

## FOLYAMATOS LEMARADÁS, VAGY FELZÁRKÓZÁS?

A MAGYAR GAZDASÁG TELJESÍTMÉNYE NEMZETKÖZI ÖSSZEHASONLÍTÁSBAN

*A hazai gazdaság teljesítményében a világgazdasági válságot (2007–2008) követő periódusban sem látszik fordulat. A 2001-óta tartó elkanyarodás és leszakadás folytatódik, annak ellenére, hogy a fejlett nyugat-európai országok elérték a mélypontot, és kezdenek kilábalni. A magyar gazdaság elmúlt négy éves teljesítménye – a nagyon szükséges és látványos külső egyensúlyjavulást kivéve – mind önmagában, mind a régiót tekintve gyenge-közepes. Lemaradásunk tovább tart, miközben a belső pénzügyi egyensúly legfeljebb 2008 nyarának szintjén alakul. Az államadósság mértéke azonban – a kötelező magánnyugdíj felszámolása okán – erősen romlott is. A fogyasztás, a reáljövedelem, az életszínvonal stagnált. A beruházás jelentősen csökkent és a régióban a legalacsonyabb. Így a foglalkoztatás a versenyszférában alig változott. A közfoglalkoztatás és a külföldi munkavállalás növekedése az, ami mérsékelte a munkanélküliséget. Ez a szerény makroteljesítmény (négy év alatt 2 százalékos növekedés) a kormányzati várakozásokat vissza nem igazoló, a beruházói és a fogyasztói bizalmat erodáló fiskális politika következménye. Ezt csak tovább fokozta a már több mint egy évtizede inkonzisztens fiskális/monetáris politikai keverék. Az ellentmondásokat a jövőben csak erősíti a meglepő dezinfláció. Ez részben az egyébként voluntarista rezsicsökkentés nem szándékolt mellékhatása. Ennek hatása az adósságszolgálat reálterheinek megugrása, illetve a reálnyugdíjak nem feltétlenül fenntartható növekedése.*

### A VILÁGGAZDASÁGI KÖRNYEZET

A 2007–2008-ban kirobbant világméretű gazdasági, pénzügyi és bankválság kétségtelenül a legmélyebb és a leghosszabb a nagy gazdasági világválság (1929–33) óta. A válság eszkalálódásának idején, 2008 őszén és ma is úgy vélem – ellentétben számos hazai és külföldi sugallattal –, hogy ez a folyamat *nem a kapitalizmus mint olyan válsága*. Közhely, hogy a magántulajdonon és a piaci versenyen alapuló gazdaság inherens sajátja a ciklikus, válságról-válságra történő fejlődés. Nincs ez másképp a pénzügyi válságok esetében sem.<sup>1</sup> Nem a piaci verseny és a magántulajdon dominanciáján épülő modern kapitalizmus haláltáncát láthatjuk, de kétségkívül a fundamentalista, a határokat alig ismerő, a versenybe vastagon beavatkozó, de nem ésszerűen szabályozó, a piac szinte határtalan önkorrektívójában hívó változat válsága rajzolódott ki. Öt-hat év elteltével talán leszögezhető, hogy nem a „nyugat alkotmányát” éljük át, hanem csupán *egy szélsőséges és fundamentalista változat* súlyos és fájdalmas kudarcát.

A tanulmány a TÁMOP-4.2.2.B-10/1-2010-0023 projekt keretében kapott támogatással jelenik meg.

<sup>1</sup> Tömör összefoglalást ad a fontosabb pénzügyi válságok mély reformokat eredményező hatásáról az *Economist* 2014. április 12-i számának melléklete: *Essay on Financial Crises: The Slumps that Shaped Modern Finance*

Mára kezdenek körvonalazódni a kibontakozás folyamatai. A fennmaradt kockázatok azonban nem lebecsülhető terhet jelentenek a jövő számára. Az egyelőre gyenge növekedés, a sokszor rendkívül magas külső és belső adósságszint, a defláció veszélye, a jövedelemolló drámai szétnyílása, a szükségesnél kisebb előrelépés a gazdaságpolitikák globális és lokális összehangolásában, s talán a legfontosabb: a példátlanul magas munkanélküliség csökkentése *súlyos kihívást* jelent. Mindezek ellenére a válságra adott pragmatikus, a keynesi és a monetarista keveréket bátran felhasználó, elsősorban a pénz-, a tőke- és a bankpiacok működésébe számos ponton ésszerűen beavatkozó állam érzékelhetően eredményesnek tűnik. De ez az eredmény – amely egyelőre törekeny és nem eléggé robusztus – sem jöhetett volna létre a világgazdaság legfontosabb szereplői, kormányok és nemzetközi intézmények súrlódásmentesnek aligha nevezhető, de mégis koordinált cselekvése nélkül. A válságkezelésben a gyakorlat és az elmélet terén is a *legtovább az angolszász országok* – elsősorban az USA – *jutottak*. Bátor, rövid és középtávú fiskális lazítással, a hosszabb – öt-hat éven túli – költségvetési fenntarthatóságra koncentrálván, strukturális reformokat is véghezvittek. Ezzel és a monetáris politikában megvalósított, nem konvencionális eszközök bevetésével tabukat döntöttek le. Ilyen az ultralaza monetáris politika, ami csak első látásra tűnik annak. A hosszú ideje zéró irányadó kamat, a mennyiségi lazítás, a *forward guidance* piaci viselkedést-magatartást-várakozást befolyásoló eszközével csak éppen a pénzmultiplikátor összeomlásából eredő, beláthatatlan következményekkel járó pénztömeg-összehúzódást, és az ebből adódó *credit crunch*-ot (hitelzuhanást) akadályozta meg a FED. A FED mérlege a GDP-ben több mint háromszorosára nőtt, vagyis a jegybankpénz példátlan expanziója mellett a széles értelemben vett pénzmennyiség, az M3 lényegében stagnált. Nem meglepő, hogy ezek után a hitelállomány sem növekedett. Vagyis az ultralaza politika a végeredmény szempontjából legfeljebb neutrálisnak tekinthető, ami elkerülhetővé tette a deflációt.

A makropolitikák – a költségvetési, a jövedelem- és a monetáris politika – bátor összehangolása pedig elejét vette az 1929–1933-as válsághoz hasonló drámai visszaesésnek. A mérlegalkalmazkodás elkerülhetetlen és sokszor fájdalmas folyamat – leginkább az USA szintjén – merészen és koordináltan hajtották végre. A nulla körüli reálkamat környezetében, nem megrettenve a költségvetési hiány rövid távú megugrásától, a nélkülözhetetlen és felelős fiskális kiigazítást közép- és hosszú távra tolták. Nem ijedtek meg az ilyen válságban elkerülhetetlenül megugró költségvetési hiány de facto monetizálásától sem. A végső kereslet átmeneti összeomlása, a pénzügyi (bankközi) fizetési rendszer összeroppanása, költségvetési és ezzel összehangolt monetáris lazítás hiányában olyan deflációt okozott volna, ami még mélyebb visszaesést, még elviselhetlenebb munkanélküliséget eredményezett volna.

A mérlegek kiigazítását szigorúan egymásra építve, időben egyeztetve hajtották, hajtják végre. Először – ellentétben az európai gyakorlattal – szembenéztek a bankrendszer súlyos helyzetével és ezzel párhuzamosan a háztartások és külső mérleg helyreállítását helyezték előtérbe. A külső egyensúlyhiány lefaragása még a kulcs- és tartalékvalutával rendelkező USA számára is alapvető jelentőségű, noha nyilván jóval nagyobb a gazdaságpolitikai mozgástere egy zárt, nagy és kulcsvalutával rendelkező országnak, mint egy kicsi és nyitott gazdaságnak.

Az államháztartás rövid távú kiigazítását halasztva, közép- és hosszú távú fenntarthatóságának megalapozására törekedve, a növekedés beindítására összpontosított az amerikai gazdaságpolitika. Így a mérlegalkalmazkodás, valamint a túlzott eladósodás (külső és belső, állam és háztartás) megakadályozása, a *hitelleépítés* (deleveraging) folyamata legalább az USA-n belül megfelelően összehangolódott. A külső deficit leépítése, a lakossági eladósodás mérséklése, a háztartások pénzügyi megtakarításának emelkedése, a bankok mérlegének helyreállítása kapott elsőként prioritást. A növekedés beindulása pedig kinyitotta a lehetőséget – a strukturális reformok hosszú távon fiskális stabilizáló és várakozásokat lehorgonyzó szerepe mellett – a költségvetés növekvő hiányának gyors mérséklésére. (A 2008–2011 között évi átlag 10 százalékos GDP-arányos deficit erre az évre már csak 3–3,5 százalék közé várható.)

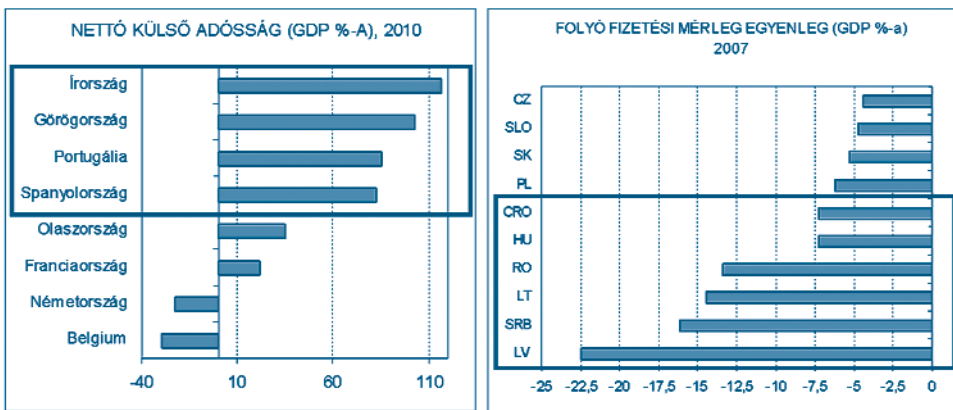
Az Európai Gazdasági és Monetáris Unióba tömörült országok – ha lassan, vitáktól terheltten és sokszor vonakodva is – de a válság nyomasztó hatása alatt végül is többé-kevésbé beálltak a sorba. Az ECB 2011–2012 után olyan új monetáris politikai eszköztárat alkalmazott, vagy legalább a lehetőségét megnyitotta (Outright Monetary Transactions – OMT), ami fordulatot hozott a válságkezelésben. A fiskális koordináció terén Európa még mindig vaskalapos, sokszor az események, a valóság után kullog. Olyan, új fiskális szabályokat fogadtak el, amelyek szigorúbbak s ha lehet még életidegenebbek a korábbiaknál. De azért – különösen, ahol a program megközelítése pragmatikusabb volt, pl. Írországbán – már itt is látszanak a változás első jelei.

De Európa, a monetáris unió meglehetősen sok időt vesztett. Akiket a válság a legmélyebben sújtott, azokat ugyanolyan (ortodox) eszközökkel kezelték, mint a stabil fundamentumokkal bíró országokat. Ha a mérlegalkalmazkodás, a deleveraging folyamata minden országban, minden szektorban (lakosság, államháztartás, gazdasági, bank- pénzügyi és főleg a külső számlákban) szimmetrikusan megy végbe, az a legjobb orvossága az elhúzódó, elmélyülő gazdasági és pénzügyi válságnak. Az Unió és kiváltképp a monetáris unió kezdettől fogva rövid távú fiskális kiigazítást, és a fiskális szabályok egyoldalú – egyébként nem életszerű és szakmailag is hibás – szigorítását helyezte előtérbe. Görögországot leszámítva a válság által leginkább sújtott országok messze nem egyszerűen a 2008 előtt folytatott felelőtlen fiskális politikájuk miatt kerültek súlyos helyzetbe.

Egyébként Írország és Spanyolország [Ahearn et al., 2008] a felszínen példás fiskális politikát folytatott. (A folyó költségvetésük évekig szufficites volt, míg a GDP-arányos államadósság 12 százalékon, illetve 36 százalékon állt.) Az igazi súlyos problémát – mint az esetek nagy többségében – ezen országok drámai folyófizetésimérleg-hiánya és/vagy nagyarányú felhalmozott külföldi adósságállománya jelentette (1. ábra).

Az általános ok a makroszintű megtakarítás/beruházás ráta tartós megbomlása, ami ezúttal az esetek többségében a magánszektor fenntarthatatlan eladósodására, és nem elsősorban az állam túlköltésére vezethető vissza [Giavazzi–Spaventa, 2010]. Vagyis a kiigazítás középpontjába – a görög eset, az ikerdeficit kivételével – a külső egyensúly helyreállítását, annak fenntarthatóságát kellett volna állítani. De nemcsak a megengedhetetlen külső és belső deficitek lefaragásával, a versenyképesség helyreállításával, a strukturális reformok bevezetésével a déli országokban,

hanem az ugyancsak káros, óriási szufficitek leépítésével az ún. *északi országokban* (Németország, Hollandia, Ausztria, Svédország). Aszimmetrikus alkalmazkodás hiányában az elkerülhetetlen kiigazítás az eurózónán belül, az Európai Unión belül, de globálisan is csak az egyébként is fájdalmas, az elkerülhetetlennél is magasabb áldozatok mellett valósulhat meg. Ha a mérlegalkalmazkodásban a külső kereslet változása, a déli államok szempontjából növelése elmarad, akkor csak lefelé, vagyis a visszaesés, a munkanélküliség fokozott növekedése, a költségvetési multiplikátor negatív értékének még erőteljesebb növekedése mellett mehet végbe a kiigazítás. Ez elhúzódó válságot – társadalmi és gazdasági egyaránt – vált ki egyfelől és nagyon hosszán elhúzódó felzárkózást másfelől.



Forrás: Eurostat, IMF

### 1. ábra: A válság nagy tanulsága: a külső egyensúly az igazi korlát

Végül, különösen 2012 után az ECB politikájában bekövetkező áttörés – az LTRO (Long-Term Refinancing Operation), az OMT, a kamatcsökkentés, a forward guidance és ezek révén az azóta is sokat vitatott de facto költségvetési hiány közvetett monetizálása, a bankunió végre elinduló kiépítése, de mindenekelőtt az ECB végső hitelezői funkciójának helyreállítása – stabilizálta a helyzetet. Az eurózóna felbomlásáról szerencsére egyre kevesebbet értekeznek. Annál inkább arról, hogy mit tegyenek a deflációs veszéllyel. A defláció, vagy 0 közeli infláció mellett is még nagyon magas pozitív reálkamatszint (2–4 százalék) visszaveti a keresletet, a beruházást, nehezíti az annyira szükséges bér- és áralkalmazkodást, s nem utolsó sorban megemeli a hatalmas adósságok reálköltségeit. Ez utóbbi, különösen igen gyenge növekedési környezetben hólabdahatáshoz, végső esetben újabb pénzügyi krízishez vezethet. Ennek elkerülése érdekében is alapvető jelentőségű az, hogy az ECB az új vezetésével bátran nyúlt és remélhetően fog is nyúlni a nem konvencionális eszközök meggyőző alkalmazásához.

Összességében a fejlett világ, a fejlett demokráciák és jóléti piacgazdaságok növekedése megindult – az USA növekedése már két-három éve 2,5–3 százalékos körüli –, míg Európa mostanában kezd elmozdulni az évi 1,5–2 százalékos növekedés felé. Már Spanyolország, Portugália, sőt talán Görögország is – úgy tűnik – elér-

te vagy/és túljutott a mélyponton, noha még nagyon keserves az út a konszolidáció eléréséig. Ez igaz mindenekelőtt a szörnyű munkanélküliségre, de a felhalmozott adósságra is.

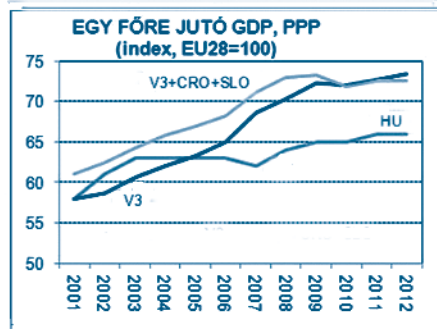
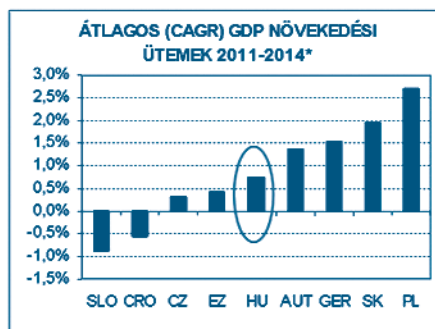
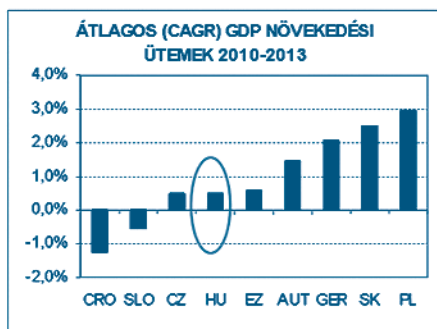
A feltörekvő országok nagy része lényegesen kisebb áldozatokra kényszerült a válság első éveiben. A növekedés ugyan átmenetileg lassult, de a fejlett világból szemlélve irigylésre méltó volt. Ebből nem kevesen arra következtettek, hogy a fél-demokráciák, a jóléti elemeket alig-alig alkalmazó és sokszor demokráciadeficitesek országok válnak világgazdasági lokomotívvá. Roppant fontos és jelentőségét tekintve hosszú távon is meghatározó, kiegyensúlyozó funkciójuk van ezeknek az országoknak a világgazdaságban. A Nyugat kibontakozó stabilizálódásának fényében, és a feltörekvő országok belső, szerkezeti problémáinak, az új növekedési modell keresésének tükrében azonban aligha állítható, hogy a közeli jövőben átvennék a fejlett országok szerepét. A vezető feltörekvő országok válság előtti évi átlagos 8 százalékos növekedése napjainkra 4 százalékra mérséklődött. A még mindig imponáló, de 10,5 százalékról 7 százalékra lassuló kínai növekedés és a mögötte meghúzódo egyensúlytalanság – például a pénzügyi szektorban, vagy az önkormányzatoknál és az állami vállalatoknál – miatt, a többi ország esetében pedig a növekvő fizetésimérleg-hiányok, vagy/és a végtelenül laza amerikai monetáris politika kezdődő szigorítása miatt kialakuló feszültségek következtében (pl. Brazília, Törökország, Indonézia, Dél-Afrika esetében), vagy a palagáz által leértékelődő, zsarolási potenciáljukat jelentősen elveszítő országok, pl. Oroszország (az ukrán válság egyelőre be nem látható hatását nem is említve) vagy a Közel-Kelet számos olajtermelője, messze nem lebecsülendő *növekedési stratégiai problémák* elé kerülnek. Úgy tűnik, hogy a világgazdasági erőviszonyok persze folyamatosan módosulnak, de túl korai volna a fejlett országokat leírni.

## MAGYARORSZÁG A VÁLSÁGBAN

Ebben a környezetben nekünk, magyaroknak a válsággal terhelt elmúlt hat-hét évben, de azt megelőzően sem sikerült helyzetünket javítani, de sajnos még stabilizálni sem a nemzetközi rangsorban. A 2001-ben bekövetkező első, majd a 2006 és 2010 után tapasztalt változások sem térítették le a magyar gazdaságot a leszakadás pályájáról. Az 1995–1999 között kibontakozó fenntartható, regionálisan is a leggyorsabbak közé tartozó export-, beruházás- (külföldi tőke támogatta) növekedést felváltotta a költségvetési kiadásokon és a fogyasztás fenntarthatatlan növekedésén alapuló modell. Ugyan 2006 nyarát követően a költségvetés drasztikusan kiigazított, visszafogott, de a fiskális politikával teljességgel összehangolatlan ortodox és hibás monetáris politika tovább gyengítette a magyar gazdaság ellenálló, illetve soktűrő képességét. Az infláció voluntarista lassításával, a monetáris kondíciók szigorításával, egyoldalú kamatemelésekkel és az árfolyamnak a versenyképességet egyáltalán nem tükröző emelkedésének elősegítésével a jegybank – szándékai ellenére – fűtötte a belföldi keresletet. A költségvetés még mindig jelentős hiánya egyfelől, a hibás monetáris politika másfelől, párosulva mind a jegybank, mind a bankfelügyelet szabályozási gyengeségével, valamint a kereskedelmi bankok üzletpolitikai hibáival, a hitelek (elsősorban a devizahitelek) fenntarthatatlan gyors növekedését, és így az

ország külföldi bruttó és (valamivel kevésbé) a nettó eladósodásának ugrásszerű növekedését eredményezte. Ezért, valamint az ugyancsak hibásan, szándékosan alacsonyan tartott és összetételében is elhibázott devizatartalék-szint [Frankel–Saravolos, 2010], illetve a 2006 előtti évek felelőtlen költségvetési politikája miatt a magyar gazdaságpolitika egyáltalán nem volt abban a helyzetben, hogy mérsékelni tudja a világgazdasági válság szörnyű hatásait.

A 2008-as válság kirobbanását követően is, lényegében végig koordinálatlan maradt a fiskális és monetáris politika. A 2006-ot követő, mennyiségileg elégséges fiskális kiigazítás után sem tett igazán kísérletet a monetáris politika arra, hogy az IMF és az EU hiteleinek támogatásával megemelkedett devizatartalékok birtokában tompítani próbálja a válság mélységét. Erre akkor sem került sor, amikor a válság hatására fájdalmasan visszaeső beruházás és fogyasztás nyomán a külső egyensúly látványosan javult. Lényegében 2013-ig ellenállt minden olyan javaslatnak, amely érdemben ugyan meg nem fordíthatta, de mérsékelhette volna a hitelek, elsősorban a beruházási hitelek visszaesését. De sajnos, ahogy következőkben látni lehet, a 2010 utáni gazdaságpolitika sem tudta megtörni a 2001 után elkezdődött lemaradási folyamatot (2. ábra).



**Átlagos növekedés: közepesnél gyengébb**

**Nem elégséges a leszakadás megállításához**

Forrás: statisztikai hivatalok, Európai Bizottság, IMF

2. ábra: Magyar gazdaság 2001–2014

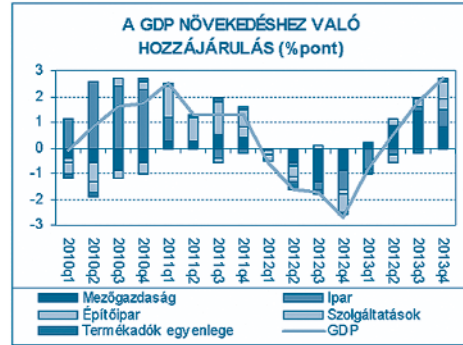
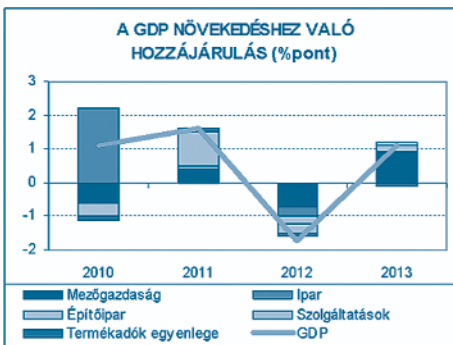
A beruházások, a hitelek, a reálkeresetek, a foglalkoztatás kedvezőtlen alakulását 2010 után nem egyszerűen csak a gazdaságpolitika koordinálatlansága okozta. A gazdaságpolitika egészének tévelygései és a hitelesség erodálása játszotta a főszerepet. Miközben az ún. fundamentumok egy része, a fizetési mérleg egyensúlya, a

költségvetés egyenlege (nem az államadósság egésze) pedig 2006 nyarától erőteljesen javult, a beruházói (bel- és külföldi) és a fogyasztói bizalom nem állt helyre. Ezért az elmúlt három év növekedési, foglalkoztatási szintje – elsősorban a magán-szektoré – nemcsak a vágyainktól, vagy a kormány 2010–2011-es céljaitól (ami minimum évi 3 százalékos növekedést irányzott elő), de a V4-ekétől is elmaradt.

Elsősorban és főként arra szeretnék összpontosítani, hogy az elmúlt 3–4 évben a magyar gazdaság milyen fokon, milyen mértékben tért el a körülöttünk lévő ország-csoport teljesítményétől, vagy mennyiben hasonult ahhoz, illetve ennek kapcsán levonhatóak-e bizonyos következtetések a gazdaságpolitika irányára vonatkozóan.

## NÖVEKEDÉSFORDULAT?

Úgy tűnik, hogy a magyar gazdaság egy főre jutó teljesítményével jellemezhető felzárkózás, vagy leszakadás az elmúlt években érdemi változást nem mutat. A magyar gazdaság a 2000-es évek eleje, 2003–2004-óta egy olyan pályára állt, amelyen a körülöttünk lévő országcsoportéhoz képest jelentősen romlott a versenyképessége. Érzékelhetően leszakadtunk ezektől az országoktól, és 2010-et követően sem sikerült ezt a pályát módosítani. A magyar gazdaság 2010 és 2013 közötti átlagos növekedési teljesítménye finoman szólva sem kiugró. Csupán két ország van a régióban – Horvátország és Szlovénia – amely lényegesen gyengébben teljesített, a többiek valamennyien számottevően, érzékelhetően jobb eredményt képesek felmutatni.



2013

**Mezőgazdaság: alacsony bázis, jó időjárási viszonyok**  
**Építőipar: állami beruházások, EU-pénzek**  
**Ipar: fokozatos élénkülés (autóipar meghatározó)**

**2010-2014: négy év alatt szumma 2,1%-os reálnövekedés mezőgazdasággal és anélkül is (évi ~0,5%)**

	2010-2013	2011-2013	2012-2013
GDP	2,10%	1%	-0,60%
GDP mezőg. nélkül	2,10%	0,40%	-0,80%

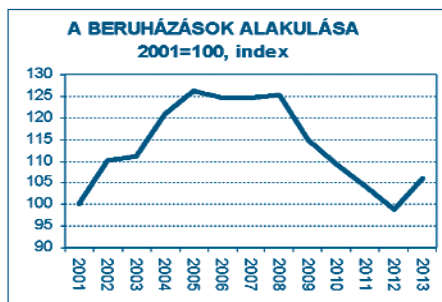
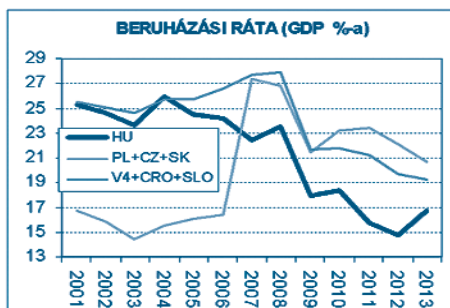
Forrás: KSH

3. ábra: Köszönjük a jó időnek...

Vajon bekövetkezett-e az elmúlt másfél évben valamilyen fordulat a magyar gazdaság növekedésében? A rövid válasz az, hogy nem. 2012–2013-ban Magyarország összesített növekedési üteme negatív, a két évet együtt vizsgálva a gazdaság zsugorodott. Ha a 2013-as növekedési adatot korrigáljuk a mezőgazdasággal, akkor minimális bővülés, stagnálás figyelhető meg. A tavalyi évben a magyar gazdaság mezőgazdaság nélkül körülbelül 0,2–0,3 százalékkal növekedett, ezt a legjobb indulattal sem lehet robusztusnak nevezni. Ami a 2014-es várható ütemet illeti, az remélhetőleg a 2 százalékot meghaladja majd. Ebben több tényező, többek között a bázishatás, a javuló európai és világ gazdasági környezet, a váratlan – és nem veszélytelen –, a céloktól jelentősen elmaradó dezinfláció és az ennek, illetve a választásoknak „köszönhető” reálbér- és reálnyugdíj-emelkedés keresletet ösztönző hatása található meg. Vagyis a hosszabb távú fenntarthatósága legalábbis nem garantált.

A felhasználás oldaláról 2003–2010 óta lényegében csak az export járult hozzá a szerény növekedéshez. A teljes időszak (2001–2013) növekedési üteme nem haladja meg az évi 0,5 százalékot, s az idei ütem sem lesz kiugró, bár talán már a fogyasztás és a beruházás is érzékelhetően hozzátesz a növekedéshez. Ezzel együtt a régióban Lengyelország 3 százalékos, Szlovákia 2,5 százalékos, Csehország 2,7 százalékos, Románia 3,5 százalékos növekedése valószínűleg meghaladja a miénket, míg Horvátország és Szlovénia továbbra is botladozik.

A gazdaság jövője, a növekedés szempontjából különösen fontos a beruházások alakulása (4. ábra). Itt 2013-ban valóban örvendetes változás következett be: sok év visszaesése után végre növekedést mutattak a statisztikák. Ugyanakkor régiós összehasonlításban a magyar beruházási ráta messze a legalacsonyabb. Nagyon fontos azt figyelembe venni, hogy 2012-ben a 2001-es szint alá került a beruházások volumene, tavaly (2013-ban) is csak nagyon szerény mértékben mozdult el erről a szintről.



**Nettó beruházások negatív tartományban  
A gazdaságban termelőkapacítások épülnek le**

**Beruházások (reálértelenben)**

<b>2001-2012:</b>	<b>-1,2%</b>
<b>2007-2012:</b>	<b>-25,1%</b>
<b>2010-2013:</b>	<b>-3%</b>

Forrás: KSH, IMF, Eurostat

4. ábra: Négyévnvi folyamatos csökkenés a beruházásokban

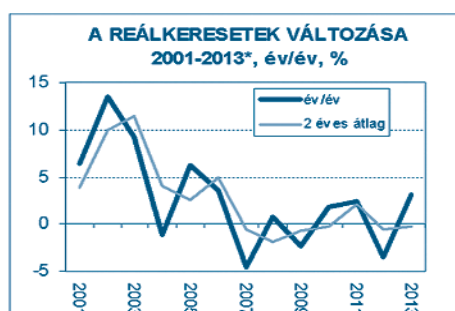
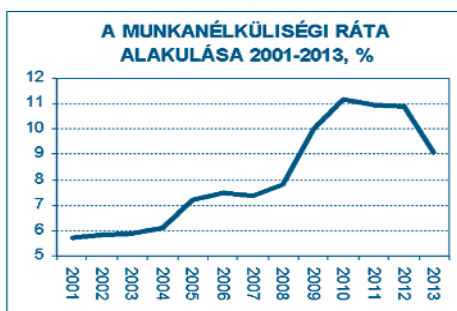


A beruházások a GDP-ben mérve 16–17 százalékon állnak. Ez nagyjából megfelel az amortizáció, a pótlás szintjének. Tavaly talán egy picivel a pótlás fölött alakultak a beruházások, ahhoz azonban, hogy bármilyen számottevő növekedés legyen ebben az országban, legalább 22–24 százalékos felhalmozási rátára lenne szükség. Ettől jócskán elmaradunk. Különösen kritikus a magánberuházások alakulása: a versenyszféra beruházásai sok-sok éve alacsony szinten stagnálnak, ebben a szektorban semmilyen érdemi növekedés egyelőre nem mutatkozik.

Ezt a képet tovább erősíti a *külföldi tőkebeáramlás* [Portfolio.hu, 2014]. A felszínen az FDI-számok nem látszanak kedvezőtlennek. Sőt, 2012-ben egyenesen szenzációs, 11 milliárd eurós tőkebeáramlást jegyez a statisztika. A tőkebeáramlás ugyan kissé volatilis, a nyers számok 2011-ben 4,1, 2012-ben 11, 2013-ban 2,3 milliárd eurót mutatnak. A Portfolio.hu igen alapos elemzése kimutatta: a válság előtt az FDI-beáramlás évi 2–3 milliárd euró körül mozgott, míg a válság után a 2012-es 2,4 milliárd eurót kivéve évi 0,4–0,6 milliárd euróra esett vissza. A nettó FDI-t tekintve – vagyis ha a magyarok külföldi befektetéseit is figyelembe vesszük – 2000–2008 között átlagban évi nettó 2–2,4 milliárd euró érkezett hozzánk, míg 2009–2013 között átlagosan évente 0,1 milliárd euró. Vagyis megszűnt, elenyészett Magyarország FDI-t vonzó képessége. Ez teljes összhangban van – sajnos – a beruházások, elsősorban a magánberuházások alacsony, a hosszú távú növekedést fékező szintjével.

## FOGLALKOZTATÁS ÉS REÁLKERESÉT

Ha a reálkeresetek, illetve a munkanélküliség alakulását vizsgáljuk, akkor az látszik (5. ábra), hogy a munkanélküliségi ráta kétségtől jelentős és szignifikáns javulást mutat 2010-hez viszonyítva.



**Reálkeresetek**

2001-2012:	+27,6%
2007-2012:	-0,9%
2010-2013:	+1,9%

**Háztartások végső fogyasztása**

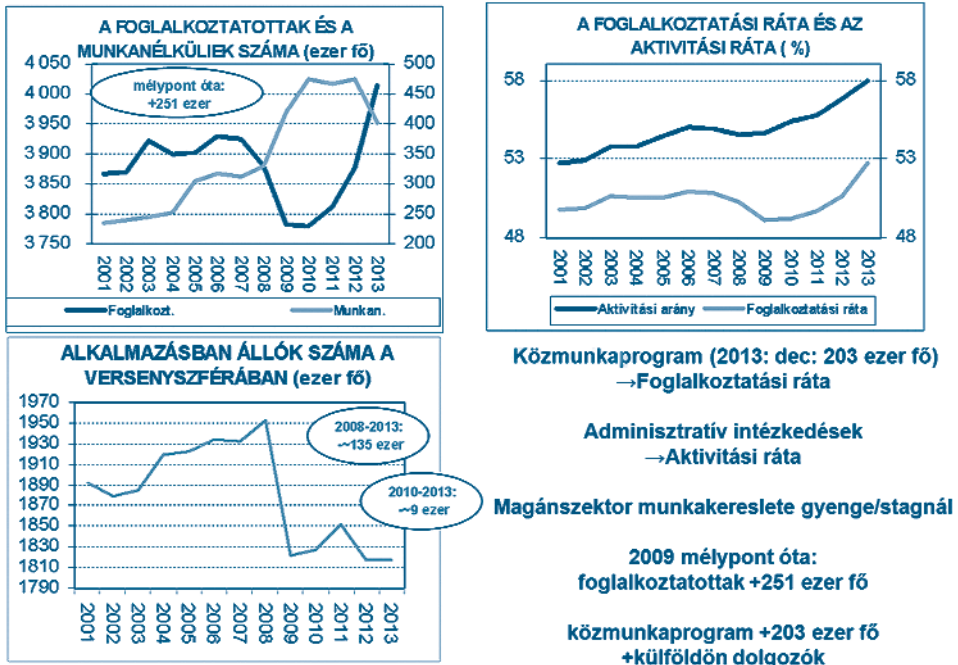
2001-2012:	+10,1%
2007-2012:	-10,3%
2010-2013:	-5%

**2013: újra emelkedő reálkeresetek, csökkenő munkanélküliségi ráta (okok!)  
Fogyasztás: csak stabilizáció**

Forrás: KSH

5. ábra: Csökkenő, de magas munkanélküliség, stabilizálódó reálkeresetek

A javulás alapvetően két tényezőnek tudható be (6. ábra).



Forrás: KSH

6. ábra: Munkaerőpiac: a magánszektor munkakereslete gyenge

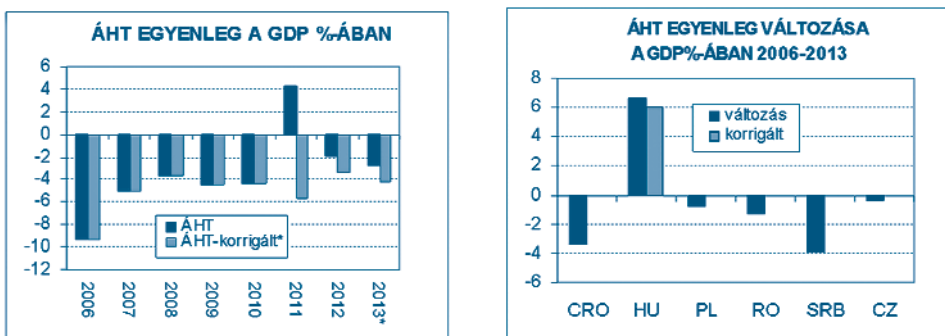
Egyrészt a közfoglalkoztatás erőteljes növekedése, másrészt a külföldön munkát vállaló, de magyarországi regisztrációval rendelkező munkavállalók száma emelkedett érzékelhetően. Ez önmagában akár kedvező is lehetne. A magánszektorban foglalkoztatottak száma azonban 2010 és 2013 között stagnált, az elmúlt fél évben pedig 2-3 százalékkal nőtt. Így ezek a szerény foglalkoztatási számok is összhangban vannak a gazdaság egészének teljesítményével. Évi átlag 0,5 százalékos GDP-növekedés mellett csak akkor nőhetne a versenyszférában jelentősen a foglalkoztatás, ha a termelékenység romlana. De erről nyilván nincs szó.

Nagyon fontos, hogy a reálkeresetek is stagnáltak az elmúlt években, négy év alatt kevesebb, mint 2 százalékkal emelkedtek, miközben a háztartások végső fogyasztása ugyanebben az időszakban 5 százalékkal mérséklődött. Ebben nyilván szerepet játszik a devizahitelek törlesztése, ahol az árfolyamhatás miatt egyre nagyobb terhet hárult a törlesztés okán a családokra.

## EGYENSÚLY – ÁLLAMHÁZTARTÁS – DEFICIT

Az államháztartást vizsgálva is hasonló kép bontakozik ki, mint az előzőekben. Első ránézésre, akár a növekedés, a foglalkoztatás, a munkanélküliség vagy éppen a tőkebeáramlás esetében a kép nem is tűnik rossznak. A politikai marketing erősen

támaszkodik is ezekre. A valóság azonban a marketinggel szemben az, hogy nem következett be áttörés, vagy stabilizálódás az államháztartásban a 2008–2010-es időszakhoz képest (7. ábra).



Valójában:

**2011: jelentős fiskális stimulus (~ 2%)  
eredmény nélkül**

**2012: kiigazítás (-1,8%)**

**2013: semleges**

**Fenntarthatóság?**

Forrás: Eurostat, IMF, MNB

\*MNYP és egyéb egyszeri hatásokkal korrigálva

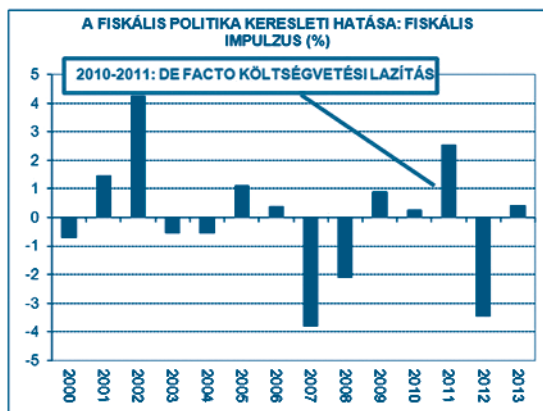
**7. ábra: 2006-tól megtorpanással, de javuló belső pénzügyi egyensúlyi pozíció**

A mért államadósság szintje ugyanúgy nagyjából a nemzeti össztermék 80–81 százalékán áll, mint négy évvel ezelőtt, s a folyó államháztartási egyensúlyban sem következett be semmiféle javulás 2008<sup>2</sup> óta. Ha az államháztartás hiányát tekintjük, különösen a korrigált hiány a GDP 4 százaléka körül ingadozik. A korrekcióra azért van szükség, hogy almát az almával, és ne almát a körtével hasonlítsunk össze, vagyis úgy elemezzük az államháztartás egyensúlyát, hogy figyelembe vesszük a kötelező nyugdíjpénztár felszámolásának a hatását. Az a pénz, amit korábban a kötelező magánpénztárakba fizettek a tagok, az természetesen, amikor megszűnik a magánpénztári rendszer, akkor a magánpénztárakból a központi költségvetés irányába, a nyugdíjalapok felé veszi útját. Ennek következtében a lakosság nettó pozíciója változatlan marad. Teljesen mindegy az egyén részéről, hogy ő a magánpénztárba, vagy a központi költségvetés nyugdíjkasszájába fizeti be a hozzájárulását, a

<sup>2</sup> Az év végére „előállított” számok feleslegesen gyengítik az adatszolgáltatás hitelességét. A 2013. december 31-ei 79,2 százalékos adósság/GDP ráta éppen annyira irreleváns, mint a 2014. március végi 84 százalékos. Legfeljebb éves átlagokat szabadna egymással összehasonlítani, ezzel mérsékelve a manipuláció lehetőségét.

nettó pénzügyi (megtakarítói) pozíciója változatlan marad. Az államháztartás pozíciója azonban látszólag javul. Azért látszólag (a periódus első felében van javulás a kamatok miatt), mert némiképp leegyszerűsítve az államnak a jövőre vonatkozó nyugdíj-kifizetési kötelezettségei megugranak. Ennek következtében az államnak a feltételes kötelezettségvállalása jelentősen megemelkedik. Nos, ha ezt a kiigazítást megtesszük, kiderül, hogy az elmúlt négy évben semmilyen javulás az államháztartás folyó pozíciójában nem következett be. (Ezzel szemben az államadósság teljes összege markánsan megnőtt.) Az államháztartás folyó hiánya 2011-ben lényegesen megemelkedett, amit a magánnyugdíj-pénztárból visszacsatornázott megtakarítások elfedtek. Ennek következtében nem lehetett közvetlenül észrevenni, hogy az államháztartás hiánya 2011-ben a megelőző év 4 százalékos szintjéről nagyjából a GDP 6 százalékra ugrott.

Ugyanakkor tény, hogy a magyar államháztartási pozíció lényegesen jobban javult, mint a környező országoké, ami mindenképpen kedvező tendencia. A változás és a javulás 2006 után következik be. Azonban volt honnan javulni, hiszen 2006-ra a fiskális politika eredményeképpen az államháztartás helyzete fenntarthatatlanná vált. Ez egyben azt is jelenti, hogy a magyar gazdaságpolitikának és ezen belül a fiskális politikának egyáltalán nem volt lehetősége arra, hogy 2009 után a válság súlyos hatásait mérsékelje. Akkor a folyó fizetésimérleg-hiánytól, akkora felhalmozott államháztartási hiánytól és adósságállománytól indultunk el, hogy anticiklikus költségvetési politika működtetésére egyáltalán nem volt lehetőség 2009–2010 folyamán (8. ábra).



Harmadik éve működik a rendszer

2011: lazítás

(2009: komoly recesszió, strukturális egyenleg 2008: -5,2% vs 2009: -2,8%)

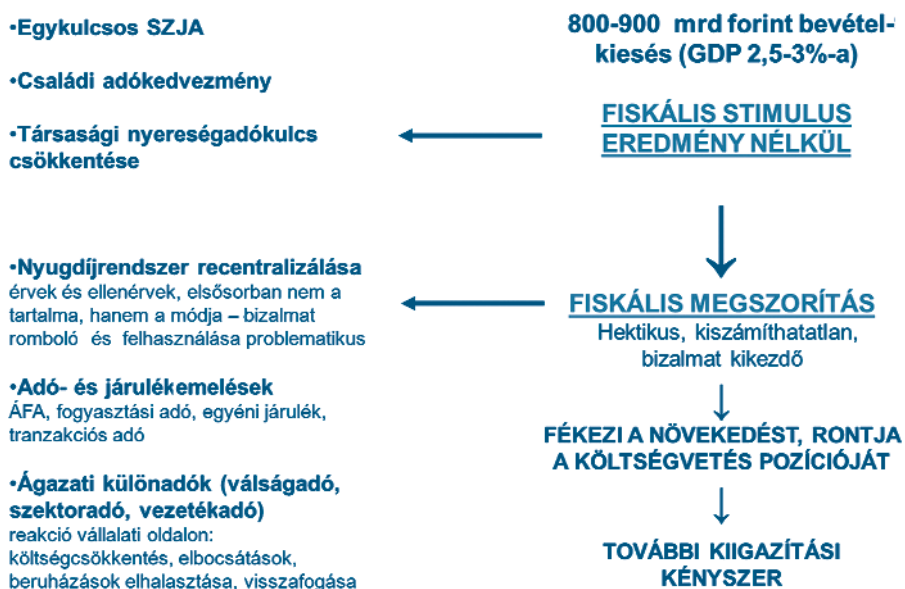
2012: első év, amikor nettó megszorítás

**DE! A 2011-es lazítás növekedési többletet, bevételemelkedést késleltetve sem hoz**

Forrás: MNB

**8. ábra: Fiskális politika**

Vajon mi az oka annak, hogy a közel 2 százalékos stimulus, fiskális ösztönzés, ami 2011-ben a magyar gazdaságban megvalósult, nem vezetett a gazdaság élénküléséhez? Sőt, 2012-ben egy újabb visszaesés, újabb recesszió lett az eredménye. Ez nagyon fontos és a továbbiak szempontjából sem mellékes kérdés. A fiskális politika kapcsán fontos kiemelni, hogy 2011-ben de facto nagyon komoly *lazítás* valósult meg. Ez az egyetlen év 2006 óta, amikor a költségvetés jelentékeny módon kiengedett: a költségvetési lazítás, a fiskális impulzus a GDP körülbelül 2,5 százalékára rúgott, ennek ellenére a magyar gazdaság 2012-re jelentős recesszióba süllyedt.



Forrás: saját szerkesztés

9. ábra: Az ördögi kör

Ennek a rövid és leegyszerűsített magyarázatát a 9. ábra szemlélteti. A fiskális politika azzal a feltételezéssel élt, hogy ha fiskális stimulusokon keresztül a belföldi keresletet – elsősorban a fogyasztási keresletet – sikerül felpörgetni, akkor ennek erős növekedést generáló hatása lesz. Ez bizonyos idő elteltével (12–18–24 hónappal később) olyan növekedési többletet, olyan munkahelybővülést, olyan jövedelemtöbbletet és adótöbbletet eredményez, ami a kiengedett adóbevételnek a mértékét nemcsak kiegyenlíti, hanem túl is kompenzálja. Ez a várakozás nem teljesült, több okból sem.

A lazítás szerkezete önmagában hibás és téves volt. Emellett a jövedelemelosztásra gyakorolt hatása is elkerülhetetlenné tette, hogy a kiengedést, a lazítást súlyos *megszorítás* kövesse 2012-ben. Az adórendszerben bevezetett változások – az egykulcsos személyi jövedelemadó, a családi adókedvezmény, a társasági nyereségadó kulcsának a csökkentése, mint a három legfontosabb tényező – nagyjából a nemzeti össztermék 2,5–3 százalékát hagyta kint a fogyasztóknál. A gazdaságpolitika várakozásával ellentétben ez azonban nem vezetett a belföldi kereslet élénküléséhez.

De ez aligha meglepő. Sajnos, amikor ezek a döntések megszülettek, a döntéshozók nem voltak tisztában azzal, hogy milyen folyamatok zajlanak a világban. A világgazdasági válság kirobbanásának kimagaslóan az egyik legfontosabb fundamentális oka az volt, hogy a legfejlettebb országokban a nyolcvanas évektől kezdődően perverz jövedelem-újraelosztás jött létre [Bastagli et al., 2012]. Egy olyan redisztribúció, ami visszavetette a legfejlettebb országokat – elsősorban az Egyesült Államokat, de a kontinentális európai országokat is – a jövedelemelosztás szempontjából a száz évvel ezelőtti szintre. Az Egyesült Államokban 1910-ben a lakosság leggazdagabb 1 százaléka rendelkezett az éves GDP 20 százalékával. Az 1970-es évek végére, az 1980-as évek elejére ennek a bizonyos leggazdagabb 1 százaléknak a részesedése 20 százalékról 10 százalékra mérséklődött. 1985-től a válság kirobbanásáig teljesen visszaépültek a régi újraelosztási arányok: az 1 százalék leggazdagabb jövedelemtulajdonos részesedése a GDP-ből visszapattant 20 százalékra. Ennek mélyreható és súlyos következményei vannak. A nagy többség, a medián jövedelemmel rendelkezők nem tudták arányosan növelni részesedésüket a végső keresletben. Elsősorban azért, mert a reálkeresetük csak szerény mértékben, a GDP gyarapodásától lényegesen elmaradva nőtt. Csak úgy tudták kivenni a részüket a végső kereslet, a fogyasztás bővüléséből, ha művi eszközökkel, fiskális- és monetáris politikai eszközökkel fizetőképessé tették ezeket a társadalmi rétegeket. A medián jövedelem az Egyesült Államokban a nyolcvanas évek közepétől 2007-ig lényegében alig emelkedett, miközben a GDP körülbelül 30 százalékkal bővült. Nos, ha a GDP 30 százalékkal emelkedik, de a reáljövedelmek, a reálkeresetek 8-9 százalékos növekedési üteme messze elmarad a GDP átlagos növekedési ütemétől, akkor csak művi úton, nem organikus módon lehet megfelelő mértékű és érdemben növekvő keresletet teremteni. Ezt a keresletet teremtette meg a roppant laza fiskális és a még lazább monetáris politika. Ennek a következménye a sub-prime válság. (Nem tagadva a szabályozási hiányosságokat, a bankok és például a hitelminősítő intézetek felelősségét sem.)

Nálunk, Magyarországon is valami hasonló következik be 2010-óta. Jelentősen romlik a GINI-mutató, erősödik a jövedelemegyenlőtlenség. Ennek az a következménye, hogy a legfelső 20 százalék az, akik az adócsökkentés 800-900 milliárd forintjából döntő mértékben részesedik, aminek a háromnegyedét a legfelső 15 százalék viszi el. Ennek az a következménye, hogy a belföldi kereslet lényegében nem tud növekedni. Jó esetben ez a kedvezményezett réteg a pénzügyi megtakarításait növeli belföldön, rosszabb esetben ezt a megtakarítást külföldre transzferálja, vagyis a beruházás-megtakarítás egyensúly sem javul. Ez a perverz változás tehát a magasabb jövedelműeket egyoldalúan preferálta. A közepes és alacsony jövedelműeknek szemmel láthatóan és súlyosan csökkent a reáljövedelme ebben az időszakban.

Az adócsökkentés a gazdaság növekedésére, a belföldi kereslet alakulására tehát egyáltalán nem gyakorolt kedvező hatást.<sup>3</sup> Ennek következtében a kormány nem-

3 Az egykulcsos adó a szándékolttal szemben nem növelte a keresletet, mert az alacsony keresetűek nettó (reál) bére csökkent. Nem mérsékelte a fekete és szürke munkát, mert kiugróan növelte az adókat, ami inkább rontott a helyzeten. Végül nem javította a versenyképességet sem, mert ugyan a magas jövedelműeknél az adók jelentősen csökkent, de emiatt a nominálbér mérséklésére nem került sor. Így az egységnyi termékre eső bérköltség lényegében az adóváltozás miatt egyáltalán nem lett kisebb.

csak rövid, hanem középtávon is folyamatos fiskális megszorításra kényszerül. A kieső bevételeket valamilyen módon ellentételezni kellett. Ehhez a kormány kifejezetten tökeellenes, piacellenes, beruházásellenes, gazdaságellenes *különadók* sorozatát vezette be.

A szándék eleinte az volt, hogy egyfelől a nyugdíjrendszer centralizálása, másfelől a válságadók rendszere a költségvetést átmenetileg levegőhöz juttassa, általuk áthidalhatóvá válják az az időszak, amíg a gazdaság motorja beindul. Minthogy ezek a motorok nem tudtak beindulni, ennek következtében az eredetileg válságadóknak deklarált különadók teljes mértékben és még újabbak (pl. tranzakciós adó, vezetékadó) a válságtól függetlenül beépültek a magyar adórendszerbe. Ezek az adók<sup>4</sup> tehát nem átmenetileg, hanem tartósan fékezik és torzítják a magyar gazdaság növekedési lehetőségeit.

Az új és megemelt adókon és egyéb szociális megszorításokon (pl. az áfa, az egyéni TB-hozzájárulás emelése, a munkaerő-piaci járulék bevezetése, a szociális segély csökkentése stb.) keresztül nagyon jelentős mértékű, összesen 2700 milliárd forintnyi megszorítást vetett be a gazdaságpolitika 2010–2013 között. Ez arra volt elég, hogy az államháztartás folyó hiányát a nyugdíj nélkül 3 százalék alatt, ha a nyugdíjat figyelembe vesszük, akkor 4 százalék alatt stabilizálja. Arra azonban nem elég, hogy felzárkózó pályára helyezze a magyar gazdaságot. Ráadásul ezeknek az új adóknak a beépülése a rendszerbe és megszilárdulása azzal jár, hogy a növekedési potenciál tartósan elmarad a gyors és egyúttal fenntartható mértéktől.

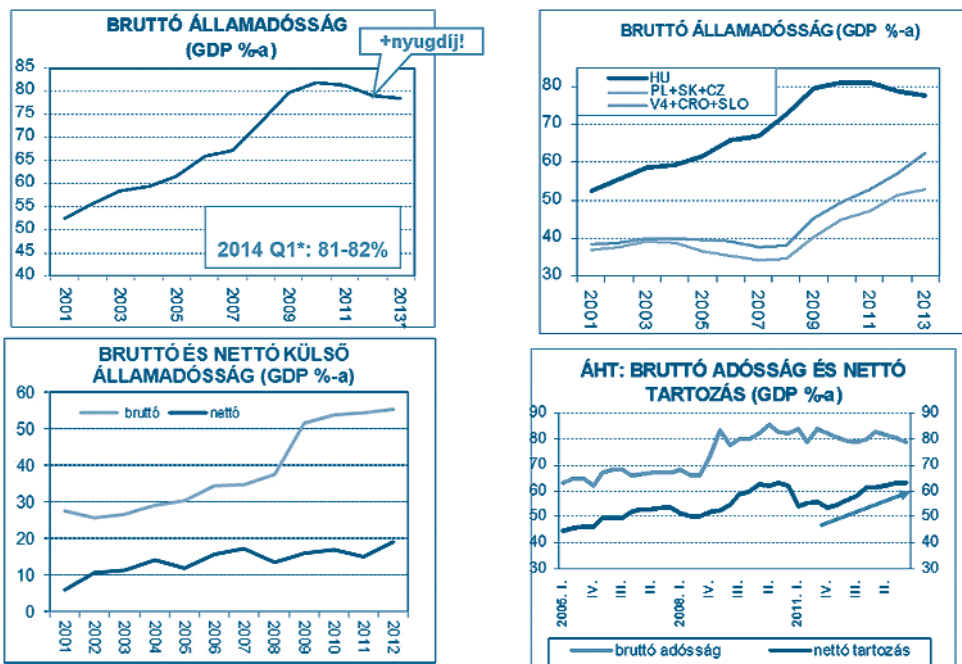
Ezek után már könnyebb értelmezni az „államadósság elleni harc” állását. A bruttó államadósság az árfolyam napi alakulásától függően a GDP 80 százaléka körül ingadozik. Ha azonban ehhez hozzáadjuk a magyar állam jövőre vonatkozó feltételes kötelezettségvállalását, akkor a 80 százalékos explicit szint bő 15 százalékkal megugrik. Lényegesen magasabb tehát, mint négy éve az állam tényleges kötelezettsége (a bruttó adóssága és a nyugdíj ígérete). Ezt az is kiegészíti, hogy a nettó államadósság a hivatalos statisztikák szerint is növekedett 2010 és 2013 között. A nettó adósság az, ami igazán releváns. Ez az adósságmutató statisztikai eszközökkel kevésbé manipulálható, s ez mutatja meg az államadósság tényleges – azaz nettó – kamaterheit.

Még egy tételről szeretnék itt beszélni, ez a költségvetési újraelosztás. Magyarország – sajnos – arról híres, hogy az állami újraelosztás viszonylag (a GDP-hez képest) magas. Ez így is van, nagyjából 50 százalék körül alakul. Ebben adócsökkentés ide, adócsökkentés oda, semmit nem javult a helyzet az elmúlt négy évben. Ugyanakkora a költségvetési újraelosztás, mint négy évvel ezelőtt – vagyis összességében egyáltalán nem volt adócsökkentés. Adószervezet-átalakítás igen, csökkentés nem. A szervezetátalakítás viszont valószínűleg rossz irányba ment. A tőkét, az üzleti szférát, a versenyszférát súlyosan terhelte, a leggazdagabbaknak a fogyasztását pedig indokolatlanul preferálta, aminek a szaldója kifejezetten kedvezőtlen.

Amit feltétlenül meg kell említeni: a magyar költségvetési újraelosztásnak a mértéke a rendkívül *magas adóék* miatt – ami persze adórendszerünknek egy súlyos

<sup>4</sup> A tények rögzítése végett: a szektoradók széles köre, az ÁFA és a munkavállalói társadalombiztosítási hozzájárulás emelése, a vezetékadó, chipsadó, a tranzakciós adó bevezetése, majd az utóbbi duplára emelése.

problémája – legalább 3–4 százalékkal többnek tűnik, mint ami a valóságban. A költségvetési szférában a munkaerőt terhelő magas adóék egyszerre kiadás és bevétel. Ennek következtében sokkal óvatosabban kell megközelíteni azt a kérdést, hogy vajon mekkora mozgástér van az újraelosztás mérséklésére. Első ránézésre az 50 százalék nagyon nagy lehetőséget adna, a cseheknek és lengyeleknek körülbelül 43 százalék az újraelosztási rátája, a szlovákoké pedig 38–39 százalék, és 2001-ben a miénk is 43 százalék volt. De ha az adóékhatással korrigáljuk az adatokat, amit a Magyar Nemzeti Bank és a Lengyel Nemzeti Bank kiváló tanulmánya megtett, [lásd Kiss et al., 2009; Kiss–Szemere, 2011], akkor a magyar újraelosztási ráta körülbelül 46 százaléknak adódik. Innen további 2–3 százalékos csökkenés kívánatos lenne, de a mérték, amiről szó lehet az nem 7–8 százalék, hanem 2–3 százalék.



Forrás: MNB

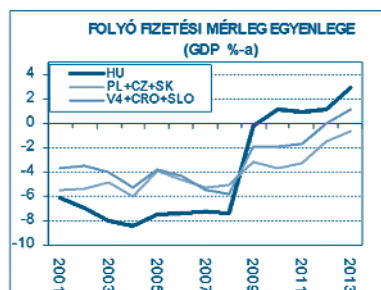
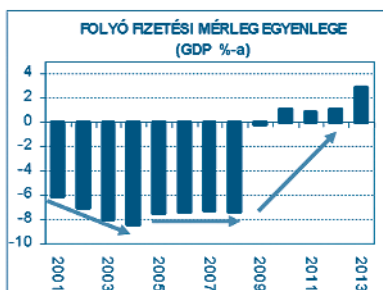
10. ábra: Az államadósság elleni harc

## KÜLSŐ EGYENSÚLY

Ezek után lássuk a külső egyensúlyt (11. ábra).

Régi vesszőparipám, hogy minden gazdaságban, de különösen a kis és nyitott gazdaságokban, így a magyarban érvényesülő gazdaságpolitika számára is a legszigorúbb és legerősebb korlát a *külső egyensúly*. Ezen a területen valóban komoly javulás történt.





	2001	2009	2012	2013Q3
Bruttó külföldi adósság (FDI és egyéb tőke nélkül)/GDP	53%	113,90%	96,90%	89,70%
Nettó külföldi adósság (FDI és egyéb tőke nélkül)/GDP	15,40%	56,10%	43,50%	39,20%

### A recesszió leképeződése

#### Összeomló belső kereslet (fogyasztás, beruházások)

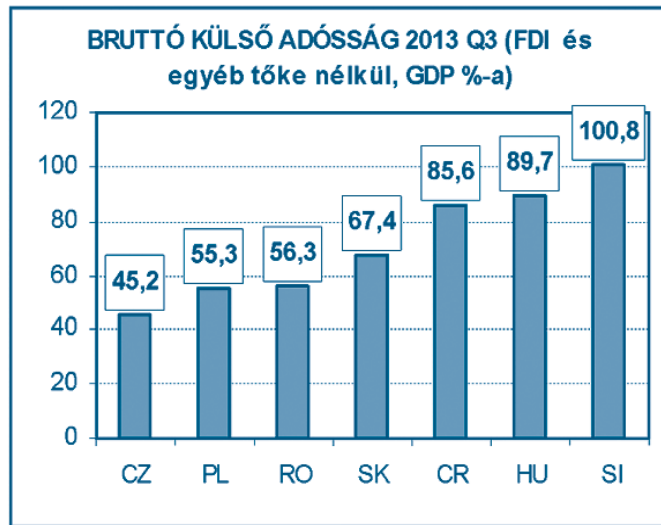
Forrás: MNB, IMF

#### 11. ábra: Jelentősen javuló külső egyensúlyi pozíció...

A magyar gazdaság 2001 és 2008 között nehezen elviselhető helyzetbe manőverezte magát, a súlyos belső túlkereslet fenntarthatatlan külső egyensúlyhiányt eredményezett. Az azóta bekövetkezett korrekció eredményeképpen a folyó fizetési mérleg, s az ország nettó külső finanszírozási pozíciója radikálisan javult. De a számokból az is kitűnik, hogy a javulás ellenére a GDP-hez viszonyított nettó külső adósság a 2001-es 15,4 százalékkal szemben még mindig 36 százalék körül áll. A javulás jelentős: 56 százalékos nettó külső adósságot 36 százalékra leszorítani komoly eredmény, de ez az érték még mindig meghaladja a kívánatos szintet.

A bruttó külső adósságunk továbbra is elég magas: a 2001-es 53 százalékos szintről 115–120 százalékra ugrott, majd innen esett vissza 86 százalék körüli értékre. A 86 százalék körüli bruttó adósság a régió országait tekintve a második legmagasabb, tehát abszolút értékben és régiós összehasonlításban is további mérséklése indokolt.

Ennek a javulásnak a hátterében *nem* a magyar gazdaság dinamikus növekedése vagy/és az export erőteljes fellendülése húzódik meg. A javuló külső egyensúlyi pozíció mögött némi leegyszerűsítéssel élve az áll, hogy nincs beruházás és nincs fogyasztás, azaz *elégtelen a belföldi kereslet*. A krízisevek nagy tanulsága, hogy nem önmagában az államháztartás egyensúlya az, ami elsősorban meghatározza a válságok mélységét, hanem a külső egyensúly felborulása. A külső egyensúlytalanság és a válság mélysége szorosan összefügg. A fiskális pozíció és a válság között sokkal lazább a kapcsolat. A dolog arra hívja fel a figyelmet, hogy a magánszektor – akár az üzleti szféra, akár a háztartási szféra – eladósodása ugyanolyan súlyos veszélyt jelenthet a gazdaság fenntartható növekedésére, mint ha az államháztartás kerül fenntarthatatlan egyensúlyi pályára.



Forrás: EKB

12. ábra: Régiós összehasonlításban is...

Jól látszik, hogy jelentős javulás következett be a külső számlákban, de nemzetközi összehasonlításban csak Szlovénia jár előttünk (12. ábra), az összes többi országnak (Horvátország kivételével) lényegesen alacsonyabb a külső adósságállománya, és ezért kisebb a sérülékenysége is.

## MONETÁRIS POLITIKA

Végül néhány megjegyzés a monetáris politikáról. Nem azért hagyom a monetáris politikát az áttekintés végére, mert nem lenne elég hangsúlyos a szerepe, vagy éppen nem ez állna hozzám a legközelebb. Egyrészt erről a legnehezebb nyilvánosan szólni, mert ez a terület a legérzékenyebb a piaci várakozások alakításán keresztül. Ezért itt a szokásosnál is nagyobb óvatosság indokolt. Másrészt a monetáris politikát helyesen csakis a gazdaságpolitika egészébe ágyazva, a költségvetési és a jövedelmi politikával összehangolva célszerű elemezni.

Nem új jelenség, de sajnós az elmúlt 10–12 évben a gazdaságpolitikai koordináció, a költségvetési, a jövedelmi és a monetáris politika összehangolása, ha egyáltalán volt ilyen, roppant gyengének bizonyult. E három gazdaságpolitikai alrendszer nemcsak, hogy nem erősítette egymást, hanem szinte szisztematikusan kioltotta egymás esetleges kedvező hatásait. A gazdaságpolitika alrendszereinek inkonzisztenciája sokszor inkább felnagyította egymás hiányosságait.

A folyamatosan és fenntarthatatlanul laza költségvetési politika, a lehetőségeket messze túlszárnyaló jövedelemkiáramlás 2001 és 2006 között látszólag szigorú monetáris politikával párosult. Elvben helyes alapállásnak tűnhet a monetáris poli-

tika szigorítása, amikor mind az államháztartásban, mind a reáljövedelmek terén olyan dinamika alakul ki, olyan túlköltés jön létre, ami a makroszintű beruházás/megtakarítás és ezen keresztül a külső egyensúly tartós és veszélyes megbomlását eredményezi. A monetáris kondíciók szigorításával a jegybank – szándéka szerint helyesen – a belföldi túlkeresletet kísérli meg visszafogni, növelni a pénzügyi megtakarítást, csökkenteni a hitelexpanziót. De ha ezt a jegybank iskolás módon, a reális feltételek figyelmen kívül hagyásával, mértékében túlzottan és szerencsétlen eszközök megválasztásával teszi, akkor súlyosan célt téveszthet. Nálunk pedig ez történt.

Nyitott, kis gazdaságban, ahol – egyébként helytelenül – az utolsó elemét is kiiktatták a devizakorlátozásnak,<sup>5</sup> teljessé és feltétel nélkülivé vált a folyó fizetési mérlegre és tőkemérlegre vonatkozó liberalizálás. Emiatt a szokásos eszközöket bevető jegybank a kamatok (reálkamatok) emelésével és magas szinten tartásával felértékelte a forint reáleffektív árfolyamát. Egyrészt a forint jelentős reálfelértékelődésének elősegítése minden szempontból indokolatlan és káros volt. A jegybank a forint reál és nominális felértékelődésén keresztül olyan dezinflációs sokkot akart előidézni, amivel a tartós és fenntarthatatlan belföldi túlkereslet ellenére is elérheti az inflációs célját. Csakhogy ez egy súlyosan téves illúzió. Egyrészt a fundamentumok mindegyike az inflációs várakozások erősítését szolgálta, így a nagy költségvetési hiány (a GDP 7–8 százaléka 2001 és 2006 között), a növekvő költségvetési újraelosztás (2001 és 2006 között a GDP 43 százalékaról 49 százaléka emelkedett), a reálkeresetek termelékenységét több mint kétszeresen meghaladó növekedése, az árak egy részének adminisztratív szabályozása, valamint a külső egyensúlyhiánynak és a külső eladósodásnak a fenntarthatatlan növekedése. (A folyó fizetési mérleg hiánya a 2000. évi 4,5 százalékról tartósan 8 százalék fölé emelkedett, az ország nettó külső adósságállományát tekintve a 2000-es 15 százalék 2006-ra megduplázódott.) Másrészt a kizárólag a kamatemeléssel operáló jegybank nem egyszerűen szigorított – ami mindenképpen magyarázható –, de *túlszigorított*. Ennek következtében olyan hitelkeresletet gerjesztett, ami teljesen ellentétes volt az inflációs nyomás mérséklésének szándékával. Minél jobban szigorított a jegybank, azaz a hazai irányadó kamat és a nemzetközi kamatok között (és a hozamgörbék között hasonlóan) minél nagyobbra nyílt az olló, annál vonzóbb lett a devizahitel.

A lakosság nagy része – sajnos a jegybank sugallatára – úgy vélte, hogy a jegybank diszkrecionális módon képes a forint árfolyamát nem egyszerűen stabilizálni, de ha kell, a forintot folyamatosan nominálisan és reálértéken is fölértékelni. Ezzel nem egyszerűen a kamatkülönbség okán vált vonzóvá a devizahitel, hanem a forint 2008-ig tartó felértékelődése okán is. A monetáris politika ezzel az árfolyamoldalaról egy dezinflációs sokkal, a hazai deviza felértékelődésének erőlteté-

5 2001 májusában az MNB javaslatára az országgyűlés elfogadta a devizakódex módosítását. Ezzel lehetővé tették, hogy belföldi jövedelemtulajdonosok egymás között is üzletet köthessenek devizában. Megnyitották az utat a lakossági devizahitelezés előtt, lényegesen korlátozták a monetáris politika belföldi hatékonyságát, s így azt a képességét, hogy az inflációs folyamatokat befolyásolja. Sajnos a nemzetközi fősodorba akkor ez a lépés beleillett, inkább az volt szokatlan, amikor korábban az MNB ezeknek a törekvéseknek ellenállt. Csak a válság hatására kezdett megváltozni ez a súlyosan téves megközelítés [vö. Blanchard et al., 2010].

sével próbálta letörni az inflációt és megtörni az inflációs várakozást. De ez szükségképpen eredménytelen maradt, a kibontakozó hitelexpanzió keresletbővítő hatása miatt. Ezért a helyes szándék, hogy tudniillik az expanzív költségvetési és jövedelempolitika hatását a jegybank ellensúlyozza költség- és ároldalról a forint felértékelődésével, illetve a hitelkeresletet fékezze a kamat emelésével, kudarcot vallott.

A fundamentumok egyértelműen inflációs várakozásokat emelő középtávú hatásával szemben a jegybank legfeljebb csupán tompíthatja az infláció gyorsulását, de meg nem akadályozhatja azt. De még az inflációs nyomás hatékony tompítása is csak úgy lehet eredményes, ha a jegybank nem kizárólag a kamatok mozgatásával, emelésével operál. Először is hibás volt a devizakódex átírása, a teljes liberalizálás, és hiba volt a devizahitel-kereslet külső egyensúlyt aláásó és az inflációt gyorsító hatásának tétlen szemlélése. Másodszor a kamatkondíciók szigorítását csak addig lett volna szabad elvinni, amíg a forint (reálegatív árfolyamát tekintve) nem, vagy legfeljebb a termelékenységekülönbség által indokolt mértéknek megfelelően értékelődik fel. Harmadszor más eszközöket is be kellett volna vetni, mint például a tartalékok szigorítása, akár szelektíven is a devizahitel-expanzió visszafogására hatóan, vagy akár a hitelplafon-, vagy a likviditási előírások szigorítása.

Ezek hiányában a monetáris politika már 2001 és 2006 között sem volt képes még tompítani sem az egyébként alapvetően hibás és elfogadhatatlan költségvetési és jövedelempolitikát. Miközben a saját feladatának sem tudott eleget tenni, hiszen az infláció – egy negyedévig tartó, 2006 első negyedévi 2,5–3 százalékos – mértéke egy évvel később ismét 9 százalékra ugrott.

A kooperáció 2007 után sem javult, az inkonzisztencia ha lehet, még fokozódott is. 2006 nyarán megindult mennyiségi értelemben a brutális és sikeres fiskális kiigazítás. A belföldi kereslet és a reáljövedelmek csökkenése mindenképpen igényelte volna a monetáris politika igazodását, változását. Ez azonban elmaradt. A voluntarista monetáris politika tovább élt. Ezért a valóságban éppen az ellenkezője történt annak, amire az MNB törekedett. A töretlenül folytatódó hitelexpanzió teljes mértékben aláasta a monetáris megszorítás szándékát.

A jegybank a pozitív reálkamatot végig (túl)magas szinten tartotta, a forint reálegatív árfolyamát meg súlyosan fölértékelte. Ennek a folyamatnak a következtében a devizahitelezés csatornáján át a hitelek olyan mértékben növekedtek, hogy nemhogy tompítani, fékezni sem tudta a külső egyensúly felrobbanását a jegybank, hanem ezt még ösztönözte is. 2006 és 2008 között volt talán a legrosszabb a helyzet. Ekkorra a költségvetésben – a második Gyurcsány-kormány és Bajnai Gordon idejében – a mennyiségi kiigazítás megtörtént, a költségvetés a túlkeresletet visszafogta, azonban eközben korábban soha nem látott szintre ugrott – éves szinten 20 százalékot meghaladó dinamikával – a hitelek növekedési üteme. A hitelállomány átlagos évi növekedési üteme 22 százalék volt, ezen belül a devizahitelek 30 százalékot meghaladó mértékben bővültek évente.

Ennek következtében nem tudott javulni a külső egyensúly, nem mérséklődött az infláció (13. ábra) és az inflációs várakozások sem tudtak enyhülni. Ennek leegyszerűsített magyarázata az, hogy miközben a jegybank a monetáris kondíciók szigorításával, a reálkamatok rendkívül magas szinten tartásával és a forint folyamatos felértékelésével továbbra is, változatlanul úgynevezett dezinflációs sokkot akart

adni a gazdaságnak, a hitelállomány felpörgetésével olyan túlkeresletet hozott létre, ami nemhogy ellentételezte a dezinflációs sokkot, hanem azt még túl is kompenzálta; az infláció töretlenül, akadálytalanul haladhatott előre. Miközben a jegybank az általa legfontosabbnak tartott végső célját – az infláció, s az inflációs várakozások lehorgonyozása – sem tudta elérni, voluntarista politikájával a makroegyensúlyt mennyiségi értelemben is aláásta. Egy olyan hitelboomot hozott létre, amely struktúrájában is a jövőbeli növekedés ellen hatott, hiszen alapvetően a lakáspiacot és az ingatlanpiacot támogatta, diszpreferálta a tradable szektort. Így a külső egyensúly fenntarthatatlan pályára került.

**Költségvetési politika sem „ártatlan”, de költségvetési és monetáris politikai mix súlyosan inkonzisztens**

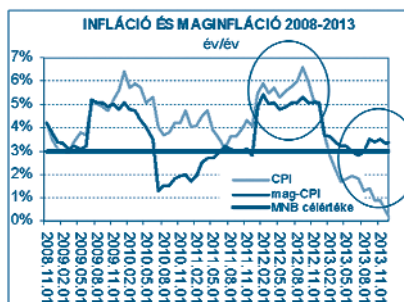
**Így a monetáris politika inkább növelte, mint tompította a feszültségeket**

**Inflációs célkitűzés: merev értelmezés**

**„Headline” inflációhoz szabja a kamatokat →**

**2013 tavaszáig túlszigorít, elzárkózik nem-konvencionális eszközöktől**

**2013-2014: túllazít**



Forrás: KSH

### 13. ábra: Monetáris politika I.

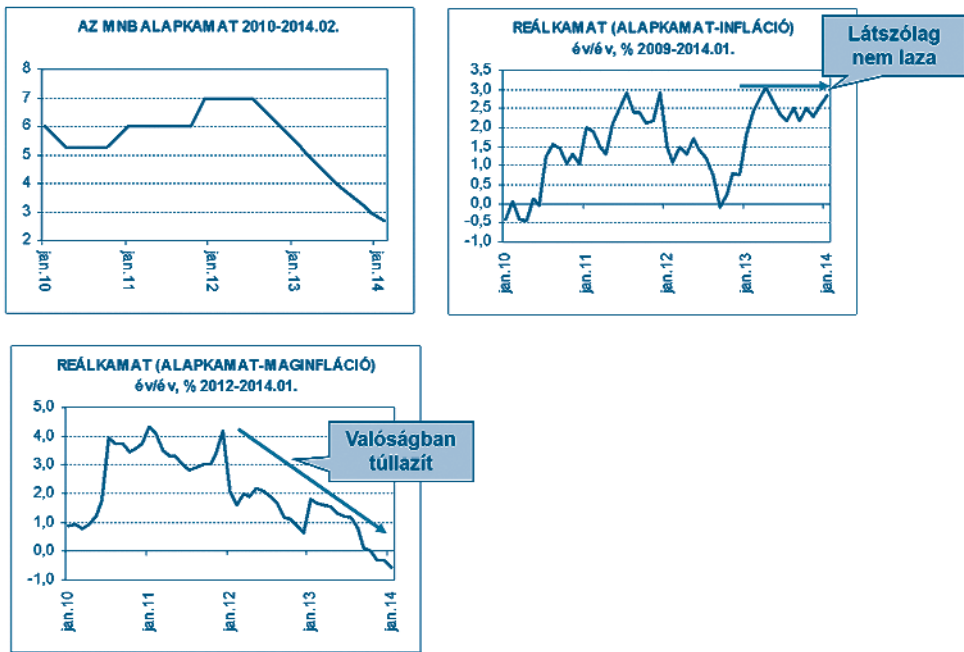
Ezzel a politikájával a jegybank maga is komoly mértékben hozzájárult ahhoz, hogy Magyarország legyen azon országok egyike, amely a válságban a környező országoknál is többet veszített. Leginkább azért, mert sem a válság előtt, sem a válságot közvetlenül követő években – 2009-től 2013-ig – nem módosult a monetáris politika és a gazdaságpolitika többi alrendszerének koordinációja. (2010 után ezt alapvetően nehezítették a jegybankon kívül álló folyamatok is.)

Fordult-e a gazdaságpolitikai koordináció 2010 után?

A válasz az, hogy nem. 2013-ig a Magyar Nemzeti Bank formailag minden olyan eszközt bevetett, ami a nem konvencionális monetáris politika eszköztárához tartozik. A valóságban ezek az eszközök nem működtek. Részben azért, mert úgy árazta őket a Magyar Nemzeti Bank, amivel kiárazta magát a piacról, részben azért, mert olyan feltételeket fűzött hozzá, hogy nem lehetett igénybe venni, részben pedig

azért, mert mennyiségileg olyan gyámoltalanul, olyan kis mértékben alkalmazta ezeket az eszközöket, amelyeknek nem lehetett semmilyen hatása a gazdaság tényleges működésére.<sup>6</sup>

Ami – egyébként meglepően – 2013 tavasza óta is úgy tűnik, hogy közös, az egy tükörszindróma. Úgy látszik, hogy a jegybank korábbi vezetése abszolút túlhangsúlyozta a pénzpiac önszabályozó képességének a hatásosságát és hatékonyságát. Teljes mértékben megbízott abban, hogy a piaci önkorrektív mechanizmusok jól működnek. A jelenlegi vezetés pedig olyan mértékben alulbecsüli a piaci szabályozás és önszabályozás szerepét, ami ellenkező irányú torzulásokhoz vezet. Ennek egy jó példája a kamatpolitika, s ezen keresztül az inflációs várakozások lehorgonyzásának a megkísérlése. Lényegében ugyanazt a hibát követi el a korábbi és a jelen vezetés: mind a kettő figyelmen kívül hagyja a maginfláció alakulását (14. ábra).

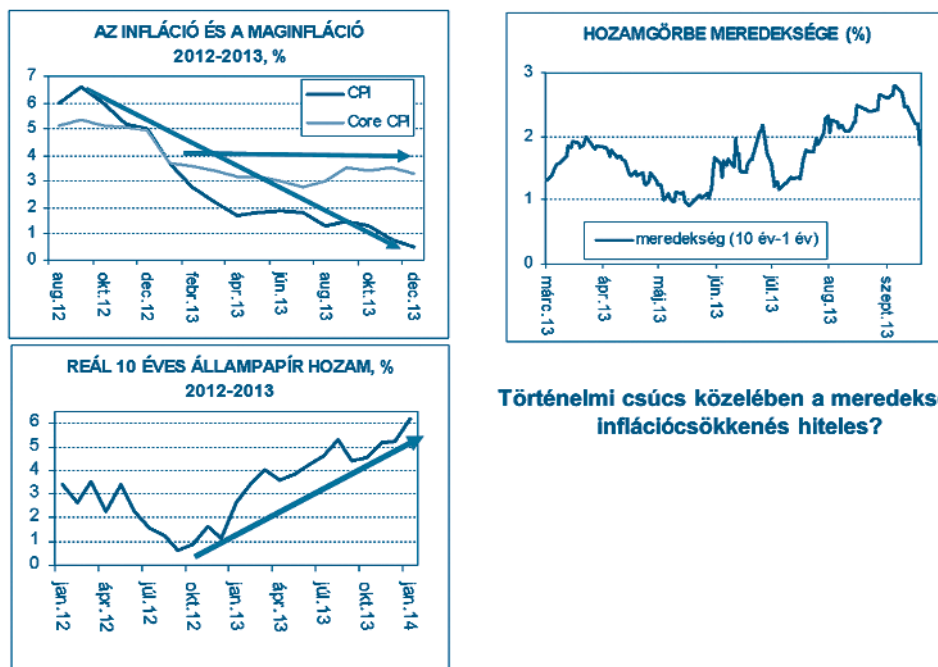


Forrás: KSH, MNB

#### 14. ábra: Monetáris politika II.

<sup>6</sup> Ezért annak ellenére, hogy 2008 után, amikor előbb a likviditási, majd ezzel párhuzamosan a reálgazdasági sokk drámai átváltást hozott az ország külső számláin (folyamatosan és jelentős mértékben szuficitese a folyó fizetési mérleg és a külső finanszírozási képesség éveken át eléri már a GDP 2–6 százalékát, a költségvetés hiánya magánnyugdíjpénztár nélkül 2008 óta 3 százalék alatt van), nem változott érdemben a monetáris politika alapállása. Ahogy 2008 előtt egyoldalúan, de nem sikeresen csak az inflációt tartotta szem előtt, nem foglalkozott a külső egyensúly alakulásával és ezzel szoros összefüggésben a fenntarthatatlanul gyors hitelexpanzióval (makroprudenciális feladat), úgy 2009 után is az infláció rövid távú mérsékelését célozta meg, s hidegen hagyta – a gazdaságpolitika egésze okán is – a folyamatosan csökkenő hitelállomány.

2013 előtt a maginfláció rendszeresen és szisztematikusan alacsonyabb volt a teljes fogyasztói árindexnél. A jegybank ennek ellenére a saját kamatpolitikáját, s ezen keresztül az inflációs várakozásokat a „headline” inflációhoz, a teljes fogyasztói árindexhez igazította; nem vette figyelembe azokat az adminisztratív árváltoztatásokat, illetve az agrárszektorban az időjárás-változások okozta árfolyamatokat, amit valószínűleg nyugodtan meg lehetett volna tenni. A jelen vezetés mintha éppen az ellenkező végletbe esne (15. ábra).



**Történelmi csúcson közelében a meredekség: inflációcsökkenés hiteles?**

Forrás: KSH, Reuters

**15. ábra: Infláció, alapkamat, állampapír-(reál)hozamok**

Itt most a rezsicsökkentés és a viszonylag jó agrártermés okán a maginfláció lényegesen fölülte van a teljes inflációnak. Most a jegybank vezetése ugyanúgy a teljes inflációt nézi. Miközben mind a két monetáris politika ugyanarra fókuszál, az egyik túlságosan szigorú, a másik pedig lazává kezd válni.

A meglepő dezinfláció hatását, jövőre vonatkozó következményeit, úgy tűnik, széles körben alábecsülik. A dezinfláció következtében a hozamgörbe nem tudott időben, megfelelően alkalmazkodni, így a görbe nagyon meredek és viszonylag magas. Hiába csökkenti az MNB a kamatokat hónapról hónapra, figyelmen kívül hagyva egyébként a maginfláció alakulását, a reálkamatok/hozamok szintje alig csökkent (sőt néhány lejáraton nőtt) az elmúlt másfél évben. Ugyanis a teljes infláció olyan mértékben zuhant, hogy a reálkamatok és a reálhozamok nem mérséklődtek. Ennek középtávon súlyos következményei vannak az államháztartás pozíciójának az alakulására. Az az állampapír, amelyet 2012-ben, vagy 2013 első felében

bocsátottak ki 6–7–8 százalékos hozammal, 4–5–6 százalékos infláció mellett 1–2 százalékos pozitív reálkamatot hordozott. Amikor az infláció 0 százalékra csökken, ennek a 6-7-8 százalékos hozammal bíró állampapírnak a reálkamata felugrik 5-6-7 százalékra. Ez azt jelenti, hogy – egyebeket változatlanok tekintve – sokkal nagyobb elsődleges többletet kell a költségvetésnek kialakítania ahhoz, hogy az államháztartás hiányát és az államadósság GDP-hez viszonyított arányát ellenőrzése alatt tudja tartani.

ADÓSSÁGRÁTA-CSÖKKENÉS FELTÉTELE				
1. ADOTT ÉVI DEFICIT KISEBB, MINT	ADÓSSÁGRÁTA	X	NOMINÁLIS GDP NÖVEKEDÉS	
3,2%	80%		1% reál GDP +3% infláció	4%
1,6%	80%		1% reál GDP+1% infláció	2%
1. ADOTT ÉVI ELSŐDLEGES EGYENLEG NAGYOBB, MINT	REÁLKAMAT-REÁL GDP	X	ADÓSSÁGRÁTA	
0,4%	1,5%-1%		80%	
3,2%	5%-1%		80%	

#### A REZSICSÖKKENTÉS ELFELEJTETT ÁRA

Forrás: saját szerkesztés

#### 16. ábra: Egy kis matek

Van még egy nagyon súlyos és érzékeny terület, a nyugdíjaké. A reálnyugdíjak tavaly és idén olyan mértékben emelkedtek/emelkednek, amit nem lesz az a politikai vezetés, amely meg mer kérdőjelezni. Ez azt jelenti, hogy hosszú távon egy olyan kiadási többlet épül be a költségvetésbe, amelyet csak a többi terület megszorításával lehet fenntarthatóvá tenni. Ugyanez igaz az államháztartás kamatterheire is.

#### BEFEJEZÉS HELYETT

Végezetül a jövőről. Nagy mozgástér a gazdaságpolitikában mennyiségi értelemben rövid távon nincs. De már középtávon komoly lehetőségek adódnak. Ezeket megragadni elsősorban a költségvetési politika területén, azon belül is a prioritások, vagyis az értékválasztás átalakításával lehetséges. Az államháztartásban az egyenleget tekintve nincs mód arra, hogy a hiány növelésével társadalmi feladatokat lehessen megoldani, vagy akár enyhíteni. Csak a költségvetésen belül van némi mozgástér, ami természetesen érdeksérelmekkel jár. Elég nyilvánvaló, hogy az egykulcsos adót valamilyen módon ki kell vezetni a rendszerből.<sup>7</sup> A családi jövedelemadó mai szisztémája is diszfunkcionális, valami mást, valamit másként kell csinálni. Hasonló

<sup>7</sup> Ez azonban nem jelenthet visszatérést a 70 százalék körüli és az átlag bruttó keresetnél belépő adóékhoz.



a helyzet a társasági adó első 500 millió forintba vonatkozó kedvezményével, amely egyébként az adófizetőknek évi 170 milliárd forintjába kerül. A szándékokkal szemben ez a nagyvállalatoknak kedvező, a kicsik ugyanis álmodni sem mernek ilyen mértékű nyereségről.

Az adóváltozásból felszabaduló jövedelmet alapvetően a jövedelem differenciák mérséklésére kellene fordítani, első sorban az alacsony keresetűeknél a kiugróan magas adóék csökkentésére. A medián keresetűek 49 százalékos adóéke Európában a második legmagasabb, ezt csak a belga adóék múlja felül. (Környezetünkben az ilyen jövedelmek adóéke nem több 32–37 százaléknál.) Ez a feketegazdaság melegágya, valamilyen módon ezen a területen lépni kell.

Emellett a lehetőségek leginkább a monetáris szféra és a költségvetési szektor összekapcsolásából adódhatnak. Itt nem a jelenlegi növekedési hitelprogram mentén, de annak egy-egy elemét felhasználva a jegybanknak kell olyan nem konvencionális eszközzel rendelkeznie, ami lehetővé teszi a devizahitelek kivezetését Magyarországon, lehetőséget ad a szektoradók fokozatos, az Európában szokásos szintre való mérséklésére. Ez biztosíthatná a bankszektor megerősödését. Nem szeretném egyoldalúan a bankokat támogatni ebben az írásban. Azt azonban meg kell állapítanom: arra még nem volt példa a gazdaságtörténetben, hogy egy ország bankrendszere 3–5 éven keresztül folyamatosan veszteséges (a tavalyi évet ismét veszteséggel zárta a szektor), a gazdaság pedig normálisan működik.

Ezen a helyzeten változtatni kell, hiszen egészséges pénzügyi szektor nélkül nincs növekedés. A megoldás biztosan nem az, hogy egyrészt a Magyar Nemzeti Bank irányítja a forrásoldalon a pénzügyi újraelosztási rendszert, másrészt pedig állami kontroll alá veszik a bankszektort, vagyis az adott kormány két oldalon kívánja mintegy harapófogóba fogni és befolyásolni a tőkeallokációt. Ezt a gyakorlatot sok ország követte, nemcsak tervgazdaságok, hanem számos egyéb fejlődő ország is, de a kísérlet minden esetben kudarccal végződött. Ez nem azt jelenti, hogy nem kell, és nem lehet normális ösztönzőket használni. Magyarországon ma 4–5 százalékkal magasabb a megtakarítás, mint a beruházás, ami azt mutatja, hogy kereslethiány van a magyar gazdaságban. Ennek ellenére mikroszinten elégtelen a hosszú lejáratú pénzügyi megtakarítás. A kereslethiányt és a megtakarítás lejáratú ellentmondását bizonyos nem ortodox, nem konvencionális eszközökkel meg kell próbálni mérsékelni. De nagyon vigyázni kell arra, hogy ez átmenetileg és csak addig történhet, amíg vissza nem áll a magyar gazdaság egy megfelelő ütemű, egészséges és fenntartható növekedési pályára.

Az elmúlt évek 16–17 százalékos mérséklődő beruházási rátája, ha így maradna, akkor középtávon legfeljebb 1–2 százalékos éves GDP-növekedést hoz. Azonban a magyar társadalom végtelen megosztottságának megszüntetését, az életkörülmények indokolt és szükséges, érzékelhető javítását 1–2 százalékos növekedés mentén bizonyosan nem lehet elérni. Ennél gyorsabb növekedés – legalább 3–4 százalék hosszabb távon – csak akkor lehetséges, ha a gazdaság szereplőinek a bizalma visszatér. Jelenleg – a javuló külső egyensúlyi mutatók ellenére – még mindig lényegesen kockázatosabbnak lát minket a világ, mint 2010 tavaszán (CDS 2010: 170 bázispont; 2014: 230–250 bázispont). Növekedési lehetőségeinken úgy lehet változtatni, ha a fiskális, a jövedelem- és a monetáris politika összes, többek között nem konvencionális eszközeit is igénybe vesszük. De úgy, hogy közben kiszámítható, a jogbiz-

tonságot szem előtt tartó, a hazai és külföldi befektetők, a fogyasztók széles körének érdekeit tekintetbe vevő, bizalmat megalapozó, partneri viszonyt kiépítő, stabilitásra törekvő jellegűvé válik a gazdaságpolitika. Mégpedig úgy, hogy mélyen és őszintén beágyazódik a világgazdaság, mindenekelőtt az Európai Unió és a szomszédok világába.

## IRODALOM

- Ahearne, A.-Delgado, J.-von Weizsacker, J. (2008): A Tale of Two Countries. *Bruegel Policy Brief* 2008/04.
- Blanchard, O.-Dell’Ariccia, G.-Maro, P. (2010): Rethinking Macroeconomic Policy. *IMF Staff Position Note* SPN/10/03.
- Bastagli, F.-Coady, D.-Gupta, S. (2012): Income Inequality and Fiscal Policy. *IMF Staff Discussion Note* SDN/12/08.
- Economist (2014): Essay on Financial Crises: The Slumps that Shaped Modern Finance <http://www.economist.com/news/essays/21600451-finance-not-merely-prone-crises-it-shaped-them-five-historical-crises-show-how-aspects-today-s-fina>
- Frankel, J.-Saravolos G. (2010): Reserves and other early warning indicators work in crisis after all. *VOX*, [http://www.relooney.info/0\\_New\\_7486.pdf](http://www.relooney.info/0_New_7486.pdf)
- Giavazzi, F.-Spaventa, L. (2010): Why the current account may matter in a monetary union: Lessons from the financial crisis in the Euro area. *CEPR Discussion Papers* 8008.
- Kiss, G. P.-Jedrzejowicz, T.-Jirsáková, J. (2009): How to measure tax burden in an internationally comparable way? *National Bank of Poland Working Paper* No. 56.
- Kiss G. P.-Szemere R. (2011): Almát körtével? A négy visegrádi ország állami újraelosztásának összehasonlítása, 1995–2010. *MNB-tanulmányok* MT99.
- Portfolio.hu (2014): Jön-e a működőtőke Magyarországra? *Portfolio.hu* 2014. április 18. [http://www.portfolio.hu/gazdasag/jon-e\\_a\\_mukodotoke\\_magyarorszag-ra.198024.html](http://www.portfolio.hu/gazdasag/jon-e_a_mukodotoke_magyarorszag-ra.198024.html)