

Beszámoló a makroelemzők fórumáról

63. Közgazdász-vándorgyűlés, Veszprém, 2025. szeptember 4–5.

Az egyik legrangosabb hazai közgazdász-konferencián, a Közgazdász-vándorgyűlésen a Magyar Közgazdasági Társaság Gazdaságpolitikai és Gazdaságelméleti Szakosztálya Elkerülhető-e a stagfláció címmel tartotta meg szekcióülését, neves hazai makrogazdasági elemzők részvételével.¹

A szakértők megvitatták az 1970-es évtized és a koronavírus-járvány utáni évek stagflációs periódusának hasonlóságait és különbségeit. Mindkét időszakra jellemző volt a csökkenő gazdasági növekedés és az infláció jelentős megemelkedése. Az 1970-es évek stagflációs periódusa a közgazdaság-tudományban paradigmaváltáshoz és a monetáris politika sikeres válságkezeléséhez vezetett. A szakértők egyetértettek abban, hogy az 1970-es és 1980-as évek válságkezelésének növekedési áldozata és társadalmi költségei sokkal magasabbak voltak, mint a koronavírus- és energiaválságot követő években. Ennek okai sokrétűek. Az elmúlt 50 évben jelentősen változott a gazdaság szerkezete, a szakszervezetek befolyása jelentősen csökkent, szerepüket átvették a demográfiai tényezők. A jegybankok intézményi hitelessége jelentősen nőtt. Míg az 1970-es években az olajárak növekedése közvetlenül indított el inflációs spirált, addig a 2020-as évek stagflációs periódusában már az orosz–ukrán háború miatt emelkedő földgázárak is jelentősen hozzájárultak az inflációs nyomás erősödéséhez. A szakértők megvitatták a stagflációs periódusok lehetséges ciklikus és strukturális okait, és levonták az ebből fakadó következtetéseiket a magyar gazdaságpolitikát illetően is. Ez az írás kísérletet tesz a kerekasztal-beszélgetés legfontosabb gondolatainak összefoglalására.

A panelbeszélgetést *Halmi Péter* (akadémikus, egyetemi tanár, NKE–BME, az MKT Gazdaságpolitikai és Gazdaságelméleti Szakosztályának elnöke) moderálta négy makrogazdasági elemző-szakértő – *Madár István* (portfolio.hu vezető makrogazdasági elemzője, az MKT elnökségi tagja), *Balaton András* (az MNB Közgazdasági Előrejelzés és Elemzés Igazgatóságának igazgatója, az MKT Gazdaságpolitikai és Gazdaságelméleti Szakosztályának elnökségi tagja), *Nyeste Orsolya* (az Erste Bank Hungary Zrt. vezető makrogazdasági elemzője), *Suppan Gergely* (a Nemzetgazdasági

¹ A makroelemzők fórumának teljes panelbeszélgetése elérhető itt: <https://www.youtube.com/watch?v=8HWTyjCNbo>.

Minisztériumnak költségvetés makrogazdasági megalapozásáért felelős helyettes államtitkára) – részvételével:

Halmi Péter szekcióelnök előadása nyitotta meg a kerekasztal-beszélgetést, ezt követően az elemzők reagálhattak a felvetésekre, és kifejtették véleményüket.

Bevezető előadás – stagfláció a közgazdasági elméletben

Az aranykori növekedés időszaka az 1945-től 1973-ig tartó időszak, amelynél a gazdaság működését a Phillips-görbe írta le. A Phillips-görbe inverz kapcsolatot feltételezett a munkanélküliség és az infláció között. Ebből az a szükségszerű gazdaságpolitikai következtetés adódott, hogy expanzív és restriktív beavatkozásokkal a növekedés egyensúlyi pályán tartható. Az aranykori növekedés körülményei között ez a rendszer működni látszott. A stagfláció kifejezés először 1965-ben merült fel egy brit vezető konzervatív politikus részéről:

„Most a legrosszabb helyzetben vagyunk – nemcsak az infláció vagy a stagnálás, hanem mindkettő egyszerre. Egyfajta »stagfláció« alakult ki... a termelés 1 vagy 0,5 százalékkal csökkent, míg a jövedelmek talán 8 százalékkal nőttek. Ez a következő hónapokban csak két dologhoz vezethet: vagy jelentősen megnő az importszámlánk [a megnövekedett fogyasztói kiadások kielégítésére]..., vagy nagyon is valóban emelkednek az áraink.” (Részlet Iain Macleod, a Konzervatív Párt gazdasági szóvivőjének 1965. november 17-én a brit alsóházban elhangzott beszédéből.)²

Ez az idézet a stagflációs helyzet kínálatoldali összefüggéseire utal. Az 1970-es évek végén a klasszikus Phillips-görbe már meghaladottá vált, olyan helyzet alakult ki, amelyben a legfontosabb gazdasági mutatók egyidejűleg romlottak. Klasszikus példa az Egyesült Államok esete, ahol egyidejűleg magas infláció, gazdasági stagnálás és növekvő munkanélküliség volt a jellemző (különösen az 1973–1975 és 1978–1980 közötti időszakokban). Az a fajta átváltás, amelyet a klasszikus Phillips-görbe feltételezett, már nem állt fenn. Ennek a jelenségnek a fő okai elsősorban a kínálatoldali sokkokkal (elsősorban az 1973-ban és 1979-ben bekövetkező olajárrobbanással, beraadó inflációs várakozásokkal, a szakszervezetek erős alkuerejével és ebből adódóan a munkabér-mechanizmus meglévő nominális és reálmerevségeivel) függtek össze. A Phillips-görbe meghaladása egyfajta paradigmaváltást igényelt a közgazdaságtudományban. Az amerikai infláció és munkanélküliség alakulásában megfigyelhető, hogy az 1970 és 1975, valamint 1980 körüli időszakokban az infláció és a munkanélküliség már nem a Phillips-görbe szerint alakult. A gazdasági stagnálás ellenére Paul Volcker Fed-elnök erőteljes kamatemelést indított az inflációs várakozások letörése érdekében, megteremtve a monetáris politika hitelességét. Az inflációs célkövetés – monetarista fordulatot eredményezve – lett az új monetáris politikai irányzat, amely elvezetett a „nagy mérséklődés” (*great moderation*) időszakához, amikor egyidejűleg javult az egyensúly, és magas növekedés alakult ki.

² Hansard – House of Commons, Economic Affairs, 17 November 1965.

A 2008–2009-es világgazdasági válság időszakában inflációs feszültségek kevésbé jellemezték a világgazdaság működését. Ez a helyzet a 2020-as évek válságai során változott meg, mivel – hasonlóan az 1970-es évekhez – nagyon erős kínálatoldali sokkok léptek fel. A kínálatoldali sokkok nagyságát jól jellemzi az olajárak megnövekedett volatilitása és az olajárszint növekedése a 2020-as években, ez a jelenség az 1970-es években is lezajlott. A 2020-as évek megnövekedett inflációjában jelentős szerepet játszottak a koronavírus-járvány utáni helyreállítás gazdasági körülményei és az ellátási láncok szakadozottsága is. A világjárványt követő években – az ún. „polikrízis” időszakában – a növekedés lelassult, és az infláció viszonylag magas szinten ragadt be.

Felmerül a kérdés, hogy ez a gazdasági jelenség stagflációként értékelhető-e. Ezeket a negatív gazdasági jelenségeket tovább erősíti a vámháború, valamint a kereskedelem-politikai sokkok okozta kereskedelmi bizonytalanság is. A következmény: a világkereskedelmi bizonytalansági index magas szinten áll, ez pedig a közgazdászok szerint stagflációs kockázatot jelent. Ha összehasonlítjuk a G7-országok inflációjának közelmúltbeli (2019–2025) alakulását az 1970-es és az 1980-as évek inflációjával, azt láthatjuk, hogy a G7 átlagos inflációja 1974-es csúcstól (14–15 százalék) követően 1980-ban másodszor is tetőzött, 13–13,5 százalékos szinten. A G7-országok közelmúltbeli átlagos inflációja az 1970-es évek inflációjához hasonlóan alakult (2023-ban 8 százalék körül tetőzött), de kérdésként merül fel, hogy elkerülhető-e az infláció újbóli megemelkedése, vagyis az 1980-as évek inflációs mintázatának megismétlődése? Jelentős változás az 1970-es és az 1980-as évekhez képest, hogy a szakszervezeti befolyás, vagyis a szakszervezetek béralkuereje (szakszervezeti tagok aránya a teljes bérből élők foglalkoztatásában) mára a főbb nyugati országokban jelentősen lecsökkent az 1970-es és az 1980-as évekhez képest (kisebb csökkenés következett be Finnországban és Svédországban, legnagyobb volt az esés – magas szintről – a volt szocialista kelet-közép-európai országokban). Az előadó erre példaként megemlítette, hogy míg az Egyesült Királyságban a szakszervezeti befolyás nyomán a munkavállalók erős alkupozíciója az 1970-es években relatíve magas (3–4 százalékos) reálbér-növekedést eredményezett, addig a thatcheri reformok után a munkavállalók bérkövetelése már jobban figyelembe vette a gazdasági realitásokat, és ezáltal a reálbér-növekedés fokozatosan csökkent, sőt a 2010-es évekre már negatív volt. Ennek következtében az Egyesült Királyságban az éves inflációs ráta és az éves bérnövekedési ütem közötti közepesen erős statisztikai kapcsolat (az 1970–1991-es időszak korrelációja: 0,367) mára teljesen eltűnt (a 1992–2021-es periódus korrelációja: –0,26).

A nominális béremelkedési ütem és az infláció összefüggésében fontos kitérni a termelékenység alakulásának vizsgálatára is. A termelékenység alakulására negatívan hat a 2008-tól tartóan fennálló negatív magánberuházási rés, nevezetesen az a jelenség, hogy a 2008–2009-es világgazdasági válság óta a magánberuházások tartósan alacsonyabb trendpályán mozognak a 2008 előtti időszak trendjéhez képest.

A magyar gazdaságra áttérve az előadó kifejtette, ha a növekedés és az infláció kapcsolatát vizsgáljuk a magyar gazdaságban a 2019-es bázison, azt láthatjuk, hogy 2021-től az árszint és a GDP közötti „olló” jelentősen szétnyílt (míg az árszint jelenleg 145 százalékon áll, addig a GDP az elmúlt 3 év stagnálása következtében csak 105 százalékon), ami a stagflációs kockázatok meglétére is utalhat.

Vita

Melyek az 1970-es évek stagflációs periódusának és a 2020-as évek poszt-Covid időszakának hasonlóságai és különbségei?

Balatoni András hozzászólásában kiemelte, hogy a stagfláció elsősorban az angolszász országokra volt jellemző. Nagy szerepet játszott a stagfláció kialakulásában az olajárak jelentős emelkedése és a magas béremelkedés is az 1970-es évek elején. Hozzátette, van még egy stagflációs tényező, amellyel korábbi kutatásai során találkozott, mégpedig az a gazdaságpolitikai recept, amellyel a kormányok a stagflációt próbálták kezelni. 1971-ben hirdette meg Nixon elnök az új gazdaságpolitikát (*New Economic Policy*), amelynek keretében számos árkorlátozó intézkedést vezettek be. Az akkori *mainstream* közgazdászok (Samuelson, Okun) üdvözlötték az árkorlátozó intézkedések bevezetését. Érvelésük szerint az expanzív költségvetési és monetáris politika úgy képes támogatni a gazdaságot, hogy az árkorlátozó intézkedések gátat szabnak majd az általános áremelkedésnek és így a költségszint növekedésének is. Egyetlen közgazdasági iskola volt, amelyik helytelenítette az árkorlátozó intézkedések bevezetését: Milton Friedman és a monetarista iskola. Érvelésük szerint az árkorlátozó intézkedések bevezetése esetén a vállalatok megtalálják azokat a módokat, amelyek révén kikerülhetik ezeket az adminisztratív intézkedéseket, az expanzív monetáris és költségvetési politika végül pedig csak magas inflációt eredményez.

Az 1970-es évek elején – miközben a gazdaság stagnált – a válságkezelő keynesianus költségvetési és monetáris politikai reakció felerősítette az inflációt, és hozzájárult az inflációs várakozások tartósan magas szintjéhez. Nem volt meg az a hiteles gazdaságpolitikai szereplő – mint az 1980-as, 1990-es évektől a jegybankok –, amelynek az elsődleges mandátuma az árstabilitás elérése és fenntartása lett volna. A megnövekedett jegybanki hitelesség tükröződik abban, hogy még a nagy költségsokkok idejében (2022–2023) sem szökött fel olyan magasra az inflációs ráta, mint amekkorát a világ az 1970-es években megtapasztalt. Az 1980-as évek második inflációs tetőzésének kérdésköre kapcsán a hozzászóló megjegyezte, hogy a fennálló jegybanki intézményi hitelesség miatt az infláció újbóli visszatérése (inercia) nem fog bekövetkezni.

Madár István szerint a stagfláció egy nagyon különleges gazdasági helyzet: az 1970-es évekig a közgazdászok a gazdaság működését úgy írták le, hogy a gazdasági sokkokat és ingadozásokat alapvetően különböző keresleti típusú sokkok (hitelciklusok, külső, költségvetési politikai és konjunkturális sokkhatások) okozzák. Ha keresleti ciklikusság van a gazdaságban, akkor az infláció és a gazdasági teljesítmény közötti kapcsolat a Phillips-görbével jól leírható. A klasszikus keynesi iskola szerint csak kivételes esetben fordulhat elő olyan stagflációs jelenség, mint amilyen az 1970-es évek közepén bekövetkezett. A monetarista iskola lényegében az 1970-es évek stagflációjának helyes közgazdasági értelmezése nyomán jött létre, amiért Friedman később Nobel-díjat is kapott. A stagfláció fennállása azt is jelenti, hogy lennie kell a gazdaságban egy nem keresleti természetű problémának: ilyen például a kínálatoldali ársokk vagy ha a gazdaság eléri a potenciális kibocsátásának határát, ahol további keresletélénkítésre már nem a kibocsátás növekedésével reagál,

vagyis a keresletélénkítésnek itt már nincs reálhatása. A hibás válságkezelés nyomán kialakuló munkaerőpiaci kudarcok ezen sokkok negatív hatását fel tudják erősíteni. A jelenlegi poszt-Covid időszak úgy jellemezhető, hogy az ellátási láncok részleges helyreállása miatt egy magasabb inflációs periódusban élünk, amit a globális jegybankok restriktív kamatpolitikával igyekeznek megfékezni.

Új jelenség a vámháború egy olyan gazdasági környezetben, amelyben a legújabb közelmúltbeli adatok alapján az Egyesült Államokban a gazdasági növekedés gyengül, és növekvő valószínűsége van egy stagflációs helyzet kialakulásának (Beige Book). Megjelentek a vámoknak a költségsokkjellegű elemei, ezek lassan beépülnek az árakba, eközben a gazdasági aktivitás nem mutat egyértelmű élénkülést a Fed körzeteinek többségében.³ Kulcskérdés, hogy a vámok bevezetése által generált és a Beige Bookban felmért gazdasági hatások mennyire rendszerszintűek, és mennyire épülnek majd be a gazdasági várakozásokba. A magyar gazdasággal párhuzamot vonva Madár István megállapította, hogy jelenleg az MNB az inflációs várakozásokat nem tudja olyan mértékben „lehorgonyozni”, mint ahogy arra a 2010-es évek második felében képes volt. Jelenleg a gazdaságpolitika egyik fő kérdése, hogy lehet-e stagfláció, vagyis a jelenlegi rendszerszintű problémák mennyire lesznek permanensek, és ki lehet-e alakítani azt a gazdaságpolitikai mixet, amelynek révén létrejön a stagfláció akár az Egyesült Államokban, akár Magyarországon.

Nyeste Orsolya hozzászólásában kiemelte, hogy az 1970-es évek válságkezelésében nagy tanulság az, hogy az aranykori növekedéssel jellemezhető időszakot követően nem léteztek hiteles és független jegybankok, amelyek képesek lettek volna az inflációs hullám megfékezésére. Az aranykori növekedés a nyugat-európai országokban és az Egyesült Államokban aktív keynesianus költségvetési politikával állt elő úgy, hogy az infláció alacsony szinten maradt. Ezt a gazdasági környezetet alapvetően megváltoztatta az 1973-as első olajárrobbanás, amelynek következtében az infláció meglódult. Ezt először a gazdaságpolitika félrekezelte, végül Volcker Fed-elnök (1979–1987) hozott áttörést az infláció leszorításában, aki a növekedés vagy infláció kérdésében egyértelműen az infláció letörése mellett döntött.⁴ Volcker koncepciója szerint hosszú távon akkor lehet növekedést elérni, ha az inflációt sikerül megfékezni. Ebben az időben a Fed monetáris politikájának hitelessége gyenge volt, ár–bér spirál jellemezte az amerikai gazdaságot, ezért hosszú időszakon keresztül magasan kellett tartani az alapkamatot.⁵ Előtte még azt a hibát is elkövették, hogy túl hamar kezdték enyhíteni a kamatszigoron,⁶ ami az infláció újbóli növekedését okozta. Így az Egyesült Államokban az 1970-es évek jegybanki hitelességének hiánya miatt később, az 1980-as évek elején csak egy jóval magasabb kamatszint mellett és sokkal magasabb növekedési áldozat árán sikerült megfékezni az inflációt⁷ és egy moderált infláció melletti

³ A Beige Book 12 Fed-körzet gazdasági kilátásait méri fel az Egyesült Államokban (https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/BeigeBook_20250903.pdf?utm_source=chatgpt.com).

⁴ Volcker drasztikus kamatemelésekkel megtörte az 1970-es évek végi magas inflációt, aminek ára egy mély recesszió lett az 1980-as évek elején.

⁵ Volcker elnöksége alatt az irányadó kamat 11 százalékról 20 százalék fölé emelkedett.

⁶ A túl korai ünneplés (*early celebration*) jelenségéről részletes áttekintést ad Anil és szerzőtársai [2023].

⁷ 1980-ban és 1982-ben is recesszióba csúszott az amerikai gazdaság.

növekedési pályára állítani az amerikai gazdaságot. A 2020-as években a döntéshozók szintén kínálati jellegű inflációval szembesültek, amelyen a jegybankok átnéztek, és késlekedés mutatkozott a monetáris szigorítást illetően is. Ellentétben az 1970-es évekkel, a jegybankok hitelessége már meg tudta fékezni az infláció elszabadulását, és nem vezetett olyan nagy növekedési áldozatokhoz, mint az 1970-es években és az 1980-as évek elején. Az 1970-es évek amerikai stagflációját a munkanélküliség jelentős emelkedése kísérte. Ezzel összehasonlítva, a 2020-as években bár a gazdasági növekedés gyengébb volt, az inflációs problémák nem tűntek el, de a munkanélküliségi rátákban – demográfiai okok miatt – már nincs akkora növekedés, mint az 1970-es évek végén és az 1980-as évek elején.

Suppan Gergely hozzászólásában utalt a stagflációs okok geopolitikai hátterére, nevezetesen arra, hogy az 1979-es iráni forradalom miatt a hordónkénti olajár 13–15 dollárról 1980-ra felugrott 40 dollárra. Az olajárak triplázódása felerősítette a gazdaságban már meglévő inflációs folyamatokat, ami nélkül nem következett volna be. Az infláció másodszori megemelkedését a második olajársokk okozta, és ennek letörése érdekében erőteljes restriktív monetáris politikára volt szükség, és ennek köszönhető később az 1980-as évek gazdasági sikere. A 2020-as években viszont a koronavírus-járvány miatti tudatos lezárások okoztak keresleti feszültségeket. Amikor az emberek karanténban voltak, csak bizonyos szegmensekbe áramlott a kereslet, és amikor feloldották ezeket a kijárási korlátozásokat, akkor a kereslet más szegmensekben hirtelen megélenkült (utazás, nyaralás, szórakozás). A koronavírus-válság idején és azt követően a gazdaság egyes szegmenseiben a ciklikus mintázat helyett élenkülő keresletet lehetett megfigyelni.

Egyes vélekedések szerint a járványt követő nyitás után a monetáris politikák még nem voltak kellően szigorúak (főleg az Egyesült Államokban), viszont 2022-ben történt egy jelentős fordulat az orosz–ukrán háború kitörésével. A világjárvány utáni helyreállási időszak magasabb inflációját tovább erősítették különböző – elsősorban a mezőgazdaságból érkező – kínálatoldali sokkok (brazil aszály, odesszai kikötők lezárása), aminek következtében meglódultak a mezőgazdasági terményárak és az alapvető élelmiszeripari termékek inflációja. A viszonylag laza monetáris politika csak késve reagált ezekre a jelenségekre, ami később felerősítette az inflációs hullámot. Különbség az 1970-es évekhez képest az is, hogy az orosz–ukrán háború az olajárak helyett a földgázárakat emelte meg jelentős mértékben. A földgázárak eltérő alakulása figyelhető meg Európai Unióban és az Egyesült Államokban.⁸ Európában már visszaestek a gázárak, de tartósan többszörös szinten maradtak, mint ami az orosz–ukrán háború kitörése előtt volt. Az amerikai földgázárakban sokkal mérsékeltebb mozgást lehetett megfigyelni 2022-ben. A földgázárak eltérő szintje ipari versenyképességi problémát generált Európában, ennek következtében az Európai Unió gazdasága 1 százalékkal nőtt 2024-ben – az iparosodott

⁸ A nagykereskedelmi földgázárak (TTF spot) az Európai Unióban a 2019–2020-as 3–5 dollár/MMBtu szintről 2021-re 30 dollár/MMBtu szintre ugrottak, majd 2022-ben 44 dollár/MMBtu szinten tetőztek. 2025-re ez az ár 11 dollár/MMBtu-ra csökkent. Eközben az Egyesült Államokban 2019–2020-ban 2–2,6 dollár/MMBtu szintről 2022-re 6,5 dollár/MMBtu szintre ugrott fel a földgáz ára, amely 2025-re 3 dollár/MMBtu-ra csökkent.

német gazdaság 2023–2024-ben recesszióba süllyedt, és csak a turizmustól függő gazdaságok tudtak növekedést felmutatni.

Az Egyesült Államokban fennmaradt a növekedési lendület – az amerikai GDP-növekedés 2024-ben elérte a 2,8 százalékot –, de jelenleg stagflációra utaló jelek mutatkoznak. Az Európai Unió gazdasága gyengén teljesít, de az infláció a célérték közelében van. Az Európai Unióban az infláció oldaláról nem fenyeget stagflációs veszély, viszont valós veszély, hogy a magasabb energiaárak és az ipari versenyképesség csökkenése miatt az Európai Unió gazdasága csak tartósan alacsonyabb pályán lesz képes növekedni, ahogy erre két jelentés (*Draghi* [2024] és *Letta* [2024]) is utal.

A hozzászóló összegzőképpen megállapította, hogy két tényezőben alapvetően eltér a világjárvány utáni válság az 1970-es években megtapasztalt stagflációs periódustól. A poszt-Covid periódusban nem az olaj-, hanem a földgázárak okozták az infláció felpörgését. A másik tényező, hogy a poszt-Covid időszakban a klímaváltozás miatt az időjárási tényezőknek sokkal nagyobb inflatorikus hatása van (kakaó-, kávé-, narancs-, élelmiszerárak), mint az 1970-es évek stagflációs periódusában.

Milyen ciklikus és strukturális tényezők magyarázhatják a stagflációs kockázat növekedését? – Költségvetési dominancia, pénzügyi elnyomás

Balatoni András hozzászólásában elmondta, hogy *Claudio Borio és szerzőtársai* [2023]⁹ szerint egy inflációs epizódban különböző rezsimek – alacsony inflációjú időszakok és magas inflációjúak – váltják egymást. A szerzők állítása az, hogy mindig számos sokkjelenség érvényesül a gazdaságban, és inflációs szempontból az a legfontosabb kérdés, hogy mikor válnak ezek a megjelenő inflációs „tüskék” általános inflációs hatássá a gazdaságban, vagyis mikor kezdik az árrendszert egy tartósan magasabb árdinamikára átállítani. Fontos kérdés, hogy hitelességével és irányultságával a monetáris politika sikeresen tudja-e ezeket az ársokkokat lokalizálni. Relatív áratrendeződések mindig vannak a gazdaságban, a jegybanknak akkor kell reagálnia, amikor ezek a relatív átárazódások tartósan megemelik az inflációs várakozások szintjét, és egy magasabb inflációs szintre juttatják a gazdaságot.

A stagfláció ciklikus és strukturális tényezői kapcsán a hozzászóló megjegyezte, hogy a munkaerőpiac a makrogazdaság legfontosabb részpiaca, ez határozza meg a sokkok természetét és dinamikáját. A szakszervezetek lefedettsége az 1970-es évek óta jelentősen csökkent, így jelenleg jelentősen más ez az intézményi struktúra. A téma kapcsán Balatoni András megjegyezte, hogy mára a demográfia munkaerőpiaci hatása az elsődleges. Kiemelte, hogy a jelenlegi demográfiai folyamatok a munkaerőpiaci „feszesség” erősödésének irányába hatnak. Összegzőképpen megállapította, hogy megváltozott az oka annak, hogy a munkapiacból származhat-e inflációs veszély. Ezt az inflációs veszélyt nem a munkaerőpiac lazításával, hanem a termelékenység fokozásával szükséges kezelni.

⁹ Erről áttekintést ad *MNB* [2025].

A stagfláció lehetséges trendszerű okai kapcsán a hozzászóló hozzátette, hogy fontos annak vizsgálata, hogy az elmúlt 20 évre visszatekintve a globális megatrendek hogyan befolyásolták az alapvető inflációs tendenciákat (erről áttekintést ad *Balaton* [2018]). A koronavírus-válság előtti alacsony infláció kialakulásában kiemelt szerepe volt a termelés és kereskedelem globalizációs trendjének, vagyis annak, hogy az alacsony határköltségű termelést (Kína, India, Távol-Kelet) sikerült bevonni a termelési láncokba, ami jelentősen csökkentette a termelés költségeit. A globalizáció dezinflációs hatása jelentős volt a koronavírus-válság előtti évtizedben, egyes kutatások szerint az Egyesült Államokban az elmúlt évtizedekben évi 0,5 százalékos dezinflációs hatást fejtett ki a globalizáció. A jelenlegi deglobalizációs folyamatok (világkereskedelem fragmentációja, vámok, baráti országokba telepítés) és az egyéb aktuális gazdaságpolitikai folyamatok (államadósságok magas szintje, zöldátmenet, védelmi kiadások emelkedése, demográfiai folyamatok) viszont a középtávú inflációs ráta emelkedésének irányába hatnak. Ezért Balaton várakozása szerint az alacsony külső inflációs környezet (2010–2019) várhatóan már nem tér vissza.

Suppan Gergely hozzászólásában kiemelte, hogy voltak pozitív irányú sokkok is a világ gazdaságban. A globális megatrendek kapcsán megjegyezte, hogy a koronavírus-válság előtti globális dezinflációban nemcsak az olcsó kínai termékeknek volt jelentős szerepük, hanem az amerikai palaolaj-forradalomnak is, amely 2015-ben az energiaárakon keresztül átmenetileg deflációt is okozott. A hozzászóló pozitív sokként említette a digitalizációs forradalmat (mesterséges intelligencia), de ennek egyértelmű termelékenységjavító hatását árnyalja, hogy növeli az energiafelhasználást, és kérdés, hogy egyes energiahordozók árára hogyan fog hosszú távon hatni. A demográfia kapcsán megjegyezte, hogy az 1950-es évek jelentős gazdasági növekedését az Európai Unióban és az Egyesült Államokban nemcsak a második világháborút követő újjáépítés okozta, hanem a növekvő népesség (*baby boom*) is jelentősen hozzájárult a gazdasági növekedéshez. Az 1970-es évek elején tetőztek Nyugat-Európában a termelékenységi ráták, majd lassú csökkenés indult el. Jelenleg ez a népességfogyás már általánossá vált.

A magyar gazdaságra áttérve *Suppan* kiemelte, hogy a demográfiai változás munkapiaci hatása egyértelműen érződik, minden fontosabb mutató (munkaképes korú népesség, foglalkoztatottak, aktívák és inaktívák száma) csökkenést mutat, amittől hosszú távon a munkaerőpiaci feszesség növekedése várható. Összegzőképpen megállapította, hogy a romló demográfiai trendek kikényszerítik majd a termelékenység javulását.

Nyeste Orsolya hozzászólásában megállapította, hogy a stagflációs kockázatot magyarázó főbb tényezők főleg strukturális okokra vezethetők vissza, ez a demográfia, zöldátállás és deglobalizáció. A koronavírus-válság előtti évtizedhez képest e három tényező globális megatrendje változott a legnagyobb mértékben. Egyetértett azzal, hogy jelenleg egy tartósan magasabb inflációs közeggel kell szembenézni, és kiemelte, hogy az infláció féken tartása nemcsak a monetáris politika feladata, hanem a monetáris és költségvetési politika összhangját is igényli. Korábban a magyar gazdaságban is voltak olyan időszakok a rendszerváltás óta, amikor a monetáris és költségvetési politika nem működött megfelelően együtt, ez mindig magasabb inflációhoz

vezetett. A hozzászóló ennek kapcsán hangsúlyozta, hogy a legfontosabb ciklikus ok, amely jelentős kockázatot jelent egy tartósabb stagfláció kialakulásának szempontjából, az, ha az együttműködés a gazdaságpolitikai ágak között nem megfelelő. A költségvetési politikának támogatnia kell a monetáris politikát az infláció elleni küzdelemben. Másfelől pedig munkapiaci oldalról is felléphetnek olyan ciklikus hatások, amelyek magasabb inflációhoz vezetnek. Végezetül hozzátette, az, hogy az egyedi kínálati költség-sokkokból kialakulhat-e egy tartós inflációs spirál a gazdaságban, attól függ, hogy a gazdaságnak a keresleti oldala erre a kínálati sokkra hogyan reagál, és ezáltal kialakulnak-e a tartós árnövekedés feltételei, vagy ez csak egy olyan ciklikus epizód, amelyen a jegybankok egyszerűen csak átnéznek (*look through approach*) az árszínvonal-növekedés ideiglenes jellege miatt.

Madár István hozzászólásában elmondta, a stagflációt nem lehet a klasszikus keresletszabályozó eszközökkel jól kezelni. Az 1970-es években végül az lett a megoldás, hogy a monetáris politika megfékezte az inflációt, és a vártnál kisebb reál-gazdasági áldozatokkal végül elkerülték a tartós stagfláció kialakulását. Ez a gazdaságpolitikai recept a monetáris politika egyértelmű győzelmét jelentette. Az 1970-es évek stagflációra adott gazdaságpolitikai receptjének alkalmazása most három okból nehezebb. A kereskedelmi blokkosodás miatt a globalizáció dezinflációs hatása már nem érvényesül. Második ok, hogy a fejlett világ demográfiai helyzetére a monetáris politika nem képes hatni. Harmadik ok az, hogy az államadósságok magas szintje miatt egyfajta költségvetési dominancia érvényesül a gazdaságpolitikában, emiatt az 1970-es évek monetáris politikai receptje már nem alkalmazható. A fejlett világ államadóssága jelenleg magas szinten áll (Egyesült Államok: 120 százalék, euróövezet: 88 százalék), vagyis ha a monetáris politika az infláció megfékezése érdekében újból magas kamatokat alkalmazna, az az államadóssági dinamikát fenntarthatatlan pályára állíthatja. Az 1970-es években a restriktív monetáris politikának azért is volt kedvezőbb hatása, mert a magánszektor részéről nagyon jelentős energiahatékonyság-növekedést kényszerített ki (strukturális reakció). Ma viszont ilyen típusú technológiai megoldás (digitalizáció, mesterséges intelligencia) még nincs alkalmazható fázisban. A termelékenység historikusan inkább csökkent (Magyarországon stagnált) az elmúlt évtizedekben, ami nehezebbé teszi az 1970-es évekbelihez hasonló termelékenységjavulást.

A gazdaságpolitikai aktorok oldaláról közelítve a hozzászóló hozzátette, az is különbség a két időszak között, hogy a jegybankok önmagukban már nem képesek úgy megoldani ezt a válságot, mint tették ezt az 1970-es években. Az Egyesült Államokban jelenleg inkább a jegybanki függetlenség kérdése és a Fed lehetséges kamatcsökkentése van terítéken. A gazdaságpolitika központi kérdése: lesz-e a stagflációs veszélynek egy olyan megoldása, ahol a pénzügyi elnyomás (*financial repression*) eszközrendszerét alkalmazva, kamatcsökkentések révén élénkítik a gazdaságot, és elengedik az inflációt. Az Egyesült Államokban erre már van politikai törekvés, és Madár szerint Magyarországon is csendesen zajlik ez a folyamat már néhány éve. A helyes gazdaságpolitikai recept alkalmazása kapcsán hangsúlyozta, hogy a pénzügyi elnyomás eszközrendszere nem jelent jó megoldást, mivel hosszú távon egy magas szinten beragadó inflációval nem lehet tartósan magasabb növekedést elérni.

A stagflációs kockázatokat milyen gazdaságpolitikai mixszel lehet hatékonyan kezelni?

Balatoni András a két időszakban alkalmazott gazdaságpolitikai mix összehasonlítása kapcsán kiemelte, hogy az 1980-as években – noha alacsonyabb volt az államadósság szintje és így a tőkeáttétel, mint a 2020-as években – sokkal nagyobb áldozatok és társadalmi költség (magasabb munkanélküliség és nagyobb növekedési veszteség) árán dezinfláltak a gazdaságok, mint a 2022–2023-as időszakban. A könnyebb dezinfláció magyarázata a nagyobb jegybanki hitelességből fakad. Az infláció társadalmi költsége óriási, amit az elmúlt időszak inflációs hulláma minden eddiginél jobban jelez. Az infláció szétzilálja a társadalmat, mert azt mindenki elszenvedi, amikor a boltban vásárol, és nagyon káros degresszív és redistributív folyamatokat indít el a gazdaságban (szegények adója). A pénzügyi elnyomás eszközrendszerének alkalmazhatósága kapcsán Balatoni megjegyezte, hogy az elmúlt időszak inflációs hulláma sokkal súlyosabban érintette az alacsonyabb társadalmi rétegeket, vagyis beláthatatlanok egy újabb inflációs hullámnak a negatív társadalmi-gazdasági következményei. A magyar gazdaságra áttérve megjegyezte, hogy amikor az elmúlt években magas volt az infláció, a gazdaság sem tudott növekedni. Az infláció mind társadalmilag, mind gazdaságilag is kifejezetten káros, ezért nem lát valódi átváltást az infláció és a gazdasági növekedés között még elméleti szinten sem. A fentiek miatt a pénzügyi elnyomás eszközrendszere nem képes valójában megfelelő megoldást nyújtani a stagflációs kockázatok kezelésére. A termelékenység és a technológiai haladás kérdésköre kapcsán a hozzászóló idézte Robert Solow Nobel-díjas közgazdászt:

„Mindenhol a számítógépes érárt látom, leszámítva a termelékenységi statisztikát.”
(Solow [1987])

Vagyis mindig vannak megváltó technológiai elképzelések, de ezek a technológiai innovációk nem mindig képesek érdemben élénkíteni a gazdaságot (és a béreket). Erre adott optimális gazdaságpolitikai válasz lehet olyan ökoszisztémák létrehozása, amelyek képesek ezeket a találmányokat értékesíteni és elterjeszteni.

Suppan Gergely hozzászólásában elmondta, hogy a magyar kormánynak is célja az infláció letörése, ehhez az árrésstop hatékony átmeneti eszköz, mert az inflációt csökkenti, és nagyobb mértékben növeli a reálbéreket. Úgy vélte, hogy a magyar gazdaságban tetten érhetők bizonyos stagflációs jelenségek, de ez nem a klasszikus stagfláció, abban az értelemben, hogy a magyar gazdaság növekedését a reálbérek és a fogyasztás növekedése jellemzi, ami viszont visszahúzza a növekedést, az a beruházás és a nettó export.

A termelési oldalon a mezőgazdaság szintén olyan külső tényező, amely a közelmúltban növelte az inflációt, és visszahúzta a gazdasági növekedést. A gazdaságpolitika csak ennek megelőzése érdekében tud tenni, vagyis az öntözőrendszer és vízhálózat kiépítése érdekében forrásokat tud biztosítani a költségvetés, de ennek óriási költsége van. A magyar gazdaságban jelentős termelékenységi tartalék van, mivel a magyar kis- és középvállalkozások termelékenysége jelentősen elmarad

a külföldi multinacionális cégek termelékenységétől.¹⁰ A kis- és középvállalkozások termelékenységének és energiahatékonyságának a javítása a gazdaságpolitika középpontjában van, de ez csak egy hosszú folyamat (generációváltás) révén tud szétterjedni a gazdaságban. Az energiaintenzitás inflációra gyakorolt hatása kapcsán megjegyezte, hogy a magyar gazdaság kedvezőtlen energiahatékonysági és gázfüggőségi mutatóinak (különösen az élelmiszeriparban) jelentős szerepe volt abban, hogy a koronavírus-válság után Magyarországon volt a legmagasabb infláció. Az élelmiszeripar döntő része még mindig jelentősen elavult technológiát használ, amin mindenképpen javítani szükséges.

Nyeste Orsolya hozzászólásában az államadósság kérdésköre kapcsán hangsúlyozta, hogy a külföldi jegybankok a koronavírus-járvány előtt törekedtek arra, hogy csökkentsék az eddig felhalmozott államkötvény-állományukat, és szűkítsék az eszközvásárlási programjaikat. A koronavírus-járvány kitörésével ebben hirtelen fordulat következett be, a Fed zéró közeli tartományba csökkentette az alapkamatot, és 2020 márciusában egy jelentős nagyságú állampapír-vásárlási programot indított el. Ezt az tette lehetővé, hogy 2020 előtt nem volt jelentős infláció, de ez a likviditástöbblet, ha nem is a fogyasztási javak piacán, hanem a pénz- és tőkepiacokon, elég nagy inflációt generált, amit a részvény- és ingatlanárak növekedésében lehetett tetten érni. A Fed monetáris politikájával segítette a költségvetési politika válságkezelési programját. A világjárványt követően az infláció növekedésnek indult, és az orosz–ukrán háború kitörésekor már nem indultak újabb eszközvásárlási programok, a jegybankok inkább folytatták a felhalmozott kötvényállomány fokozatos leépítését.

Az optimális gazdaságpolitikai mix kérdésköre kapcsán Nyeste kiemelte, hogy a felhalmozott globális államadósságok fenntarthatósága már a pénzügyi befektetők kockázati megítélését is befolyásolja. Vagyis a kötvénypiaci megítélés behatárolja azt a szintet, ameddig a GDP-arányos államadósságok növelhetők, és a pénzpiacok nyomása bizonyos hiánycsökkentő lépések megtételére kényszerítheti a kormányokat. Ez behatárolja a monetáris és a költségvetési politika lehetőségeit is, hiszen az emelkedő kamatkiadások szűkítik a költségvetési politika mozgásterét, illetve a kormányok rákényszeríthetik a jegybankokat a kamatcsökkentésekre, de ezzel csak a rövid távú hozamokat tudják lenyomni, a hosszú távú hozamok ettől még nőhetnek is, ami növelheti a kockázati prémiumokat is.

A kormányok nyomást igyekeznek gyakorolni a jegybankokra, hogy lazítsanak a monetáris politikájukon, a jegybankoknak viszont jelenleg nem áll szándékában, hogy a költségvetési politika támogatása érdekében ismét olyan intézkedéseket (eszközvásárlási programokat) vezessenek be, mint a koronavírus-járvány idején. A termelékenységnövekedés – mint lehetséges optimális gazdaságpolitikai mix – kapcsán a hozzászóló egyetértett azzal, hogy a magyar gazdaság duális szerkezetét költségvetési politikai eszközökkel kell csökkenteni, és ennek elérése esetén egy-egy költség-sokk nem vezet majd tartós inflációs nyomáshoz a gazdaságban.

¹⁰ A magyar kis- és középvállalkozások termelékenysége a nagyvállalati mutató 54,4 százaléka (MNB [2024a]).

Suppan Gergely az államadósság kérdésköre kapcsán hozzátette, hogy a második világháború után már volt olyan helyzet, hogy az Egyesült Államok (119 százalék) és az Egyesült Királyság (250 százalék) 100 százalék feletti államadósságszintet ért el, de ezt a magas adósságszintet csak évtizedek alatt sikerült ledolgozniuk 20–30 százalékra az 1960-as évek végére. Az 1970-es években ezek az államadósság-ráták ismét hullámszerűen emelkedni kezdtek, majd a koronavírus-válság idején tetőztek (euróövezet: 100 százalék, Egyesült Államok: 120 százalék). Ezt követően az euróövezet és az Egyesült Államok államadóssága már divergál, míg az euróövezet államadóssága 88 százalékra csökkent, addig az Egyesült Államok GDP-arányos államadóssága további növekedést mutat (123 százalék). A növekvő államadósság kapcsán lényeges szempont annak finanszírozhatósága. Az Egyesült Államokban az államadósság minden előrejelzés szerint tovább fog növekedni az elkövetkező években, de ezzel egyidejűleg a Trump-adminisztráció a jelenlegi magas külkereskedelmi deficit csökkentésére is törekszik. Ez úgy függ össze, hogy az Egyesült Államok azokból a forrásokból finanszírozza az államadósságot, amelyek úgy keletkeznek, hogy más országoknak az Egyesült Államokkal szemben külkereskedelmi szufficitje van. Ez az átcsatornázás nem 100 százalékos, de működése hasonló a korábbi petrodollár-rendszerhez.¹¹ A közelmúltig Japán és Kína volt a fő finanszírozó, de a vámháború ezt jelentősen megváltoztatta, ugyanis Kína a vámok miatt jelentősen csökkentette az amerikai államkötvények vásárlásait.

Milyen stagflációs kockázatok vannak jelen a magyar gazdaságban?

Balatoni András elmondta, hogy a magyar vállalatok árazási magatartásában az infláció egyfajta „szlepeként” értelmezhető, ami azt jelenti, hogy a vállalatok fegyelmetlen árazási magatartásában a versenyképességi (energiahatékonysági) hátrányokat kompenzálják. A termelékenységnövekedés alacsony szintjéhez az is hozzájárult, hogy a vállalatok számára az volt az európai uniós források lehívásának feltétele, hogy bővíteniük kell a foglalkoztatást, és nem bocsáthatnak el munkaerőt, ami azt jelentette, hogy nem tudtak átállni egy tőkeintenzívebb termelésre, így a termelés hatékonysága sem tudott növekedni. A magyar gazdaságban alaptétel, hogy az egyensúlytalanságok mindig inflációs következménnyel járnak. Az inflációs várakozások alakulása kapcsán az látható, hogy a stabilan alakuló (kicsit erősödő) forintárfolyam kedvező hatást gyakorol az inflációs várakozások alakulására. Először a termelői árakban látszik ez, majd a vállalati inflációs várakozásokban, és várható, hogy a lakossági inflációs várakozásokban lévő inercia is idővel mérséklődhet.

Kedvezőtlen tényező viszont az inflációs dinamikára nézve, hogy a magyar költségvetésben nagyon sok inflációhoz kötődő tétel van. A bevételi oldalon az adóknál (például a benzin jövedéki adója) az előző év inflációja határozza meg az emelés mértékét, ez pedig növeli az inflációs várakozások inerciáját. Az indexálási mechanizmust

¹¹ 1973–1974-től az olajexportból származó dollárbevételekből Szaúd-Arábia kezdett el amerikai eszközöket vásárolni.

az inflációs célhoz (3 százalék) lenne célszerű kötni, mert így az inflációs cél elérésének hitelessége a jogszabályok szintjén is biztosított lenne.

Nyeste Orsolya hozzászólásában hangsúlyozta az élelmiszerár-infláció jelentőségét a magyar inflációs folyamatokban. Egy fejlett gazdaság átlagos háztartásának fogyasztói kosarában az élelmiszerek súlya 10–15 százalék, egy átlag magyar háztartás fogyasztói kosarában 25–28 százalék, így az élelmiszerár-inflációnak nagy a befolyása a fő inflációs mutató és az inflációs várakozások alakulására is. Az év/év alapú élelmiszerárak 2022-től 2023 februárjáig jelentősen nőttek,¹² 2023 februárjától az év/év alapú élelmiszerár-infláció csökkent, majd 2025-ben újra növekedésnek indult. A hozzászóló kiemelte, hogy az árresztstopok alkalmazásának hatékonysága az élelmiszerár-infláció megfékezése kapcsán erősen kétséges, hiszen rövid távon csökkenti az inflációt, viszont az a lakossági várakozás, hogy az árresztstopoknak előbb-utóbb vége lesz, továbbra is magasan tartja az inflációs várakozásokat. Az MNB [2024b] is rávilágít arra, hogy a magyar élelmiszeripar termelékenysége az Európai Unióban a második legalacsonyabb, csupán az európai uniós átlag 40–50 százalékát éri el. Ez azt jelenti, hogy ha bármilyen költségsokk éri az élelmiszeripart, akkor ez az alacsony termelékenység miatt azonnal megjelenik a termelői árakban és később a fogyasztói árakban is. Az energiaárak drasztikus emelkedésére a jövőben nem számítunk, de az alacsony termelékenység miatt ez a szektor továbbra is rendkívüli módon kitett a jövőbeni költségsokkoknak, ami magyar inflációs sajátosság.

Madár István hozzászólásában jelezte, hogy fontos magyar stagflációs sajátosság az egyenetlen minőségű magyar makrogazdasági politika. Ha megnézzük, hogy az elmúlt időszakban milyen inflációra ható intézkedések történtek a gazdaságpolitika részéről, akkor kijelenthető, hogy – az inflációs szempontból káros intézkedések nagy száma miatt – jelenleg nincs semmilyen fegyelmező erő a gazdaságpolitikán, ami ezt visszafogná. Kiemelte, hogy helyteleníti még az inflációs célhoz indexált adóemelést is, mivel a magyar 3 százalékos inflációs célt nem tekinti valódi árstabilitásnak. Kiemelte, hogy Magyarországon jelenleg nincs akkora növekedés és felzárkózás, ami a 3 százalékos inflációs célt indokolná. Másrészt elvi okokból sem ért egyet azzal, hogy az inflációs célt az adók indexálásában alkalmazzák, szerinte erre csak a költségvetési hiány csökkentése miatt van szükség. Egy másik magyar stagflációs sajátosságot kiemelve jelezte, hogy a magyar makrogazdasági politika része az is, hogy mind a forint, mind az árfolyam folyamatosan inflációs sokkokat okozott az elmúlt időszakban a magyar gazdaságban.

A hozzászóló helyeselte azt a paradigmaváltást, amely szerint a versenyképesség javítása érdekében nem jó eszköz a forint gyengítése, szerinte az MNB-nek kizárólag az árstabilitásra szükséges koncentrálnia. Az elmúlt évtizedekben folyamatosan előfordult az, hogy a forint nem a sokkok elnyelésének eszköze volt, hanem inkább a sokkok forrásává vált, ami felveti az euróövezeti csatlakozás kérdéskörét is. Egy másik problémakört is felvetett, ez pedig a magyar vállalati szektor termelékenységének alacsony szintje. Ezt egy lakáspiaci példával illusztrálta: 2024-ben 13 ezer lakás épült Magyarországon, ebből 5000 lakás épült nem befektetési céllal. A Magyarországon

¹² 2021 júniusa és 2023 decembere között az élelmiszerárak összesen 56,3 százalékkal növekedtek.

vezető építőipari cégek éves beszámolóiból az látszik, hogy évi 500-600 lakás megépítésével érik el a nyereségszintjüket. Piaci kudarcnak tekinthető az a jelenlegi helyzet, amikor a nagyobb, elégséges mennyiségű lakáspiaci keresletre reagálva az építőipari cégek – a verseny hiányában – nem a kibocsátásukat (és így a lakáskínálatot) emelik meg, hanem az árakat. További magyar sajátossággként említette, hogy az elmúlt három év gazdasági stagnálásában a magyar adósságpálya stagnálását az árszint-növekedés biztosította a GDP-deflátoron keresztül, ez szerinte egy újabb bizonyíték a magyar inflációs gazdaságpolitikára (pénzügyi elnyomásra).

Suppan Gergely hozzászólásában magyar stagflációs sajátossággként emelte ki a mezőgazdaság növekedésre és inflációra gyakorolt hatását. Az ágazatnak relatíve magas a GDP-ben betöltött súlya a kelet-közép-európai régió többi országaihoz viszonyítva, a GDP-n belül 3 százalék, de mivel a klímaváltozás miatt rendkívül jelentős mértékben kileng(het) (10–30 százalék) a mezőgazdaság teljesítménye, kis súlya jelentősen befolyásolhatja a GDP alakulását. A mezőgazdaságon belül 2/3-os súlya van a szántóföldi növénytermesztésnek, és ezen belül is 2/3 a súlya a kukoricának és a napraforgónak, amelyek az idei évben teljesen kiégték. A magyar mezőgazdaság 20 millió fő élelmezésére is képes lenne, ha lenne megfelelő öntözőrendszerünk, és olyan időjárás, mint amilyen az 1970-es években volt. Tavaly a mezőgazdaság 0,3 százalékkal csökkentette a GDP-t, idén is ugyanennyi GDP-csökkenés valószínűsíthető a mezőgazdaság teljesítménye miatt, viszont ha csak 2023-as szinten maradt volna az időjárás, akkor idén 0,6 százalékkal lenne magasabb a GDP szintje. Ezenkívül az idén tavasszal bekövetkezett fagykárak miatt jelentősen csökkent a barack- és kajszitermés, ezért a gyümölcsök ára közel duplájára nőtt. Az időjárás egyre kiszámíthatatlanabbá válik, és egyre inkább befolyásolni képes a magyar gazdaság növekedését, valamint a termelői és fogyasztói inflációt is.

Hogyan mérsékelhető a stagfláció kockázata a magyar gazdaságban?

Madár István zárszavában kifejtette, hogy a stagfláció ellen az egyetlen hosszú távon működőképes megoldás, ha a gazdaságpolitika stabilitás-központú szemléletet alkalmaz. Az inflációs gazdaságpolitika hosszú távon nem megoldás, ezért egy árstabilitásra törekvő monetáris politikára van szükség, ehhez most a kormány is együttműködően áll hozzá a közelgő választások miatt. A jegybanknak most a mozgástere és a mandátuma is megvan az infláció letörésére. Emellé szükség lenne egy olyan költségvetési politikára, amely a versenyképesség növelését tekinti céljának, de ebben a hozzászóló nem érzékel a kormány részéről szemléletbeli változást. Strukturális változásokra lenne szükség, ami segíti a termelékenység bővülését, ehhez pedig versenypiaci szerkezeteket kellene kialakítani, és vissza kellene fogni az államilag irányított korrupciót. Ez hozzájárulhatna ahhoz, hogy elinduljon egy növekedés- és hatékonyságorientált szemlélet a vállalatok részéről.

Balatoni András zárszavában kiemelte, hogy az innováció fontos felzárkózási eszköz, ebben viszont Magyarország lemaradást mutat. A termelési lánc elején – amikor kitalálják és piacra viszik a találmányt, és ebbe minél több hazai tudás és erőforrás

épül be – kellene egy olyan endogén visszacsatolási mechanizmust kialakítani, ami középtávon egy sikeres gazdasági felzárkózás receptje lehetne. Ezért a magyar emberi tőkét és az egyetemi ökoszisztémát fejleszteni szükséges. Mivel a kockázati tőke számottevően nincs jelen a magyar gazdaságban, ezért a startupokat korai időszakban finanszírozó befektetőket kell támogatni ahhoz, hogy segítsék piacra juttatni ezeket a magyar találmányokat.

Nyeste Orsolya zárszavában kiemelte, hogy az MNB-nek célszerű lenne olyan monetáris politikát folytatni, amely elősegíti a forintárfolyam stabilitását. A monetáris politika már elindult ebbe az irányba, amit folytatni célszerű. Véget kell vetni annak a piaci narratívának, hogy a forint egy tartósan leértékelődő pályán lévő, gyengülő deviza. Ennek kapcsán megjegyezte, hogy szükségesnek tartja megvitatni az eurócsatlakozás jövőjét, az eurócsatlakozás menetrendjéről (időpont, árfolyamszint-rögzítés) egyértelmű útmutatást szükséges adni a vállalatoknak, ami horgonyként szolgálna az elkövetkező években. Egy ilyen eurócsatlakozási menetrend megalkotása a kormány és a jegybank közös feladata lenne. A költségvetési politika kapcsán kiemelte, hogy az európai uniós forrásokat a kis- és középvállalkozások termelékenységének javítására szükséges fordítani, ami a kockázati felár csökkenéséhez is vezethet, ez pedig növelhetné középtávon a költségvetési politika mozgásterét. Végül hangsúlyozta, hogy a magyar emberi tőke fejlesztésére szükség van, mivel Magyarország nyersanyagban és energiában szegény ország, ezért hosszú távon érdemes nagyságrendekkel többet költeni az oktatásra, egészségügyre.

Suppan Gergely zárszavában az innováció kapcsán hangsúlyozta, hogy célszerű az emberi tőke fejlesztésével az egyetemi ökoszisztéma kiépítését összekapcsolni, ezt a munkát a kormány már elkezdte. A források biztosítása mellett kiemelten fontos a vállalkozói szellem és a kockázatvállalási attitűd fejlesztése is a magyar oktatási rendszerben. Ennek egyik módja lenne a Magyar Kereskedelmi és Ipar-kamara rendezvényein egy-egy nemzetközi szinten is sikeres vállalkozónak mint példaképnek a bemutatása.

Halmai Péter zárszavában hangsúlyozta, hogy konszenzus van abban, hogy a világ-gazdaságban és a magyar gazdaságban is lehetnek jelenleg stagflációs kockázatok, és abban is egyetértés van, hogy a világkereskedelmi fragmentáció elmélyülése beláthatatlan veszélyekkel járhat egy olyan kis, nyitott gazdaság számára, mint amilyen a magyar gazdaság.

Hivatkozások

- ANIL, A.–MULAS-GRANADOS, C.–MYLONAS, V.–RATNOVSKI, L.–ZHAO, W. [2023]: One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts. IMF Working Paper, szeptember 15. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/09/13/One-Hundred-Inflation-Shocks-Seven-Stylized-Facts-539159>.
- BALATONI ANDRÁS [2018]: Az infláció változó természete – A válság előtti makromodellek esete a tényekkel. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, <https://www.mnb.hu/letoltes/balatoni-andras-az-inflacio-valtozo-termeszete-i-mnb-honlapra.pdf>.

- BORIO, C.–LOMBARDI, M. J.–YETMAN, J.–ZAKRAJSEK, E. [2024]: The two-regime view of inflation. BIS Paper, No. 133. <https://econpapers.repec.org/bookchap/bisbisbps/133.htm>.
- DRAGHI, M. [2024]: The Draghi report on EU competitiveness. The Future of European Competitiveness – A Competitiveness Strategy for Europe. European Commission, Brüsszel, <https://www.epr.eu/draghi-report-the-future-of-european-competitiveness-a-competitiveness-strategy-for-europe/>.
- LETTA, E. [2024]: Much More than a Market – Speed, Security, Solidarity. Report on the Future of the Single Market. European Council, Brüsszel, április. https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf?utm_source=chatgpt.com.
- MNB [2024a]: Termelékenységi jelentés, 2024. december. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/termelekenysegi-jelentes/termelekenysegi-jelentes-2024-december>.
- MNB [2024b]: A hazai élelmiszerárinfláció mögött meghúzódó tényezők. MNB Mélyelemzések. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-melyelemzes-a-hazai-elelmiszerinflacio-mogott-meghuzodo-tenyezok.pdf>.
- MNB [2025]: Inflációs jelentés, 2025. június, 6.1. alfejezet. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, <https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-25.pdf>.
- SOLOW, R. [1987]: We'd Better Watch Out. The New York Times Book Review, július 12. 36. o. <http://digamo.free.fr/solow87.pdf>.

Laczkó Tihamér