

Matolcsy György

A sikeres válságkezelés a 12 gazdasági fordulat tükrében

Successful Crisis Management Against the Background of Twelve Economic Breakthroughs



Összefoglalás

Immáron több mint egy évtizeddel a 2008–2009-es gazdasági világválságot követően érdemes visszatekinteni a gazdaságtörténeti szempontból is meghatározó időszak történéseire. A világgazdasági válság nyomán jelentkező komplex kihívások és az arra adott válaszok ma is alapvetően határozzák meg mindennapjainkat. Ráadásul – mint a történelem során már többször is – a gazdasági válság a közgazdaságtan mint tudományág fejlődése kapcsán is kihívások elé állította a megelőző évtizedekben uralkodó irányzatokat. A viták legelső és talán legfontosabb sarokpontját a válságkezelés módja jelentette. A korábban meghatározó neoliberais gazdaságfilozófia szerint rövid távon a kereslet összehúzóódását okozó kínálati reformok lehetnek üdvöztők, amelyekkel szemben egyre erőteljesebben jelentek meg a keynesi gazdaságösztönzést és a reformok terheit széles körben megosztani kívánó közgazdászok. Magyarország azon országok egyike, ahol ezen vita és annak következményei különösen látványosan megfigyelhetők voltak. A válságot megelőző hibás gazdaságpolitika következményeként a 2008/2009-es globális vihar Magyarországot rendkívül legyengült állapotban érte. Ennek, valamint a korábban meghatározó neoliberais alapokon nyugvó, elhibázott válságkezelés eredményeként 2010-ig Magyarország Európa egyik legsúlyosabb válságán ment át. A súlyos károkat követően a 2010-ben hivatalba lépő polgári kormány új típusú válságkezelést hirdetett meg. Az innovatív, hagyományos és nem hagyományos lépésekkel egyaránt operáló, a gazdaságpolitikai ágak közötti összhangra építő stratégia sikeresen stabilizál-

ta és újból felzárkózási pályára állította Magyarországot. Jelen tanulmány ezen válságkezelés legfontosabb lépéseiről és eredményeiről nyújt átfogó képet.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G01, E60, O47, E52

Kulcsszavak: gazdasági válság, gazdaságpolitika, gazdasági felzárkózás, monetáris politika

Summary

A decade after the 2008-2009 global economic crisis, it is worth looking back on the events of this key period in economic history. The complex challenges encountered in the wake of the global economic crisis and the responses given to them still determine our daily life. Moreover, just as several times during history, the economic crisis also posed challenges to the trends prevailing in economic thinking in the previous decades. The first, and perhaps most important, cornerstone of disputes concerned the method of crisis management. According to the previously predominant neoliberal economic philosophy, over the short term, supply reforms causing contraction in demand might bring redemption, but this view was increasingly opposed by the economists who wished to extensively share the Keynesian economy boosting method and the burdens of reforms. Hungary is one of the countries where this dispute and its consequences have been conspicuously observable. As a result of the incorrect economic policy followed before the economic crisis, Hungary had been depleted when she was hit by the 2008-2009 global thunderstorm. As a result of this condition and of the inappropriate crisis management based on the previously predominant neoliberal foundations, up to 2010 Hungary had undergone one of the most serious crises in Europe. After the gross damages, the government that took office in 2010 adopted a new kind of crisis management. This innovative strategy, which combined traditional and non-traditional steps and relied on agreement between the various economic policy areas, successfully stabilised Hungary and restored her on a convergence trajectory. This paper provides an overview of the most important steps and results of this crisis management.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: G01, E60, O47, E52

Keywords: economic crisis, economic policy, closing the economic gap, monetary policy

MAGYARORSZÁG A VÁLSÁGOT MEGELŐZŐ ÉVEKBEN

Magyarországot a 2008-as globális pénzügyi válság rendkívül legyengült állapotban érte. Már jóval a válság előtt komoly finanszírozási és strukturális problémák jelentkeztek. Az alapjaiban hibás, külső eladósodásra építő 2002. évet követő gazdaságpolitika következtében a gazdaság legkülönbözőbb területein alakultak ki egyensúlytalanságok. Ezek hozzájárultak a magyar versenyképesség romlásához, a felzárkózás

leállításához és a sérülékenység növekedéséhez. A magyar gazdaság potenciális növekedési üteme egyre inkább lemaradt az uniós és a visegrádi országokétól (Csehország, Lengyelország, Szlovákia), amihez egyaránt hozzájárult az alacsony foglalkoztatottság, a lassuló termelékenységnövekedés, illetve a beruházások nem elegendő szintje. A beruházási ráta – már jóval a válság előtt – 2005-től kezdődően mérséklődött, és érdemben elvált a régiós folyamatoktól. Az aktivitási és foglalkoztatási ráta az Európai Unióban az egyik legalacsonyabb volt. A válság előtt a rendkívül magas munkához kapcsolódó adók, illetve a túlzottan bőkezű szociális rendszer mind keresleti, mind kínálati oldalon a munkapiac fejlődésének korlátját jelentette, akadályozva a gazdaság bővülését.

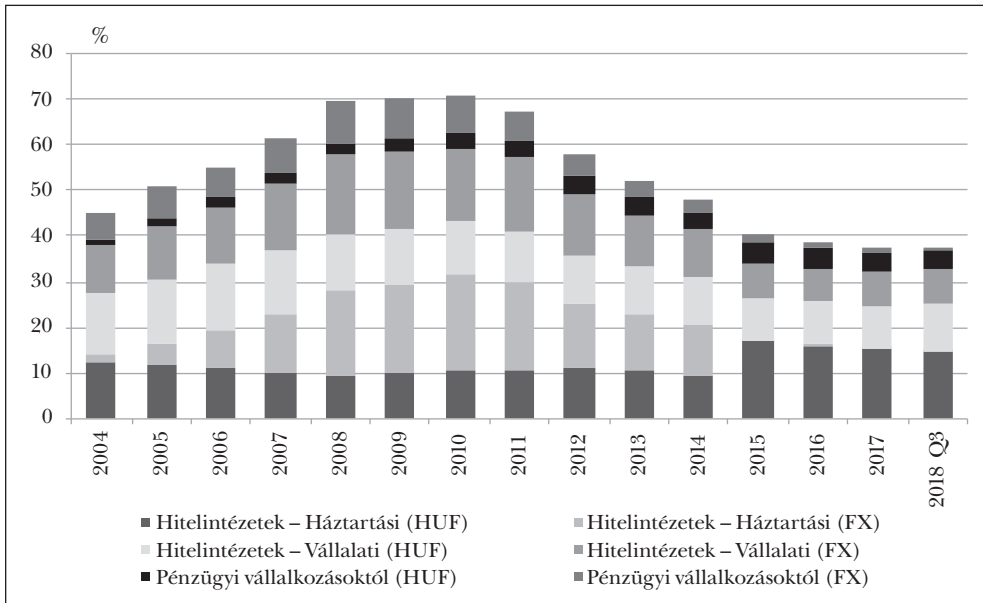
Az óriásira duzzadó államháztartási hiányok mellett a folyó fizetési mérlegben is jelentős hiány alakult ki. Elégséges belső megtakarítások hiányában a magyar gazdaság a külső eladósodás veszélyes pályájára állt, valamennyi gazdasági szereplő jelentős mértékű – nagy arányban külföldi devizában denominált – adósságot halmozott fel. Az államháztartás a deficitet elsősorban külső forrásból finanszírozta, ami jelentős megújítási és árfolyamkockázatot vont maga után amellet, hogy növelte a külső adósságot. A helyzetet tovább fokozta, hogy az elérhető belső megtakarítások hiányában a hazai bankrendszer is egyre nagyobb mértékben hitelezett devizában, elsősorban svájci frankban (Matolcsy, 2008).

A fiskális politika mellett a helyzetet a monetáris politikai döntések is súlyosbították. A magas külső adósságot és ezáltal a forint gyengülését okozó hibás gazdaságpolitikai lépésekre reagálva, a jegybank 2003-ban 12,5 százalékra emelte az alapkamatot, ami historikus összehasonlításban különösen magasnak számított. Ezzel a lépéssel a jegybank meggátolta ugyan az árfolyam további gyengülését, azonban a hitelkamatok két számjegyjűvé válása a termelő vállalatokkal szemben nehezen teljesíthető megtérülési követelményeket támasztott. A mesterségesen erősen tartott árfolyam ráadásul támogatta a devizahitelezés felfutását, így a gazdaság szereplői egyre inkább devizahitelekkel helyettesítették a megdrágult forintforrásokat. A GDP-arányos hitelállomány a válság idejére 70 százalék fölé emelkedett, szerkezetében pedig egyre nagyobb arányt képviseltek a devizahitelek, ami a magánszektor megnövekedett árfolyamkockázatnak tette ki (Matolcsy, 2007).

AZ ELSŐ VÁLASZLÉPÉSEK – HAGYOMÁNYOS RECEPT, SIKERTELEN VÁLSÁGKEZELÉS

A válságot követő kockázatkerülő nemzetközi piaci hangulatban az euróval szembeni 230 forint szintről közel egy év leforgása alatt közel 40 százalékot gyengült a forint. Az árfolyam leértékelődése a magas devizakitettségen keresztül a háztartásokat különösen súlyosan érintette. Az árfolyam megemelkedése miatt a háztartások jövedelemarányos törlesztőrészelei drasztikusan megnövekedtek, miközben az államadósság finanszírozási lehetőségei beszűkültek. Ráadásul hazánkkal szemben 2004 óta túlzottdeficit-eljárás (EDP) is zajlott, mely további nehézséget jelentett a válságkezelés tekintetében.

1. ábra: A GDP-arányos hitelállomány alakulása Magyarországon



Forrás: MNB

Egyértelműen költségvetési konszolidációra volt szükség, azonban a krízismenedzselést nehezítette a problémák hibás értékelése. Az intézkedések kizárólag a gazdaság kínálati oldalára koncentráltak, ami az egyébként is gyengélkedő aggregált kereslet további összehúzását, azaz megszorításokat jelentettek. A kiadási oldalra fókuszáló intézkedések azonban nem lehettek sikeresek, mert a költségvetési megszorításokat alkalmazók számottevően alulbecsülték a fiskális multiplikátor – egységnyi kormányzati intézkedés növekedési hatása – nagyságát és annak recessziós környezetben fellépő pusztító erejét (Matolcsy, 2018). Hiába fogta vissza a kormány a költségvetési kiadásait, az ezzel párhuzamosan – sőt még nagyobb mértékben – csökkenő belső kereslet következtében mérséklődő adóbevételek aláásták a költségvetési konszolidációt. Az eredmény az egyensúly kívánt helyreállítása helyett tovább mélyülő recesszió, növekvő munkanélküliség, töretlenül emelkedő adósságráták lettek. A klasszikus, megszorító intézkedésekre alapuló válságkezelés csak az újabb kiigazításoknak ágyazott meg.

A GDP 4-5 százalékanak megfelelő 2009-es költségvetési megszorítás – amelyet a 2008 őszi IMF-Európai Bizottság mentőcsomag alapozott meg – legnagyobb vesztesei a háztartások lettek. Az általános áfakulcs emelése, a közsféra béreinek befagyasztása, a 13. havi jövedelem és a 13. havi nyugdíj megszüntetése, a nyugdíjindexálás megváltoztatása, a nyugdíjkorhatár emelése, a családi pótlék befagyasztása, a gyés és gyed feltételeinek szigorítása mind a háztartásokat sújtották, akik ugyanebben az időszakban szembesültek a devizahiteleikre fizetendő megemelkedett törlesztőrészekkel is. A mérleg másik oldalán csak a munkát terhelő járulékok szerény csökkentése, illetve a minimálbér enyhe emelése szerepeltek. A megvalósuló intézkedések tovagyrűző hatá-

saiból fakadóan nem az egyensúly felé vitték a gazdasági folyamatokat, hanem számottevő reálgazdasági áldozatokkal és magasan ragadó inflációval jártak (Matolcsy, 2015).

A megszorítások, illetve a bérhányad fokozatos csökkenésének következtében a lakossági fogyasztás és ezzel párhuzamosan a magyar kibocsátás is érdemben zsugorodott, amely tovább rontott az adósságmutatóinkon. Emellett a beruházások – az uniós források elérhetőségének ellenére – összességében a fogyasztásnál is nagyobb visszaesést szenvedtek el, melynek következtében hazánk potenciális növekedése tovább mérséklődött. Összességében a fiskális politika szerepe a válságkörnyezetben magas költségvetési multiplikátor miatt döntőnek bizonyult a válság utáni visszaesésben (Matolcsy, 2018).

Elmaradt a teljes körű adóreform, ráadásul az időzítés sem volt szerencsés, mivel Európa szintén válságkezelő üzemmódban működött, így a külső kereslet sem tudott hozzájárulni a költségvetés kiadási oldalán elért veszteségek ellensúlyozásához. A klaszszikus, megszorításokra alapuló krízismenedzsment ráadásul újabb problémákat is felszínre hozott. A kormányzó párt választói felhatalmazása számottevően csökkent, ami politikai instabilitáshoz és kormányválsághoz vezetett. A finanszírozási és növekedési problémák politika válságba csaptak át, így idővel a gazdaságpolitika társadalmi támogatottsága is hiányzott bármilyen reform megindításához. Egyensúlyi fordulat tehát csak egy, a hagyományos receptnek tekinthető megszorításokon túllépő gazdaságpolitikával következhetett be, amire a 2010-es kormányváltás teremtett lehetőséget.

TÖRTÉNELMI FORDULATOK A HAZAI GAZDASÁGPOLITIKÁBAN 2010 UTÁN

A recessziók önmagukban nem csupán az aggregált kereslet visszaesését jelentik, de lehetőséget kínálnak a közgazdasági gondolkodás megújításának is. Újfajta, a (korábbi) főárammal szembehelyezkedő gondolatok is előtérbe kerülhetnek, amelyek a krízismenedzsment módjával kapcsolatban is új gondolkodást indíthatnak el. 2010-ben a korábbi hibás válságkezelés következtében halmozott problémákkal nézett szembe a gazdaságpolitika. A feladat a pénzügyi stabilitás megteremtése és strukturális reformok egyidejű végrehajtása volt. A hatalomra kerülő kormányzat alapvetően szakított a korábbi válságkezelési gyakorlattal. A gazdaság stabilizálása érdekében innovatív, célzott eszközök alkalmazásával nem csupán növekedésbarát intézkedéseket valósított meg, de ezzel egy időben a költségvetési egyenleget is javította (Matolcsy, 2014). A következőkben a 2010 óta megvalósuló legfontosabb gazdaságtörténelmi fordulatokat vesszük górcső alá.

A költségvetés területén bekövetkező fordulatok

A magyarországi fiskális politikában az új, azóta már harmadik ciklusát töltő polgári kormány 2010-es hivatalba lépése hozta el a változást. A feladat nem ígérkezett egyszerűnek, egy időben kellett stabilizálni a finanszírozási folyamatokat, miközben strukturális reformokkal meg kellett teremteni a gazdasági növekedés lehetőségét.

Adórendszer-fordulat

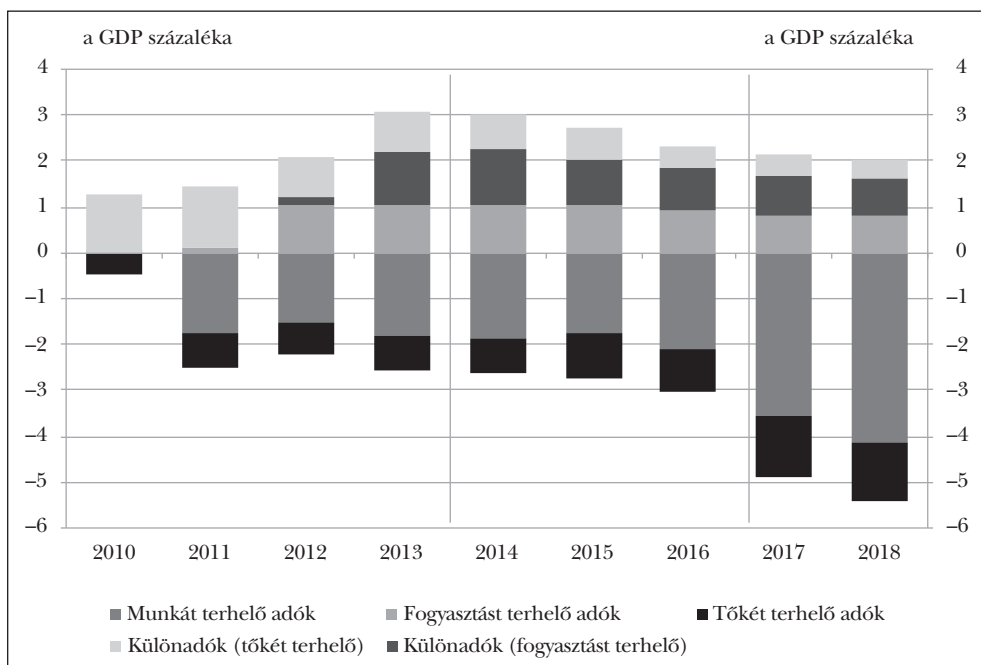
Az adórendszer átalakításának célja a költségvetési egyensúly biztosítása mellett a gazdasági növekedés támogatása volt. E kettős cél egyidejű megvalósulásához szükséges volt a foglalkoztatás és a beruházások emelése, ami a leghatékonyabban a tőkét és munkát terhelő adók csökkentésével érhető el. A 2010-ben elindított adóreform új filozófia keretében valósult meg. A legjelentősebb változást az jelentette, hogy a munkát, illetve tőkét terhelő adók felől a kormányzat az indirekt adókra – fogyasztási, forgalmi típusú adók – helyezte a hangsúlyt. A munkára kivetett adó- és járulékterhek csökkentése, valamint az igénybe vehető célzott kedvezmények (Munkahelyvédelmi akcióterv) kedvezően hatottak a gazdasági szereplők munkaerőpiaci döntéseire, növelve a munkavállalási hajlandóságot (Baksay–Palotai, 2017).

A munkát terhelő adók mellett a tőkére kivetett közterhek jelentősen torzítják a gazdasági szereplők beruházási döntéseit, így a széles körű konszenzus alapján a leginkább károsnak tekinthető adóterhek közé tartoznak. A tőkét terhelő adók mértéke már 2010 második felétől jelentősen csökkent a társasági adó felső kulcsához szükséges sáv 50-ről 500 millió forintra emelése következtében, aminek hatására kibővült az alacsonyabb adókulcs alá tartozó kis- és középvállalatok köre. A társasági adó 2017-ben egykulcsossá alakult, és az egységes kulcs is 9 százalékra mérséklődött. A magyar kis- és középvállalati szektort érdemben támogatják a 2013-ban létrehozott új kisadózói cégformák (kata, kiva), amelyek igénybevételi létszáma a kedvező adózási feltételeknek köszönhetően napjainkig is dinamikusan bővül. Az intézkedések következtében mérséklődött a hazai vállalatok adóterhelése, az adócsökkentések 2018-ra a GDP közel 2 százalékát jelenthetik (Baksay–Palotai, 2017).

A növekedésösztönző adócsökkentések mellett az államháztartás egyensúlyának biztosításához szükséges volt olyan intézkedések bevezetése, amelyek pótlólagos forrást biztosítanak az adóreform végrehajtásához. A költségvetési források biztosítása nem jöhetett szóba hagyományos megszorító intézkedések alkalmazásával, mert azok éppen az adóreform gazdasági növekedésre gyakorolt kedvező hatásait ásták volna alá. A kormányzat így inkább a terhek megosztására fókuszált. A fogyasztási-forgalmi típusú adónemek alkalmazása a reálgazdasági növekedés szempontjából kevésbé tekinthető károsnak, mivel ezen adók nem térítik el jelentősen a tőkeallokációs és munkaerőpiaci döntéseket. Az ágazati különadók emellett úgy képesek segíteni a költségvetés egyensúlyának fenntartását, hogy ezzel párhuzamosan méltányosabb és egyenlőbb közteherviseléshez vezetnek.

Az adóreformok fősodrát elsősorban az áfa felső kulcsának 25 százalékról 27 százalékra növelése, a jövedéki adó mértékének többszöri emelése, valamint a szektorspecifikus adók átalakítása jelentette. A fogyasztási-, illetve forgalmiadó-bevételek jelentős bővüléséhez nemcsak a kulcsok emelése, hanem az adóalapok fokozatos szélesedése is hozzájárult, a különböző változatos, újszerű gazdaságfehérítő lépések alkalmazásával. Ezen folyamatot meghatározta az online pénztárgépek, az elektronikus közúti áruforgalom-ellenőrző rendszer (ekáer), valamint az online számlázás bevezetése és egyes területeken fordított áfakulcsok alkalmazása. A munkát terhelő adókhoz hasonlóan a

2. ábra: A 2010 óta végrehajtott adóváltozások kumulált statikus költségvetési hatása



Forrás: Palotai, 2017

fogyasztási adók esetében is megfigyelhető változás, hogy a gazdaságpolitika a célzott kedvezmények alkalmazását szorgalmazta, így csökkent egyes széleskörűen igénybe vett szolgáltatások (internet-, éttermi szolgáltatás) és alapvető élelmiszerek árucsoportjainak (tej, tojás, baromfi-, hal-, sertéshús) áfakulcsa (Palotai, 2017).

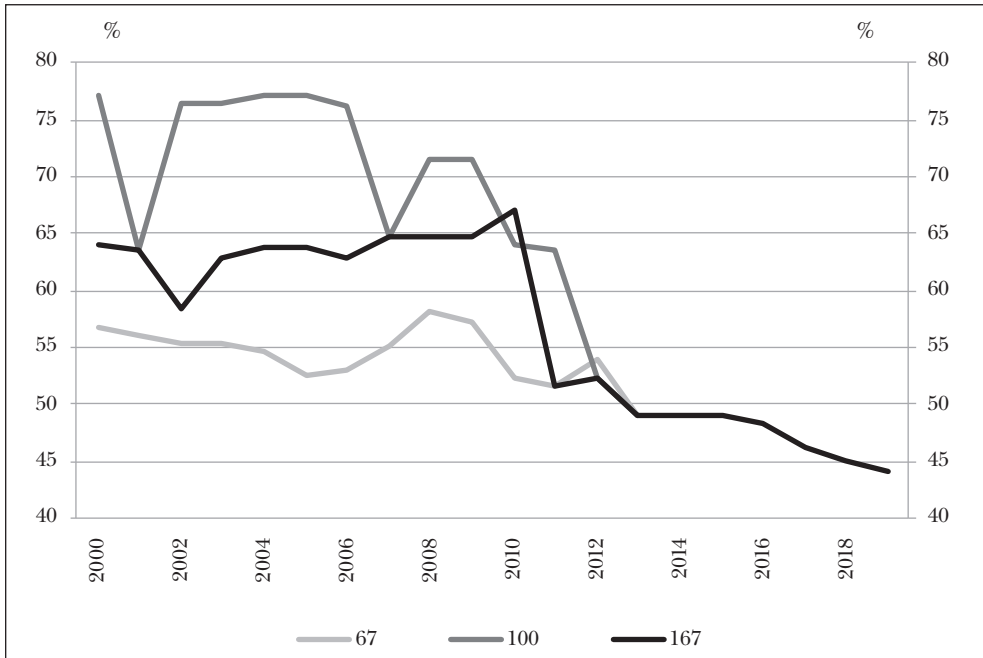
A fogyasztási és forgalmi adók részesedésének növekedésének közrejátszott a különböző különadók kivetése. Az adórendszer egészében megfigyelhető átrendeződés a szektorspecifikus válságadók között is lezajlott azáltal, hogy az egyes ágazatok terhelő különadók 2013-at követően fogyasztási-forgalmi különadókká alakultak át (pl. tranzakciós illeték, biztosítási adó, távközlési adó, népegészségügyi termékadó). A nagyobb köztelheresítő képességgel és alacsonyabb effektív adókulccsal rendelkező szolgáltató ágazatok (kiskereskedelem, pénzügyi-biztosítási szektor, energiaszektor, telekommunikáció) közterhei az elmúlt években fokozatosan mérséklődtek a költségvetési egyensúly fenntartásának figyelembevételével.

Motivációs fordulat

A munkát terhelő adók csökkentése során az egyik legnagyobb változást a személyi jövedelemadó egykulcsossá alakítása jelentette. A 2011-től először 16 százalékra, majd 2016-tól újabb lépés eredményeként 15 százalékra csökkentett egyetlen kulcs alacsonyabb volt mindkét korábbi adókulcsnál, és a progresszivitás megszűnése támogatta

a többletjelzőt, a nagyobb munkaintenzitást, illetve a tudástőke felhalmozását. A marginális adók az átalakítások után már 2013-ban a legtöbb kereseti kategóriánál a korábbi szintje alá mérséklődött, ami az azóta végrehajtott adó- és járulékcsoportok csökkentésével, valamint az igénybe vehető jelentős mértékű célzott kedvezmények (Munkahelyvédelmi akcióterv célcsoportjai és családi adókedvezmény) alkalmazásával még tovább csökkent (Matolcsy, 2016).

3. ábra: A hazai marginális adók alakulása az átlagbér 67, 100 és 167 százalékánál



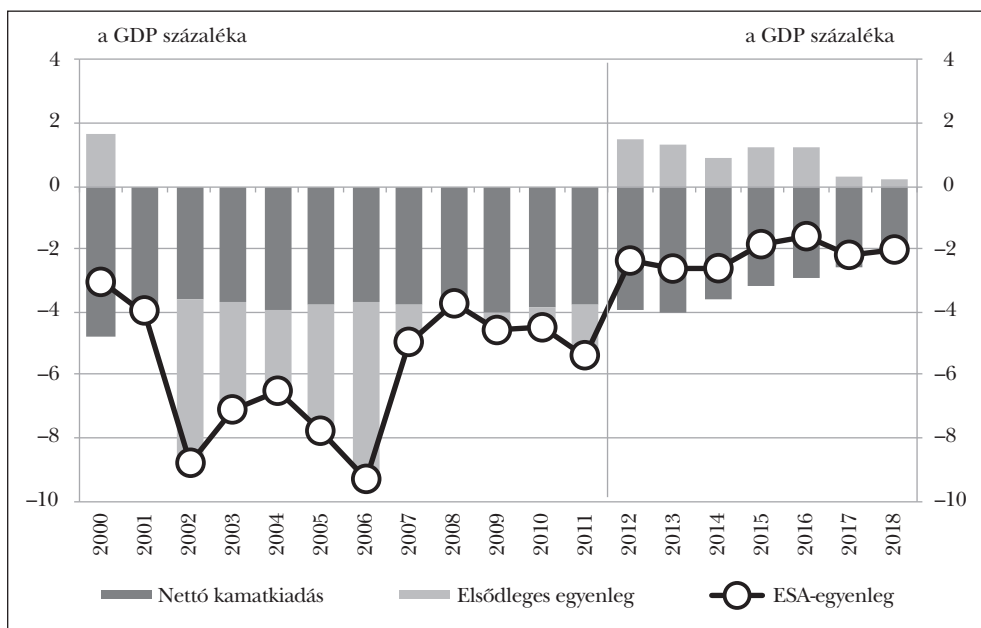
Forrás: OECD, MNB

Államháztartási fordulat

A sikeresen végrehajtott költségvetési fordulat eredményeképpen 2012 óta a hiány stabilan a 3 százalékos maastrichti küszöb alatt alakul. Ennek a gazdaságtörténeti eredménynek az értékeléséhez érdemes felidézni, hogy a rendszerváltás után a magyar gazdaságpolitika egyszer sem volt képes 3 százalék alá csökkenteni a hiányt, és ezzel sikerült kikerülni a 2004-es EU-s csatlakozás óta folyamatosan fennálló túlzottdeficit-eljárás alól is (EDP). A végrehajtott költségvetési fordulatnak köszönhetően egyszerre csökkent a hiány és indult meg a gazdasági növekedés (Matolcsy, 2016).

A Széll Kálmán-terv keretében több ütemben történt a korábban túlságosan laza, valójában a munkavállalás ellen ösztönző szociális támogatási rendszer átalakítása. Egyes költségvetési kiadások zárolása mellett az önkormányzatok eladósodását is megfékezte a kormányzat új gazdaságpolitikája.

4. ábra: Az államháztartás egyenlegmutatóinak alakulása



Megjegyzés: Az adatok a nyugdíjrendszer átalakítása miatt 2012-től jelentkező imputált kamatkiadásokat nem tartalmazzák. A 2018. évi adat az MNB 2018. decemberi Inflációs jelentésében szereplő előrejelzést mutatja.

Forrás: KSH, MNB

Kikerülés a túlzottdeficit-eljárás alól – EDP-fordulat

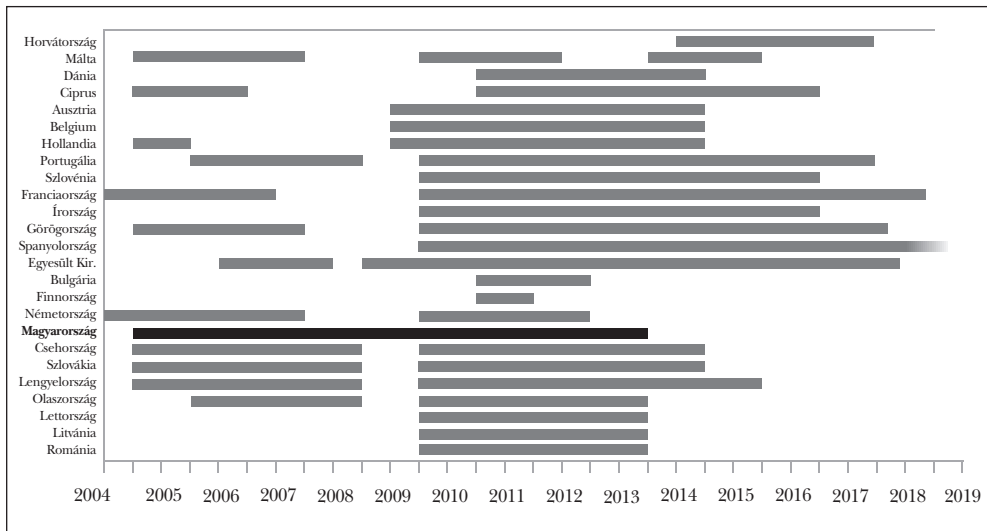
Magyarország az EU-hoz való csatlakozásának évétől kezdődően folyamatosan túlzottdeficit-eljárás alatt állt. A költségvetési egyenleg konszolidációját nemcsak a hatalmas eladósodottság, hanem az Európai Unió követelményeinek való megfelelés is indokolta. A szabály folyamatos áthágása a felzárkózást segítő kohéziós EU-forrásokat is veszélyeztette. Az államháztartási egyenleg javítása, valamint az EDP-ből való kikerülés a sérülékenységi faktorok csökkentése érdekében így elkerülhetetlenné vált.

A sikeres költségvetési fordulatnak köszönhetően 9 év után, 2013-ban Magyarország kikerült a túlzottdeficit-eljárás alól. Elhárult az EU-források felfüggesztésével kapcsolatos gazdaságpolitikai veszély, és a sikeres új gazdaságpolitika eredményeit nemzetközi szinten sem lehetett tovább kétségbe vonni.

Államadósság-fordulat

A 2010 utáni gazdaságpolitika számára célként is megfogalmazódott a meredeken növekvő államadósság trendjének megtörése és csökkenő pályára állítása. A kormányzat e célját az adósságszabály létrehozásával, illetve annak Alaptörvénybe foglalásával 2011-ben alkotmányos szintre emelte.

5. ábra: Az egyes országokkal szemben indított túlzottdeficit-eljárások



Forrás: Európai Bizottság

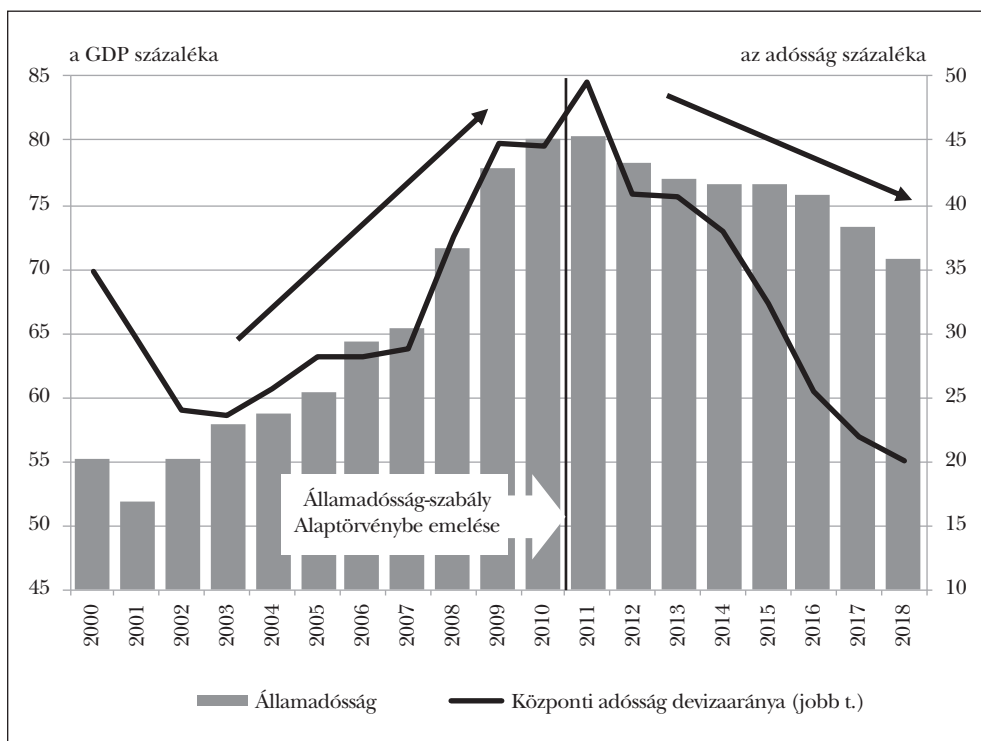
A költségvetési fordulat az államháztartási hiány fenntartható konszolidálásán és a gazdasági növekedés ösztönzésén keresztül lehetővé tette az adósságráta csökkentését, amely a kormányzati lépések következtében stabilizálódott. A 2011-ben historikus csúcson álló, 80 százalék feletti adósságráta 2018 végére csaknem tíz százalékponttal mérséklődött, így Magyarország az egyetlen olyan gazdaság az Európai Unión belül, ahol 2012 óta minden évben folyamatosan csökkent a GDP-arányos bruttó államadósság. Ezzel párhuzamosan az államadósság devizaaránya is folyamatosan csökkent, ami jelentősen mérsékelte Magyarország külső sérülékenységét. A központi adósság devizaaránya 2011-ben az adósság csaknem felét tette ki, amely 2018-ra 20 százalék közelébe csökkent. A nagymértékű mérséklődéshez az EU- és IMF-hitelek teljes visszafizetése is hozzájárult. Hazánk javuló megítélését a kockázati felárak (CDS) és az állampapírpiaaci hozamok mérséklődése mellett a nemzetközi hitelminősítők javuló besorolásai is visszaigazolták (Matolcsy, 2016).

Az elmúlt időszakban jelentősen javult az államadósság finanszírozási struktúrája is, amelyet a jegybank 2014 nyarán elindított Önfinanszírozási Programja (lásd később) is támogatott a belföldi finanszírozás ösztönzésén keresztül.

Munkaerőpiaci fordulat

A 2008-ban kitört globális válsággal párhuzamosan a vállalatok munkaerőigénye érdemben mérséklődött, a foglalkoztatottak száma nagymértékben visszaesett. A 2010-et követő években a kormányzat számos – főként a munkaerőpiaci részvétel emelkedését célzó – intézkedése hozzájárult a munkaerőpiac válságból való kilábalásához. Az időskori és a rokkantnyugdíjazási feltételek szigorítása, valamint a nyugdíjkorhatár foko-

6. ábra: Bruttó GDP-arányos államadósság és az adósság devizaarányának alakulása 2000-től



Forrás: MNB

zatos emelése csökkentette az inaktivitásba vonulók számát. A foglalkoztatástól való távolmaradáshoz kapcsolódó transzferek összegének és időtartamának lecsökkentése – amely a segélyezési rendszer szigorításaként fogható fel – megakadályozta a munkaerőpiac korai elhagyását. A rugalmas munkavégzési formák – főként részmunkaidős foglalkoztatás – alkalmazásának megkönnyítése támogatta bizonyos hátrányos helyzetű csoportok munkaerőpiacra lépését.

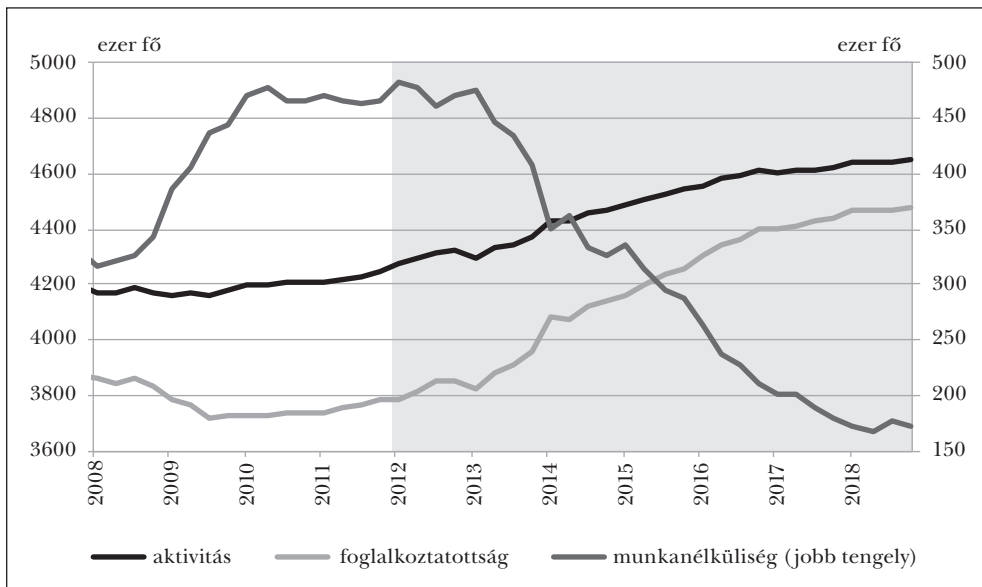
Az aktivitás növelését célzó kormányzati intézkedésekkel párhuzamosan a növekvő aktivitású – leginkább hátrányos helyzetű – társadalmi csoportok munkaerőpiaci integrációját is célzottan segítette a kormányzat. A leginkább munkaerőkeresletet élénkítő Munkahelyvédelmi Akcióterv (MAT) keretében hátrányos helyzetű munkavállalókat (pl. szakképzetlenek, tartós munkanélküliek, 55 év felettek) alkalmazó munkáltatók számottevő járulékkedvezményben részesültek. A közfoglalkoztatási programok 2013-as kibővítése segítette az inaktivitásból munkaerőpiacra lépő, az elsődleges munkaerőpiac felől gyenge kereslettel rendelkező csoportok munkához jutását, ezáltal jelentős részük esetében megfelelő átmenetet biztosított a későbbiekben az elsődleges munkaerőpiacra történő belépéshez.

Főként a munkaerőpiacot érintő, célzott strukturális intézkedések bevezetésének hatására Magyarország aktivitási rátája dinamikusan növekedett 2010 óta. Az aktivitási

rátában való relatív helyzetünk javulása legfőképpen a munkaerőpiaci szempontból hátrányos helyzetű társadalmi csoportokhoz – alacsonyan képzettek, fiatalok, 50 év felettiak és kisgyermekes nők – köthető. Az elmúlt közel egy évtizedben jelentős mértékben növekedett ezen csoportok aktivitási rátája, így az uniós átlagtól vett lemaradás is érdemben mérséklődött ezen csoportok esetében.

A munkaerőpiaci részvétel emelkedését a foglalkoztatottság javulása kísérte, az aktívá váló munkaerőt a piac felszívta. 2013-ban a foglalkoztatottság meredek emelkedésnek indult, a foglalkoztatottak száma több mint 750 ezer fővel bővült 2010-hez viszonyítva.

7. ábra: Az aktívak, a foglalkoztatottak és a munkanélküliek számának alakulása



Forrás: KSH

A foglalkoztatottság emelkedésével párhuzamosan a munkanélküliség historikus mélypontra süllyedt. Hazánkban a munkanélküliségi ráta a 2012-es 11 százalékról 3,7 százalékra csökkent 2018-ra, és ezzel jelenleg az egyik legalacsonyabb az Európai Unióban.

A monetáris politika fordulatai – az árstabilitás elérése és fenntartása

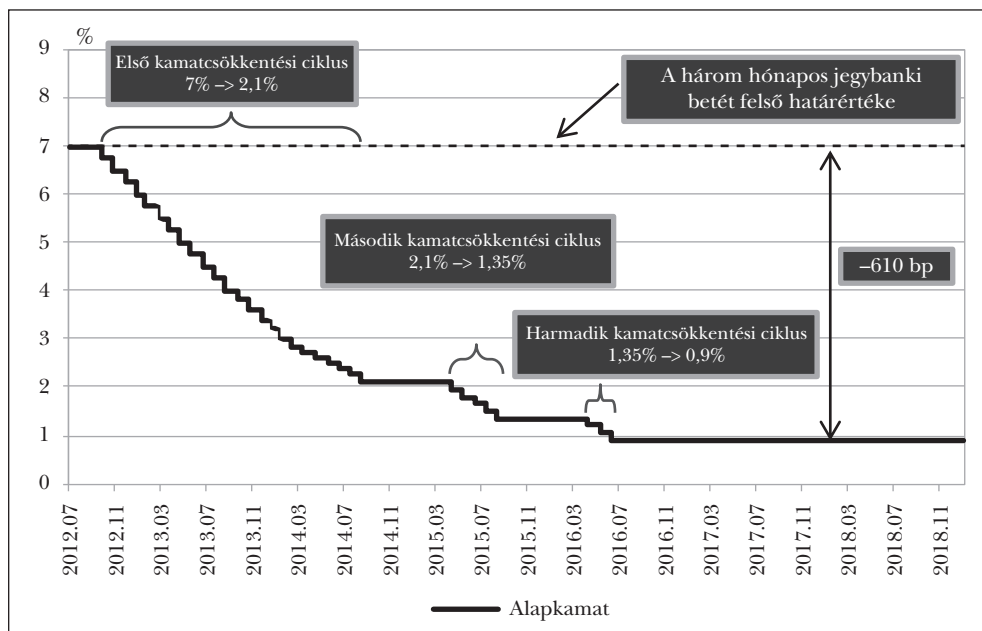
A 2008–2009-es válságot követő sikeres válságkezelés alapjait a helyes válaszlépések megtalálása mellett a gazdaságpolitika meghatározó ágai közötti összhang jelentette. Miközben a világ nagy jegybankjai a válság kitörését követően szinte azonnal korábban nem látott méretű monetáris impulzussal segítették gazdaságaikat, a magyar válságkezelés egészen 2012 nyaráig monetáris szembeszélben zajlott. A monetáris politika

2013-tól az új jegybanki vezetés kinevezésével vett teljes fordulatot. A jegybanki politika megújulását az intézményrendszer hatékony átalakítása, azaz a Pénzügyi Felügyelet 2013 végi jegybanki integrációja is nagyban meghatározta.

A jegybanki alapkamat csökkentése és hatása

A kedvezőtlen makrogazdasági folyamatokra a világ nagy jegybankjai azonnali monetáris lazítással reagáltak. Az MNB 2012 augusztusában kezdte meg kamatcsökkentési ciklusát, amelynek eredményeként 4 év alatt a kezdeti 7 százalékról három szakaszban 610 bázisponttal csökkentette az irányadó rátát historikus mélypontjára, 0,9 százalékra. A kamatcsökkentési ciklus elindítását több tényező is támogatta. A magyar kockázati felárak a sikeres költségvetési fordulatnak is köszönhetően a befektetői hangulat tartós javulását mutatták, emellett a vezető jegybankok újabb és újabb lazító lépései is lehetővé tették a monetáris kondíciók lazítását. A 2010-től kezdődő fiskális fordulat, az erősödő fiskális fegyelem, az államadósság csökkenő pályára állása, a külső sérülékenység mérséklődése és a hosszú távú növekedés ösztönzését célzó strukturális reformok is támogatták a jegybank lazító lépéseinek megvalósulását (MNB, 2017).

8. ábra: A magyar alapkamat alakulása



Forrás: MNB

Az irányadó ráta csökkentése 2015 végéig, a historikusan alacsony 0,9 százalékpont eléréséig tartott. Azóta az alapkamat ezen a szinten alakul. Az alacsony alapkamat tartós tartása mögött az az elgondolás húzódott meg, hogy a jegybank a monetáris

kondíciók lazítása során egy olyan kamatszint kialakítására törekedett, amely hosszabb távon is összhangban áll az inflációs cél fenntartható módon történő elérésével.

A jegybank kamatcsökkentési ciklusainak jelentős növekedési hatásai voltak. Az alapkamat érdemi csökkentése mérsékelte a deflációs környezet kialakulásának esélyét, és jelentősen hozzájárult a kibocsátás szintjének emelkedéséhez. A kamatcsökkentési ciklus kedvező makrogazdasági hatásai mellett sikerült megőrizni a gazdaság egyensúlyát, a gazdaság külső finanszírozási képessége is tartósan stabilan alakult.

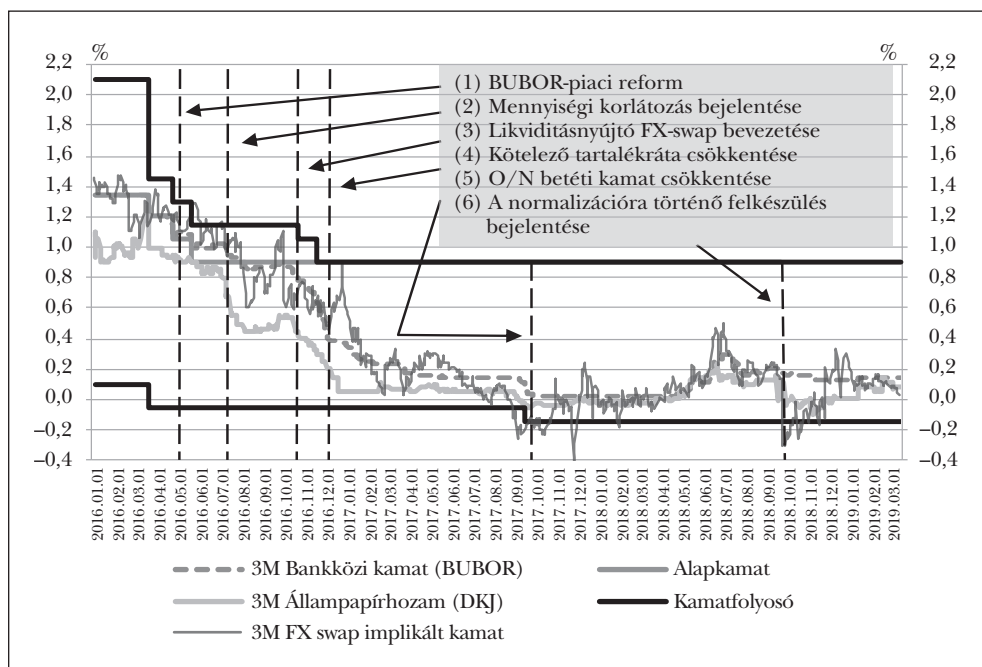
A monetáris kondíciók lazítása a pénzügyi piacokon is kifejtette hatását. A kamatkondíciók lazulása nagymértékben csökkentette a magánszektorra nehezedő kamatterheket, ezáltal sikerült megakadályozni a hitelállomány, a fogyasztás és a beruházás további esését a válságot követően. A monetáris lazítás nemcsak a magánszektorra volt kedvező hatással, hanem a rövid és hosszú lejáratú állampapírok hozamai is jelentősen mérséklődtek. Az állampapírpiazi hozamok mérséklődésével az államháztartás pozíciója is javult a csökkenő kamatkidadások következtében. Míg 2013-ban az államháztartás kamatkidadásai meghaladták a GDP 4 százalékát, addig a forintadósság fokozatos átárazódása következtében 2018-ra ez a mérték majdnem megfeleződött.

A jegybanki eszköztár átalakítása, a nemkonvencionális eszközök bevezetése

A Magyar Nemzeti Bank 2016 nyarán-őszén új monetáris politikai keretrendszert vezetett be, amivel az alapkamat tartós tartása és az inflációs folyamatok figyelembevétele mellett célzott, nemkonvencionális monetáris lazítást hajtott végre. A rendszer központi eleme az irányadó eszköz átalakítása, a három hónapos betét mennyiségi korlátozása volt, amelyen keresztül az MNB támogatta a hitelezést, az önfinanszírozást, valamint biztosította a releváns pénzügyi hozamok kamatfolyosón belüli további csökkenését. A 2016 utolsó negyedévében elkezdett mennyiségi korlátozást az MNB az O/N hitelkamat alapkamatra csökkentésével, azaz a teljesen aszimmetrikus kamatfolyosó kialakításával, valamint a tartalékráta 2 százalékról 1 százalékra való mérséklésével támogatta. 2016 őszén az MNB bevezette a forintlikviditást nyújtó finomhangoló devizacsere (FX-swap) eszközt, amelyek segítségével a jegybank heti rendszerességű tendereken biztosítja a megfelelő mértékű bankrendszeri likviditás fennmaradását.

A mennyiségi korlát bevezetésével az MNB három hónapos betéti állománya a 2016. szeptember végi csaknem 2000 milliárd forintról 2016. novemberre 900 milliárd forint közelébe, majd 2017 végére 75 milliárd forintra csökkent, 2018 decemberében pedig az eszköz kivezetésre került. A bankrendszer többletlikviditása O/N betétben jelent meg, a kiszorult likviditás hozamleszorító hatása pedig minden releváns piacon érezhető volt. A mennyiségi korlátozás 2016 nyári bevezetése után a hozamok a kamatfolyosó aljára csökkentek. A mennyiségi korlátozás rendszerének hatékony működését segítette, hogy 2016 májusában az MNB kezdeményezésére megújult a BUBOR (budapesti bankközi forint hitelkamatláb) jegyzési rendszere, a kötelező árjegyzési rendszer bevezetésével emelkedett a fedezetlen bankközi piac forgalma, és ezzel párhuzamosan nőtt a BUBOR-kamatok információtartalma (MNB, 2017).

9. ábra: Rövid hozamok alakulása 2016 és 2019 között

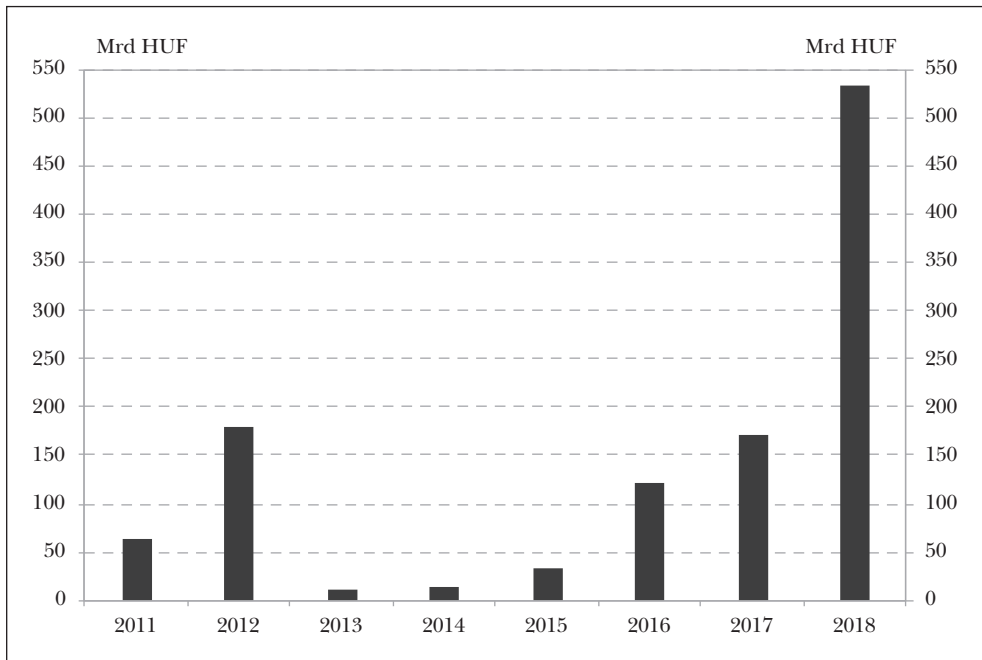


Forrás: MNB

A Monetáris Tanács 2017. novemberi ülésén azt a döntést hozta, hogy a laza monetáris kondíciók a hozamgörbének nemcsak a rövid, hanem hosszabb szakaszán is érvényesüljenek. Ennek biztosítása érdekében a Monetáris Tanács két nemkonvencionális eszköz 2018. januári bevezetéséről döntött, amelyek a monetáris politikai eszköztár szerves részét képezték. A monetáris politikai kamatcsereügyletek (MIRS) általános monetáris politikai eszközként, a jelzáloglevél-vásárlási program (JVP) pedig célzott programként került bevezetésre, amely deklarálta a kamatfixált jelzáloghitelek terjedésének és jelzáloglevél-piac fejlődésének elősegítését szolgálta.

Mind a MIRS, mind pedig a jelzáloglevél-vásárlási program elérte a kitűzött célokat. Az eszközök támogatták a laza monetáris kondíciók hosszú futamidőkre való kiterjesztését, illetve a piac stabilitását, hozzájárultak a jelzáloglevél-piac fejlesztéséhez, valamint a bankok kamatkockázatának csökkentéséhez és így a hosszú lejáratú, fix kamatozású jelzáloghitelek további elterjedéséhez, ami 2018 végére az év eleji 61 százalékos új kibocsátási arányról 90 százalék közelébe emelkedett. A jelzáloglevél-hozamok állampapírhozamokhoz mért felára a kivezetés bejelentéséig a hozamgörbe teljes szakaszán negatív tartományba süllyedt, az alacsony finanszírozási költségek pedig érdemben támogatták az új kibocsátásokat. A fix kamatozású jelzáloglevelek bruttó kibocsátása a piaci volumen előző hét évének összegével egyezett meg, ami azt jelenti, hogy a program érdemi mértékben támogatta a jelzáloglevél-piac fejlődését.

10. ábra: Fix kamatozású jelzáloglevelek éves piaci bruttó kibocsátása



Forrás: MNB

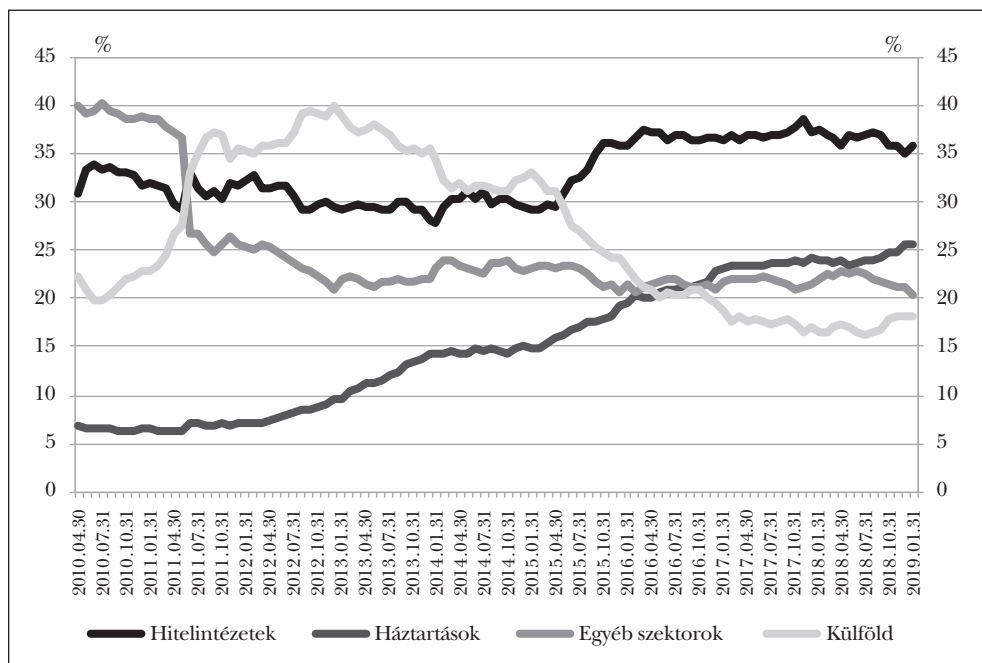
A jelzáloglevél-piac élénkülését és a bankok hosszú lejáratú forint forrásbevonását az MNB, a jelzáloglevél-vásárlási program kivezetését követően, a monetáris politikai eszköztáron kívüli eszközeivel, kiemelten a jelzáloghitel-finanszírozás megfelelési mutatóra¹ (JMM) vonatkozó szabályozással továbbra is támogatja.

Az Önfinszírozási program – lépések egy stabilabb gazdasáért

2014 áprilisában sor került az Önfinszírozási program meghirdetésére, amelynek végrehajtása során az MNB átalakította monetáris politikai eszköztárát annak érdekében, hogy a bankok többletlikviditásukat ne jegybanki betétekben, hanem hosszabb lejáratú, likvid értékpapírokban tartsák. Ez a magyar értékpapírpiacon sajátságai miatt elsősorban az állampapírok iránti banki kereslet megemelkedését jelentette. A jegybank programja, az Államadósság-kezelő Központ forintkibocsátásból finanszírozott devizatörlesztései, valamint a bankok együttműködő hozzáállása és alkalmazkodása együttesen tette lehetővé az egészségesebb adósságszerkezet felé történő elmozdulást, illetve a külső kitétség fokozatos mérséklődését (MNB, 2017).

Az Önfinszírozási program jelentősen csökkentette az ország külső sérülékenységet, erősítette a pénzügyi stabilitást, javította Magyarország nemzetközi megítélését. 2014 és a program aktív szakaszának végét jelentő 2016-os év között Magyarország úgy tudott közel 11 milliárd euró értékű devizaadósságot forintforrásból visszafizetni,

11. ábra: A magyar államadósság tulajdonosi szerkezete



Megjegyzés: 2012 decemberéig a hitelintézeti arány a pénzpiaci alapok állományait is tartalmazza.

Forrás: MNB

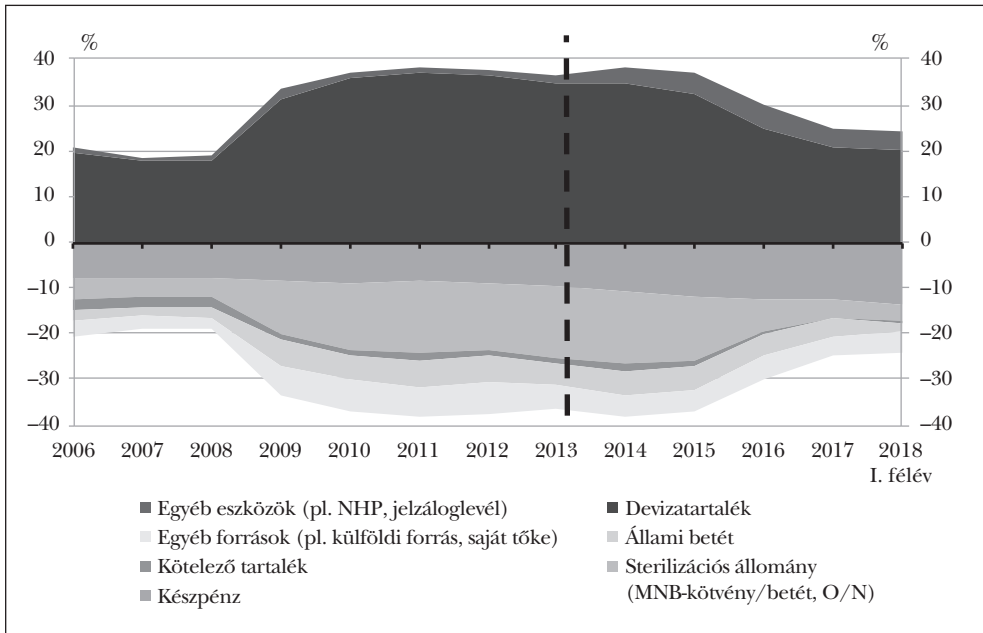
hogy közben – az inflációs célkitűzéssel összhangban – csökkentek az állampapírpiaci hozamok. Az államadósság devizaaránya a 2014-es 42 százalékról 2016 végére 25 százalékra, majd 2018 végére 20 százalék alá apadt. Az Önfelújítási program kiemelkedően fontos szerepet játszott a hazai befektetőkre és forintra támaszkodó finanszírozás megvalósításában, eredményei pedig megalapozták a teljesen magyar kézben tartott államadósságra vonatkozó stratégiai cél kitűzését.

A jegybanki mérleg fordulata – amikor a kevesebb több

A külső sérülékenység csökkenése révén lehetővé vált a jegybanki mérleg fordulata, ami kedvező hatással bírt az MNB-re és a nemzetgazdaságra egyaránt. Magyarország a válság kitörésekor az állam kedvezőtlen finanszírozási helyzete miatt hitelfelvételre kényszerült a nemzetközi intézményektől, ami a jegybankmérleg eszköz- és forrásoldalának emelkedésével járt. A felduzzadó mérleg a bankrendszeri likviditás növekedése miatt jelentős kamatköltséget jelentett az MNB számára. A gazdaság válság utáni alkalmazkodásával kialakult jelentős finanszírozási képesség, az ennek nyomán csökkenő külső adósság, illetve külső sérülékenység lehetővé tették, hogy a jegybankmérleget célzott programokkal a tartalékmegfelelés veszélyeztetése nélkül csökkenteni lehessen. Ez nemzetközi összevetésben is említésre méltó fejlemény. A válság után a világ nagy részében ugyanis az a trend

rajzolódott ki, hogy a jegybankok monetáris politikai céljai érdekében általánosságban emelték mérlegfőösszegüket. A válságot követő monetáris politikai lazító ciklusában (2008–2014) a Fed GDP-arányos mérlegfőösszege 17 százalékponttal, az EKB mérlege a 2014 után megkezdett eszközvásárlásai következtében 20 százalékponttal, a cseh jegybanké pedig 2013 óta – a devizataralék felduzzadása miatt – 40 százalékponttal emelkedett. Ezzel szemben 2013, a magyar monetáris politikai fordulat kezdete óta az MNB GDP-arányos mérlegfőösszege 12 százalékponttal csökkent. Ráadásul hazánk esetében a jegybanki mérleg csökkentésével párhuzamosan annak szerkezete is hatékonyabbá vált, hiszen érdemben csökkent a kamatozó források aránya. A jegybanki mérleg fordulata révén az alacsony hozamkörnyezet ellenére a monetáris politikának maradt mozgástere, és a monetáris transzmisszió hatékonysága is javult. Fontos hangsúlyozni, hogy az MNB – a nemzetközi folyamatokkal ellentétben – az elindított programokkal a mérleg szűkülése mellett tudta fenntartani a laza monetáris kondíciókat (Erhart et al., 2015).

12. ábra: Az MNB-mérleg főbb elemeinek GDP-arányos alakulása (éves átlagos értékek)



Forrás: MNB

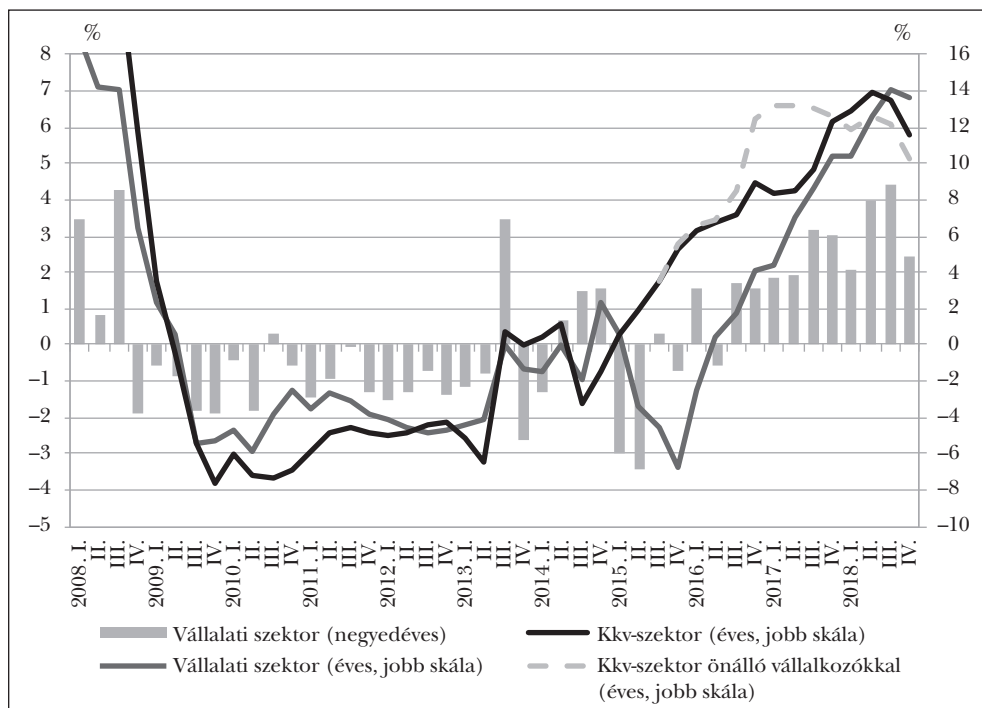
Hitelezési fordulat – megtörik a jég a befagyott hitelpiacon

Vállalati hitelezés

A 2007–2008-as pénzügyi válság kitörését követően a hazai bankrendszer hitelkínálata drasztikusan visszaesett, 2009 és 2013 második negyedéve között a hitelösszeomlás jelensége (*credit crunch*) jellemezte a vállalati hitelezést (Balog et al., 2014). A vállalati

hitelállomány a folyósítások és törlesztések hatására évente átlagosan mintegy 4-5 százalékkal mérséklődött ezekben az években. A hitelállomány összehúzódása különösen érzékenyen érintette az egyéb forrásokhoz csak rendkívül korlátozottan hozzáférő mikro-, kis- és közepes méretű vállalatokat: e vállalatok hitelei évente mintegy 4 és 8 százalékos ütemben mérséklődtek.

13. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának növekedési üteme



Megjegyzés: Tranzakció-alapú, a kkv-szektor 2015. negyedik negyedév előtt bankrendszeri adatok alapján becsülve.

Forrás: MNB

A kkv-hitelezésben a 2013-ban elindított Növekedési Hitelprogram törte meg a negatív spirált, és stabil növekedési pályára állította a folyamatokat. A teljes vállalati szektor hitelállománya kis késéssel szintén követte ezt a trendet, így 2018 végére már mind a teljes vállalati hitelállomány, mind a kkv-szektor hitelei 10 százalékos feletti ütemben növekedtek (MNB, 2019b).

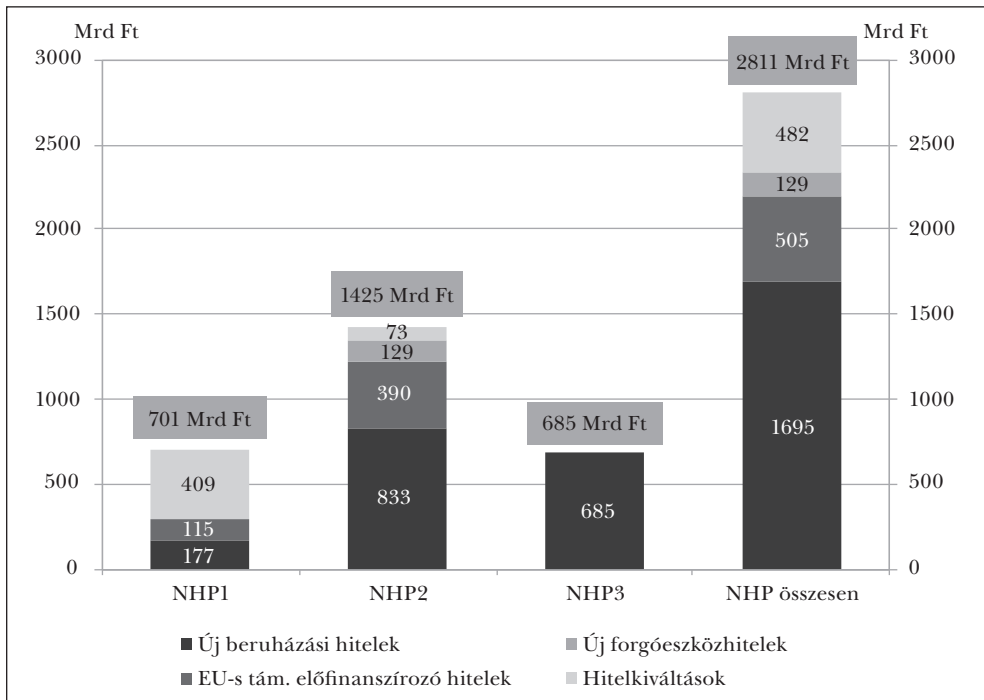
A Növekedési Hitelprogram bevezetése

A bankok visszafogott hitelezési hajlandósága, valamint a kockázati felárak emelkedése a hazai tulajdonú, banki finanszírozásban szűkölködő kis- és középvállalati (kkv) szektor szereplőit sújtotta leginkább, megnövelve ezzel a hitelezési piac lefagyásának kockázatát.

Az MNB a monetáris politikai eszköztár új, célzott elemeként 2013 júniusában elindította a Növekedési Hitelprogramot (NHP) a kvv-k hitelezésében tapasztalt tartós piaci zavar enyhítése, a gazdaság élénkítése, valamint a pénzügyi stabilitás megerősítése érdekében. A jegybank az NHP keretében 0 százalékos kamatozású refinanszírozási hitelt nyújtott a hitelintézeteknek, amit azok legfeljebb 2,5 százalékos kamatmarzs mellett hitelezhettek tovább a kvv-k számára, akár 10 éves időtávra. Ez igen kedvező és kiszámítható finanszírozási lehetőséget jelentett, ráadásul árfolyamkockázat nélkül.

Az NHP 2013 júniusában indult, mindössze három hónapig tartó első szakaszában teljesültek a kitűzött rövid távú célok: a hitelpiaci korlátok mérséklődtek, és a bankok közötti verseny is fokozódott. A második szakaszban a növekedési hatás fokozása érdekében a hangsúly már az új hiteleken, azon belül is a beruházási hiteleken volt, hitelkiváltásra csak korlátozott mértékben volt lehetőség. Az MNB 2015 őszen az NHP fokozatos kivezetéséről határozott, a program elindításakor kitűzött célok addigra ugyanis sikeresen teljesültek. A harmadik szakasz – a kivezetési szándékkal összhangban – a korábbiaknál még célzottabb volt. Egyfelől kizárólag beruházási célú forintfinanszírozásra adott lehetőséget, másfelől lehetővé tette a természetes devizafedezettel rendelkező kvv-k számára a devizafinanszírozást.

14. ábra: A hitelcélok megoszlása az NHP egyes szakaszaiban

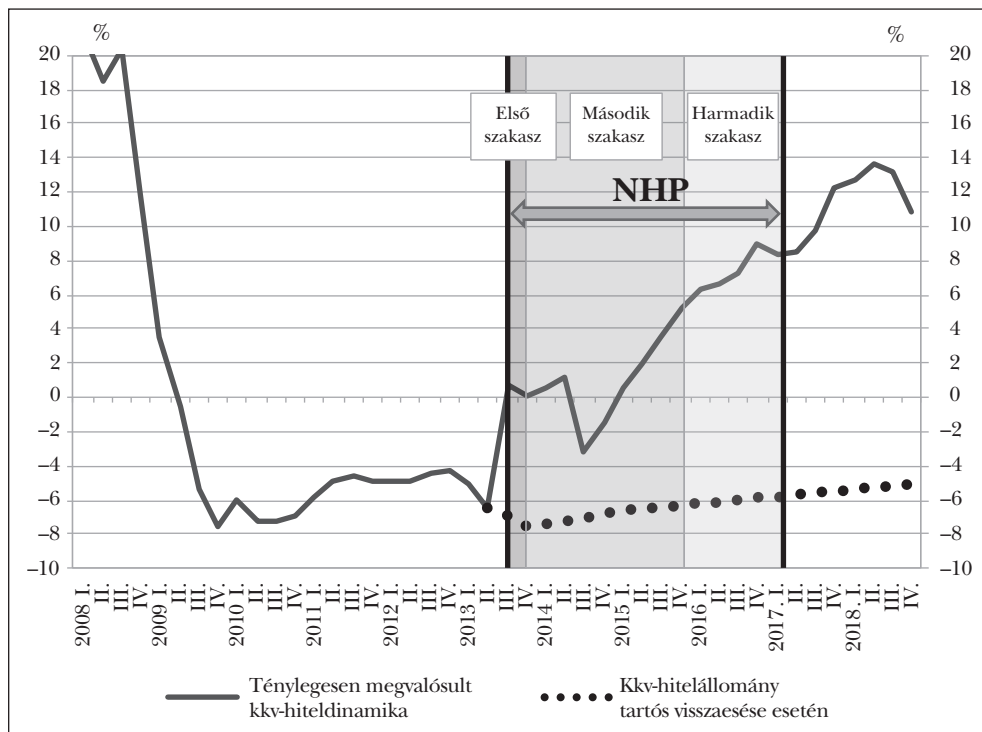


Megjegyzés: az NHP második szakaszára vonatkozó adat tartalmazza az – azzal párhuzamosan futó – NHP+ konstrukcióban létrejött 23 Mrd forintnyi hitelt is.

Forrás: MNB

Az NHP 2017 márciusáig tartó működésének közel négy éve alatt a program három szakaszában együttvéve közel 40000 hazai vállalkozás jutott finanszírozáshoz mintegy 2800 milliárd forint értékben. Ebből közel 1700 milliárd forint szolgálta beruházások finanszírozását. A program a kkv-k hitelhez jutási feltételeinek javításán túl jelentős indirekt hatást is gyakorolt azáltal, hogy egy korábban nem megfelelően működő hitelpiacot állított helyre, ami további tartós hozzájárulást jelentett a gazdaság bővüléséhez (MNB, 2018a).

15. ábra: A kkv-szektor hitelállományának növekedési üteme



Forrás: MNB

A Piaci Hitelprogram bevezetése

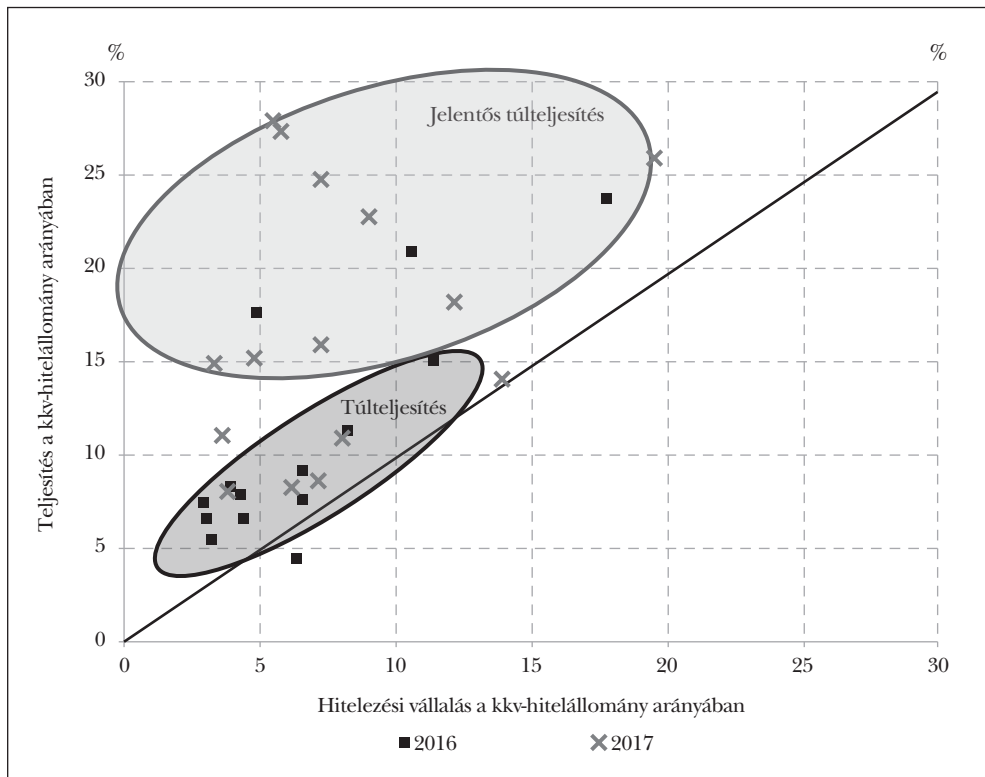
Az NHP fokozatos kivezetése jegyében, annak harmadik szakaszával párhuzamosan indult el 2016 elején a Piaci Hitelprogram (PHP), amelynek célja a jegybanki refinanszírozás nélküli, piaci alapú hitelezés térnyerésének elősegítése volt.

A hitelezési aktivitás támogatására a PHP-n belül két jegybanki eszköz együttes használata, a hitelezési feltételhez kötött kamatcsere-eszköz (HIRS), illetve a preferenciális betételhelyezési lehetőség szolgált. A HIRS lehetőséget nyújtott a bankoknak a hosszú lejáratú kkv-hitelek kamatkockázatának fedezésére, miközben az eszköz igénybevitelével a hitelintézetek vállalták, hogy az ügyletek fennállása alatt, azaz 3 éven

keresztül az ügyletek értékének legalább negyedével növelik nettó kkv-hitelezésüket. A preferenciális betételhelyezés keretében a HIRS-ügyletet kötő bankok számára a jegybank lehetőséget biztosított arra, hogy likviditásuk nagyobb részére alapkamatot kaphassanak (MNB, 2015).

A PHP első szakaszában, 2016-ban a kkv-k által vállalt hitelnövekmény közel 200 milliárd forint volt, amely nemzetgazdasági szinten 5 százalékos kkv-hitelállomány-növekedésnek felelt meg. A PHP második szakasza 2017 júliusában indult, amelynek keretében a bankok 2017. évi kkv-hitelezési vállalása tovább emelkedett (MNB, 2019b).

16. ábra: A Piaci Hitelprogram keretében tett hitelezési vállalások teljesítése



Forrás: MNB

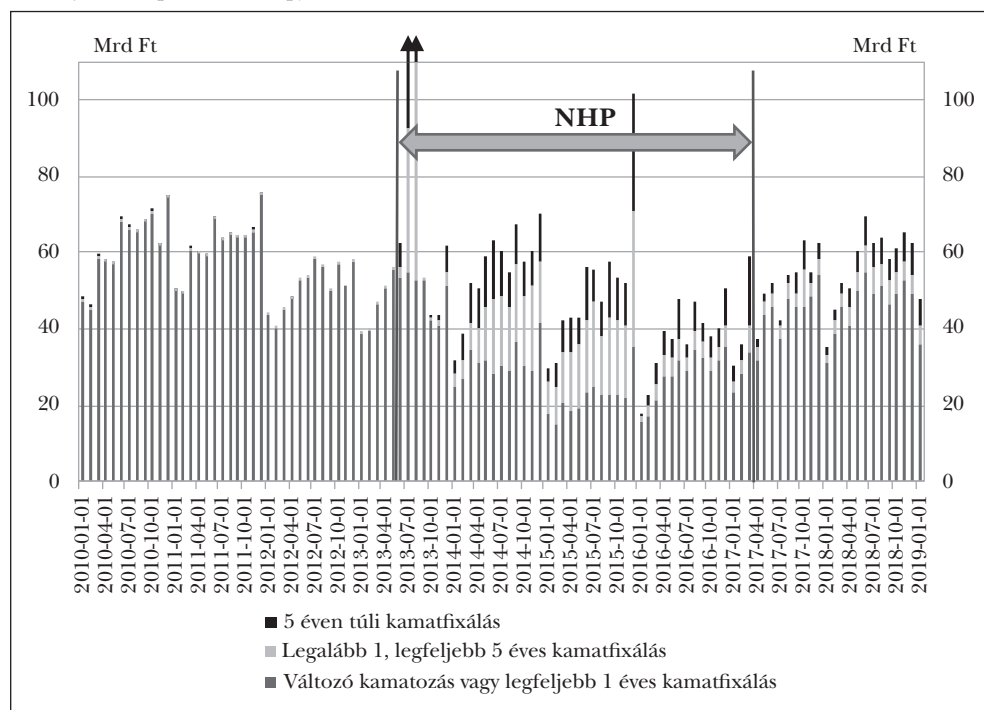
Az NHP fix program bevezetése

Jóllehet 2018-ra a vállalati hitelezés dinamikája megfelelő szintre került, szerkezete továbbra sem volt kellően egészséges. A kkv-hitelek futamidejének eloszlása a rövidebb lejáratok irányába tolódott el, és ismét visszaesett a rögzített kamatozású hitelek részaránya is.

Az MNB ezért a már korábban is jelentős eredményeket elérni képes, a hitelezés volumenére és szerkezetére egyaránt kedvező hatást gyakorló eszköz újbóli alkalmazása mellett döntött, ezért 1000 milliárd forintos keretösszeggel az NHP újabb konst-

rukcióját indította el 2019 elején. Az NHP fix néven meghirdetett új konstrukció a legfontosabb paramétereiben és a lebonyolítás módjában megegyezik az NHP korábbi szakaszaiban előírtakkal, azonban annál is célzottabb. Kizárólag beruházási célra vehető igénybe, legalább 3 éves futamidőre. Újdonságot jelent, hogy a program likviditási szempontból semleges, tekintettel arra, hogy az NHP fix keretében folyósított hitelvolumenből fakadó banki többletlikviditás a preferenciális betételhelyezés révén alapkamaton sterilizálásra kerül (MNB, 2018a).

17. ábra: A legfeljebb 1 millió euró összegű új vállalati forint hitel-szerződések megoszlása kamatfixálási periódus alapján



Forrás: MNB

Háztartási hitelezés

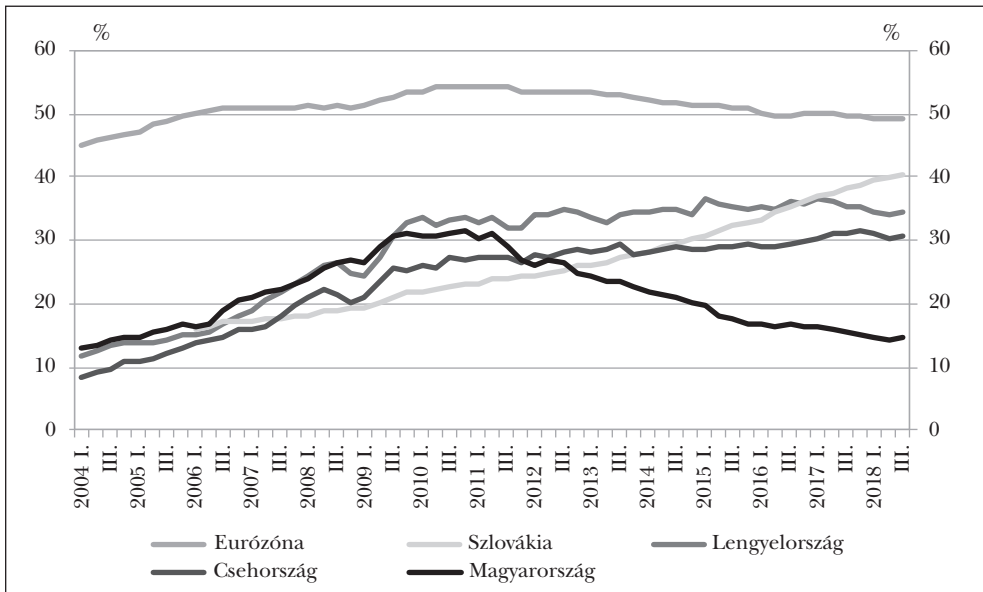
A háztartások hitellel kapcsolatos attitűdjét a válság kitörését követően az óvatosság és az adósság leépítésére való törekvés határozta meg. Ennek megfelelően a hitelintézetek háztartási hitelállománya 2010 és 2016 között folyamatosan csökkent, amiben a kormányzati programok (kedvezményes végtörlesztés, egyoldalú kamatemelések és az árfolyamrész elszámolása) is komoly szerepet játszottak.

Az új szerződéskötéseket tekintve a 2012-es és a 2013-as évek jelentették a mélypontot. Ezekben az években a lakossági hitelkibocsátás éves volumene alig haladta meg a 300 milliárd forintot, ami a 2008-as év 2000 milliárd forintot meghaladó szerződés-

kötéseikhez képest drasztikus visszaesésnek könyvelhető el. 2013-tól kezdve azonban a reálgazdaság és a jövedelmek növekedésével párhuzamosan elindult a lakossági hitelpiac fokozatos élénkülése is. 2018-ban a teljes lakossági hitelkibocsátás már elérte az 1500 milliárd forintot, és a teljes háztartási hitelállomány is 7 százalékot meghaladó mértékben emelkedett. A lakossági hitelezésen belül kiemelten fontos szerepet játszó lakáshitelpiac 2018-ban az új szerződéskötéseket tekintve nominális értelemben már elérte a válság kitörése előtti szintet. A jelenlegi hitelkibocsátás ráadásul jóval nagyobb lejáró hitelállományok mellett valósul meg, így a szerződéskötések hasonló volumene jóval alacsonyabb adósságnövekedést jelent a szektor egésze szintjén.

Mindez nyilvánvalóvá válik, ha a háztartási hitelállományt a GDP arányában vizsgáljuk: míg a válság kitörését követően ez a mutató 31 százalékra állt (meghaladva ezzel több régiós ország értékét), jelenleg a háztartási hitelállomány GDP-arányos nagysága a 15 százalékot sem éri el, ami az egyik legalacsonyabb értéket jelenti az Európai Unióban.

18. ábra: A GDP-arányos háztartási hitelállomány nemzetközi összehasonlításban



Forrás: EKB, MNB

A háztartási hitelezés egészséges bővülését többek között a 2015-től hatályban lévő, a jövedelemarányos törlesztőrészlet és a hitelfedezeti mutató maximumára vonatkozó adósságfékszabályok, valamint a hosszabb távra rögzített kamatozású hitelek új hitelezésben tapasztalható dominanciája biztosítja (MNB, 2019a). Utóbbi folyamatban a Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel minősítés bevezetésének is jelentős szerepe volt, ami a fogyasztók számára kiszámítható hitelfeltételeket biztosított, és a banki ajánlatok könnyebb összehasonlíthatósága révén a versenyt is fokozta. Az MFL-termékek aránya 2018 végére már 60 százalék fölé emelkedett az öt éven túl rögzített kamatozású hite-

leken belül. Az itt felsorolt szabályok révén a háztartások adósságának növekedése úgy valósulhat meg, hogy az adósságállomány a korábbiakhoz képest több háztartás mérlegében oszlik el, és a gazdasági környezet váratlan változásaira is kevésbé lesz érzékeny.

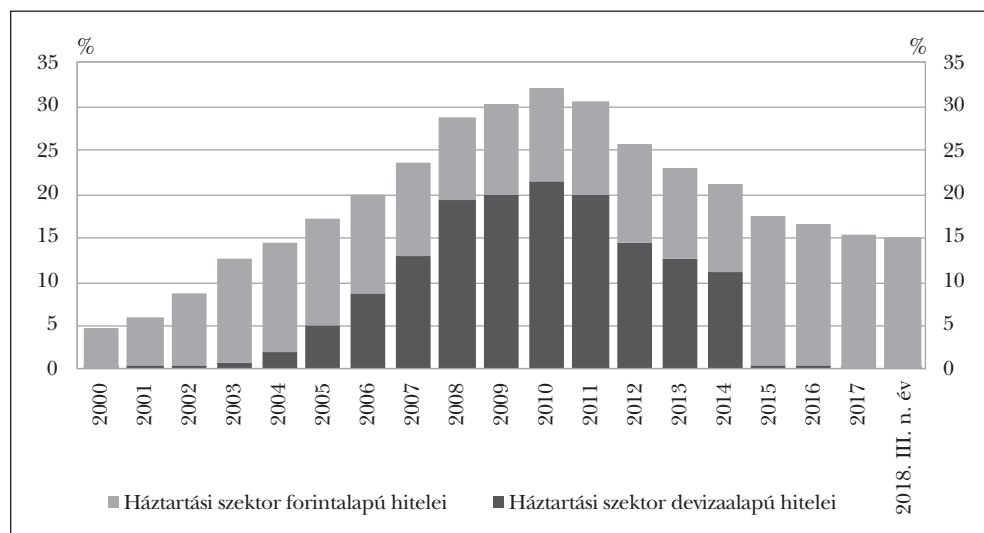
Devizahiteles fordulat – a devizahitelek csapdája ellen

A lakossági devizahitelezés a hazai pénzügyi szektor rendszerváltást követő történetének egyik legkárosabb és egyben legköltségesebb epizódjának bizonyult. A devizahitelek makropénzügyi szempontból jelentős kockázatot hordoztak magukban, ami érdemben növelte hazánk sérülékenységét. A devizahitelek forintosítása ezért kiemelt gazdaságpolitikai cél volt, amely azonban csak 2014–2015-ben valósulhatott meg. Ennek oka, hogy a pénzügyi feszültségektől mentes konverzióhoz szükséges feltételek fennállása csak ekkorra lett biztosított, amelyek a következők voltak:

- biztos jogszabályi környezet;
- alacsony forintkamatok;
- stabil és konszolidált makrogazdasági környezet;
- rendelkezésre álló szabad devizatartalék.

A konverzióhoz szükséges mintegy 9 milliárd euró devizát a Magyar Nemzeti Bank biztosította a bankok számára, így a forintosítás úgy ment végbe, hogy nem okozott feszültséget a devizapiacra (Kolozsi, 2015). Az MNB továbbá a forintosítással egy időben lezajló elszámolásban is érdemi szerepet vállalt, mind a hitelintézetekre kötelező módszertan kidolgozása során, mind az intézkedés végrehajtásának ellenőrzése folyamán (MNB, 2016).

19. ábra: A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya GDP-arányosan devizanem szerint



Forrás: MNB

A forintosítás során a kormány, az Országgyűlés, valamint a Magyar Nemzeti Bank között megvalósult gazdaságpolitikai kooperáció révén a devizahitelek jelentette kockázat gyakorlatilag megszűnt. A program időzítését dicséri, hogy az árfolyamok rögzítését követően alig két hónappal a svájci jegybank elengedte az euróval szemben addig fenntartott árfolyamküszöbét, ami a svájci frank drasztikus felértékelődésével járt. A CHF árfolyama napokon belül a korábbi 250-260 körüli sávból 320 forintra változott, azonban az értékvesztés a nagyobb sérülékenység miatt még ennél is jóval magasabb – akár 70 százalékos (Fábián, 2015) – is lehetett volna, amennyiben a forintosítás technikai értelemben nem történt volna meg már korábban. Az árfolyam hatásán túl pozitív hatást gyakoroltak az MNB monetáris politikai lépései is, hiszen a konverzió idején érvényes 2,1 százalékos BUBOR az azóta eltelt években közel 200 bázispontot mérséklődött, ami a forintosított hitelek kamatlábjában is azonnal megjelent. Összességében a konverzió óta eltelt négy évben az adósok jelentős többletterhektől szabadultak meg az intézkedéssel. A bankokkal szembeni elszámolások elmaradása, az árfolyamkockázat fennmaradása és a külső sérülékenység magas szinten ragadása összességében akár 2100 milliárd forinttal is növelhette volna a háztartások kiadásait.

Növekedési és felzárkózási fordulat

A 2010-et követő gazdaságpolitikai irányváltás egyszerre érintette a növekedés strukturális és finanszírozási feltételeit. A gazdaság számos kulcsfontosságú területén jelentős mértékű fordulatok következtek be, melyek megalapozták a magyar gazdaság fenntartható növekedési pályára való átállását és a reálgazdasági konvergencia újraindulását.

A válság előtt felhalmozott adósságok miatti elhúzódó mérlegalkalmazkodási kényszer következtében a lakosság fogyasztásában a trendforduló – munkaerőpiaci trendfordulót követően – 2013-ban következett be. Ehhez jelentős mértékben hozzájárult a 2011 őszén megkezdett lakossági devizahitel-állomány leépítése, illetve a bevezetett egykulcsos személyi jövedelemadó. Mindezek következtében a háztartások egyre nagyobb mértékben bővítették fogyasztásukat, ezzel megteremtődött a hazai gazdasági növekedés alapját adó, erős belső kereslet legfontosabb fundamentuma.

A válságot követően jelentős változásokat tapasztaltunk a háztartások megtakarítási hajlandóságában. A válság óta a rendelkezésre álló jövedelmek arányában 9 százalék fölé emelkedett a megtakarítási ráta. A lakosság nettó pénzügyi vagyona 2010-et követően tartós emelkedésnek indult, és az elmúlt években historikusan magas szinteket ért el, miközben a lakosság eladósodottsági mutatója a válság előtti évek szintje alá csökkent. 2010 és 2018 között több mint 25000 milliárd forinttal javult a családok nettó pénzügyi pozíciója: ennek csaknem harmadát a korábbi hitelállomány leépítéséből eredő javulás teszi ki, míg kétharmad részét az aktuális jövedelemből történő pénzügyi befektetés és a meglévő megtakarítások átértékelődése teszi ki. A stabil gazdasági kilátások nyomán erősödő lakossági bizalom és a kedvező jövedelmi folyamatok a korábbi időszakoknál tartósan magasabb megtakarítási ráta fennmaradását eredményezte, ami stabil növekedési pályát és finanszírozási környezetet biztosít a magyar gazdaság számára.

A hazai növekedés másik fontos pillérét az élénk vállalati hitelezés nyomán erősödő beruházási alapfolyamatok adják. A jegybank hitelprogramjainak köszönhetően 2014-ben már beruházási trendforduló is végbement a magyar gazdaságban, a korábbi 16–17 százalékos beruházási rátáról 2018-ra 27 százalék fölé emelkedett a magyar beruházási ráta. A bővülő beruházások biztosítják Magyarország potenciális növekedési ütemének hosszabb távú emelkedését is.

Gyors növekedést Magyarország korábban csakis a folyó fizetési mérleg hiányának kinyílása mellett, külső adósságra építve ért el. Az új felzárkózási pályán azonban a gazdaság finanszírozása külső eladósodás nélkül, döntően belső forrásokon alapul. A lakosság magas megtakarítási hajlandósága, a beáramló uniós források és az erős exportszektor nyomán felhalmozódó külkereskedelmi többlet mind hozzájárult a folyó fizetési mérleg egyenlegének emelkedéséhez. A folyó fizetési mérleg egyenlege összességében immár közel egy évtizede folyamatosan többletet mutat.

A növekedés fenntarthatóságát a külső adósság szerkezetének átalakulása és szintjének tartós mérséklődése is elősegítette. A külső adósság alakulásában bekövetkezett fordulat nyomán 2018 végén a nettó külső adósságmutatónk a GDP arányában 10 százalék alá süllyedt, és a jelenlegi előrejelzések szerint 2021 körül elérheti a 0 százalékos értéket, azaz az évtized végétől a hazai szereplők több külföldi követeléssel rendelkezhetnek majd, mint amennyi külföldi adósságot törlesztenek.

A monetáris politika összesített hatásai és a 2010 óta bekövetkező gazdasági fordulatok összessége

Összességében a hagyományos és nem hagyományos jegybanki lépések érdemben és átfogóan támogatták a makrogazdaság növekedését. A magyar gazdaság 2013 óta összességében 23,1 százalékkal bővült, amelynek közel felét – 12 százalékot – a monetáris politikai programok adták. Becsléseink szerint a kamatcsökkentés és a jegybanki programok közvetlen módon több mint 6 százalékkal járultak hozzá a GDP-növekedéshez a 2013 és 2018 közötti időszakban. Ezen belül az NHP program által generált hitelkiáramlás 3,5 százalékponttal, a PHP program 0,9 százalékponttal, míg a kamatcsökkentés 1,7 százalékponttal járult hozzá az időszak gazdasági növekedéséhez. A jegybanki programoknak azonban számos közvetett hatása is van. A 2013-as évben a gazdaságot a hitelbefagyás (credit crunch) jellemezte, ahol a bankok és a gazdaság többi szereplője közötti bizalomhiány jelentős akadály volt az egészséges hitelezés beindulásának. A bizalom helyreállításában és a kvv-piac felélesztésében is érdemi szerepe jutott a jegybanki programoknak. Másrészt a devizahitelek konverziója révén jelentős veszteségtől óvta meg a háztartásokat, ezzel hozzájárulva a fogyasztás és a lakossági beruházás fordulatához. Számításaink szerint a közvetett csatornákat is beszámítva, a jegybank közel 12 százalékkal élénkítette a növekedést, ami az időszak 23,1 százalékos GDP-bővülésének több mint fele.

Az MNB kamatcsökkentési ciklusának, az Önfinanszírozási programnak és a jegybanki eszköztár átalakításának köszönhetően jelentősen csökkentek a hozamok, ami jelentős megtakarítást jelentett a költségvetésnek, a háztartásoknak és a vállalatoknak

egyaránt. Az állam kamatmegtakarítása 2013 és 2018 között összességében 2400 milliárd forintot tett ki az állampapírpiazi hozamcsökkenés miatt. A vállalatok által a hitelintézeteknek fizetett kamatkiadások összességében 1400 milliárd forinttal csökkentek 2012 óta. A háztartások által a hitelintézeteknek fizetett kamatkiadások összességében 1400 milliárd forinttal mérséklődtek 2012 óta. Az NHP-programok keretében folyósított hitelek 2018 végéig meghaladták a 2800 milliárd forintot. A forintosítás a lakossági adósságterhek emelkedését közel 2100 milliárd forinttal fogta vissza. Így a 2013 óta bevezetett MNB-programok összesen mintegy 10 ezer milliárd forintot juttattak a gazdaságba.

1. táblázat: Az MNB-programok hatása (Mrd Ft)

MNB-programok hatása	10 100
Növekedés Hitelprogram	2 800
Állami kamatmegtakarítás	2 400
Vállalatok kamatmegtakarítása	1 400
Háztartások kamatmegtakarítása	1 400
Forintosítás	2 100

Forrás: MNB

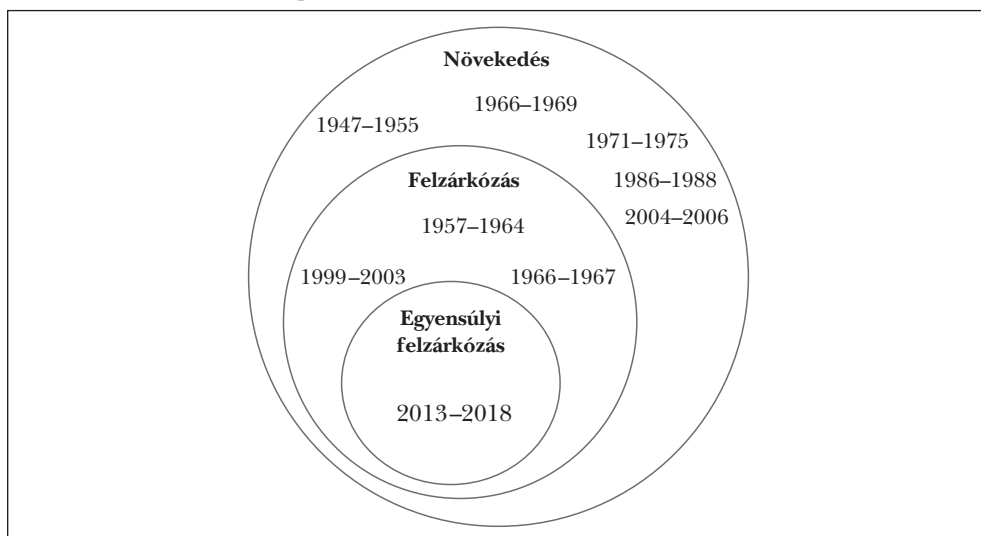
2013-ban újraindult a reálgazdasági konvergencia, ami az Európai Unió tagállamai körében is kiemelkedő növekedéssel párosult, miközben a növekedés szerkezete pedig kiegyensúlyozottá vált. A 2013 óta eltelt 6 évben a hazai GDP-növekedés átlagban 3,5 százalékos volt, míg 2018-ban megközelítette az 5 százalékot. A növekedés ráadásul egy mérsékelt európai konjunktúra mellett következett be, így a hazai GDP dinamikája átlagosan 2 százalékponttal, az időszak végén 3 százalékponttal haladta meg a fejlett nyugat-európai gazdaságok növekedési ütemét. A 2013 óta tartó növekedési és felzárkózási időszakot az teszi egyedülállóvá a magyar történelemben, hogy a felzárkózás fenntartható makrofinanszírozási körülmények között valósul meg.

A jegybanki szempontból érdemes megemlíteni – lévén az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása – az árindex alakulását is. A hazai infláció a gazdasági válságot követően magas maradt, majd 2013-ban folyamatosan mérséklődött, és a globálisan rendkívül alacsony inflációs környezetben egészen 2016-ig nulla százalék körül alakult. 2017 eleje óta azonban néhány hónapot kivéve szinte folyamatosan a jegybanki toleranciasávon belül alakul, 2018 közepétől pedig folyamatosan a 3 százalékos cél körül ingadozott az árindex. 2019 elején az adószűrt maginfláció emelkedésével párhuzamosan pedig már kijelenthető, hogy Magyarországon az infláció az árstabilitásnak megfelelő szinten tartózkodik.

A JÖVŐ KIHÍVÁSAI

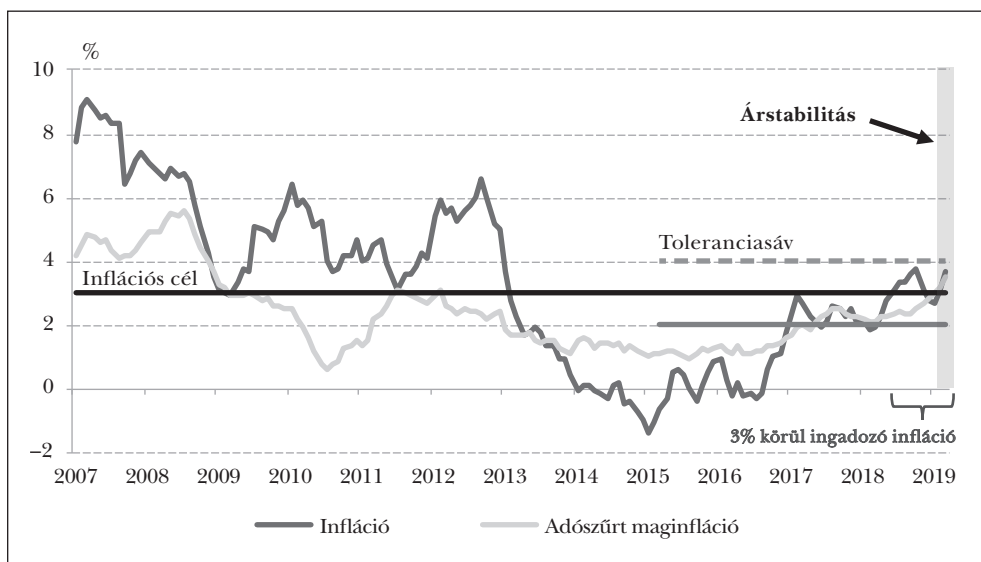
A nemzetközi monetáris politikai és makrogazdasági környezet jelenleg változóban van, a fejlett gazdaságok többségében a gazdasági növekedés érett fázisába ért, a fel-

20. ábra: Hazai növekedési periódusok



Megjegyzés: Növekedési periódusnak tekintünk minden olyan időszakot, amely során legalább 1 százalékos real-GDP-növekedés mutatható ki. További fontos kritérium, hogy a növekedés egymást követő 3 évig tartson. Felzárkózásnak azt tekintettük, amikor Magyarország Ausztriához viszonyított, fix dollárban mért egy főre eső fejlettsége közeledett egymáshoz. Itt az olyan időszakokat vettük figyelembe, ahol legalább 2 egymást követő évben sikerült felzárkózni. Egyensúlyi felzárkózásnak csak azokat az éveket tekintjük, amelyekben a felzárkózás mellett a folyó fizetési mérleg többletet mutatott, illetve a külföldi tartozások mérséklődése ment végbe. Forrás: Maddison, UNCTADstat, MNB.

21. ábra: Az infláció és az adószűrt maginfláció alakulása



Forrás: KSH, MNB

törekvő piaci tőkeáramlások volatilisabbá váltak, és a jövőbeli gazdasági kilátásokat övező bizonytalanságok is fokozódtak. Több elemzés is már felveti egy esetlegesen újra bekövetkező gazdasági válság lehetőségét. Egy Magyarországhoz hasonló felzárkózó, kis, nyitott gazdaság esetében mindez azt jelenti, hogy a gazdaságpolitikának továbbra is törekedni kell az ország sebezhetőségének csökkentésére, a létrehozott védvonalak megerősítésére, valamint a pénzügyi stabilitás megőrzésére.

Az elmúlt évekre jellemző felzárkózási ütem hosszú távú fenntartásához a kialakult pozitív trendek megőrzésére és további versenyképességet javító intézkedésekre van szükség. A folyamat tétje, hogy Magyarország ki tud-e törni a közepes fejlettségű országok csoportjából. A gazdaságtörténeti tapasztalatok egyértelműen mutatják, hogy a felzárkózás nem automatikus folyamat. A gyorsabb növekedést mutató, fejlődő gazdaságok esetében a fejlett régiókhoz képest vett növekedési többlet jellemzően előbb fogy el, mint hogy utolérnék a fejlett gazdaságokat.

A sikeres felzárkózáshoz szükséges versenyképességi fordulat lényege, hogy az eddigi főként extenzív növekedési modellt felváltsa a minőségi feltételekre épülő, tudás- és tőkeintenzív növekedési modell. A sikeres felzárkózásnak nincs univerzális receptje. A magas termelékenység, a korszerű technológiák alkalmazása, a magas szintű humán tőke és a kedvező demográfiai folyamatok ugyanakkor általánosan hozzájárultak a sikeres országok felzárkózásához. A nemzetközi tapasztalatok és a hazai adottságok figyelembevételével Magyarországnak is a saját útját kell járnia versenyképességének erősítésekor.

A Magyar Nemzeti Bank által 2019 februárjában közzétett Versenyképességi program 330 javaslatának célja a versenyképességi fordulat elérése Magyarországon. A program végrehajtása alkalmas lehet arra, hogy a magyar fejlettségi szint 2030-ra a régió legmagasabb életszínvonalát nyújtó osztrák fejlettség 80–90 százalékára emelkedjen. Ezen lépéseket azonban majd csakis az újabb bő évtized múltán elkészülő tanulmányok értékelhetik.

JEGYZET

- ¹ A lakossági jelzáloghitelek fedezete mellett bevont forintforrások (pl. jelzáloglevelek, jelzálog fedezete mellett kibocsátott egyéb értékpapírok, jelzálogbanki refinanszírozási hitelek) és az egy éven túli hátralevő lejáratú lakossági forint-jelzáloghitelek nettó állományának hányadosaként számítandó ki konszolidált szinten.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Baksay Gergely – Palotai Dániel (2017): Válságkezelés és gazdasági reformok Magyarországon, 2010–2016. *Közgazdasági Szemle*, 64. évf., 7–8. sz., 698–722.
- Balog Ádám – Matolcsy György – Nagy Márton – Vonnák Balázs (2014): Credit crunch Magyarországon 2009–2013 között: egy hiteltelen korszak vége? *Hitelintézet Szemle*, 13. évf., 4. sz., 11–34.
- Erhart Szilárd – Kékesi Zsuzsa – Koroknai Péter – Kóczián Balázs – Matolcsy György – Palotai Dániel – Sisak Balázs (2015): A devizahitelezés makrogazdasági hatása és a gazdaságpolitika válasza. In: *Devizahitelezés nagy kézikönyve*. Nemzeti Közszerzési és Tankönyvkiadó, Budapest.

- Fábián Gergely (2015): Mit úsztak meg pontosan a deviza-jelzáloghitelek? *MNB Szakmai cikkek*. Megjelent: napigazdasag.hu, 2015. június 6
- Kolozsi Pál Péter – Banai Ádám – Vonnák Balázs (2015): A lakossági deviza-jelzáloghitelek kivezetése: időzítés és keretrendszer. *Hitelintézeti Szemle*, 14. évf., 3. sz., 60–87.
- Matolcsy György (2007): A neoliberais gazdaságpolitika téveszméi. *Polgári Szemle*, 3. évf., 7–8. sz., 6–16.
- Matolcsy György (2008): Harmadik sokkterápia. In: *Magyarország politikai évkönyve 2007-ről II. Közpolitika*. Demokrácia Kutatások, Budapest, 707–723.
- Matolcsy György – Palotai Dániel (2014): Növekedés egyensúlytalanságok nélkül. Fenntartható növekedési pályára állt a magyar gazdaság. *Polgári Szemle*, 10. évf., 1–2. sz.
- Matolcsy György (2015): *Egyensúly és növekedés. Konszolidáció és stabilizáció Magyarországon 2010–2014*. Kairosz Kiadó, Budapest.
- Matolcsy György – Palotai Dániel (2016): A fiskális és a monetáris politika kölcsönhatása Magyarországon az elmúlt másfél évtizedben. *Hitelintézeti Szemle*, 15. évf., 2. sz., 5–32.
- Matolcsy György – Palotai Dániel (2018): A magyar modell: A válságkezelés magyar receptje a mediterrán út tükrében. *Hitelintézeti Szemle*, 17. évf. 2. sz., 5–42.
- MNB (2015): *A Piaci Hitelprogram (PHP) alapösszefüggései és eszközei*. MNB, Budapest.
- MNB (2016): *Féldős jelentés, 2013–2016*. MNB, Budapest.
- MNB (2017): *A magyar út – Célzott jegybanki politika*. MNB, Budapest.
- MNB (2018a): *A Növekedési Hitelprogram Fix (NHP fix) elindításának jegybanki szempontjai és a konstrukció fontosabb jellemzői*. MNB, Budapest.
- MNB (2018b): *Pénzügyi stabilitási jelentés (2018. november)*. MNB, Budapest.
- MNB (2019a): *Hitelezési folyamatok, 2019. március*. MNB, Budapest.
- MNB (2019b): *Jelentés 2013–2019*. MNB, Budapest.
- Palotai Dániel (2017): Beérték a 2010–2013 közötti adóreform kedvező hatásai. *MNB Szakmai cikkek*, Budapest.