

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

E-mail: 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 konjunktúraprognozások szintén optimistábbak, mint tavaly decemberben. E mögött elsősorban az energiaárak emelkedésének mérséklődése áll. A jövőbeli energiaártrendek 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 termeléseszkökre 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 exportőrök 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 válságokból 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 elcsitult, 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 nyakló 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 áttértelve 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 korigál, 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 elszendvedett 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.