

*Matolcsy György–Palotai Dániel*

# **Növekedés egyensúlytalanságok nélkül**

*Fenntartható növekedési pályára állt  
a magyar gazdaság*

## **Growth Without Imbalances**

*The Hungarian Economy on a Sustainable Growth Path*



### *Összefoglalás*

Az elmúlt év utolsó negyedében a magyar gazdaság éves növekedési üteme elérte a 2,7 százalékot. A gazdaság külső egyensúlyi helyzete évek óta aktívumot mutat, miközben mind a költségvetési hiány, mind az inflációs ráta stabilan alacsony szinten alakul. A jegybanki alapkamat pedig a rendszerváltás óta a legalacsonyabb értékét érte el. Az elmúlt közel egy évtizedben ezen makrogazdasági teljesítmények közül akár egyetlenegy bekövetkezése önmagában is kiérdemelhetne volna a sikeres jelzőt. De a folyamatokat hosszabb kitekintésben vizsgálva is megállapítható, hogy a magyar gazdaság elmúlt több mint fél évszázadában a növekedés élénkülése több alkalommal a gazdaság egyensúlyi hely-

---

MATOLCSY GYÖRGY, az MNB elnöke, PALOTAI DÁNIEL az MNB vezető közgazdásza (palotaid@mn.hu).

zetének és ezzel párhuzamosan az adósságmutatóinak romlásával vagy az infláció emelkedésével párosult. Az a tény, hogy aktuálisan hasonló jelenségeket nem tapasztalhatunk, arra utal, hogy a 2010-ben megkezdett gazdaságpolitikai program sikeresen stabilizálta a magyar gazdaság helyzetét. A korábbi erőteljes külső eladósodásra építő növekedési modell helyett megteremtődtek egy hangsúlyosabban belső finanszírozásra támaszkodó, fenntarthatóbb felzárkózási pálya lehetőségei. Tanulmányunkban feldolgozva az elmúlt több mint egy évtized gazdasági fejleményeit, ezen modellváltás legfontosabb elemeit tekintjük át.

### *Summary*

In the last quarter of 2013 the real growth rate of the Hungarian economy reached 2.7 per cent year on year. The country's external balance has been positive for years, with the government deficit and inflation stabilising at low levels. The central bank base rate has reached its lowest value since the political transition. Over the period of nearly a decade, even one of these macroeconomic achievements alone could have been regarded as a success. But analysing developments from a longer perspective, episodes of Hungarian economic expansion in the past more than half a century have on several occasions been associated with a deterioration in the country's external balance and debt ratios or with rising in inflation. The fact that currently similar phenomena are absent suggests that the economic programme launched in 2010 has been successful in stabilising the Hungarian economy. In contrast with the previous growth model relying heavily on external indebtedness, the potentials for a more sustainable convergence path with increased reliance on domestic financing have been established. Our study provides an overview of the most important elements of this model change by analysing economic developments of the past more than a decade.

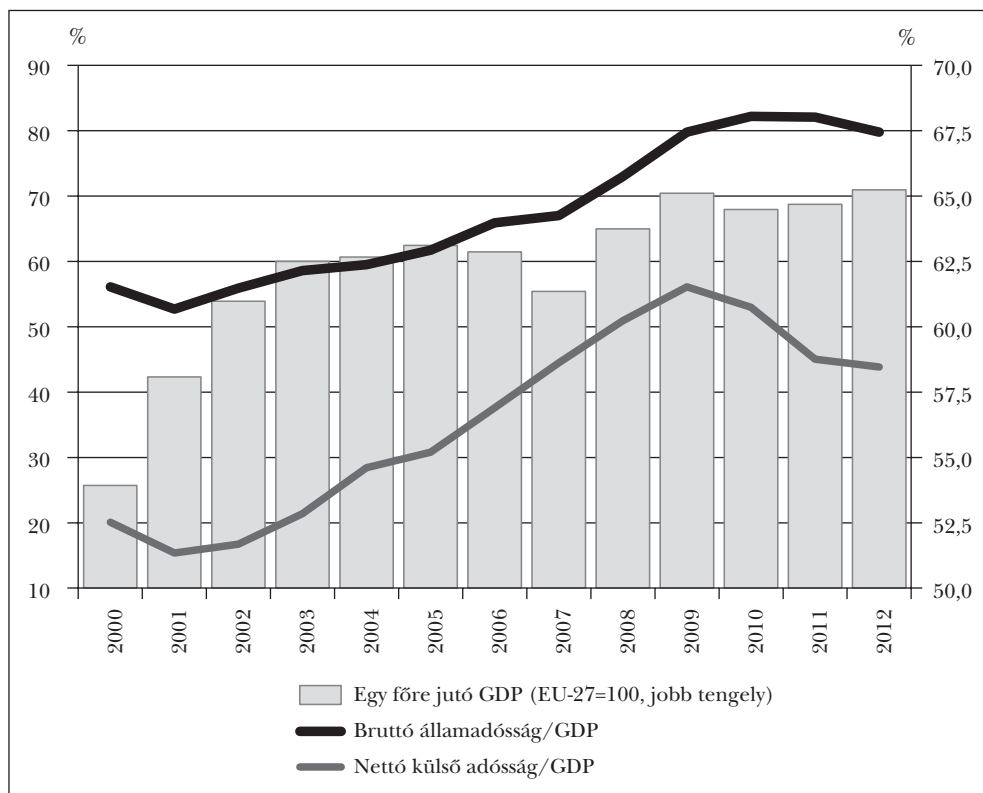
---

## BEVEZETŐ

Az ezredforduló idején a kelet-közép-európai régió – Szlovénia és Csehország mögött – egyik legfejlettebb gazdaságának számító magyar gazdaság felzárkózási folyamata – a 2000-es évek közepére – jóval a globális válság 2008-as elmélyülését megelőzően megállt. Bár a gazdaság egyre

több területén jelentkező strukturális problémákat az államháztartás és a háztartások gyors eladósodása éveken keresztül eltakarta, az évtized végére a fejlettségi rangsorban, több gyorsan növekvő balti gazdaság mellett, Szlovákia és Lengyelország is hazánk elé került. A gazdaság nyilvánvaló kínálati hiányosságai és a túlköltekező, felelőtlen költségvetési politika hatásai a gazdasági mutatószámok egyre szélesebb körében egyre markánsabban megmutatkoztak. A régió egyik legmagasabb jegybanki alapkamatja ellenére a fogyasztóiár-emelkedés rendre a kitűzött inflációs cél fölött alakult.

1. ábra: Magyarország gazdasági fejlettségi és adósságmutatóinak alakulása



Megjegyzés: A nettó külsőadósság-mutatót a tulajdonosi hitelek nélkül számítottuk

Forrás: Eurostat.

A tartós egyensúlytalanság, az ebből adódó fenntarthatatlan – jellemzően külső – eladósodás, a magas infláció számos tanulmány szerint a komoly strukturális problémákkal küzdő gazdaságok sajátosságai. A je-

lenségegyüttes nemcsak a válság előtti években, de a magyar gazdaság elmúlt több mint fél évszázados történetében is gyakori visszatérő elem volt. Az időről időre jelentkező korrekciós periódusok ellenére a tartós és fenntartható növekedés feltételeit nem sikerült megteremteni.

Ezen tapasztalatokra építve 2010-ben a kormányzat által megkezdett stabilizációs politika, a gazdaság egyensúlyi helyzetének javítása mellett, egy tartós és fenntartható felzárkózási pályát kívánt megalapozni. Az elmúlt év makrogazdasági eredményei már ezen új növekedési modell első eredményei lehetnek. Természetesen azt is látnunk kell, hogy a végső sikerhez – a teljes felzárkózáshoz – vezető út még hosszú és nehéz, de bizakodásra ad okot, hogy az első lépéseket egy számos kihívással és viszontagsággal terhelt időszakban sikeresen megtettük. Az átállási időszak végéhez közeledve, az események középpontjában álló gazdaságpolitikus szemüvegén keresztül tanulságos lehet áttekinteni, hogy honnan indultunk, milyen intézkedéseket és közös erőfeszítéseket vállalva zajlott le a gazdaság működésének számos területét érintő fordulat.

#### AZ EREDENDŐ BŰN – REFORMOK HELYETT ELADÓSODÁS

Magyarország 4 százalék körüli növekedési ütemmel, dinamikus exportbővüléssel, a korábbi két számjegyű helyett egy számjegyre lassuló inflációval, alacsony költségvetési hiánnyal és a 60 százalékos GDP-arányos küszöbérték alatti államadósság-szinttel lépett be az új évezredbe. A makrogazdasági fundamentumok alapján az európai uniós csatlakozást követően reális célkitűzésnek tűnt az ország tartós és fokozatos felzárkózása. EU-csatlakozásunk 2004-ben megtörtént, ám felzárkózási pályánk egyre látványosabban megakadt. A magyar növekedési modell gyengeségei már jóval a globális pénzügyi válság előtt jelentkeztek.

A munkapiacunk a munkajövedelmek magas adóterhelése és az inaktivitás esetén indokolatlanul laza szociális rendszer fenntartása következtében Európában az egyik legalacsonyabb aktivitási és foglalkoztatási rátákat mutatta. A versenyszféra foglalkoztatásának bővülése 2005-ben megállt, miközben a vállalatok új beruházások helyett egyre nagyobb mértékben a kapacitáskihasználtság növelésével igyekeztek kihasználni a kedvező európai konjunktúra által nyújtott lehetőségeket. Ezzel összhangban beruházási rátánk 2005-től egyre nagyobb mértékben maradt el a régiós átlagtól.

Az egyre nyilvánvalóbbá váló strukturális hiányosságokat a felelőtlen költségvetési költsékezés ideig-óráig homályban tartotta. A 2001-ben még csak a GDP 4,1 százalékán álló költségvetési hiány a 2002 és 2007 közötti időszakban – többször is megközelítve a 10 százalékos értéket – átlagosan 7,5 százalékon alakult. Ráadásul a hiány még ennél is magasabb lett volna, ha a kormány nem alkalmaz olyan eszközöket, amelyek későbbre tolnak egyes kockázatokat és kiadásokat, mint például a magántőke költséges, PPP-formájú bevonása. A súlyos eladósodás következtében Magyarországgal szemben az uniós csatlakozása kezdetétől, 2004-től folyamatosan túlzottdeficit-eljárás folyt.

A jelentős költségvetési eladósodás következményeként a gazdaság számos szegmensében súlyos mellékhatások jelentkeztek. Egyrészt a költségvetés jelentős finanszírozási igénye mellett a válság előtti években általában lecsökkent belföldi megtakarítások nem voltak elegendőek a gazdaság finanszírozásához. Ezzel összhangban folyó fizetési mérlegünk egyre nagyobb mértékű hiányokat mutatott. Kialakult az ún. „ikerdeficit” jelenség. Másrészt az egyensúly javítására tett tétova kísérletek rendre a fogyasztói árak – indirekt adók és hatósági árak növelésén keresztül történő – emelésében látták a megoldás kulcsát, így az infláció 2005 óta szinte folyamatosan a jegybanki cél fölött alakult. A jelentős finanszírozási szükséglet és a szigorú, árstabilitási célokat követő jegybanki politika mellett szinte egyenes volt az út a régió legmagasabb alapkamatszintjének kialakulásához.

A már így is veszélyes, robbanásközeli elegyet a devizahitelezés egyre szélesebb körű elterjedése tette végzetessé. Belföldi megtakarítások hiányában és magas hazai nominális kamatszint mellett a bankok hitelezési aktivitásukat egyre nagyobb arányban külföldi források bevonásával finanszírozták. A kockázatok alulárázása mellett a rövid távú profítcélokra fókuszáló pénzügyi közvetítői viselkedés és a passzív felügyeleti magatartás eredőjeként a válság előtti években a kereskedelmi bankok az általuk gyűjtött betétek több mint másfélszeresét helyezték ki hitelek formájában. Ráadásul az idő előrehaladtával ezen hiteleken belül egyre nagyobb részarányt képviseltek a devizában – nagy részben svájci frankban – denominált hitelek.

Összességében megállapíthatjuk, hogy a magyar növekedési modell már jóval a válság előtt rendkívül sérülékennyé vált. A növekedés a belső termelési tényezők bővülése helyett erőteljes külső eladósodásra épült. A külső

forrásbevonás részben a bankrendszeren keresztül, részben az államadóság finanszírozásán keresztül jelentkezett. A folyamatosan növekvő belső és külső eladósodás produktív – a gazdaság hosszú távú jövedelemtermelő képességét is javító – beruházások helyett döntően a fogyasztás növekedését és fenntartását finanszírozta. Eközben a versenyszféra vállalatai a foglalkoztatás bővítése és új beruházások helyett a kapacitások egyre növekvő kihasználása mellett termeltek. A modell a globális likviditásbőség ellenére 2006-ra kifulladt. A gazdaság egyre inkább beragadt a magas adósság és az alacsony növekedés csapdájába. A helyzet fenntarthatatlansága ekkor már a növekedési számok egyértelmű romlásában is jelentkezett.

A 2007-ben kezdődő, majd 2008-ban kiszélesedő globális pénzügyi válság viharos sebességgel hozta felszínre a magyar gazdaság hiányosságait. A globális kockázatvállalási hajlandóság csökkenésével és a külső finanszírozás elapadásával Magyarország az elsők között volt kénytelen a nemzetközi szervezetekhez fordulni. Exportpiacaink keresletének összeomlása és az egyébként is kereslethiányos időszakban erőteljes költségvetési megszorításokkal operáló kormányzati intézkedések következtében a magyar GDP közel 7 (!) százalékkal csökkent 2009-ben. Ráadásul a rövid idő alatt összeállított, többnyire a nemzetközi szervezetek ajánlásait követő költségvetési megszorítások olyan szerkezetben valósultak meg, melyek a rövid távú keresletcsökkenés mellett a gazdaság hosszabb távú potenciális növekedését is negatívan érintették.

A 2010-ben megalakult új kormány egy gazdasági csapdahelyzetet örökölt. Egy – a válság következményeként egyébként is – kereslethiányos helyzetben kellett egy időben a gazdaság növekedési potenciálját javító strukturális reformokat elindítani, és a gazdaság fenntarthatatlanul növekvő adósságpályáját a költségvetés kiigazításával stabilizálni. Eközben a svájci frank folyamatos erősödése egyre több devizahiteles számára okozott leküzdhetetlenül magas törlesztőterheket, ami az egyéni tragédiák mellett a bankrendszeren keresztül jelentős pénzügyi stabilitási kockázatokkal is fenyegetett.

#### STABILIZÁCIÓ ÉS A „NEM ORTODOX” ESZKÖZTÁR

Bár a költségvetés hiánya a korábbiaknál alacsonyabb lett 2008–2009-ben, ennek ára a recesszió mélyülése volt. Mivel a válság előtti súlyos eladósodás gyökerét a felelőtlen költségvetési politika jelentette, ezért

legelső lépésként itt volt szükség szigorú irányváltásra. A szilárdabb költségvetési helyzetben lévő országok a válság első hulláma idején a költségvetési kiadások növelésével és adócsökkentésekkel igyekeztek stabilizálni gazdaságaikat (ez az ún. „anticiklikus” gazdaságpolitika). Ezzel szemben Magyarországon elkerülhetetlenül szükséges volt a korábban felhalmozott egyensúlytalanságok korrekciója: csökkenteni kellett a költségvetés hiányát, ami erősítette a válság minden területre kiterjedő negatív hatását („prociklikus” gazdaságpolitika).

Ezzel összhangban a kormányzati gazdaságpolitika célkeresztjébe azonnal a költségvetés helyzetének stabilizálása és a középtávon is alacsony hiánypályát biztosító intézkedéssorozat került. A fő kérdés az volt, hogy hogyan lehet egy olyan akciótervet kidolgozni, amely a kitűzött célokat (alacsony hiány, javuló hosszabb távú potenciális növekedés) a lehető legkisebb rövid távú reálgazdasági áldozatok mellett képes megvalósítani. 2010-ben az év közbeni kiigazítás lehetőségeit szűkítette, hogy az év végéhez közeledve a hiánycélok tartásához szükséges megtakarításokra már csak rendkívüli eszközökkel volt lehetőség. Felismerve az egyébként is jelentős keresletszűkével jellemezhető gazdasági környezetet, a kormány prioritása az volt, hogy az egyensúly helyreállítása ne rontsa tovább a keresleti feltételeket, így olyan intézkedéseket helyezett előtérbe, amelyek nem a hitelszűke és a növekvő munkanélküliség által legjobban sújtott háztartásokat, valamint a kis- és középvállalkozásokat érintették.

A költségvetés gyors léptékű stabilizálásával egy időben elkezdődött a gazdaság hosszú távú növekedését akadályozó, rossz ösztönzők megreformálásának folyamata is. A Széll Kálmán Terv néven bejelentett strukturális reformprogram első lépéseként a foglalkoztatás növekedését leginkább akadályozó adók azonnali csökkentésére volt szükség. Az államadósság tartós csökkenése és a gazdasági felzárkózás újbóli beindulása csakis a foglalkoztatási szint trendszerű növelésével érhető el. A 2010 előtti magyar személyijövedelemadó-rendszer messze a legmagasabb terheléssel járó és a legprogresszívebb adórendszer volt a régióban. A munkát terhelő adók mértéke az OECD számításai szerint az EU legmagasabb értékei közé tartozott. A magas adóterhelés, a laza előnyugdíjazási szabályok és a munkapiacról való tartós távolmaradás esetében is indokolatlanul magas pénzügyi juttatások együttesen okozták az európai uniós összevetésben is legalacsonyabbak közé tartozó hazai munkaerő-piaci aktivitási és foglalkoztatási rátát.

A személyi jövedelemadók több lépésben elindított csökkentése és a végeredményben egykulcsossá váló adórendszer bevezetése egyidejűleg egyszerűsítette az adórendszert, és javította a munkavállalás melletti ösztönzőket. Kiegészülve a családi adókedvezményekkel, az új rendszer 2011 és 2013 között mintegy 450 milliárd forinttal emelte meg a lakossági jövedelmeket. Az alacsonyabb jövedelemkategóriákban az adórata emelkedését a minimálbér és az elvárt béremelések kompenzálták, miközben a munkapiac legsérülékenyebb munkavállalói csoportok esetében a Munkahelyvédelmi Akcióterv csökkentette tovább a foglalkoztatás költségeit.

A munkapiac az egyes rétegek számára irreálisan alacsony nyugdíjba vonulás feltételeinek közelítése a nyugdíjazási korcentrumhoz és a segélyezési rendszer racionalizálása, családbarátabbá és igazságosabbá tételében növelte az aktivitást. Az aktivitási ráta a mélypontot jelentő 54 százalékot követően az elmúlt években trendszerűen emelkedett, és aktuálisan már megközelítette az 58 százalékot. Mindez azt jelenti, hogy a munkapiac megjelenő aktív szereplők száma elérte a 4 millió 400 ezer főt. Természetesen a válságot követően csak rendkívül lassan éledező keresleti környezetben a növekvő munkakínálatot a versenyszféra vállalatai csak részben tudták alkalmazni, és így a foglalkoztatottsági szintet növelni. Ezért az álláskeresők egy részének az időközben elindított és az elmúlt években fokozatosan kiszélesített közmunkaprogramok nyújtottak foglalkoztatási lehetőséget. Eközben az új Munka törvénykönyvének elfogadása a rugalmasabb munkavégzési formák támogatásán keresztül járult hozzá a korábban nemzetközi összevetésben rendkívül alacsony részmunkaidős foglalkoztatási formák fokozatos terjedéséhez.

A beruházások és a foglalkoztatás tartós növelése elképzelhetetlen a beruházások közel felét megvalósító és a foglalkoztatottak mintegy kétharmadát foglalkoztató kis- és középvállalati szektor adóterhelésének csökkentése nélkül. Esetükben a vállalati nyereségadó csökkentése, a kisvállalatokra tervezett új adóformák bevezetése (pl. kiva, kata) és az adminisztrációs terhek mérséklése volt az első lépés a növekedés beindítása felé.

Az adózási rendszer átalakításából adódó pozitív gazdaságösztönző hatások kiaknázásához az így kieső bevételeket további intézkedésekkel

---

**...a munkapiacon megjelenő  
aktív szereplők száma elérte  
a 4 millió 400 ezer főt.**



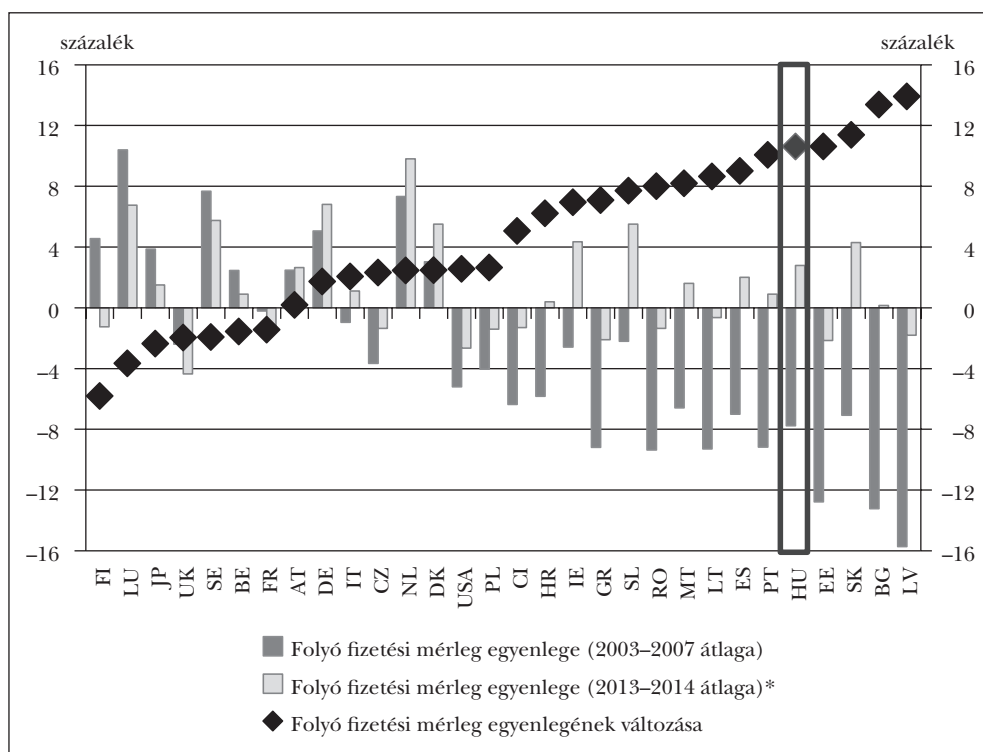
kellott ellensúlyozni. A befektetők által a válságkörnyezetben rendkívül érzékenyen figyelt költségvetésihiány-pálya stabilizálásához – fontos kiadáscsökkentő intézkedések (pl. a közsféra javadalmazási rendszerének átalakítása, költségcsökkentés és hatékonyságnövelés az állami vállalatoknál) mellett – a nyugdíjrendszer reformja és néhány ágazatot terhelő extraadó bevezetése is szükségessé vált. Utóbbiak jellemzően olyan szektorokra lettek kivetve, amelyek a pénzügyi-gazdasági válságot a legegészségesebb állapotban vészték át, így teherviselő képességük relatíve erős volt.

Az intézkedéssorozat eredményeként a költségvetési folyamatokban 2011-től fokozatos trendforduló bontakozott ki. A költségvetés (eredményszemléletű, ún. ESA szerinti) hiánya 2012-ben 2,0 százalékra, míg 2013-ban 2,5 közelébe süllyedt, és mértékadó előrejelzések szerint a következő években is stabilan a 3 százalékos kritériumérték alatt alakul. Elismerve a költségvetési egyensúly javítása érdekében meghozott erőfeszítéseket, 2013 júniusában EU-csatlakozásunk óta első alkalommal Magyarország kikerült a túlzottdeficit-eljárás alól. Államadósság-rátánk a 2010 közepén mért 85,5 százalékos maximumról az elmúlt év végére 79 százalék közelébe süllyedt. Ezzel Magyarország azon néhány EU-tagállam közé tartozik, melyek a válságot követően mérsékelni tudták az államháztartás eladósodottságának szintjét.

A költségvetés helyzetének stabilizálása a gazdaság külső egyensúlyi pozíciójában is érezhető javulást eredményezett. Míg a válság előtti években a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP arányában folyamatosan 7 és 8 százalék között alakult, addig 2010-ben a rendszerváltást követően első alkalommal szufficitet mutatott, és az elmúlt évben az aktívum megközelítette a 3 százalékot. Ezzel a magyar gazdaság külső egyensúlyi pozíciója Európában az egyik legnagyobb mértékű javulást mutatta. A pozitív folyó fizetési mérleg azt jelenti, hogy a gazdaság működését (nettó) külső forrásbevonás nélkül is képesek vagyunk finanszírozni, azaz növekedésünk külső hitelek helyett egyre inkább belföldi megtakarításokra épül. Természetesen a külső egyensúlyi helyzet javulásának okaként a költségvetés alkalmazkodása mellett a belföldi szereplők (háztartások, vállalatok) megváltozott viselkedését is ki kell emelni. Az adócsökkentés következtében érdemben növekvő lakossági jövedelmek és az óvatosabbá váló fogyasztási viselkedés eredőjeként a háztartások megtakarítási rátája számottevően emelkedett. A magasabb pénzügyeszköz-felhalmozás és a folyamatosan jelentős hitel-

törlesztések következtében a lakosság nettó pénzügyi vagyona 2010 eleje és 2013 vége között több mint 5000 milliárd forinttal bővült. Ráadásul a korábban rendkívül konzervatív – magas arányban készpénzben és bankbetétekben tartott – lakossági pénzügyeszköz-portfólión belül az elmúlt években fokozatosan növekedett a hazai állampapírok részaránya, így a külföldi forrásbevonásnál stabilabb bázist jelentő lakossági megtakarítások egyre nagyobb szerepet kaptak az államháztartás finanszírozásában.

2. ábra: A folyó fizetési mérleg egyenlegének változása Európában és néhány nagy, Európán kívüli fejlett gazdaságban

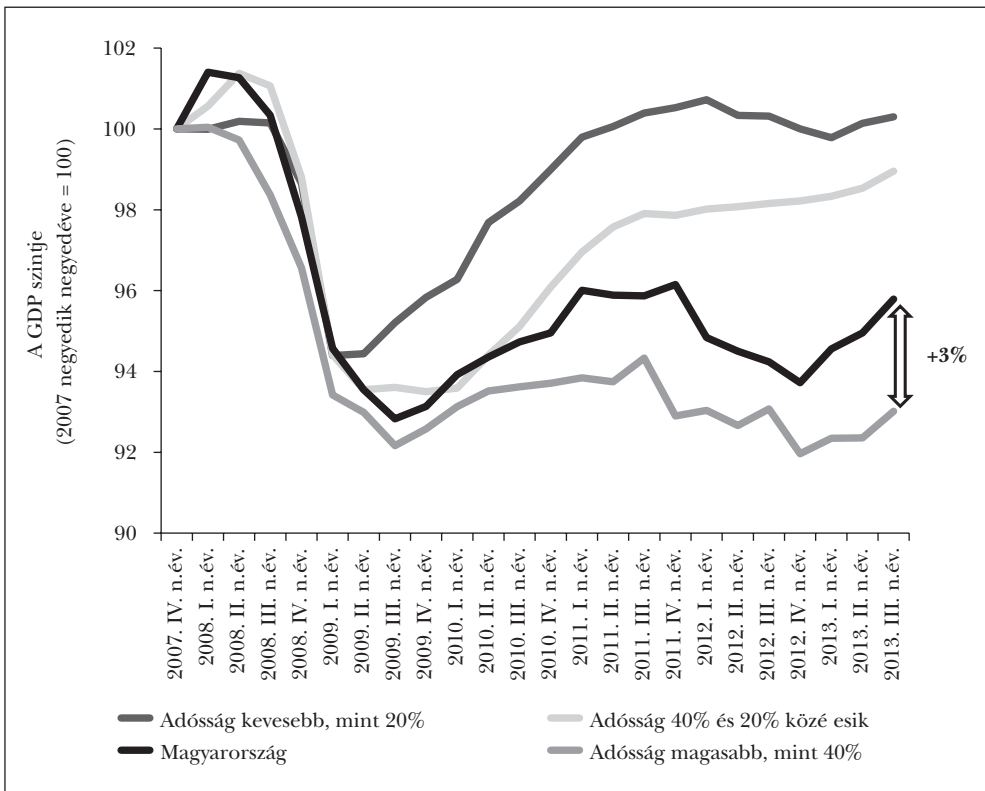


\* Forrás: Az Európai Bizottság 2013. téli előrejelzései alapján. A magyar adatok esetében az MNB 2013. decemberi előrejelzéseit használtuk.

Az adósságcsökkentés hosszú távú sikere elképzelhetetlen gazdasági növekedés nélkül, így joggal merül fel a kérdés, hogy mi történt mind ezen időszak alatt a gazdasági kibocsátással. A kormányzati program kritikusan nem is felejtették el rendre felhívni a figyelmet, hogy növekedési ütemünk még az elmúlt években is elmaradt legfontosabb versenytár-

saink, a visegrádi országok dinamikájától. Azonban ismerve a 2008-ban kirobbant gazdasági válság természetét, érdemes áttekinteni, hogy vajon ezen néhány éves időhorizonton összevethető-e a válság előtt súlyos külső és belső eladósodottsággal küzdő magyar gazdaság teljesítménye a válság előtt többnyire egészséges adósságpályát mutató visegrádi országok helyzetével. A válasz egyértelműen nem. A 2008-as válság alapvetően egy adósságválság volt, amely ráadásul szinkronizáltan, több gazdasági régiót egy időben sújtott. A válság következményei különösen azon

3. ábra: A GDP szintje az európai gazdaságokban a válság előtti nettó külső eladósodottság függvényében



Megjegyzés: A GDP 40%-át meghaladó nettó külső adósságállománnyal rendelkező országok: Görögország, Spanyolország, Olaszország, Lettország, Portugália, Svédország, Egyesült Királyság. A GDP 20 és 40%-a közé eső nettó külső adósságállománnyal rendelkező országok: Ausztria, Bulgária, Dánia, Észtország, Horvátország, Litvánia, Hollandia, Lengyelország, Románia, Szlovénia. A GDP 20%-ánál alacsonyabb nettó külső adósságállománnyal rendelkező országok: Belgium, Csehország, Németország, Finnország, Franciaország, Málta, Szlovákia.

gazdaságokban voltak súlyosak, ahol a növekedés a válság előtti időszakban jelentős mértékben külső eladósodásra épült. Ezen országokban a 2009-es recesszió mélyebb, míg az azt követő kilábalási periódus lassabb és ingatagabb volt, mint a hasonló adósságproblémával nem küzdő országok esetében. Jól példázza a külső adósság központi szerepét az Európai Unió gazdaságainak helyzete. Az EU-n belül a legtöbb gazdaság kibocsátása még jelenleg is elmarad a válság előtti szinttől. A válság előtti szintet csak a korábban fegyelmezett költségvetési viselkedéssel és alacsony külső adóssággal jellemezhető gazdaságok GDP-je éri el. Ezzel szemben a 2000-es években gyors külső eladósodást mutató és így magas külső adósságot felhalmozó gazdaságok (idetartozik Magyarország is) hozzáadott értéke még az elmúlt év végén is közel 7 százalékkal a válság előtti szint alatt volt. Ezen országcsoport teljesítményével összehasonlítva a hazai GDP – döntően a 2010 után mutatott növekedési teljesítménynek köszönhetően – 3 százalékkal magasabb értéket mutat, ami arra utal, hogy a szükségszerű gazdasági alkalmazkodást hazánkban egyértelműen az átlagnál kisebb reálgazdasági költségekkel sikerült elérni.

#### FORDULAT A MONETÁRIS POLITIKÁBAN

A költségvetési stabilizáció következtében a gazdaság külső és belső egyensúlyi pozíciói látványos javulást mutattak. 2012 közepén, az Európai Központi Bank hathatós közreműködésének köszönhetően az euró-zóna perifériaországaiiban tapasztalt pénzpiaci feszültségek fokozatosan oldódtak. A javuló globális hangulatban a magyar pénzpiaci eszközök iránti befektetői érdeklődés is fokozatosan növekedett. Kockázati feláraink csökkenésnek indultak. Egyre biztosabbá vált, hogy Magyarország külső segítség nélkül, önállóan is képessé vált finanszírozni magát a pénzpiacokról.

A javuló kockázati megítélés és a mérsékelt inflációs kilátások 2012 augusztusára megteremtették a jegybanki alapkamat fokozatos csökkentésének lehetőségét. A Monetáris Tanács külsős tagjai, szűk szavazati többséggel, egy 25 bázispontos vágással elindították az azóta is tartó óvatos kamatcsökkentési ciklust. A költségvetési politikában végrehajtott fordulat a kamatpolitikában is megteremtette a fordulat lehetőségét. A hatósági energia és egyéb közszolgáltatások árainak 2013. évi, több lépcsőben végrehajtott mérséklése („rezsicsökkentés”) következ-

tében az infláció az elmúlt évben több mint 40 éve nem látott alacsony szintre süllyedt. Ráadásul a kilátások az alacsony inflációs környezet tartósabb fennmaradására utalnak. Az alacsony importált árhatások, a reálgazdasági környezet erős árleszorító hatásai és az inflációs várakozások alkalmazkodása hosszabb távon is támogatja az árstabilitást.

---

**...a Magyar Nemzeti Bank  
2013 áprilisában egy célzott  
hitelösztönzési programot  
hirdetett meg Növekedési  
Hitel Program (NHP) néven.**

A fegyelmezett költségvetési politika mellett a kormányzati politika oldaláról érkező közvetlen inflációs hatások is mérsékeltek lehetnek, így a jegybank elsődleges célja, az árstabilitás fenntartása megbízhatóan teljesülhet. Stabílan alacsony inflációs kilátások mellett a kamatpolitikában – több más fejlett gazdaságban

működő jegybank gyakorlatához hasonlóan – megjelenhetett néhány új, a hosszabb távú növekedést támogató eszköz is.

Bár a jegybanki alapkamat csökkenése fokozatosan a hitelkamatok süllyedésében is megjelent, a pénzügyi közvetítők által alkalmazott magas felárak és szigorú nem árjellegű feltételek miatt a gazdaság működése szempontjából meghatározó kis- és középvállalati szektor jelentős része továbbra sem vagy csak nagyon nehezen jutott hitelhez. A monetáris transzmisszió ezen cégek irányába gyakorlatilag nem működött. Figyelembe véve a kkv-k magas reálgazdasági súlyát, a tartós hitelínség a gazdaság potenciális növekedési képességének tartós gyengülésével fenyegetett. A helyzet kezelésére a Magyar Nemzeti Bank 2013 áprilisában egy célzott hitelösztönzési programot hirdetett meg Növekedési Hitel Program (NHP) néven. A program keretében a jegybank rendkívül kedvező áron (0 százalékos kamatozással) első körben 750 milliárd forintnyi forrást biztosított a kereskedelmi bankok számára, amiből maximálisan 2 százalékos kamatszint (és félszázalékos garanciadíj) mellett nyújthattak hiteleket a kis- és közepes méretű vállalatoknak. A 2013 szeptemberében záruló első kör – a hasonló célokkal meghirdetett nemzetközi programokhoz képest – jelentős sikerrel, a rendelkezésre álló források több mint 90 százalékos felhasználásával zárult. A megkötött közel 10 ezer szerződés keretében a hitelek 40 százaléka meglévő hitelek kiváltására, míg a fennmaradó rész új hitelek folyósítása formá-

jában került felhasználásra. A program segítségével az érintett vállalkozások finanszírozási költségei átlagosan több mint 3 százalékponttal csökkentek, és olyan ágazatokban, illetve területi régiókban is bővült a hitelezés, ahol korábban szinte lehetetlen volt hitelhez jutni.

Az inflációs kilátásokat és a program első körének sikereit figyelembe véve a Monetáris Tanács az elmúlt év szeptemberében a hitelösztönzési program folytatása és bővítése mellett döntött. Az idei év végéig meghosszabbított program keretében a kkv-szektor hitelezésére a bankok további 2000 milliárd forintos kamatmentes jegybanki forrást használhatnak fel. A jegybank döntése értelmében a nyújtott hitelek fókuszába még erőteljesebben a produktív, új értéket és ezen keresztül új munkahelyeket teremtő beruházásoknak kell kerülniük. Ennek megfelelően a hitelek 90 százaléka új beruházásokra használható fel. A kkv-k forráshoz jutásának segítése mellett az NHP segíthet az elmúlt években szinte fagyott állapotba zuhanó vállalati hitelezés újraindításában és a kereskedelmi bankok közötti verseny erősítésében. Ez utóbbi jelenségre utal, hogy a programban aktívan tudtak részt venni a korábban mérsékelt hitelezési aktivitást mutató hazai tulajdonú kis és közepes bankok is.

A hitelezési kondíciók javítása mellett a korábban komoly hiányosságokat mutató pénzügyi felügyelet területén is határozott változások zajlottak az elmúlt évben. 2013 végére befejeződött a Magyar Nemzeti Bank és a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének integrációja. Az összeolvadás eredményeként a jegybank erős felügyeleti jogosultságokat kapott, melyekkel a jegybank törvényben megjelölt – pénzügyi stabilitás fenntartását előíró – céljait a korábbiaknál lényegesen hatékonyabban érheti el. Az első eredmények már ezen a téren is kézzelfoghatóak. A pénzügyi rendszer felügyeletéért felelős döntéshozó testület, a Pénzügyi Stabilitási Tanács több esetben is határozott lépésekkel kezelte a rendszerben még éppen csak megjelenő problémákat.

A monetáris politika helyzetét vizsgálva megállapíthatjuk, hogy a globálisan erősödő kockázati étvágy és a sikeres hazai költségvetési stabilizáció eredményeként javuló magyar kockázati megítélés megnyitotta az utat egy óvatos lépésekkel operáló, de határozott kamatcsökkentési ciklus megindításához és véghezviteléhez. A gazdaságban jelentkező alacsony piaci indíttatású árnyomás a kormányzat rezsicsökkentő intézkedéseivel kiegészülve az inflációt tartósan alacsony szintre terelte. Figyelembe véve az elsődleges cél, az árstabilitás megbízható rövid és

hosszabb távú teljesülését, a Magyar Nemzeti Bank több más fejlett jegybank gyakorlatához hasonlóan lehetőséget kapott, hogy az alacsony inflációs környezet elérése mellett a monetáris transzmisszió erősítésével a gazdaság hosszabb távú növekedési potenciálját támogató eszközöket is bevesse. Végezetül érdemes megemlíteni, hogy az alkalmazott jegybanki döntések „mellékhatásaként” az elmúlt év során a Magyar Nemzeti Bank eredménye is fokozatos javulást mutatott. Szemben a 2013-as év eleji 200 milliárd forintot is meghaladó negatív eredményprognózisokkal, az év végi – e tanulmány véglegesítésekor még előzetes – számok szerint a jegybank 2013. évi gazdálkodása tízmilliárdos nagyságrendű többletet mutatott.

### ÖSSZEGZÉS – TANULSÁGOK

2014 tavaszára Magyarország egy gazdasági modellváltás időszakának végére ért. A válság végérvényesen bebizonyította, hogy a korábban követett erős külső eladósodásra épülő magyar növekedési modellt egyértelműen újra kellett gondolnunk. Egy fenntartható gazdasági felzárkózáshoz mind a gazdasági ösztönzők, mind a finanszírozási szerkezet esetében fordulatra volt szükség. A válság és más országok tapasztalatai egyértelmű irányokat jelöltek ki.

Mivel a válság előtti sikertelen növekedési modell legfontosabb oka a felelőtlen költségvetési politika volt, ezért első lépésben ezen a területen kellett markáns újításokat felmutatni. A válság következtében általánosan mérsékelt keresleti környezetben a költségvetési stabilizációs intézkedések szerkezetének kialakítása különösen nagy figyelmet igényel. Bár a nemzetközi tapasztalatok szerint a kiadási oldalon végrehajtott kiigazítások bizonyulnak tartósabbnak, azonban a válság időszakában ezek rövid távú reálgazdasági hatása (fiskális multiplikátor) is erősebb, így nagyobb mértékben vetik vissza a gazdasági növekedést.<sup>1</sup> Ennek elkerülése érdekében a kormány olyan módon kívánta mérsékelni az adósságot, amely oldja a potenciális növekedést fékező rossz gazdasági ösztönzőket (növeli a munkapiaci aktivitást és foglalkoztatást), ugyanakkor a kiigazítás rövid távú terhét a nagyobb gazdasági teherviselő képességgel rendelkező gazdasági szereplőkre hárítja. Ezen elvek alkalmazása Magyarország számára a hasonló adósságproblémákkal rendelkező gazdaságokhoz képest kedvezőbb gazdasági teljesítmény elérését tette lehetővé, miközben segített

fenntartani a hosszabb távú strukturális reformok végigviteléhez elengedhetetlen társadalmi támogatottságot.

A költségvetés helyzetének stabilizálása a gazdaság külső egyensúlyi helyzetében is tartós javulást okozott, megszüntetve a magyar gazdaság történetében korábban rendre visszatérő ikerdeficit jelenségét. Az elmúlt években folyamatosan aktívumot mutató folyó fizetési mérleg mellett elindult a gazdaság sérülékenységét meghatározó magas külső adósságunk trendszerű csökkenése. A magyar gazdaság finanszírozásában tartósan és hangsúlyosabban kell a belföldi megtakarításokra támaszkodni. Természetesen a külső források elérése továbbra is meghatározó a magyar gazdaság számára. Ám egyértelművé vált, hogy ennek formája jelentősen meghatározhatja a növekedés fenntarthatóságát. A bankrendszeren keresztül érkező, döntően fogyasztási célú hitelezés komoly stabilitási kockázatok felépüléséhez vezet, így ezek helyett fontos, hogy a jövőben a produktív beruházásokat támogató működőtőke-befektetéseknek jusson nagyobb szerep.

A makrogazdasági finanszírozási szerkezet megváltozása a bankrendszer középtávú stratégiáját is érintheti. A forrásgyűjtésben egyre nagyobb szerep juthat a belföldi megtakarításoknak, így a hitel-betét arány korábbi drasztikus elszállására nem számíthatunk. A hitelek allokálásában nagyobb hangsúlyt kell hogy kapjanak a produktív beruházások megvalósítására képes vállalkozások, miközben a verseny erősödése a korábbi erőfölényes helyzetek feloldásában segíthet. A rendszerben a korábbiaknál hangsúlyosabb szerephez kell jutnia az erős szabályozói jogkörökkel rendelkező felügyeleti hatóságnak (immár az MNB), mely a túlzott kockázatvállalás megakadályozásával és transzparens viselkedés kikényszerítésével támogatja a pénzügyi közvetítés fenntartható módon történő mélyülését.

A költségvetés helyzetének stabilizálása a monetáris politika mozgásterét is bővítette. Egyrészt a stabil költségvetési kilátások az ország kockázati megítélését is javítják, másrészt a fegyelmezett költségvetés mellett a jövőben kisebb valószínűséggel jelentkehetnek az inflációs pályát számottevően módosító kormányzati intézkedések. Az elmúlt évtized folyamatai a jegybank döntéshozói számára is egyértelmű tapasztalatokkal szolgáltak. A monetáris politika vitele során nem elegendő csak szűken az inflációs célok teljesülésére fókuszálni, hisz alacsony infláció mellett is épülhetnek fel komoly, a gazdaság hosszabb távú fejlődését is romboló



rendszerszintű kockázatok. A jövőben – megőrizve az árstabilitás elsődlegességét – a monetáris politika vitelében a pénzügyi rendszer stabilitását érintő céloknak is hangsúlyosan meg kell jelenniük. Ezzel összhangban a monetáris eszköztárban a hagyományos eszközök mellett mikro- és makroprudenciális eszközöknek is egyre aktívabban jelen kell lenniük.

Végezetül fontos tisztában lennünk a ténnyel, hogy egy-egy ország esetében gazdaságtörténeti léptékben a sikeres felzárkózási periódusok több évtizedes időhorizonton jelentkeznek. Ennek megfelelően a magyar növekedési modellben az elmúlt években végrehajtott változások egy hosszú folyamatnak csak az első, a fenntarthatóságot segítő lépései lehetnek. A költségvetési és monetáris politikai keretek meghatározását követően a hangsúly egyre nagyobb mértékben a rendelkezésünkre álló humán és fizikai erőforrások hatékony felhasználásán, illetve sikeres bővítésén és fejlesztésén múlhat. Ezen területeken jelentkező lehetőségek elemzése azonban már egy következő fejlesztés- vagy épp oktatáspolitikáról írott tanulmány témája lehet.

## JEGYZET

- <sup>1</sup> A jelenséget utólag az IMF egyik tanulmánya is elemzi. A szerzők arra a következtetésre jutnak, hogy az erős költségvetési megszorítások kevésbé hatékonyak az adósságráta csökkentésére, mert hatásukra a GDP növekedése is lassul. Luc Eyraud–Anke Weber: *The Challenge of Debt Reduction during Fiscal Consolidation*. IMF Working Paper, WP/13/67, 2013.