

# **A fiskális és a monetáris politika kölcsönhatása Magyarországon az elmúlt másfél évtizedben\***

*Matolcsy György – Palotai Dániel*

*Az inflációs célkövetés 2001-es bevezetését követően 12 évig nem volt meg a fiskális és a monetáris politika összhangja, aminek hiánya a kettő közti szoros kapcsolat és kölcsönhatás miatt jelentős károkat okozott a magyar gazdaságnak. 2013 után a megelőző két–három év fiskális és az ezt követő monetáris politikai reformoknak köszönhetően azonban létrejött a kívánt összhang, hozzájárulva a két oldal céljainak teljesüléséhez (úgy mint árstabilitás, pénzügyi stabilitás és fenntartható költségvetési politika), s megteremtve a hosszú távú növekedés alapjait. A tanulmány azt vizsgálja, hogy milyen költségvetési és monetáris politikai mix határozta meg az elmúlt 15 évet, illetve az egyes periódusokban az eltérő aktivitású, illetve dominanciájú fiskális és monetáris gazdaságpolitika milyen csatornákon keresztül hatott egymásra, és (együtt)működésük mennyire volt eredményesnek tekinthető. A fogalmi és elméleti keretrendszert Eric Leeper modellje adta, a tényleges adatokat és tapasztalatokat pedig az elmúlt 15 év magyar gazdaságtörténete szolgáltatta. Ezen belül az írás részletesebben bemutatja a 2010 és 2013 között végbement fiskális, valamint a 2013 utáni monetáris politikai fordulat okait, céljait, főbb elemeit és hatásait.*

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** E52, E63, O23

**Kulcsszavak:** monetáris politika, fiskális politika, gazdaságpolitikai összhang, fiskális dominancia elmélete, magyar gazdaságtörténet

## **1. Bevezető**

A gazdaságpolitika két meghatározó szereplőjének, a fiskális és a monetáris politikának egymáshoz való viszonya meghatározó a gazdaságpolitika sikeressége szempontjából. A köztük fennálló viszony vizsgálatához izgalmas elméleti keretet nyújt

---

\* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

*Matolcsy György a Magyar Nemzeti Bank elnöke.*

*Palotai Dániel a Magyar Nemzeti Bank ügyvezető igazgatója és vezető közgazdásza. E-mail: palotaid@mnb.hu.*

A kézirat első változata 2016. április 1-jén érkezett szerkesztőségünkbe.

A szerzők köszönetet mondanak Szalai Ákosnak, Kaszab Lórántnak, Reiff Ádámnak, Baksay Gergelynek és Meizer Gábornak a cikk készítése során nyújtott segítségükért.

a *Leeper (1991)* által kidolgozott fiskális dominancia elmélete<sup>1</sup>. Leegyszerűsítve, Leeper azt vizsgálta, hogy a szigorú, illetve laza fiskális politika milyen monetáris politikát tesz szükségessé és lehetővé (szigorút vagy lazát), milyen a kapcsolat fordított megközelítésben, illetve mi történik, ha a két szereplő nem összeillő stratégiát folytat.

Az alábbiakban Leeper elméletét és fogalmait követve mutatjuk be a magyar gazdaságpolitika elmúlt 15 évét. Mint látni fogjuk, Leeper megközelítése kifejezetten alkalmas arra, hogy rámutassunk, mikor volt lehetetlen az összhang a két gazdaságpolitikai döntéshozó erő között, mikor volt lehetséges, de mégis hiányos, és mikor sikerült valódi összhangot teremteni. Egyértelműen látszik, hogy a gazdaságpolitika sikere függ a két tényező együttműködésétől, és Magyarországon az minősíthető a legsikeresebb időszaknak, amikor a fiskális és a monetáris politika kihasználta a lehetséges szinergiákat, illetve az volt a legkevésbé sikeres időszak, amikor az egyik úgy működött, hogy a másikat kényszerhelyzetbe hozva, utóbbi csak rossz és még rosszabb válaszokat tudott adni.

Az első rész Leeper elméletét mutatja be egyszerűsített formában, a második a hibás fiskális politika által meghatározott időszakról szól (2002–2009), a harmadik arról a három évről, amikor a fiskális politika már lehetővé tette az együttműködést, de a monetáris politika még nem élt ezzel a lehetőséggel (2010–2012), a negyedik rész pedig a két politika összhangjáról és annak eddigi eredményeiről (2013–2015). Az utolsó fejezetben levonjuk a következtetéseket.

### 1.1. A fiskális dominancia elmélete

Leeper elméletében a fiskális és a monetáris politika mindegyike lehet aktív vagy passzív, annak függvényében, hogy mennyire követik eredeti céljukat. Attól függően, hogy melyik gazdaságpolitikai döntéshozó aktív és melyik passzív, megkülönböztünk fiskális dominanciát és monetáris dominanciát. Definiáljuk pontosabban e célokat és viselkedéseket.

A monetáris politika célja a modellben az, hogy az infláció az előrejelzési horizont végén a kitűzött célon legyen. Aktív (avagy szigorú) a monetáris politika akkor, ha e célnak következetesen megfelel döntéseiben, és passzív (avagy laza) akkor, ha ettől eltérést enged meg a nagyobb infláció irányába.<sup>2</sup> Leeper a fiskális politika esetében fordítva definiálja az aktív és a passzív szerepet, mint a monetáris döntéshozásnál.

---

<sup>1</sup> A fiskális dominancia elméletének relevanciáját jól jelzi, hogy a legújabb Handbook of Macroeconomics is egy teljes fejezetet szentel a témának (lásd *Leeper és Leith (2015)*).

<sup>2</sup> Leeper szellemét követve úgy is lehet fogalmazni, hogy a *monetáris politikai szabály* (vagy Taylor-szabály) szerint amikor az infláció 1 százalékkal magasabb az inflációs célnál, akkor – mivel a nominális kamat és az infláció különbségeként kiszámított reálkamatnak növekednie kell – a nominális kamat 1 százaléknál nagyobb mértékben nő (a célon lévő infláció mellett érvényes nominális kamathoz képest).

Aktív (avagy expanzív, laza) a fiskális politika akkor, ha a fenntarthatónál magasabb költségvetési hiányt enged meg, és passzív (avagy szigorú) akkor, ha biztosítja a hosszú távú egyensúlyt.<sup>3</sup> Az aktív és passzív szerepek követésétől függően megkülönböztünk fiskális dominanciát (aktív, expanzív fiskális és passzív, laza monetáris politika) és monetáris dominanciát (aktív monetáris és passzív fiskális politika). Mindezek mellett természetesen létezik aktív-aktív és passzív-passzív gazdaságpolitikai mix is.

*Monetáris dominanciáról* akkor beszélünk, ha leeperi értelemben a monetáris politika aktív, a fiskális pedig passzív. A jegybank szigorúan csak az inflációs célját követi, így a fiskális politikának nincsen más választása, minthogy passzív maradjon (azaz fiskális értelemben szigorú), máskülönben felborulna a költségvetés hosszú távú fenntarthatósága. Leeper ezt a gazdaságpolitikai mixet tartja alapesetnek, ami stabil együttműködési lehetőséget biztosít a két fő gazdaságpolitikai ág között.

*Fiskális dominanciának* nevezzük azt a gazdaságpolitikai kombinációt, mikor a fiskális politika aktív (expanzív), a monetáris politika pedig passzív (laza). A fiskális politika tehát túlzottan magas, hosszú távon nem fenntartható hiányt enged meg. Annak érdekében, hogy a konszolidált államháztartás hosszú távú költségvetési egyensúlya mégis fennmaradjon, Leeper modelljében arra van szükség, hogy a jegybank adja fel inflációs célját, engedje a magasabb infláció kialakulását, azaz folytasson laza monetáris politikát. Ennek következtében ugyanis a jegybankban seigniorage bevétel keletkezik, amit a költségvetés részére átadhat, vagy másképp megfogalmazva, elinflálja az adósságot. Természetesen a valóságban ez a kérdés sokkal összetettebb, és a közgazdasági mellett számos jogi, valamint hitelességi korlát is fennáll, de Leeper modellje a fenti módon kezeli a kérdést. A fiskális dominancia mellett végül tehát teljesül a konszolidált államháztartás hosszú távú fenntarthatósága, de nem az elsődleges költségvetési egyenleg egyensúlyban tartásával, hanem az indokoltnál magasabb infláció generálásával, vagyis azon az áron, hogy a jegybank – részben, vagy teljesen – feladja eredeti célját, és így politikája passzívvá (lazává) válik.<sup>4</sup>

Több országra jellemző a fiskális dominancia egyes periódusokban. Például *Blanchard (2004)* rámutat, hogy 2003-ig a brazil gazdaság jól leírható a fiskális dominancia elméletével, ahol a fiskális politika aktív viselkedése következtében magas hiány alakult ki, de a jegybank szinte egyáltalán nem reagált kamatemeléssel a 2002 táján fellépő inflációs nyomásra. *Fan, Minford és Ou (2014)* amellet érvel, hogy a 70-es évek Angliáját képes jól megragadni egy olyan modell, amelyben a fiskális

<sup>3</sup> Leeper alapján a *fiskális szabály szerint*, amikor a reálértelemben vett adósság meghalad egy küszöbértéket, a költségvetési többletnek emelkednie kell.

<sup>4</sup> Fiskális dominancia esetén az expanzív fiskális politika mellett az ún. „vagyonhatás” is növeli a jelenlegi inflációt. Ennek értelmében a háztartások (nominális) eszközállománya a magasabb transzferek és/vagy alacsonyabb adók miatt nagyobb (vagy egyszerűen fogalmazva: „több pénz marad az embereknél”), és e magasabbnak érzékelt vagyon is többletköltségre ösztönzi a háztartásokat, tovább emelve az inflációt.

dominancián alapuló rezsim is szerepel. *Davig és Leeper (2008)* amerikai idősorokat vizsgál, és a 80-as éveket megelőzően azonosít fiskális dominancián alapuló periódusokat. Érdemes tudni, hogy a 80-as évek elején monetáris rezsimváltás volt az USA-ban: a korábbi passzív monetáris politikát (amely szükséges az aktív fiskális rezsim fenntartásához) egy aktív monetáris rezsim váltotta fel (Paul Volcker Fed elnök 1979-ben történt kinevezése után).

Felmerül a kérdés, hogy mi történik akkor, ha – az előzőekben ismertetett helyzetekkel ellentétben – a monetáris és a fiskális politika *egyszerre aktív vagy passzív*. Belátható az eredeti modellben (*Leeper 1991*), hogy amikor a monetáris és fiskális politika egyszerre aktív vagy passzív, akkor nem létezik egyensúlyi állapot.<sup>5</sup> A rendszer stabilá tételében tehát nagy szerepe van a központi banknak: tudnia kell, hogy a fiskális politika éppen aktív-e vagy passzív, és ennek megfelelő stratégiát kell követnie.

Figyeljük meg, hogy aktív (expanzív) fiskális politika mellett a jegybanknak nincs jó válasza. Csak a közül választhat, hogy – részben vagy teljesen – feladja célját, vagy szigorúan követi azt (aktív marad). Előbbi esetben az infláció tartósan a kitűzött célja fölé emelkedik, utóbbi esetben pedig nem teljesül a konszolidált államháztartás hosszú távú egyensúlya, és szélsőséges esetben csődhelyzet vagy válság következik be.

Ezt az elemzést általánosítja *Davig és Leeper (2008)* azzal, hogy megvizsgálja, mi történik akkor, ha aktuálisan nem fenntartható a gazdaságpolitikai mix, de egy bizonyos valószínűséggel a jövőben azzá válik. Eredményeik szerint, amennyiben a jelenlegi rendszer instabil (mert például a monetáris és a fiskális politika is aktív), akkor a rendszer továbbra is stabil marad, ha legalább egy kis valószínűsége van a fiskális politika jövőbeli passzívvá válásának. Más szavakkal: még egy láthatóan nem fenntartható gazdaságpolitikai kombinációt is megengednek a befektetők, ha arra számítanak, hogy a jövőben kedvező fordulat következik be.

Az alábbiakban az elmúlt 15 év magyar gazdaságpolitikáját a fenti keretrendszerben mutatjuk be, előre bocsátva, hogy megítélésünk szerint gazdaságpolitikai döntéshozó nézőpontból Leeper szóhasználata nem minden esetben szerencsés. Egyfelől modelljében az aktív és a passzív politika a prudencia szempontjából mást-mást jelent a fiskális és a monetáris oldalon. Míg a monetáris aktivitás mindenáron célon lévő inflációt jelent, addig a fiskális aktivitás nem fenntartható, költséges politikát. Ebből következően a fiskális dominancia valóban a fiskális politika által meghatáro-

---

<sup>5</sup> Ha mindkét politika aktív, akkor nem teljesül a konszolidált államháztartás hosszú távú költségvetési egyensúlya. A fiskális politika nagy hiányt enged, a jegybank azonban alacsonyan tartja az inflációt, azaz végül felborul a költségvetés és válság következik be. Ha mindkét politika passzív, akkor a költségvetés hiánya alacsony, de a jegybank mégis magas inflációt enged meg. Ez kevésbé releváns kombináció.

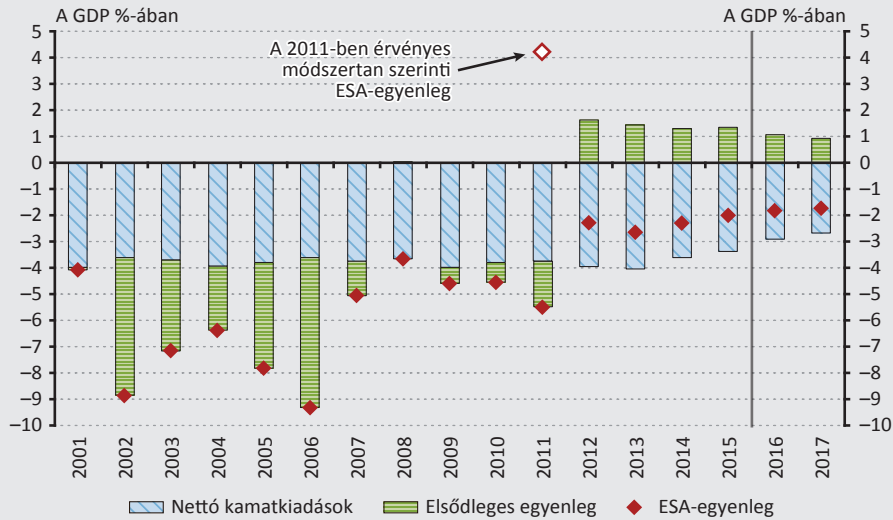
zott gazdaságpolitikai mixet jelöl, amelynek leghangsúlyosabb eleme, hogy önmagában a fiskális politika nem fenntartható, és erre a monetáris politikának reagálnia kell. Ugyanakkor a monetáris dominancia valójában nem domináns, meghatározó monetáris politikát jelöl, hanem egy olyan jegybankot, amely kizárólag az inflációs célját követi a rendelkezésére álló eszközökkel. Röviden, a fiskális dominancia esetében valódi együttműködésre nincs lehetőség, mert a jegybank az infláció elengedése vagy a túlzottan szigorú politika között választhat, de aktív monetáris politika (Leeper szóhasználatában monetáris dominancia) esetén az együttműködési lehetőség fennáll. Végül érdemes hangsúlyozni, hogy Leeper modelljében a dominancia nem „fontosságra”, hanem csak egy gazdaságpolitikai kombinációra utal.

## **2. Fiskális dominancia, tehetetlen monetáris politika, a két fő gazdaságpolitikai ág közötti összhang teljes hiánya (2002–2009)**

A *fiskális dominancia* elméleti bemutatását követően ennek keretrendszerén keresztül érdemes megvizsgálni a gyakorlatban is, hogy hazánk gazdaságpolitikája, illetve annak eredményeképpen a legfőbb makrováltozók miként alakultak az inflációs célkövetés 2001-es bevezetése és 2010 közötti időperiódusban. Az eredményeket előrebocsátva kijelenthető, hogy gazdaságtörténelmünk 2002–2010 közötti szakasza elvesztegetett időszak volt, aminek fő oka a felelőtlen költségvetési politika (amit Leeper modellje finoman aktívnak nevez). Ezt pedig sem egy laza, az adósság elinflálására törekvő monetáris politika, sem egy túlzottan szigorú, a növekedést az árstabilitásért feláldozó monetáris politika nem tudja megfelelően korrigálni. A 2002-től felelőtlené vált fiskális politika elvileg sem tette lehetővé a költségvetési és a jegybanki politikák összhangját a tárgyalt időszak döntő részében. Ez természetesen nem menti fel a monetáris politikát az ebben az időszokban elkövetett hibák alól, amelyek – többek között – a devizahitelezés felfutásához vezettek.

Amennyiben a reálgazdasági növekedés és a költségvetési egyensúly relációjában vizsgálódunk, megállapíthatjuk, hogy a fenntartható fejlődés és felzárkózás szempontjából talán két legfontosabb tényező együttesen egyetlen évben sem jellemezte a magyar gazdaságot 2002–2010 között. A 2000-es éveket erőteljesen támogató globális külső konjunktúra és a (2002-től kezdődően) tartósan és túlzottan laza fiskális politika következtében reálgazdasági növekedést ugyan regisztrálhattunk (2006-ig), de kiegyensúlyozott, felelős költségvetési politikát távolról sem (1. ábra).

**1. ábra**  
**A költségvetési egyenleg és főbb komponenseinek alakulása 2001-től**



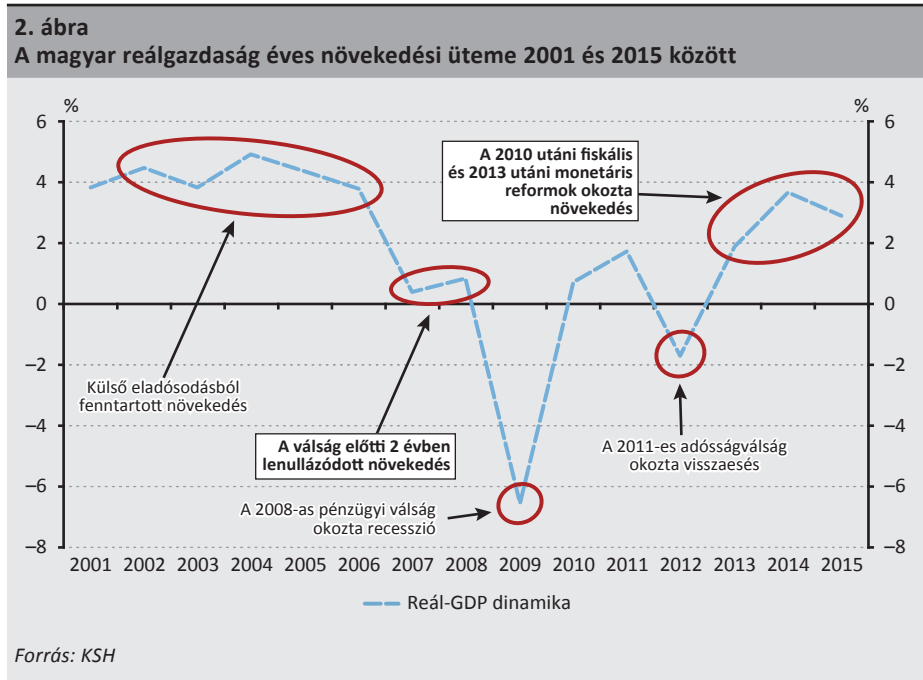
*Megjegyzés: A 2016–2017-es évek az MNB prognózisa a 2016. márciusi Inflációs jelentésben. 2011-ben az akkor érvényes statisztikai szabályok szerint 4 százalékos feletti többletet mutatott a költségvetés, azonban később a statisztikai módszertan visszamenőleg változott, így az aktuális adatok szerint hiányt mutat arra az évre a költségvetés. Ennek oka, hogy az EU 2014-ben bevezetett ESA 2010 elnevezésű statisztikai módszertana szerint a nyugdíjpénztári eszközök állami átvétele okozta vagyonnövekedést nem lehet a kormányzati szektor bevételeként elszámolni a tranzakció évében (szemben a korábbi szabállyal).*

*Forrás: Eurostat, MNB*

A 2006-ig 4 százalék körül bővülő magyar gazdaság növekedési üteme nem volt fenntartható, hiszen a 2010 előtti kormányok fiskális politikája tartós szerkezeti egyensúlytalanságokat generált. A fiskális dominancia jegyében jellemzően magas államháztartási hiánnyal (2002 és 2006 között átlagosan 7,9, 2002 és 2010 között pedig 6,4 százalék) igyekeztek növekedést generálni, illetve elfedni a gazdaság szerkezetében egyre növekvő strukturális problémákat. A munkajövedelemre rakódó – nemzetközi összehasonlításban is – magas adóterhek és az indokolatlanul laza szociális rendszer következtében a 2000-es évek közepére hazánk Európa egyik legalacsonyabb foglalkoztatási és aktivitási mutatóival rendelkezett.<sup>6</sup> A háztartási és a vállalati szektor alacsony nettó finanszírozási képességéhez rendre magas költségvetési hiány társult, ami jelentős ikerdeficitet eredményezett. A nemzetgazdaság nettó külső finanszírozási igényének gyors növekedése egyre nagyobb külső sérülékenységi kockázatot jelentett, amit 2003 után ráadásul a devizaalapú lakossági

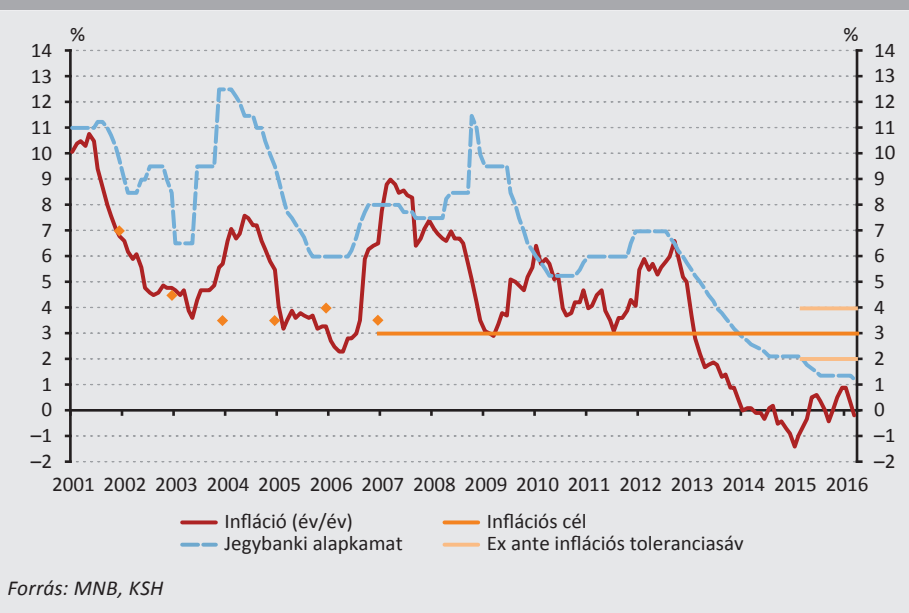
<sup>6</sup> Matolcsy–Palotai (2014)

ingatlanhitelek gyorsan terjedő népszerűsége és dinamikus felfutása súlyosbított (10. ábra). A stabil makrogazdasági alapokat – széles bázisú foglalkoztatottságot, valamint a belső és a külső makropénzügyi egyensúlyt – nélkülöző növekedés így 2006-ban kifulladt, és már a globális pénz- és tőkepiaci válság 2008 őszi kirobbanását megelőző 2 évben gyakorlatilag meg is állt (2. ábra).



E téves, a növekedést alapvetően a külső eladósodásra építő, a hazai termelési tényezők erősítését célzó strukturális reformokat nélkülöző és a költségvetési hiányt indokolatlanul magasan tartó domináns fiskális politika magas inflációhoz vezetett, amit a jegybank – kizárólag az elsődleges törvényi mandátumára (árstabilitás) figyelve – tartósan magas alapkamattal próbált ellensúlyozni, sikertelenül. A hazai fogyasztói árindex jellemzően magasabban alakult az MNB – 2001-től létező inflációs célkövetéses rendszer keretein belül meghatározott – inflációs céljánál (3. ábra), tehát a jegybank a magas irányadó ráta ellenére sem teljesítette az elsődleges feladatát.

**3. ábra**  
**A jegybanki alapkamat és az infláció alakulása 2001-től**



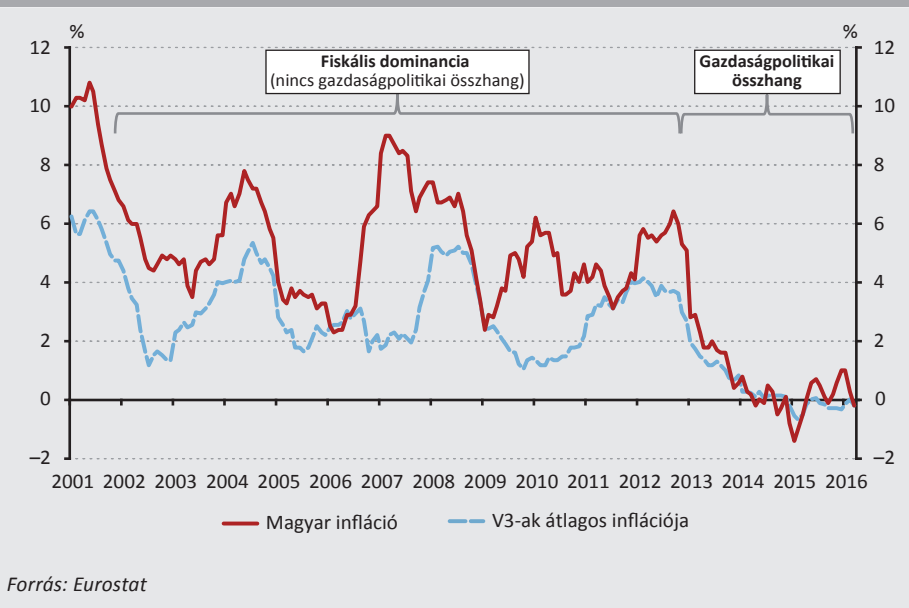
A tartósan magas hazai infláció tényét az is jól mutatja, hogy a 2001 és 2010 közötti időszakban átlagosan 2,5 százalékponttal alakult magasabban a magyar pénzromlás üteme, mint a lengyel, a cseh és a szlovák gazdaságok (V3) által ez időszakban produkált értékek átlaga (4. ábra). Ez jelentős inflációs különbség, ami azonban 2013 elejétől, a fiskális és a monetáris politika összhangba kerülésétől gyakorlatilag megszűnt: 2013-tól a korábbi 2,5 százalékpontos átlagos különbség 0,3 százalékpontra csökkent.

A célt tartósan és számottevően meghaladó infláció káros volt a magyar gazdaság számára, ami nemcsak a vagyontárgyak és a befektetési eszközök reálértékét erodálta a szükségesnél nagyobb mértékben, hanem a háztartások reálbérét és a vállalatok által realizált profitot is, ami az aggregált belső keresletre is negatív hatást gyakorolt. Az inflációnak a költségvetési politika által történő felpörgetése és az indokoltnál magasabb szinten tartása azt a célt szolgálta, hogy a strukturális reformok és az elsődleges költségvetési hiány leszorítása helyett legyen mivel mérsékelni az államadósság reálértékét.

E hibás politika egyik legkárosabb következménye – a gazdaság számára kívánatosnál magasabb nominális alapkamat és hozamgörbe kikényszerítésén keresztül – az lett, hogy a hazai magánszektor a hazainál jóval alacsonyabb kamatozású deviza alapú hitelek felé fordult, és jellemzően svájci frankban, illetve kisebb mértékben euróban



**4. ábra**  
A magyar és a visegrádi hármak átlagos inflációja 2001-től



adósodott el. A jelentős kamatkülönbözet mellett a sokáig – egészen a 2008-as válság kirobbanásáig – stabil és relatíve erős forint is fokozhatta a deviza-eladósodást, ami mellett a gazdasági szereplők nem érzékelték a valós árfolyamkockázatot. Ebben, illetve a kedvezőtlen gazdaságpolitikai mix kialakulásában a 2001 és 2008 között fennálló, sávosan rögzített árfolyamrezsim is szerepet játszhatott.<sup>7</sup> A gazdasági szereplők devizában történő eladósodása óriási károkat okozott, valamint nagymértékben erodálta az MNB monetáris transzmissziós mechanizmusának hatékonyságát, ugyanis a hitelek jelentős része így elvesztette közvetlen kamaterzékenységet. A deviza-eladósodás továbbá nemzetközi összehasonlításban is kimagasló árfolyamkitettséget okozott mind a magán, mind pedig az állami szektorban. Mindemellett a magas forintkamatok nagymértékű kamatkiadásokkal terhelték az állami költségvetést, tovább növelve ezzel a költségvetés hiányát és az államadósságot.

A 2002 után hibásan menedzselte gazdaságpolitika következtében, egy fundamentumaiban teljesen legyengült, stabilan növekedni nem tudó, magas inaktivitást, ikerdeficitet és eladósodottságot mutató, az egész Európai Unióban az egyik legsérülékenyebb gazdaság találta szembe magát a 2008-ban kirobbant globális pénz- és tőkepiaci krízissel. E nagymértékű negatív külső sokk rendkívül hamar begyűrűzött hazánkba is, azonban a magyar gazdaságpolitika képtelen volt adekvát választ adni rá.

<sup>7</sup> Csajbók–Hudecz–Tamási (2010)

A nagyfokú sérülékenységünk következtében – a külföldi intézményi befektetők hirtelen kivonulása miatt – a hazai állampapírpiac gyakorlatilag azonnal lefagyott. E probléma kezelése, valamint a hazai kereskedelmi bankok tőkehelyzetének stabilizálása és a – korábban elégtelen – jegybanki devizatartalékok megfelelő szintre emelése céljából az akkori magyar kormány és a jegybanki vezetés kénytelen volt az IMF és az Európai Unió segítségét kérni, valamint az irányadó kamatrátát drasztikusan megemelni. A nemzetközi hitelezőktől felvenni kényszerült csomag tovább duzzasztotta az állam eladósodottságát (amelynek törlesztési terhei már a 2010 utáni kormány vállalt nyomták), és ismételten gúzsba kötötte a kormány gazdaságpolitikáját.

A gazdaságpolitika eredményességének jó fokmérője lehet a GDP-arányos bruttó államadósság alakulása, hiszen az egy olyan makrogazdasági mutató, ami magában foglalja az elsődleges költségvetési egyenleg, az állami kamatkiadások, az infláció, az árfolyam és a reálnövekedés változásainak hatását. A 2002 és 2010 közötti gazdaságpolitika alapvető elhibázottságát mutatja, hogy a jó külső konjunkturális környezet, az extrém laza költségvetési politika és a magas infláció ellenére sem sikerült olyan mértékben dinamizálni a reálgazdaságot, hogy annak segítségével csökkent volna az államadósság-ráta (vagy minimum szinten maradt volna). Ehelyett a GDP-arányos államadósság 2001 végén még alig 52 százalékos értéke már a válság előtt 66 százalékra emelkedett, majd 2010 végére 80 százalék fölé nőtt (5. ábra), miközben az egy főre jutó GDP alapján folyamatosan és egyre inkább leszakadtunk a régiós országok fejlődésétől.<sup>8</sup> E tekintetben kijelenthető, hogy a 2010-ig folytatott, erősen fiskális dominanciájú gazdaságpolitika sikertelen volt, ami a makrogazdasági egyensúly felbomlása mellett 2006 után már gazdasági növekedést is alig tudott eredményezni.

### 3. Fiskális politikai fordulat és a költségvetés konszolidációja (2010–2013)

A második évezred első évtizedét végig kísérő – magas költségvetési hiányokkal és permanensen emelkedő államadósság-rátával jellemezhető – fiskális politikában 2010-et követően éles fordulat következett. Az ekkor hivatalba lépő kormányzat deklarált célként tűzte ki a régiós és tágabb nemzetközi összehasonlításban is kimagasló magyar állami eladósodottság fenntartható mérséklését, valamint a GDP-arányos államháztartási hiány 3 százalékos maastrichti kritérium alá csökkentését. E fő célok mellett további gazdaságpolitikai prioritássá vált a reálgazdaság dinamizálása a foglalkoztatás bővítésén keresztül, a gazdaság fehéritése, valamint a gazdaság külső sebezhetőségének csökkentése, és ennek részeként a devizahitelezés kivezetése. A 2010 előtti negatív makrogazdasági trendek megfordítását követően mindegyik kiemelt területen érdemi előrelépés történt, és így „a korábbi erőteljes külső eladósodásra építő növekedési modell helyett megteremtődtek egy hangsúlyosabban belső finanszírozásra támaszkodó, fenntarthatóbb felzárkózási pálya lehetőségei.”<sup>9</sup>

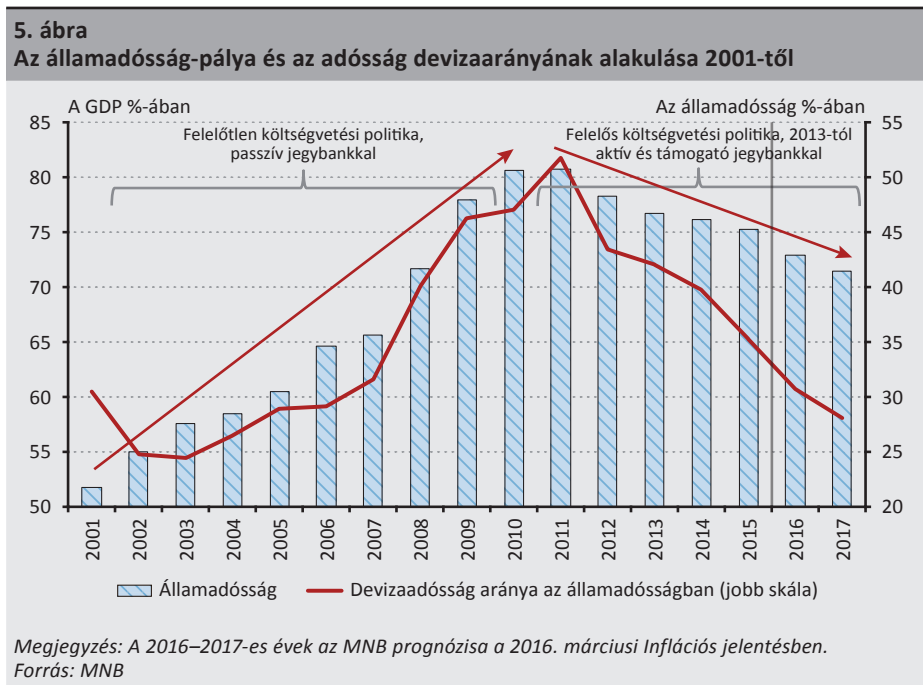
---

<sup>8</sup> Matolcsy (2008)

<sup>9</sup> Matolcsy–Palotai (2014)

A fiskális és a monetáris politika kapcsolatát tekintve a költségvetési politika eredményeinek legfontosabb következménye, hogy megszűnt a korábbi káros fiskális dominancia, és megteremtődött a lehetőség a két terület megfelelő, egymás függetlenségét tiszteletben tartó, de végső soron közös célokért tevékenykedő együttműködésére. Mindazonáltal a monetáris politika ebben az időszakban még nem törekedett összhangra a kormányzati politikákkal, és nem tudott élni a lehetőséggel, amit a fiskális konszolidáció kínált számára. Nem volt sem árstabilitás, sem pénzügyi stabilitás, és a Magyar Nemzeti Bank akkori vezetése nem támogatta a magyar kormány gazdaságpolitikáját sem.

A 2010 utáni fiskális fordulat elsődleges célja az volt, hogy a 2002 után meredeken növekvő GDP-arányos bruttó államadósság negatív trendjét mielőbb megtörje és csökkenő pályára állítsa (5. ábra), mégpedig úgy, hogy ne akadályozza, hanem lehetőség szerint segítse a gazdaság kilábalását a több év óta tartó válságból. A magas államadósság – valamint azon belül a devizaarány és a külföldi részarány túlzott mértéke – ugyanis nagymértékű makropénzügyi sérülékenységet, valamint jelentős reálgazdasági kockázatokat is hordozott. Az állami eladósodottság csökkentésének fontosságát azáltal is hangsúlyozta a kormányzat, hogy e célját az adósságszabály létrehozásával, illetve annak Alaptörvénybe foglalásával 2011-ben alkotmányos szintre emelte.

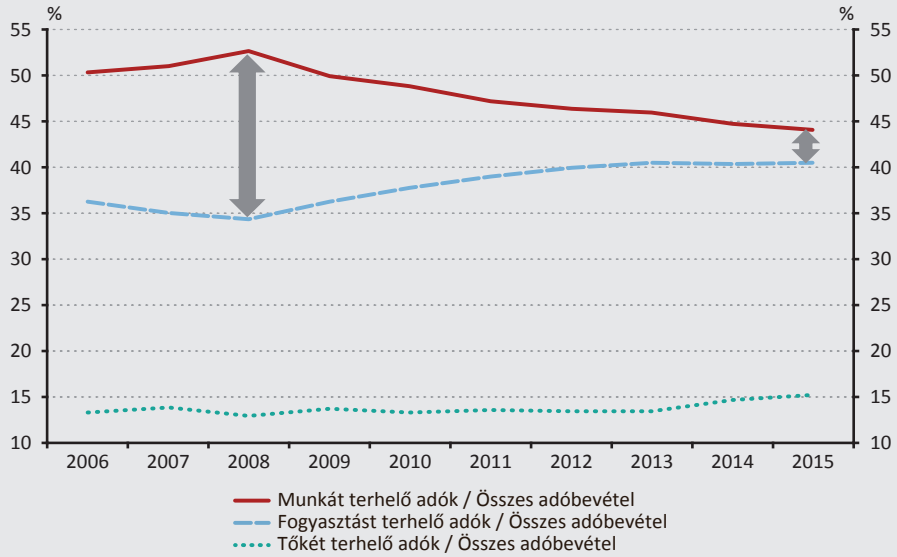


Az adósságráta csökkentésének első és legfontosabb eszköze a GDP-arányos államháztartási hiány alacsony szintre szorítása volt. Az államháztartási egyenleg drasztikus javulását azonban nem csak az ebbe szükségessé, hogy a 2000-es évek felelőtlen fiskális politikája nagymértékű eladósodást generált 2010-re, hanem az európai uniós költségvetési kötelezettség is volt. Európában egyedülként már az EU-hoz való csatlakozásunk évétől (2004) kezdődően folyamatosan túlzottdeficit-eljárás (EDP) alatt állt Magyarország, mivel évről évre megsértette a GDP-arányos államháztartási hiányra vonatkozó 3 százalékos maastrichti kritériumot. E szabály tartós áthágása a kohéziós EU-források felfüggesztésének veszélyét hordozta, különösen a 2008-ban kirobbant globális pénz- és tőkepiaci válságot, illetve a 2011-es európai adósságválságot követő években, mikor Brüsszel igyekezett a korábbiaknál jóval szigorúbban betartatni az uniós szabályokat. A gazdaságot jelentős mértékben támogató EU-források elvesztését a kormányzat nem kockáztathatta, így érdemben és tartósan kellett konszolidálnia a költségvetést.

A költségvetési konszolidációt olyan módon kívánta végrehajtani a kormányzat, hogy lehetőleg ne érintse negatívan a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét, ugyanakkora legnagyobb bázison álló – a multinacionális nagyvállalatok bevonásával történő –, igazságos közteherviselés alakuljon ki. E fiskális mozgástér megteremtésének egyik legfőbb alapját az alternatív, ún. unortodox költségvetési eszközök (pl. a pénzügyi, a kiskereskedelmi, a telekommunikációs és az energiaszektort terhelő különadók) alkalmazása biztosította. A másik alappillért pedig a forgalmi típusú adónemek mértékének növelése adta (pl. a jövedéki adók és az áfa felső kulcsának emelése). A fogyasztást terhelő adók szerepének növelésével párhuzamosan kiemelt gazdaságpolitikai cél volt a munkajövedelmeket terhelő magas adók csökkentése is. Az adószervezet átalakításának ezen iránya egybeesik azon versenyképesség-növelő koncepcióval, valamint nemzetközi tapasztalatokkal és ajánlásokkal, amelyek az adószervezet súlypontjának eltolását célozzák a jövedelem típusú adók felől a forgalmi típusú adók irányába. A 2010 utáni költségvetési politika kiemelten ügyelt a szemlélet következetes érvényesítésére, aminek eredményeképpen az adózás két típusa 2015-re már közel azonos súlyt képviselt a magyar adórendszerben (6. ábra).

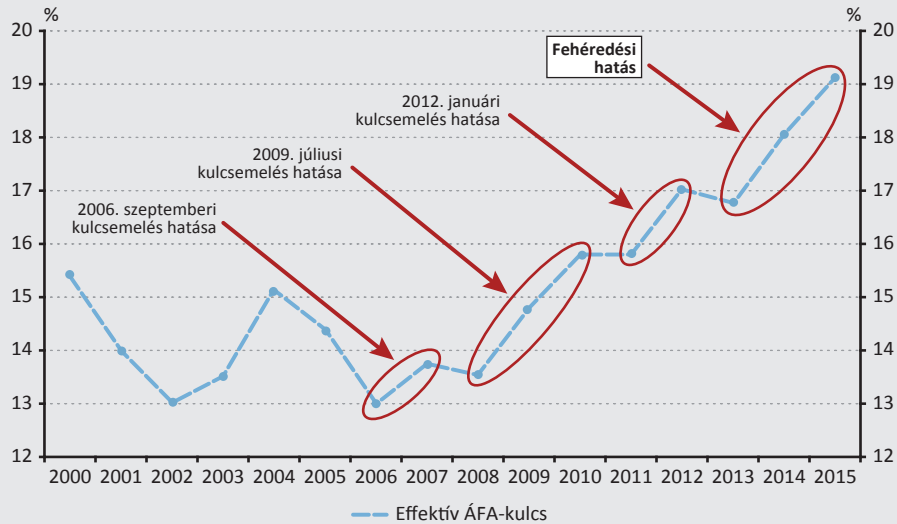
A fogyasztási adók súlyának növelését érdemben támogatta továbbá a kiskereskedelmi szektor tranzakcióinak online pénztárgépekkel történő bekötése a NAV-adatbázishoz. A gazdaság fehéredésében szignifikáns szerepet játszik ez a lépés, amit a kiskereskedelmi forgalom növekvő bővülése mellett az effektív áfa-kulcs becsült mértékének 2014–2015-ös emelkedése (2 százalékpont) is jól mutat (7. ábra). Ez azt jelenti, hogy az áfa kulcsának emelése nélkül sikerült növelni a fogyasztáshoz kapcsolódó forgalmi adóbevételeket, ami egyben csökkentette a szabályosan adózó vállalkozások versenyhátrányát az adóelkerülőkkel szemben.

**6. ábra**  
A magyar adószervezet változása



Megjegyzés: Eurostat-adatok 2012-ig állnak rendelkezésre, a 2013–2015-ös adatok MNB-számítás.  
Forrás: Eurostat, MNB

**7. ábra**  
Az effektív áfa-kulcs alakulása, illetve változásának okai Magyarországon



Forrás: MNB

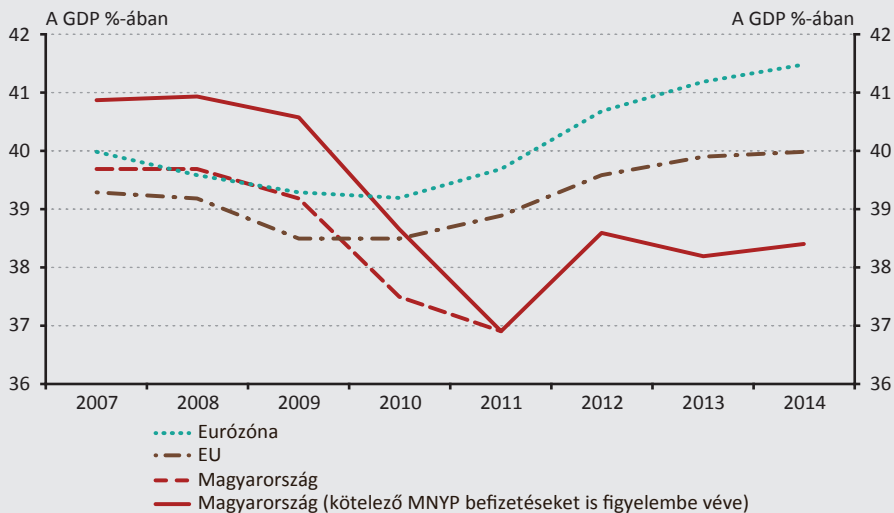
A 2010 utáni költségvetési politika kiemelten támogatott társadalmi, gazdasági célcsoportjai – az 1998–2002-es ciklushoz hasonlóan – újra a családosok, valamint a kis és közepes méretű vállalati (kkv) szegmens voltak. A családok jövedelmi helyzetének javítása céljából a kormányzat megteremtette az egykulcsos, arányos személyi jövedelemadó (szja) rendszert, valamint bevezette és fokozatosan bővíti a gyermeket vállaló családokat nagyban támogató családi adóalap-kedvezmény intézményét. Az egykulcsos szja-rendszer bevezetése nem csak az élől munkán lévő terhek csökkentését szolgálja, hanem a marginális adókulcsok régiós szintre csökkentésével ösztönzi a munkaintenzitást és csökkenti a jövedelemeltitkolást. Az szja-rendszer mellett bevezetésre került továbbá a Munkahelyvédelmi Akcióterv is, amely keretein belül a kormány célzottan segíti a munkaerőpiacon jellemzően hátrányosan érintett csoportok (25 év alatti és 55 év feletti munkanélküliek, gyed-/gyesről visszatérő anyák, szakképzetlenek és tartósan munkanélküliek) foglalkoztatását azáltal, hogy jelentősen csökkentette az utánuk fizetendő munkáltatói járulékot.

A kkv-szektor profitabilitásának és versenyképességének javítását a kedvezményes (10 százalékos) társasági adókulcs – a sávhatár 500 millió forintba emelésével biztosított – jelentős kiterjesztésével és a kedvezményes kisvállalkozói adózási formák (kata, kiva) bevezetésével támogatta a kormány.

Míg a költségvetési egyenleg bevételi oldalának növelését az újszerű eszközökkel támogatott adó- és nyugdíjreform, valamint az – elhúzódó globális reálgazdasági dekonjunktúra ellenére – élénkülő és fehéredő hazai gazdaság alapozta meg, addig a kiadási oldal szerkezetváltását, kiigazítását a Széll Kálmán Tervek megvalósítása biztosította. E programok egyik kiemelt célja volt, hogy a 2010-ig túlzóan laza szociális rendszert feszesebbé tegye, és a munkaerőpiac inaktív csoportjából minél több dolgozni képes munkaerőt tereljen az aktívák közé, ugyanis 2010 előtt hazánk aktivitási és foglalkoztatási rátája az egyik legalacsonyabb volt Európában. A közmunkaprogram kiterjesztése, állami felfuttatása és oktatási programokkal való kibővítése szintén fontos eleme volt a „segély helyett munkát” biztosító gazdaságpolitikának.

A költségvetés mindkét oldalának érdemi átstrukturálása eredményeképp 12 év után először, 2012-ben ismét többletet mutatott az államháztartás GDP-arányos elsődleges egyenlege, és érdemben 3 százalék alá, 2,3 százalékra csökkent az államháztartás GDP-arányos hiánya, ami az azt követő években is hasonló szinten stabilizálódott (1. ábra). Külön eredmény, hogy úgy sikerült végrehajtani az állami költségvetés átstrukturálását és konszolidációját, hogy a teljes adóterhelés GDP-hez viszonyított aránya az Eurostat adatai szerint mintegy másfél százalékponttal, a kötelező magánnyugdíjpénztári tagdíjakat is figyelembe véve pedig hozzávetőlegesen 2,5 százalékponttal csökkent a 2010-es kormányváltást megelőző időszakhoz képest, és ezzel az uniós átlag alá mérséklődött (8. ábra).

**8. ábra**  
Az adócentralizáció alakulása Magyarországon és az Európai Unióban 2007 és 2014 között



Forrás: Eurostat, MNB

A költségvetési fordulat következtében 2013-ban, 9 év után Magyarország kikerült az Európai Unió túlzottdeficit-eljárása alól. Ez azért jelentős eredmény, mert nemcsak az EU-s források felfüggesztésével kapcsolatos állandó gazdaságpolitikai fenyegetettség szűnt meg, hanem e döntés által a magyar kormány költségvetési politikája – a kritikák ellenére – nemzetközi szinten is eredményesnek lett minősítve.

A túlzotthiány-eljárásból való kikerülésben szerepet játszott a jegybanki eredmény (várható) alakulása is. Jól mutatja az akkori jegybanki és költségvetési politika elmentését, hogy 2012 végén az MNB a következő évre 203 milliárd forintos jegybanki veszteséget jelzett előre, amely alapján az Európai Bizottság további költségvetési kiigazítást tartott szükségesnek. A 2013 márciusában hivatalba lépő új jegybanki vezetés azonban megmutatta, hogy ez elkerülhető, és az MNB a 2013-as évet végül nyereséggel zárta.

Az államháztartási hiány fenntartható konszolidálása és a gazdasági növekedés ösztönzése, beindítása irányába tett kormányzati lépések következtében a GDP-arányos államadósság 2010–2011-re stabilizálódott, majd 2012-től fokozatosan csökkent a pénzügyi, gazdasági és adósságválság okozta európai dekonjunktúra dacára.<sup>10</sup> A 2011-ben historikus csúcson álló, 80 százalékos feletti adósságráta a 2015. év végére öt és fél százalékponttal mérséklődött (5. ábra). Ezzel párhuzamosan az álla-

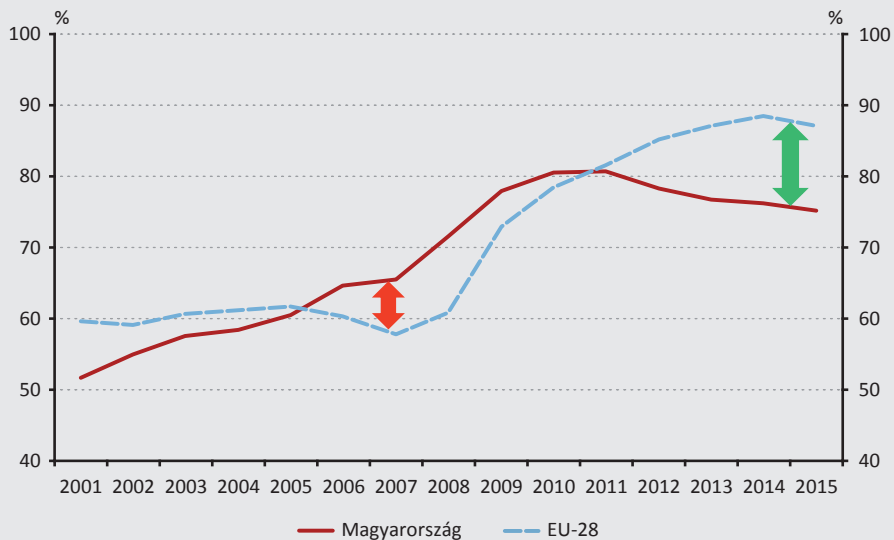
<sup>10</sup> Baksay–Szalai (2015)

madósság devizaaránya is folyamatosan és nagymértékben csökkent: 2011-ben érte el historikus csúcsát (52 százalék) majd 2015 végére 35 százalékra süllyedt, ami becslésünk szerint 2016 második negyedévében elérhette a 32 százalékot az EU–IMF hitelcsomag utolsó részletének törlesztésével.

Érdemes megjegyezni, hogy az Európai Unió 28 tagállamának átlagos adósságrátája 2008-ban még mintegy 11 százalékponttal alacsonyabb szinten állt a magyarénál, ám az Unió átlagos GDP-arányos állami eladósodottsága a magyaréval ellentétben folyamatosan nőtt, megközelítve a 90 százalékos szintet. 2014 végén már több mint 12 százalékponttal volt magasabb az EU átlagos adósságrátája, mint a magyar, amely különbség 2015-ben is fennmaradhatott, az EU átlagos adósságrátájának várható mérséklődése ellenére (9. ábra). A 2002 és 2010 között növekvő magyar adósságtrendből kiolvasható, hogy Magyarország nem tudott élni a 2000-es évek globálisan kedvező konjunkturális lehetőségével, és még a külső hitelfelvételből finanszírozott (átlagosan 4 százalék körüli) reálgazdasági növekedés és a jellemzően cél feletti infláció sem volt képes ellensúlyozni az akkor huzamosan magas (átlagosan 6–7 százalékos) költségvetési hiányok adósságnövelő hatását.

9. ábra

A GDP-arányos államadósság alakulása Magyarországon és az Európai Unióban



Megjegyzés: Az uniós idősor esetében nem állt még rendelkezésre 2015-ös tényadat, így annál az Európai Bizottság legfrissebb 2015-ös becslését használtuk.

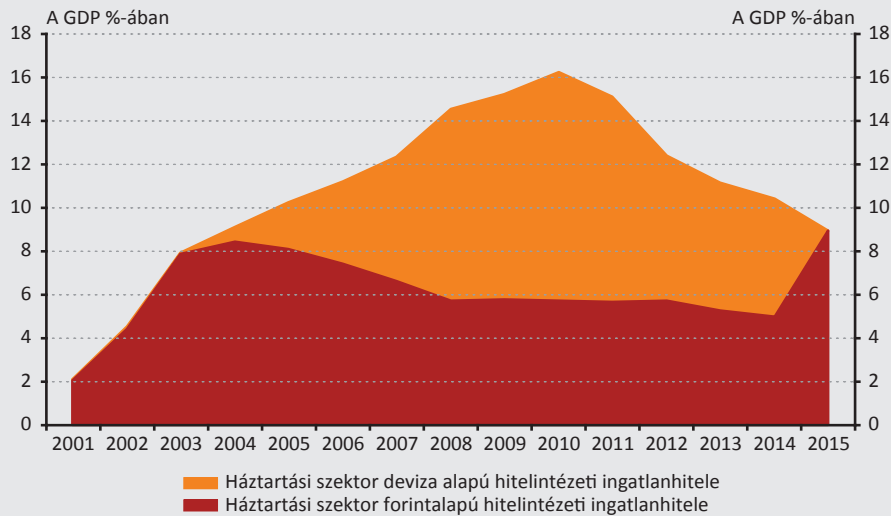
Forrás: Ameco, MNB



A teljes körű fiskális konszolidáció mellett a devizaadóssok megmentése és a deviza alapú hitelezés fokozatos kivezetése kiemelt gazdaságpolitikai prioritás volt. Ezt az indokolta, hogy 2010-re a magánszektor hiteleinek többsége már devizában volt denominálva, ami nagymértékben árfolyam-érzékenyvé tette a teljes magyar gazdaságot. Amellett, hogy a devizahitelek ilyen mértékű elterjedése jelentős mértékben rontotta a hazai monetáris politikai transzmisszió mechanizmusának hatékonyságát, egyúttal rendkívüli – nemzetközi összevetésben is kimagasló – makropénzügyi sérülékenységet is eredményezett. Jelentőssé vált ugyanis a gazdaság árfolyam-érzékenysége: egy esetleges árfolyamgyengülés mellett a hiteladósok tehernövekedése számottevően rontotta a háztartások és vállalatok jövedelmi pozícióit, profitabilitásukat, s emellett e jelenség szignifikáns és rendszerszintű kockázatot is jelentett a pénzügyi rendszer egészére is, ami tükröződött abban, hogy a 2008-as globális válság kirobbanását követően nagy ütemben emelkedett a nem teljesítő hitelek aránya. A legnagyobb problémát a lakossági szegmens deviza alapú jelzáloghitelei jelentették, ugyanis e hitelek súlya 2003 után jelentősen megugrott (10. ábra), és az ezekhez kapcsolódó növekvő törlesztési terhek százezrek lakhatásának elvesztésével fenyegettek.

**10. ábra**

**A háztartási szektor hitelintézetektől felvett ingatlanhiteleinek alakulása**



Forrás: MNB

A 2010-re elhatalmasodott probléma kezelésére a kormányzat első lépésben de facto betiltotta a lakossági deviza alapú jelzáloghitelezést és olyan intézkedéseket hozott, amelyek segítettek elkerülni a szociális katasztrófát. Moratóriumot hirdetett a kilakoltatásra, a végtörlesztéssel csökkentette a lakosság devizakitettségét, bevezette az árfolyamgát intézményét, és a szociálisan leginkább rászorulóknak részére felállította a Nemzeti Eszközkezelő társaságot. A kormányzat által nyújtott segítség 2012-ben még nem jelentett teljes megoldást, de széleskörűen és érdemben javított a hiteladósok helyzetén. A teljes megoldást ekkor a kormányzat még nem tudta elérni, mert a devizahitelek forintosításához a pénzügyi stabilitás megőrzése érdekében szükség volt arra, hogy a jegybank biztosítsa az átváltáshoz szükséges devizát a tartalékaiból. Ekkor viszont még a kormány nem számíthatott a jegybank segítségére.

A GDP-arányos államháztartási hiány és államadósság terén bekövetkezett pozitív fordulatok, illetve a külső eladósodás jelentős csökkenése következtében már 2012 folyamán érdemben javulni kezdett az ország kockázati megítélése. Hazánk javuló piaci megítélése nem csak a kockázati felárak (pl. CDS) csökkenésében, hanem az állampapírpiazi hozamok szignifikáns mérséklődésében is testet öltöttek (11. ábra).

A belső makropénzügyi egyensúly megteremtése érdemi mozgásteret teremtett, az inflációs kilátások mérséklődése (amelyben jelentős szerepet játszottak a kormányzati intézkedések) pedig szükségessé tette a monetáris politika lazítását 2012-ben. A jegybanki alapkamat csökkentése az akkori 7 százalékos szintről azonban csak „vonakodva”, a Monetáris Tanács (MT) akkori külső tagjainak – a belső tagokkal szembeni – szavazataival kezdődött el 2012 augusztusában. Az ezt követően több mint 3 éven át tartó kamatcsökkentési ciklusok mozgásterét tehát – a csökkenő infláció és az egyre horgonyzottabb inflációs várakozások mellett – a 2010 utáni fiskális konszolidáció okozta fokozatosan megszilárduló költségvetési hitelesség biztosította, amelyet természetesen a nemzetközi befektetők kockázatvállalási hajlandóságának globális erősödése is támogatott.

#### **4. Megfelelő összhang a fiskális és a monetáris politika között, és az ebből származó eredmények (2013-tól)**

2013 márciusában az új jegybanki vezetés hivatalba lépésével új korszak vette kezdetét a monetáris politikában, ami egyben új korszakot jelentett Magyarországon a fiskális és a monetáris politika együttműködésében is. Ettől kezdve a Magyar Nemzeti Bank (MNB) irányadó eszköze mellett innovatív, újszerű instrumentumok és

programok alkalmazásával igyekezett eleget tenni elsődleges céljának (árstabilitás elérése és fenntartása), továbbá a törvényben kitűzött feladatának megfelelően az elsődleges cél veszélyeztetése nélkül törekedett arra is, hogy támogassa „a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását” és „a rendelkezésére álló eszközökkel a Kormány gazdaságpolitikáját” (2013. évi CXXXIX. törvény 3. § (2)). Prudens fiskális politika mellett ez az a megfelelő gazdaságpolitikai mix, ami Leeper modelljében is kedvező egyensúlyi kimenethez, mindkét gazdaságpolitikai ág céljainak eléréséhez (fenntartható költségvetés, árstabilitás) vezet.

2013 óta a jegybank tevékenységének több aspektusa is kedvezően hatott a költségvetési politikára. Az alábbiakban ezen fő intézkedések és programok mentén mutatjuk be a monetáris politikai fordulat fő lépéseit és eredményeit: *(i)* a kamatcsökkentési ciklusok, *(ii)* a Növekedési Hitelprogram (NHP), *(iii)* az Önfelfinanszírozási program, *(iv)* aktív együttműködés a lakossági devizahitelek forintosításában, ami egyben a monetáris transzmisszió javítását is szolgálta, és legfrissebben *(v)* a Növekedéstámogató Program (NTP).

#### **4.1. A monetáris politika reformja aktív és innovatív monetáris eszközök alkalmazásával**

*i. A kamatcsökkentési ciklusok.* A 2013 előtt tartósan cél feletti infláció 2013-tól kezdődően hazánkban (és globálisan is) lecsökkent, részben az alacsony belső és külső kereslet, részben pedig a negatív költségsokkok miatt, ami másutt még deflációs veszéllyel is fenyegetett. Hazánkban e kockázat csak formálisan jelentkezett a negatív előjelű fogyasztói árindexek 2014–2015-ös megjelenésével, amelyben jelentős szerepe volt a hatósági árak – „rezsicsökkentés” néven ismert – több lépcsős kormányzati mérséklésének is (3. ábra). Az éves alapú fogyasztói árindex azonban már 2013 elején a 3 százalékos inflációs cél alá süllyedt, és az év végére gyakorlatilag lenullázódott, így az infláció mértéke jelentősen és tartósan elmaradt a monetáris politika által kívánatosnak tartott optimális szinttől. Ez önmagában szükségessé tette a monetáris kondíciók tartós lazítását, amelyet a potenciálistól elmaradó hazai reálgazdasági teljesítmény is indokolt.

E problémák kezelésére, azok mielőbbi orvoslására döntött úgy a jegybank új vezetése, hogy folytatja a külső tagok által 2012-ben megindított óvatos és következetes kamatcsökkentési ciklust. Az inflációs cél elérése és a reálgazdaság ezzel párhuzamos ösztönzése céljából a 2012 augusztusában még 7 százalékos alapkamat 2016. április végére 1,05 százalékra mérséklődött (11. ábra). Az irányadó ráta historikus mélypontra történő csökkentése több cikluson keresztül történt.

**11. ábra**  
**A magyar alapkamat és a másodpiaci állampapírhozamok alakulása 2011-től**



Forrás: MNB, ÁKK

ii. *A Növekedési Hitelprogram.* A hazai reálgazdaság potenciálistól szignifikánsan elmaradó teljesítménye és a kereskedelmi banki mérleg-alkalmazkodás (deleveraging) miatt a banki hitelezési aktivitás jelentősen szűkült, ezért az MNB azt a döntést hozta, hogy újszerű eszközök bevetéséhez nyúl, így 2013 júniusában – a Bank of England „Funding for Lending” programjához hasonló, de attól számos tekintetben eltérő – jegybanki programot vezetett be „Növekedési Hitelprogram” (NHP) néven. E program keretén belül a jegybank 0 százalékos kamatozású refinanszírozási hitelt nyújt a kereskedelmi bankok számára, amit ők maximum 2,5 százalékos kamatmarzs mellett helyezhetnek ki a kkv-szektorban, az elmúlt időszakban olyan célokat támogatva, mint az új beruházások megvalósítása, forgóeszköz-finanszírozása, EU-s támogatások előfinanszírozása és devizahitel-kiváltás. A program két szakaszában mintegy 31 ezer vállalkozás több mint 2.100 milliárd forint hitelhez jutott. Az átmeneti eszközként bevezetett NHP tehát teljesítette azokat a piacépítési és növekedési célokat, melyeket a program meghirdetésekor az MNB kitűzött. Az NHP ugyanakkor egyre meghatározóbb szerepet tölt be a bankok standard termékkínálatában, ami hosszú távon a piaci alapú hitelezés helyreállítását gátolhatja. Ezért a jegybank 2016 elejétől elindította

a Növekedéstámogató Programot, ami az NHP fokozatos kivezetésével, valamint egy pozitív ösztönzést jelentő, új hitelprogram meghirdetésével a bankok piaci hitelezéshez való visszatérését segíti elő.

iii. Az *Önfinanszírozási program*. Magyarország külső sérülékenységének csökkentése céljából az MNB további nem-konvencionális eszközöket vetett be 2014-ben. A 2011 végéig folyamatosan növekvő magas külső és devizában denominált bruttó adósság szintjének mérséklését támogatja a jegybank „Önfinanszírozási programja”, amelyet az MNB 2014 nyarán indított meg és 2015–2016-ban több lépésben kiterjesztett.

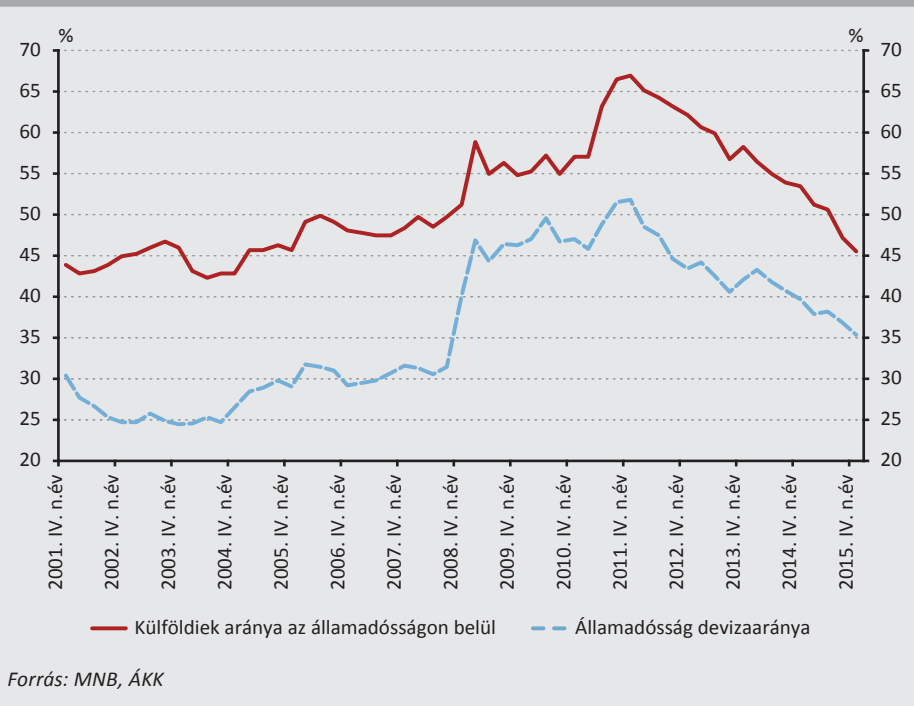
A program keretein belül változott a jegybank irányadó eszköze, valamint az eszköztár egyéb elemei. Ezáltal az MNB azt kívánta elérni, hogy a hazai bankok a likvid forrásait az MNB sterilizációs eszköze helyett más likvid, fedezetként elfogadható nem jegybanki eszközben tartsák, ami a magyar pénzügyi piacok jellegzetessége miatt elsősorban állampapírt jelent. Az Önfinanszírozási program első lépéseként az irányadó kéthetes kötvény betétté alakult, majd bevezetésre került a jegybanki feltételes kamatcsereeszköz (IRS), ami a kamatkockázat kezelésén keresztül tereli a hazai bankokat a hosszabb futamidejű nem jegybanki értékpapírok, kiemelten az állampapírok felé. A program 2015-ös második szakaszának meghirdetésével az MNB folytatta monetáris eszköztárának átalakítását, amivel érdekeltté tette a bankokat az irányadó jegybanki instrumentumban tartott forrásaik csökkentésére. Ennek legfőbb eleme a kéthetes irányadó eszköz futamidejének három hónapossá nyújtása volt, amit további intézkedések támogattak.<sup>11</sup>

Az Önfinanszírozási program érdemben segítette a magyar gazdaság, és ezen belül az államadósság finanszírozási struktúrájának javítását, a belső forrásokra támaszkodás erősítését, ami számottevően csökkenti hazánk makropénzügyi sérülékenységét. A belföldi finanszírozás ösztönzésén túl az Önfinanszírozási program lehetővé teszi azt is, hogy az adósságkezelő a devizalejáratának nagy részét forintforrásból finanszírozza, ami által az államadósság devizaaránya és az adósság árfolyam-kitettsége jelentősen csökken (12. ábra).

---

<sup>11</sup> Az Önfinanszírozási program keretein belül végrehajtott eszköztár-módosítás további fontos elemei a kéthetes betét fokozatos korlátozása, illetve 2016. április végi kivezetése, valamint a jegybanki IRS-eszközök.

**12. ábra**  
A külföldi tulajdon és a devizarész aránya a magyar államadósságon belül 2001-től



iv. *A lakossági devizahitelek forintosítása.* A gazdaságpolitika két fő ága közötti közvetlen csatornákon, illetve az egymásra kölcsönösen gyakorolt hatásmechanizmusokon túl egyéb területeken is nélkülözhetetlen a konstruktív viszony. A fiskális és a monetáris politika által együttesen érintett gazdaságpolitikai területre jó példa a lakossági devizahitelek forintosítása. A kormányzat devizahitelesek megmentését célzó intézkedéseinek bevezetésekor, illetve e rendszerszinten is jelentős – többek között monetáris transzmissziós, pénzügyi stabilitási és növekedési – kockázatokat hordozó konstrukció piacról való kivezetésekor ugyanis a jegybank kulcsszerepet játszott. A hazai bankrendszer csúcshintézményeként az MNB aktív, sőt kezdeményező részt vállalt a bankszektor és a kormányzat között zajló egyeztetésekben, a szakmai iránymutatásban, és a lakossági devizahitelek kivezetéséhez szükséges devizalikviditás biztosításában (mintegy 9,6 milliárd euró rendelkezésre bocsátásával).

Az időzítésnek, a szakmai felkészültségnek és a felek közti konstruktív egyeztetéseknek kulcsszerepe volt a lakossági devizahitelek sikeres kivezetésében.<sup>12</sup> A Kúria 2014. június 16-i jogegységi határozata adta meg a jogalapot az elszámolást és a forintosítást előkészítő és biztosító lépéssorozat megvalósításához. A végre-

<sup>12</sup> Kolozsi–Banai–Vonnák (2015)

hajtást számos szakmai vita és egyeztetés is megelőzte, ugyanis a devizahitelek kivezetésének számos lehetséges útja és ütemezése volt. Az MNB a devizatartalék-megfelelés magas szintje miatt az egylépes konverzió támogatása mellett döntött. A forintosítás jellegéből adódóan a konverziós árfolyamot előre rögzíteni kellett, amihez a három fél (a kormány, a bankok és az MNB) szoros együttműködésére volt szükség. A tervet ráadásul úgy kellett megvalósítani, hogy a forintosítás módjáról, az időzítésről és a rögzítés árfolyamáról a pénz- és tőkepiaci szereplők nem szerezhettek információt, ugyanis az erre potenciálisan épülő piaci spekulációk meghiúsíthatták volna a teljes és sikeres forintosítást.<sup>13</sup>

A lakossági jelzáloghitelek kivezetéséhez kapcsolódó jegybanki devizatenderekre 2014 őszén és 2015 elején került sor, a devizában denominált személyi és autóhitelek forintosítási tendereire pedig 2015 augusztusában és szeptemberében, azaz a 2015-ös évet úgy zárták a magyar háztartások, hogy mérlegükben gyakorlatilag nem maradtak devizahitelek.

- v. *A Növekedéstámogató Program.* A 2016. január elsejétől indult új, Növekedéstámogató Program (NTP) a bankok piaci hitelezéshez való visszatérését segíti elő, egyrészt az NHP fokozatos kivezetésével, másrészt a pozitív ösztönzést jelentő Piaci Hitelprogram (PHP) elindításával. A program célja, hogy az NHP kivezetésével párhuzamosan a bankok piaci hitelezésre való visszaállása zavartalanul menjen végbe, és hogy a vállalati, illetve a megcélzott kkv-hitelállomány 2016-ban 250–400 milliárd forinttal emelkedjen, ami 5–10 százalékos éves hiteldinamikának felel meg. Az NHP kivezető, harmadik szakaszában az MNB további kétszer 300 milliárd forint összegű forrást biztosít a hazai kkv-szektor hitelezésére (felerészben devizában). Emellett a Piaci Hitelprogram (PHP) pozitív ösztönzők segítségével kívánja támogatni a bankok hitelpiaci aktivitásának növekedését. Ennek részeként a jegybanki eszköztár kiegészült egy hitelezési feltételhez kötött kamatcsere-ügylettel (HIRS), illetve a banki likviditásmenedzsmentet támogató preferenciális betételhelyezési lehetőséggel. A célzott jegybanki eszközök az igénybevétel feltételein keresztül járulnak hozzá a hitelezés növeléséhez, ugyanis a programban részt vevő bankok vállalják, hogy az igénybe vett HIRS-állomány negyedével növelik a kkv-hitelállományukat. Az MNB dolgozik továbbá egy olyan vállalati hitelinformációs rendszer kialakításán, amely a hitelezési kockázatok minél pontosabb feltérképezését segíti elő a bankok számára.

#### **4.2. A monetáris politikai fordulat kedvező növekedési és költségvetési hatásai**

Az alapkamat-csökkentési ciklusok végrehajtása, az irányadó eszköz tartósan alacsony szinten tartása, valamint az NHP és PHP programok bevezetése és bővítése az árstabilitás elsődleges céljának elérése és megteremtése mellett a reálgazdaság ösztönzését, valamint a növekedési potenciál – a beruházás és a foglalkoztatás bővítésén keresztül megvalósuló – emelését is támogatják.

---

<sup>13</sup> Nagy (2015)

A gazdaság monetáris eszközökkel történő dinamizálása ilyen helyzetben nem csak a jegybank céljainak elérését segíti, hanem a költségvetési politikáét is, amelyek egymást kölcsönösen erősítő folyamatok. A reálgazdaság bővülése során ugyanis nő a foglalkoztatottság, nő a bérkiáramlás, emelkedik a belső fogyasztási és beruházási kiadások volumene, ami növekvő forgalmi és jövedelemadó-bevételeket generál, miközben csökken a munkapiaci segélyekre fordítandó költségvetési kiadás. Mindez a költségvetési egyenleg javulását eredményezheti bevételi és kiadási oldalról egyaránt.

A GDP-arányos államháztartási egyenleg javulása csökkenti továbbá az államadóságrátát, ami javítja az ország kockázati megítélését. A javuló befektetői megítélés mérsékli a kockázati felárakat és a hozamgörbe csökkenését eredményezi. Így a költségvetés egyenlege már nemcsak az elsődleges egyenlegen, hanem a kamatkiadások csökkenésén keresztül is javul. A hitelesség okozta hozamcsökkenés pedig ceteris paribus további mozgásteret teremt a kamatcsökkentésre, és folytatódik az újbóli visszacsatolás addig, amíg az infláció és a reálnövekedés el nem éri a gazdaság strukturális tényezői által kívánt optimális szintjét, ami a jegybanki alapkamat ennek megfelelő alkalmazkodásával jár.

A fenti hatások számszerűen is becsülhetők. Az MNB szakértőinek számításai szerint a jegybank monetáris politikájával 2013 óta a gazdasági növekedés közel felét támogatta, sőt a beruházások bővülésének támogatásán keresztül érdemben hozzájárult a potenciális GDP emelkedéséhez is. A jegybanki irányadó ráta csökkentése az elmúlt három évben jelentősen, mintegy másfél százalékkal növelte a magyar gazdaság teljesítményét, és több mint másfél százalékponttal járult hozzá az infláció célszint felé közelítéséhez.<sup>14</sup> Ezt a folyamatot támogatta a Növekedési Hitelprogram által generált növekedési hatás, ami a becslések szerint a kamatcsökkentési ciklusokhoz hasonló mértékű gazdaságösztönzést biztosított 2013–2015-ben.<sup>15</sup>

Szintén jelentős a jegybanki politikának az állami kamatkiadásokra gyakorolt hatása. A fegyelmezett hazai költségvetési politika miatt érdemben javuló kockázati megítélés, a jegybanki kamatcsökkentési ciklusok (összesen 595 bázispont) és az Önfelújítási program hatására az elmúlt több mint 3 évben jelentősen csökkentek a magyar állampapír-piaci hozamok (11. ábra). A 2012. augusztusi hozamokat feltételező alappályához képest 2015-ben több mint 300 milliárd forint, 2016-ban pedig 410 milliárd forint lehet a hozamgörbe csökkenéséből származó kamatmegtakarítás mértéke. Előbbi a GDP közel 1, utóbbi 1,2 százaléka, ami hosszú távon akár 1,7 százalékra is emelkedhet.<sup>16</sup> A mérsékelődő kamatkiadások nyújtotta fiskális mozgástér alkalmas lehet az ország versenyképességét tovább növelő programok megvalósítására a fegyelmezett gazdálkodás és alacsony hiány megtartása mellett

---

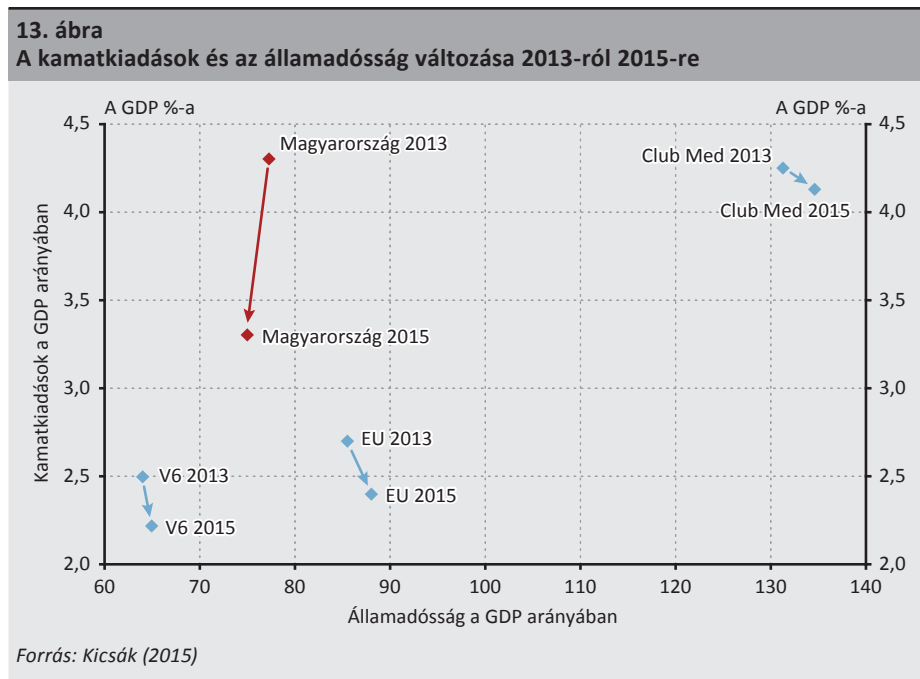
<sup>14</sup> Felcser–Soós–Váradi (2015)

<sup>15</sup> Magyar Nemzeti Bank (2016)

<sup>16</sup> Kicsák (2015)



is. Az Európai Bizottság 2015-ös prognózisa szerint a magyar költségvetés kamatkiadásainak csökkenése 2013 és 2015 között régiós és uniós összevetésben is kiemelkedő lehet, valamint az adósságráta részben ebből fakadó csökkenése pedig egyedülálló (13. ábra).<sup>17</sup>



A hozamgörbe, illetve a jegybanksi irányadó instrumentum csökkenése azonban nem csak a költségvetés pozícióját tudja javítani, hanem a jegybanksi eredményt is. Ennek oka az, hogy a jegybanksi mérleg forrás oldalán található kötelezettségek jelentős része után a jegybank az irányadó kamatlábbal rendelkező sterilizációs eszközön keresztül fizet kamatot, amelynek a csökkenése javítja az MNB eredményét.

A 2012 augusztusában megindított kamatcsökkentések pozitív mellékhatása az, hogy segít elkerülni a jegybanksi veszteséget, így az ezzel járó költségvetési veszteségtérítést. A 2013-ban folytatódott kamatcsökkentések, illetve a korábban vártnál gyengébb árfolyam és magasabb konverzió (például IMF-hitel előtörlesztés) miatt emelkedő árfolyamnyereség hatására annulálódott a 2013 végére várt jegybanksi veszteség, sőt az MNB eredménye közel 30 milliárdos többletbe fordult, amelyet 2014-ben és 2015-ben is sikerült megtartani, elkerülve ezáltal, hogy a jegybanksi működés többletterhet jelentsen a költségvetés számára.<sup>18</sup>

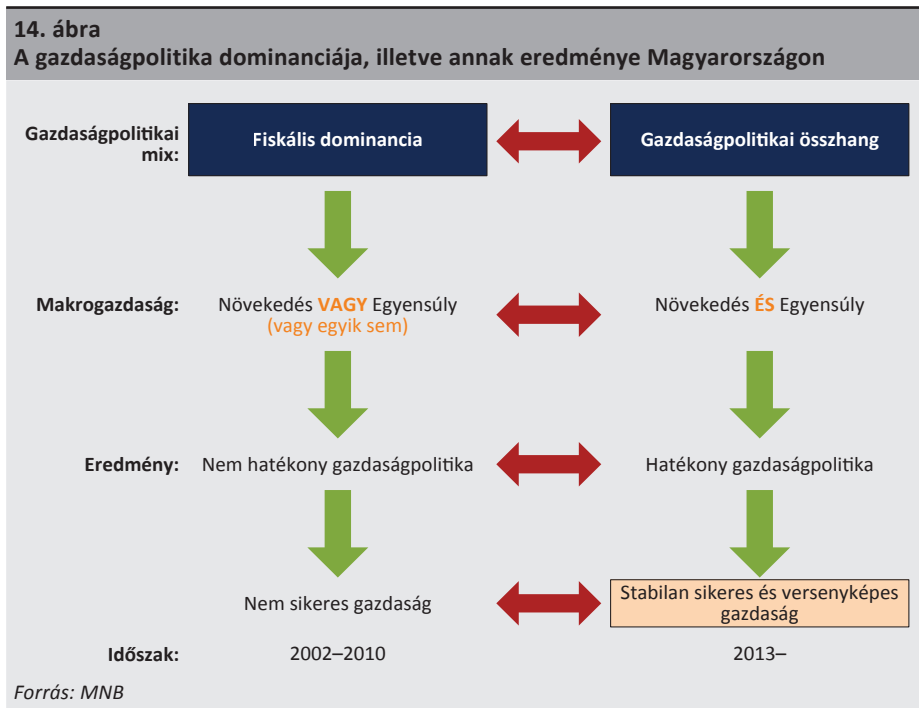
<sup>17</sup> Kicsák (2015)

<sup>18</sup> Matolcsy (2015)

## 5. Összefoglalás

A fiskális és a monetáris politika egymáshoz való viszonyulása, továbbá a két ág közti kapcsolódási pontok, egymásra hatások nem csak elméleti szinten, hanem a gazdaságpolitika hatékony vitele és a makrogazdasági folyamatok aktív alakítása szempontjából is érdemi szereppel bírnak. A túlzó fiskális dominancia miatt 2002 és 2010 között a magyar gazdaságban a fiskális egyensúly és a reálgazdasági növekedés egyszerre nem tudott érvényre jutni, sőt a 2007 és 2010 közti időszakban sem egyensúly, sem növekedés nem jellemezte hazánkat. 2010 után azonban két lépésben fiskális, majd monetáris fordulat következett be. Előbbi megteremtette a fiskális egyensúlyt, utóbbi pedig, építve a költségvetési stabilitásra, megtette a szükséges lépéseket az árstabilitás és a pénzügyi stabilitás eléréséhez. A két gazdaságpolitika között 2013 után megvalósult független, de konstruktív összhang hazánk makrogazdasági folyamatainak (reálnövekedés, infláció, foglalkoztatottság, államháztartási hiány, külső és belső eladósodottság, sérülékenység, kockázati megítélés) tartós javulásában is tetten érhető.

Összességében megállapítható, hogy a gazdaságpolitika két fő ága közti harmonikus és sikeres együttműködés nélkülözhetetlen alapja a makropénzügyi egyensúly és a dinamikus növekedés együttes megteremtésének (14. ábra).



## Felhasznált irodalom

- Baksay Gergely – Szalai Ákos (2015): *A magyar államadósság jelenlegi trendje és idei első fél-éves alakulása*, 2015.11.05., <http://www.mnb.hu/letoltes/baksay-gergely-szalai-akos-a-magyar-allamadossag-jelenlegi-trendjei-es-idei-első-feleves-alakulasa.pdf>
- Blanchard, Olivier (2004): *Fiscal Dominance and Inflation Targeting – Lessons from Brazil*, NBER working paper No. 10389.
- Csajbók Attila – Hudecz András – Tamási Bálint (2010): *Lakossági devizahitelezés az új EU-tagországokban*, MNB OP 87, 2010. augusztus.
- Davig, Troy – Leeper, Eric (2008): *Endogenous Monetary Policy Regime Change*. NBER International Seminar on Macroeconomics.
- Fan, Jingwen – Minford, Patrick – Ou, Zhirong (2014): *The Role of Fiscal Policy in Britain's Great Inflation*, Cardiff Business School Working Paper.
- Felcser Dániel – Soós Gábor Dániel – Váradi Balázs (2015): *A kamatcsökkentési ciklus hatása a magyar makrogazdaságra és a pénzügyi piacokra*, Hitelintézeti Szemle, 14. évfolyam. 3. szám, 2015. szeptember.
- Kicsák Gergely (2015): *Az állami kamatmegtakarítások jelentősen megnövelik a költségvetés mozgásterét*, 2015.11.05, <http://www.mnb.hu/letoltes/kicsak-gergely-az-allami-kamatmegtakaritasok-jelentosen-megnovelik-a-koltsegvetes-mozgasteret.pdf>
- Kolozsi Pál Péter – Banai Ádám – Vonnák Balázs (2015): *A lakossági deviza-jelzáloghitelek kivezetése: időzítés és keretrendszer*, Hitelintézeti Szemle, 14. évfolyam. 3. szám, 2015. szeptember.
- Leeper, Eric (1991): *Equilibria Under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies*. Journal of Monetary Economics. 27:129–147.
- Leeper, Eric – Leith, Campbell (2015): *Inflation Through the Lens of Fiscal Theory*. The Handbook of Macroeconomics.
- Magyar Nemzeti Bank (2016): *Félidős jelentés 2013–2016*, <http://www.mnb.hu/letoltes/felidos-jelentes-2013-2016-hun-0303.pdf>
- Matolcsy György (2008): *Éllovasból sereghajtó – Elveszett évek krónikája*, Éghajlat Könyvkiadó Kft. 2008.

Matolcsy György (2015): *Egyensúly és növekedés*, Kairosz Kiadó 2015.

Matolcsy György – Palotai Dániel (2014): *Növekedés egyensúlytalanságok nélkül*, Polgári Szemle, 10. évfolyam 1–2. szám, 2014. március.

Nagy Márton (2015): *Forintosítás – hogy is volt ez?*, 2015.11.23., <https://www.mnb.hu/letoltes/15-01-28-nagy-marton-istvan-forintositas-hogy-is-volt-ez.pdf>