, az alsó szélét jelentő betéti eszköz kamata pedig változatlanul 1%-on maradt.

Márciusban – februári jelzéseit követően – a román jegybank 2021 áprilisa óta először interveniált a másodlagos állampapírpiacon, a likviditás javítása és a piaci feszültségek enyhítése érdekében. A román jegybank korábban nem folyamodott nagy léptékű eszközvásárláshoz, de a jegybank időnkénti beavatkozásai bizalmat sugallanak a bankrendszernek.

Magyarországon az előzőektől eltérő volt az infláció időbeli lefutása. Az üzemanyagokra és az alapvető élelmiszerekre bevezetett (illetve a rezsiárak tekintetében régebben fennálló) árstopok kezdetben technikai hatásként visszafogták a hazai áremelkedést, de az árstopokon elszenvedett veszteségeket a kereskedők más termékekre hárították át, így azok nem csökkentették, hanem eltolták és összességében emelték is az infláció csúcspontját.

Hazánkban 2022. 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, csak 2023 elején érte el csaknem 26%-os csúcspontját.

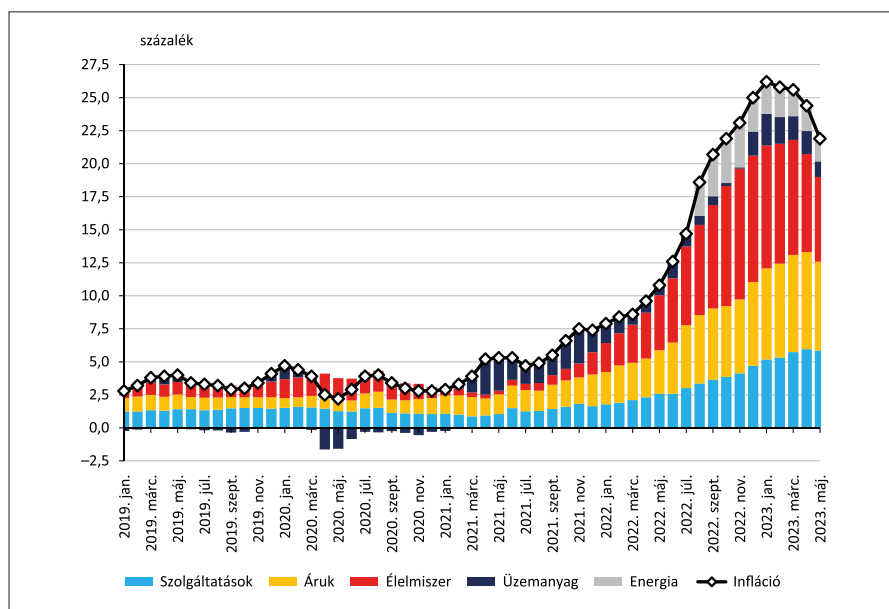
Az emelkedésnek három fő oka volt: 2022. augusztustól nőtt a háztartási energia ára az átlagfogyasztás feletti részre, az ősz folyamán a régiós folyamatoktól elszakadt az élelmiszerek árának emelkedése, valamint december 6-ától kivezették az üzemanyagokra vonatkozó árstopot.

A hazai infláció 2022. második félévi gyors emelkedése magyarázatául felsorolt három fő ok mellett megjelent egy újabb, korábban kevésbé jellemző/kevésbé vizsgált új elem is: a vállalkozások profitelvárása. A Magyar Nemzeti Bank az élelmiszerárak kiugróan magas növekedési dinamikája miatt már 2022 végén elvégezte az áremelkedés dekomponálását, és arra jutott, hogy az árak növekedésében a profitok jelentős – az EU és a V4-ek jellemző értékeit meghaladó – szerepet játszottak (9. ábra). Mivel az év első felében a hazai infláció alacsonyabb volt, mint a régió átlaga, így a régiós országok inflációs folyamataitól való második félévi elválás ellenére az év egészét nézve a 14,5%-os KSH által mért inflációs ráta belesimult a régió átlagába (Csehországban 14,8%, Lengyelországban 13,2% volt az éves átlagos infláció). Az infláció lefutásának időbeli eltolódása a 2023. évet is érinti, így a 2022 végén meglévő különbség várhatóan csökkenő mértékben, de az év egészében fennmarad.

A Magyar Nemzeti Bank 2021 júniusában – az inflációs folyamatokat tartósnak ítélve – kamatemelési ciklusba kezdett, amelyet a 2021. harmadik negyedévi rövid megszakítást követően 2022 szeptemberéig folytatott, elérve a 13%-os alapkamatszintet, amely a jegybank szerint elegendő az infláció fundamentális okainak kezelésére. A kamatemelési ciklus lezárásának bejelentését követően számos olyan, előre nem látott, az orosz–ukrán háborúval kapcsolatos kockázat jelentkezett (az Északi áramlat gázvezeték felrobbantása, találgatások azt illetően, hogy Ukrajna leállítja Magyarországra irányuló olajszállítását), amely felhívta a figyelmet Magyarország energiafüggőségére, illetve a cserearányromlások következtében a folyó fizetési mérleg tekintélyes hiányára. Ennek következtében a forintba súlyos spekulációs nyomás nehezedett, amely az EUR/HUF árfolyamot a 420–430 Ft-os tartományba lökte.

A jegybank válaszul – fenntartva, hogy az alapkamat 13%-os szintje elegendő az infláció fundamentális okainak kezelésére – a kamatfolyosó felső szélét 25%-ra emelte, és bevezette az egynapos betéti konstrukciót 18%-os kamattal. Emellett folyamatossá tette a *devizaswap* tendereit, törekedve arra, hogy az implikált *swap* *hozamok* ne térhessenek el jelentős mértékben a – most már irányadóvá vált – egynapos betéti kamattól.

A szeptemberi kamatdöntéskor hangsúlyozott jelzésének megfelelően – miszerint a kamatemelés nem jelenti a szigorítási ciklus végét, azt a továbbiakban a likviditás



10. ábra. *A HICP alakulása Magyarországon főbb tételek szerinti bontásban*

Forrás: Eurostat

szűkítésével célozza a jegybank – a kötelező tartalék szintjét 10%-ra emelte azzal, hogy 2%-ig nem fizet a tartalékokra kamatot.

Az intézkedések eredményeképpen az EUR/HUF árfolyam visszatért a 370–380 Ft-os sávba, az infláció pedig 2023 elejétől egyre gyorsuló mértékű csökkenésnek indult a jegybank 2021-ben megkezdett szigorításának és az élelmiszer- és gázárak csökkenésének köszönhetően. (Tudvalevő, hogy a kamatemelések reálgazdasági hatásai 5–8 negyedéves átfutással jelentkeznek.)

A pénzügyi folyamatok feszültségeinek tartós enyhülése lehetővé tette, hogy a Magyar Nemzeti Bank májustól 100 bázispontos lépésekben csökkenteni kezdje az irányadó kamatot.

A fiskális politika inflációt fékező lépései

Az infláció kínálati oldali komponenseinek kezelése, illetve a monetáris politikai intézkedések érvényesüléséhez szükséges hosszabb idő áthidalása érdekében az infláció társadalmi hatásainak rövid távú mérsékléséhez költségvetési intézkedéseket

is bevezettek a világ számos országában. Az infláció csökkentése és a társadalmi hatás enyhítése érdekében a kormányok az áremelkedés negatív jóléti hatásait ellensúlyozó, átmeneti intézkedéseket vezettek be. A fiskális beavatkozás során ugyanakkor számolni kellett azzal a kockázattal is, hogy a lakosságnak juttatott transferek növelése a rendelkezésre álló jövedelem növelésén keresztül keresleti nyomást helyezhet az inflációra.

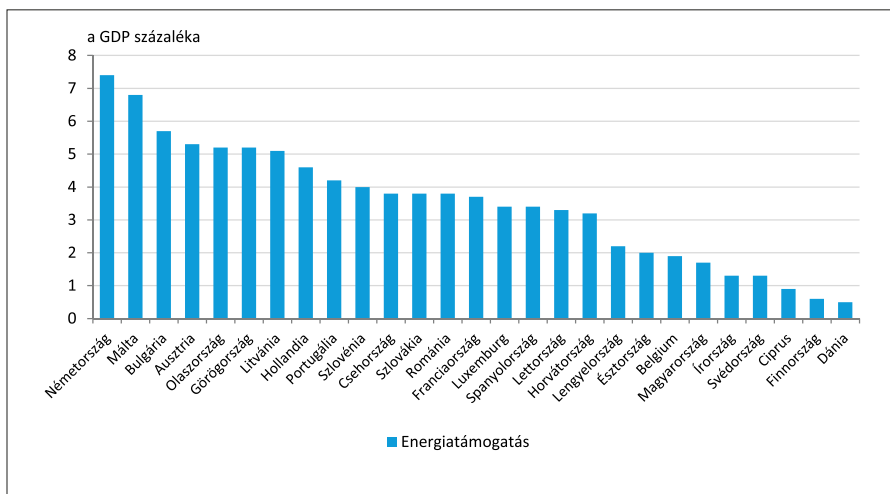
A fiskális politika az inflációt elsősorban hagyományos eszközével tudja kontrollálni: a költségvetési egyensúly helyreállításával és fenntartásával. Ugyanakkor a pandémiát követő sokkok a kormányok többségét további, egyedi intézkedésekre kényszerítették, és számos országban a fiskális stimulus visszavonása késik.

Az Amerikai Egyesült Államokban is középpontba került az inflációcsökkentés. Az USA-ban – tekintettel az inflációs nyomás alapvetően keresleti jellegére – a Kormány alapvetően a célzott – alapvetően infrastrukturális és zöld – állami beruházások finanszírozására helyezte a hangsúlyt. Ezt szolgálta a 2022-es Inflation Reduction Act (IRA), amelynek intézkedéscsomagja az inflációcsökkentés címszava mögé rejtve átfogó gazdaságszerkezeti átalakulást és iparfejlesztést célzott meg, és összesen közel 800 milliárd dollár költségvetési forrást tervezett energetikai célokra és a klímaváltozás kezelésére fordítani. A bevételi oldalon a legnagyobb vállalatokat célzó adóemeléseket (globális minimumadó, a részvény-visszavásárlások jövedéki adója) vezettek be. A kiadási oldal intézkedései több szektorban is (építőipar, mezőgazdaság, feldolgozóipar, energiaellátás, közlekedés) az energiahatékonyság növelésére és a zöld energiafordulatra helyezik a hangsúlyt, elsősorban amerikai termékek felhasználása révén. Iparfejlesztési jellege ellenére a program 2023 és 2032 között összesen 238 milliárd dollár mértékben csökkentheti a szövetségi kormányzat hiányát a Congressional Budget Office (CBO) becslése szerint. A hiánycsökkenés fő forrása a globális minimumadó és a gyógyszertámogatások reformja lehet.

Ezzel szemben az európai kormányok az energia- és élelmiszerárak gyors és jelentős mértékű emelkedése miatt a költségvetési hiány csökkentésére tett intézkedéseken kívül számos egyedi intézkedést vezettek be.

Az infláció rövid távú egzisztenciális hatásaival szemben a leggyakrabban alkalmazott eszköz az adó- és/vagy illetékcsökkentés, az árbefagyasztás, illetve a közvetlen transzfer volt elsősorban a három legfontosabb érintett termékkör, az élelmiszerek, a háztartási energia, valamint az üzemanyag terén. Az európai uniós kormányok (a Bruegel gyűjtése szerint)² 2021 szeptembere és 2023 januárja között az uniós GDP több mint 4%-át (közel 650 milliárd eurót)allokálták az emelkedő energiaköltségeket ellensúlyozó fogyasztói

² SGARAVATTI et al. 2023.



11. ábra. Kormányzati energiatámogatások a lakosság és a vállalatok részére

Forrás: saját szerkesztés

támogatásokra (11. ábra). A GDP arányában Németország (7,4%), Málta (6,8%) és Bulgária (5,7%) költötte a legtöbbet a lakosság és a vállalatok elszálló energiaköltségeinek mérséklésére, míg a legkevesebb hozzájárulást Dánia (0,5%), Finnország (0,6%) és Ciprus (0,9%) fizette ki. A támogatások leggyakoribb módja az energiát érintő adó csökkentése vagy az áfacsökkentés, a kiskereskedelmi árszabályozás, a szociálisan hátrányos helyzetű csoportok közvetlen támogatása, valamint a vállalkozások támogatása volt, miközben jellemző volt az extraprofitadók kivetése a támogatások finanszírozása céljából.

A Bruegel felmérése szerint – és ez egybeesett az IMF elemzéseinek eredményével – a támogatások jelentős része (a Bruegel szerint mintegy 80%-a) nem célzott támogatás volt, azaz nem csak a legsérülékenyebb rétegek helyzetének könnyítését szolgálta, így az indokoltnál nagyobb terhet jelentett a nemzeti költségvetések számára.

Az infláció hatásainak kormányzati tompítására szemléletes példa a kétlépcsős lengyelországi „inflációellenes pajzs”,³ amelynek első részét 2021 decemberében vezették be, az alacsonyabb jövedelmű háztartásokat célzó juttatásokkal, valamint jelentős mértékű áfa- és jövedékiadó-csökkentésekkel. A 2022 elején indított második lépcsőben az élelmiszerek, a földgáz és a műtrágya áfájának 0, az üzemanyagok áfájának pedig 8%-ra csökkentésével próbálta mérsékelni a lengyel kormány a lakosság és a vállalkozások terheit. Ezenfelül ideiglenesen 23-ról 5%-ra csökkentették az áram

³ Prime Minister of Poland 2022.

áfáját is. Az első intézkedéscsomaggal együtt ezek a lépések összesen közel 6 milliárd euró megtakarítást jelentenek a lengyel családoknak a lengyel kormányzati becslések szerint. Az intézkedések a kormányzati várakozások szerint 0,9–1,7 százalékpontos mérséklődést hozhatnak az inflációban, ugyanakkor bizonytalan, hogy az adó-csökkentések mekkora része tükröződött a kiskereskedelmi árakban.

Az energiaár emelkedését ellensúlyozó kormányzati intézkedéseket hozott Németország is, amelyek keretében csökkentették a gáz áfáját, ideiglenesen kedvezőbbé tették a munkát terhelő adók rendszerét, kedvezményes tömegközlekedési jegyeket vezettek be, valamint egyszeri pénzügyi juttatást adtak a nyugdíjasoknak, a tanulóknak és a rászoruló családoknak. A 2022 szeptemberében 200 milliárd eurós kerettel bejelentett gazdaságvédelmi pajzsból 66 milliárd euróval támogatják a fogyasztókat és a kkv-szektor, valamint mintegy 25 milliárd eurót fordítanak az ipari szereplők terheinek csökkentésére. 2023 márciusától az energiacégek extraprofitadójából 54 milliárd eurót fordítanak a lakossági és ipari gáz- és áramársapkák finanszírozására. Ezenfelül államosítják az egyik legfontosabb németországi gázszolgáltató vállalatot, az Unipert is, amelynek feltőkésítésére korábban 34,5 milliárd eurót fordított Németország.

A hazai kormányzati intézkedések az infláció csökkentésére

A magyar kormány is számos intézkedést léptetett életbe az infláció megfékezése érdekében. Ezek az intézkedések többségében a jövedelemszint alapján nem célzott intézkedések közé tartoztak, és összemosódtak az inflációt ténylegesen csökkentő, illetve az egyes fogyasztói rétegeket az infláció hatásaitól – legalább átmenetileg – megóvni szándékozó, de valójában az inflációt inkább gerjesztő lépések.

Az inflációt érdemben csökkentő intézkedések között mindenképpen megemlítenéd a GVH-nak az árképzések hatósági ellenőrzése terén tett kezdeményezése és az árfigyelő rendszer bevezetése, melyek a jövőben jó eséllyel segíthetik az infláció fékezését. Az infláció csökkentéséhez – a takarékosabb energiafelhasználásra való ösztönzés okán – hozzájárulhat a rezsicsökkentés finomhangolása, azaz az átlag fölötti fogyasztás piaci áron történő elszámolása.

Az infláció csökkentése szempontjából semleges, de az inflációs várakozásokat mérséklő, illetve az infláció változásait „simító” intézkedésként fogható föl a rezsicsökkentés, amennyiben az átlagfogyasztás mértékéig helyesen megválasztott energiaár biztosíthatja a Rezsivédelmi Alap hosszú távon nullszaldó körüli működését, és egyben megvédheti a fogyasztókat az energiahordozók árának hirtelen változásaitól. Idesorolható még a kötelező akciózás is, hiszen ez – a szakmából származó vélemény szerint – a kereskedelmi

láncok számára megszokott „csuklógyakorlat”, hiszen ennek bevezetését megelőzően is rendszeresen akcióztak, esetenként a most előírtnál lényegesen nagyobb diszkontok mellett. Az intézkedés mellékhatása lehet, hogy a láncok az akciós termékeket a saját márkás termékek köréből választják ki, így a saját márkás termékeket még hangsúlyosabban tudják promotálni. Az árfigyelő rendszer és a kötelező akciózás azonban hátrányosan érintheti az akciózásokra nem képes, elsősorban vidéki kisboltokat.

Az infláció csökkentése szempontjából kontraproduktívnak – és az inflációs várakozásokat sem feltétlenül csökkentő intézkedéseknek – gondolom az ár- és kamat-sapkák bevezetését.

A profitelvárások az előbbieken már említett, jelentős mértékű növekedésének okai között szerepelhet az „ársapkák” bevezetése: az élelmiszerek ára több mint 40%-kal emelkedett az „ársapkák” 2022. februári bevezetése és az év vége között, miközben a növekedés mértéke az EU többi országában 16% körül, a V4-es országok esetében pedig a 19–20%-os tartományban alakult. Az „üzemanyag-ársapka” kivezetése azonnali 30–35%-os áremelkedéssel járt, és a 2023. májusi adatok szerint hazánk az az egyetlen régiós ország, ahol az üzemanyagárak még emelik az inflációt. A gazdaság érintett szereplői tehát az „ársapkák” bevezetésével és az azok fenntartásával – esetleg kiterjesztésével – kapcsolatos bizonytalanságok okozta veszteséget a profitok emelésével igyekeztek kompenzálni vagy akár túlkompenzálni. Ráadásul a rendszer igen nagyszámú „potyautast”, azaz olyan jövedelmi kategóriába tartozó háztartást is kedvezményezett, illetve kedvezményez, amely az „árstopos” termékeket piaci áron is meg tudta volna vásárolni, ezáltal fölöslegesen okozott/okoz jelentős veszteséget a kereskedőknek, és esetleg rajtuk keresztül a termelőknek.

Hasonlóképpen számos „potyautas” számára érkezett ajándékként a változó kamatozású hitelek bevezetett „kamatstop”, hiszen az MNB által bevezetett nagyon szigorú makroprudenciális szabályozás miatt (lásd jövedelemarányos törlesztőrészlet) a hitel-felvevők döntő többsége (bankoktól származó anekdotikus információk szerint mintegy 90%-a) számára a megnövekedett kamatterhek is kifizethetők lettek volna. A hitel-felvevők azon kisebb hányada számára pedig, akik a megnövekedett kamatterheket nem tudták volna vállalni, a bankok korábban megszerzett gyakorlatuk alapján számos megoldási lehetőséget tudtak volna felajánlani. A „kamatstop” tehát a bankrendszer számára okozott fölöslegesen 300–350 milliárd Ft nagyságrendű veszteséget, ami nyilván nem ösztönzi a rendszer szereplőit a hitelkamatok csökkentésére vagy a betéti kamatok emelésére. (Inflációs szempontból nézve a „megmentett” hiteladósoknál megmaradt pénz – amennyiben fogyasztásra fordítják – akár növelheti is az inflációt.)

A pénzbeni veszteség mellett megjelent az erkölcsi kockázat (*moral hazard*) is, hiszen az MNB kezdeményezésére az MNB-vel közösen a bankok arra ösztönözték ügyfeleiket,

hogya 2019–2020 előtti alacsony kamatkörnyezetben fix kamatozású hiteleket vegyenek fel még akkor is, ha azok az adott pillanatban drágábbnak tűntek a változó kamatozású hiteleknel. Mit gondolhatnak tehát most azok a hitelfelvevők, akik hallgatva a tanácsra vállalták a fix kamatozású hitelek akkor magasabb költségeit, és most azt látják, hogy akik nem törődtek a biztonsággal, vállalták a nagyobb kockázatot, állami mentőövet kapnak?

Úgy gondolom, hogy helyes és a hivatkozott globális és regionális példák alapján indokolt is az a kormányzati törekvés, hogy extrém sokkok – esetünkben inflációs sokk – esetén a gazdaságirányítás átmenetileg beavatkozzon a piaci folyamatokba, azonban az ilyen beavatkozások előtt érdemes azok másod-, harmad-, sokadik körös hatásait is felbecsülni.

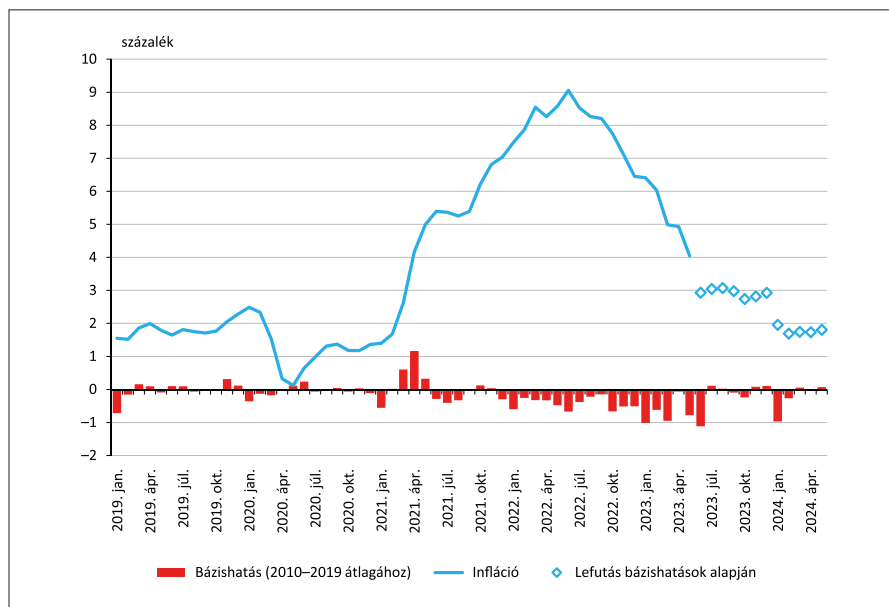
Helyesnek gondolom tehát azt a kormányzati szándékot, hogy a kialakult helyzetben a legrászorultabb rétegek segítséget kapjanak, de ezt a leghatékonyabb és a gazdaság szereplőinek legkisebb veszteséget okozó módon a szociálpolitika eszközeivel lett volna célszerű biztosítani (igaz persze az is, hogy a Bruegel felmérése szerint ezt a módszert az európai kormányok csak kisebb részben alkalmazták). Véleményem szerint hasznos lenne az ár- és kamatstopok mielőbbi kivezetése és a legrászorultabbak célzott támogatásának megszervezése.

Az inflációt kormányzati oldalról persze alapvetően – a célzott eseti kormányzati intézkedések mellett – az egyensúly helyreállításával: az ikerdeficit megszüntetésével, illetve a költségvetési hiány leszorításával lehet és kell csökkenteni. Jelen cikk megírásakor a folyó fizetési mérleg részben az energiahordozók árának csökkenése, részben a forint árfolyamának erősödése, részben pedig az export növekedése miatt már pozitív tartományba került, és a Kormány fenntartja az éves költségvetési hiánycélt.

Részben a helyes irányba tett kormányzati lépéseknek, részben a csökkenő reáljödelem következtében visszaeső keresletnek köszönhetően az elmúlt évben az infláció gyorsulásában a lakásfenntartási költségek mellett kiemelt szerepet játszó élelmiszerárak növekedésének dinamikája az év elejétől lassulásnak indult, és ez a folyamat várhatóan az egész évet jellemezni fogja. Sőt, a világpiacon élelmiszerárak emelkedése és a csökkenő belső kereslet következtében az élelmiszerek árszintje is csökken március óta.

Az inflációs folyamatok várható alakulása a bázishatások alapján

A kormányzati és a jegybanki intézkedések mellett a bázishatások valamennyi vizsgált országban jelentős mértékű inflációcsökkentő hatást fejtenek ki az elkövetkező időszak során. Ugyanakkor hatásuk kifutása lassítja az infláció csökkenését, sőt egyes esetekben könnyen előfordulhat az is, hogy az éves inflációs ráta a kifutást követően ismét emelkedni fog.



12. ábra. A CPI és a bázishatások alakulása az USA-ban

Forrás: US Bureau of Labor Statistics, MNB-számítás

Az *USA-ban* a bázishatások utoljára 2023. júniusban járultak hozzá érdemben az infláció mérséklődéséhez. A bázishatások májusban 0,8 százalékponttal járultak hozzá az infláció mérséklődéséhez. Júniusban a bázishatások újabb 0,9 százalékponttal mérsékelhetik az inflációt, azonban ez a hatásuk az idei év hátralévő részében már nem érvényesül (12. ábra), és megtörténhet, hogy az éves inflációs ráta az év második felében emelkedni fog.

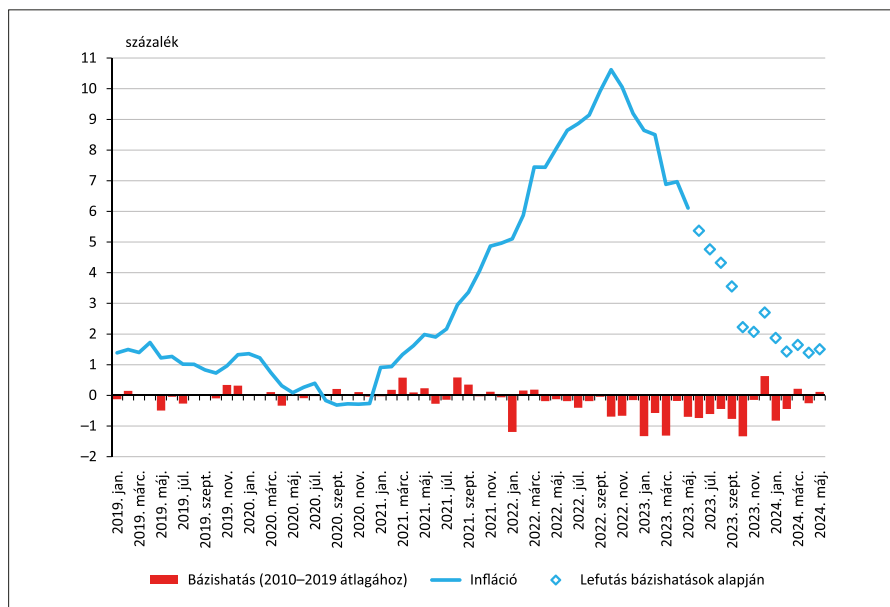
Az *eurózónában* a bázishatások 2023. októberig húzzák lefelé az inflációt. A jelenlegi árszínvonal változatlanságát feltételezve a bázishatások októberig 2,2%-ra mérsékelnék a fogyasztói árak éves emelkedésének ütemét (13. ábra).

Csehországban a bázishatások 2023 során fokozatosan fejtik ki inflációt mérséklő hatásukat. Ezt követően 2024 januárjában a bázishatások közel 6,5 százalékponttal csökkentik az inflációt, ami a 2023. januári kiugróan magas, 6,6%-os havi áremelkedésnek tudható be (14. ábra).

Lengyelországban a bázishatások jelentős mértékben csökkentik az éves inflációt az elkövetkezendő időszak során. Az árszínvonal változatlanságát feltételezve a bázishatások 2023 végéig 6,7%-ra csökkentenék a jelenleg 14%-on alakuló lengyel inflációt (15. ábra).

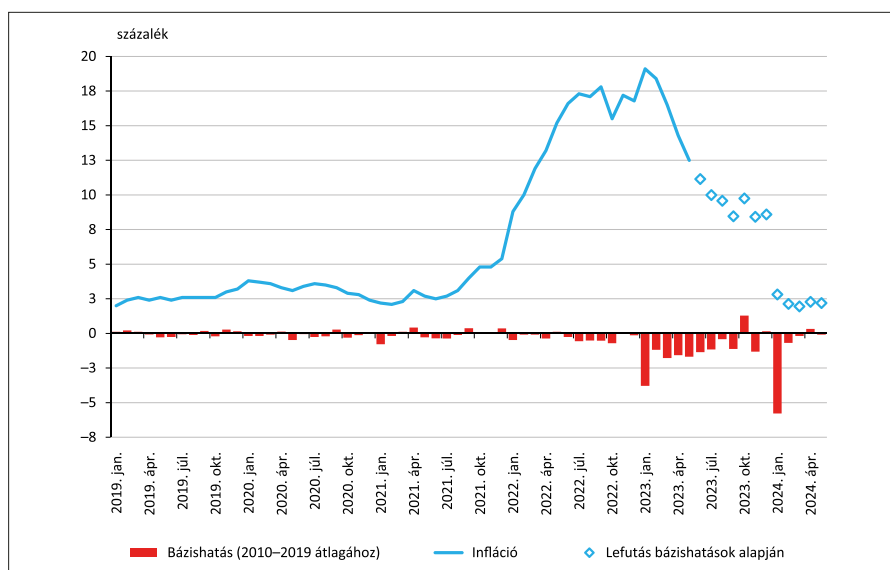
Ió-ció-áció-infláció

2019
2020
2021
2022
2023
2024



13. ábra. *A HICP és a bázislatások alakulása az eurózónában*

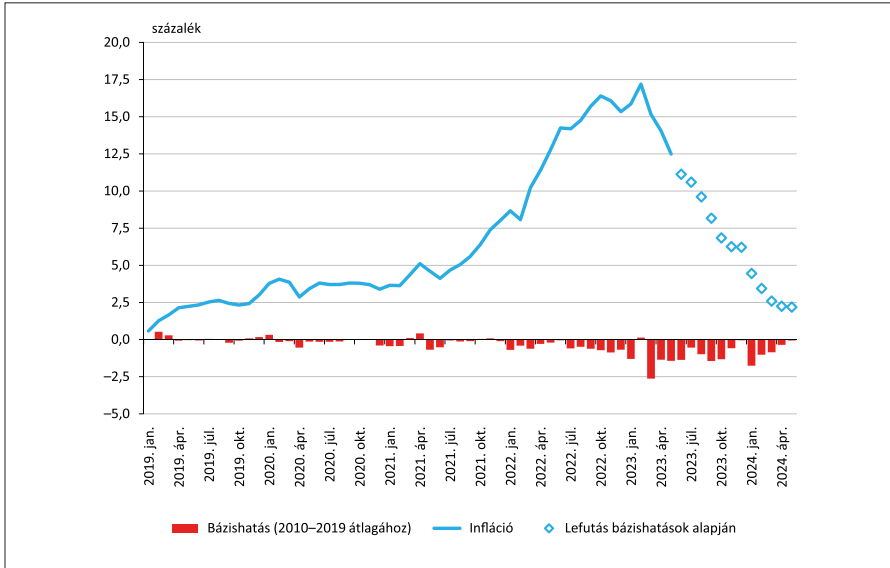
Forrás: Eurostat, MNB-számítás



14. ábra. *Az infláció és a bázislatások alakulása Csehországban*

Megjegyzés: HICP-adatok alapján.

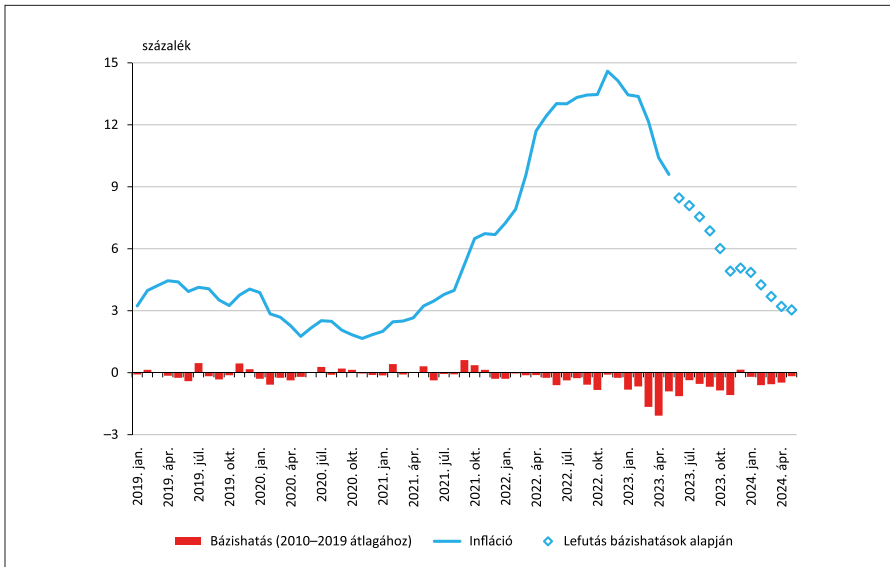
Forrás: Eurostat, MNB-számítás



15. ábra. *A HICP és a bázisatások alakulása Lengyelországban*

Megjegyzés: HICP-adatok alapján.

Forrás: Eurostat, MNB-számítás



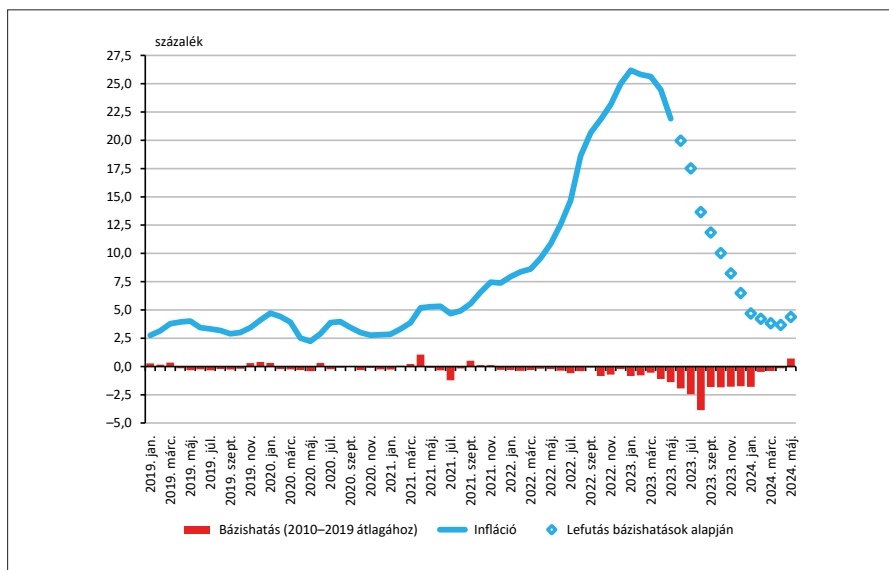
16. ábra. *A HICP és a bázisatások alakulása Romániában*

Megjegyzés: HICP-adatok alapján.

Forrás: Eurostat, MNB-számítás

Iő-ció-áció-infláció

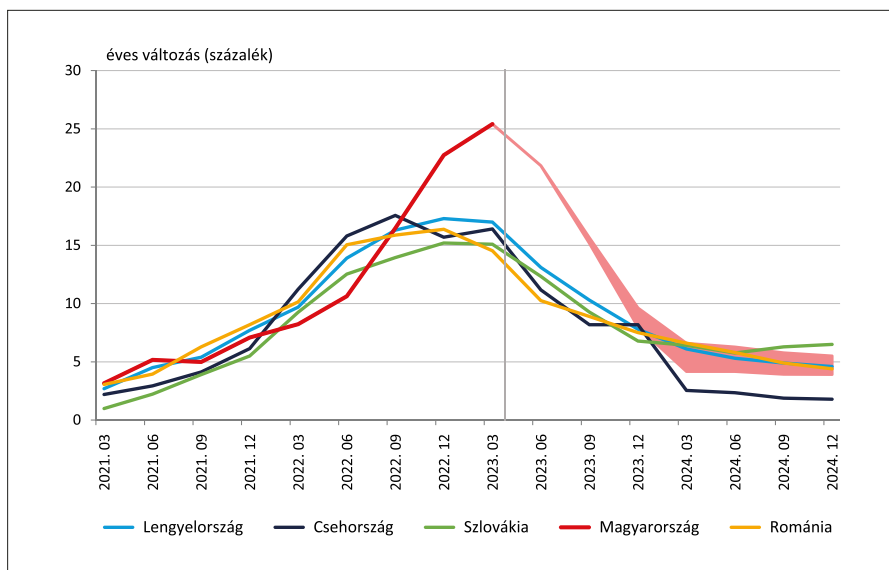
2019. jan. - 2024. máj.



17. ábra. A HICP és a bázishatások alakulása Magyarországon

Megjegyzés: HICP-adatok alapján.

Forrás: Eurostat, MNB-számítás



18. ábra. A hazai és régiós infláció várható alakulása

a jegybanki előrejelzések alapján

Forrás: nemzeti jegybankok

A bázishatások *Románia* esetében is érdemben hozzájárulnak az infláció mérséklődéséhez. Változatlan árszínvonalat feltételezve a bázishatások az idei év végig 5,5 százalékponttal 5% közelébe mérsékelnék az éves áremelkedés ütemét (16. ábra).

Magyarországon a bázishatások jelentős mérséklő hatást fejtenek ki az éves árdinamika alakulására. Változatlan fogyasztói árakat feltételezve a bázishatások idén decemberig 8,2%-ra, jövő év első negyedévében pedig 5% alá mérsékelnék az áremelkedés éves ütemét (17. ábra).

Összességében tehát a kormányzati intézkedéseken túlmenően az inflációt az év második felétől bázishatások (elsősorban az elmúlt évi drasztikus élelmiszerár-emelkedés, az átlagfogyasztás fölötti rezsidíj-emelkedés és a benzinársapka kivezetése kapcsán jelentkezett áremelkedés bázisból való kiesése), valamint az MNB 2021 közepén megkezdett szigorító intézkedéseinek érvényesülése állítja gyorsan csökkenő pályára. Az év végére a fogyasztói árindex az egy számjegyű tartományba kerülhet, az éves infláció a 16,5–18,5% közötti tartományban alakulhat.

Felhasznált irodalom

- AMAGLOBELI, D. et al. (2022): Fiscal Policy for Mitigating the Social Impact of High Energy and Food Prices. *IMF Notes*, no. 2022/001. Online: <https://www.imf.org/en/Publications/IMF-Notes/Issues/2022/06/07/Fiscal-Policy-for-Mitigating-the-Social-Impact-of-High-Energy-and-Food-Prices-519013>
- AMAGLOBELI, D. et al. (2022): Targeted, Implementable, and Practical Energy Relief Measures for Households in Europe. *IMF Working Papers*, no. 262. Online: <https://doi.org/10.5089/9798400227400.001>
- AMAGLOBELI, D. et al. (2023): Policy Responses to High Energy and Food Prices. *IMF Working Papers*, no. 2023/074. Online: <https://doi.org/10.5089/9798400237768.001>
- Magyar Nemzeti Bank (2023): *Inflációs jelentés*. Budapest: Magyar Nemzeti Bank. Online: <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes>
- Prime Minister of Poland (2022): We Are Doing All We Can to Keep Prices Lower and Fight Raging Inflation, Says Polish Prime Minister (2022). *Gov.pl*, 2022. február 1. Online: <https://www.gov.pl/web/primeminister/we-are-doing-all-we-can-to-keep-prices-lower-and-fight-raging-inflation-says-polish-prime-minister>
- SGARAVATTI, G. et al. (2023): National Fiscal Policy Responses to the Energy Crisis. *Bruegel*, 2023. június 26. Online: <https://www.bruegel.org/dataset/national-policies-shield-consumers-rising-energy-prices>