

**Soós Károly Attila,**  
**az MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont**  
**Közgazdaságtudományi Intézete nyugalmazott főmunkatársa**

E-mail: soos.karoly.attila@krtk.hu

## MEGSZORÍTÁSOK A NAGY OSZTOGATÁS UTÁN?

Van esély arra, hogy a kormány nagy pénzosztogatását kényszerűen megszorítások fogják követni, de azért a helyzet lényegesen jobb annál, mint amitől sokan tartanak.

A kormány 2017 és 2019 közötti, közgazdasági érvekkel nehezen igazolható, erőteljes növekedésösztönző gazdaságpolitikája után 2021-ben és 2022 elején hatalmas pénzosztogatásra szánta rá magát. Indoklás gyanánt a koronavírus-válsággal összefüggő 2020-as gazdasági visszaesésből való kilábalás támogatását emlegette. De hogy ezt nem gondolta komolyan, azt az is mutatta, hogy tavaly decemberben törölte a terveiből (hivatalosan: „elhalsztotta”) 350 milliárd forintnyi beruházás megvalósítását. 2021-ben már nyilvánvalóan nem volt semmi szükség a növekedés támogatására, mert a munkapiaci feszültségek és más jelek is azt mutatták, hogy a gazdaság föllendülésbe került. A GDP, amely 2020-ban 4,9 százalékkal elmaradt a potenciális értékétől (ami akkor persze a támogató fiskális és monetáris politikát indokolta), 2021-ben már annak 98,5 százalékát érte el, 2022-ben pedig várhatóan 100 százalékára emelkedik az Európai Bizottság AMECO weblapja szerint.<sup>1</sup> A kormány mégis tovább folytatta az osztogatást a – hamarosan urnákhoz terelendő – választóknak.

Az osztogatás nyilvánvalóan gyorsította a gazdasági növekedést, de kiélezte a különféle feszültségeket is. Miután az áprilisi választásokat követően bizonyosan abbamarad, gyorsító hatása is kifulladás. De nincs-e ennél többről szó? Vajon nem kényszeríti-e ki ez az osztogatással fölpumpált növekedés a visszafogást, a növekedés lelassítását? A gyorsítás időszakában szűk keresztmetszetek tömege jelenik meg – és valóban meg is jelent –, amelyek lassulást idéznek elő, de a lassítás más kérdés. A kormányzatnak a lassító, visszafogó intézkedéseit nem a beszállítói láncok szakadozása válthatja ki, hanem három makrogazdasági tényező: a nemzetközi fizetési

<https://doi.org/10.47630/KULG.2022.66.1-2.120>

<sup>1</sup> A cikkben közölt adatok forrása – ha más utalás nincs – az Európai Bizottság AMECO weblapja: [https://dashboard.tech.ec.europa.eu/qs\\_digit\\_dashboard\\_mt/public/sense/app/667e9fba-eea7-4d17-abf0-cf20f6994336/sheet/f38b3b42-402c-44a8-9264-9d422233add2/state/analysis](https://dashboard.tech.ec.europa.eu/qs_digit_dashboard_mt/public/sense/app/667e9fba-eea7-4d17-abf0-cf20f6994336/sheet/f38b3b42-402c-44a8-9264-9d422233add2/state/analysis)

mérleg kedvezőtlené váló pozíciója, az államadósság aggasztó mértékű növekedése és az infláció megfékezésének kényszerűsége.

### **A nemzetközi fizetési mérleg pozíciója**

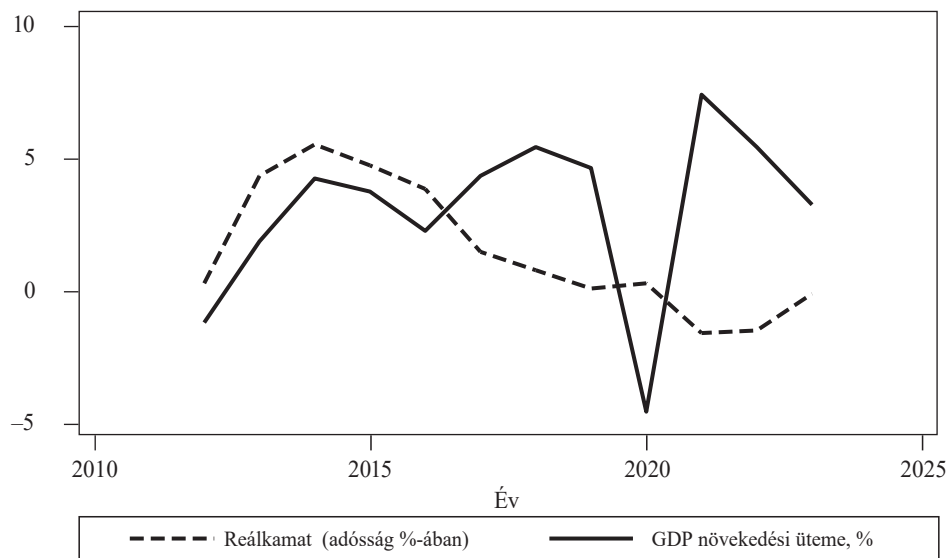
A folyó fizetési mérleg hiánya 2021-ben és 2022-ben is növekszik (1,6 milliárd, illetve 3,9 milliárd eurós deficit után az Európai Bizottság előrejelzése szerint 2023-ban elérheti a 3,3 milliárd eurót). Ennek ellenére még messze elmarad a GDP általában kritikusaként tartott 5 százalékatól. Ráadásul jelentős tőketranszfereket – a 2021 és 2023 közötti időszakban várhatóan évi 2,6, 4,2, illetve 4,6 milliárd eurót – kap Magyarország (majdnem kizárólag az Európai Uniótól), ezért a finanszírozási szükséglet szempontjából mérvadó mutató – a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlege – folyamatosan többletet mutat; ez nem indokol semmiféle megszorítást.

### **Az államadósság alakulása**

Bár bonyolultabb problémákat vetnek föl, de végső soron hasonló eredményre vezetnek az államadósság alakulásával kapcsolatos megfontolások is. A bruttó államadósság 2020-ban a GDP mintegy 14 százalékpontjával nőtt, 2021-ben pedig a várható adatok szerint – a meglepetés-infláció ellenére, amely a hitelezők kárára nagy segítséget adott (volna) az adósság növekedésének a visszafogásához – az említett osztogatás miatt mindössze 1 százalékponttal csökken. A tavalyi év végén a GDP 79,2 százaléka lehetett, 2022-re 77,2, 2023-ra 76,4 százalék várható. A megszorítások lehetőségének mérlegelésekor azonban elsősorban nem a bruttó államadósság, hanem az adósságszolgálat – az államadósságra fizetendő kamatok – alakulása számít perdöntő érvnek.

Az államadósság kamatterhének az államadósság százalékában kifejezett értékeit mutatja az *1. ábra*. Az adósság túlnyomó része (mintegy négyötöde) forintban denominált, ezért a reálkamatot úgy becsültük, hogy a nominális kamatot a (harmonizált) magyar fogyasztóiár-indexszel defláltuk. A 2009-es euróválság nyomán magasra emelkedett kamatszint 2014 után jelentősen csökkent, a reálkamat 2018-tól 0 százalék körül alakult. Az általában nagyon alacsony kamatláb – ezen belül a jó adósok által fizetett (?) negatív vagy majdnem negatív reálkamatláb – nem magyar jelenség, hanem a világon uralkodó tendencia. Széles körben elfogadott nézet, hogy a kamatlábak számottevő mértékű emelkedése a közeljövőben nagyon

**Az államadósság reálkamata (az adósság %-ában) és a GDP növekedési üteme, 2012–2023**



Forrás: az Európai Bizottság AMECO weblapja.

kevésbé valószínű. A hitel- és tőkepiacok integráltságának körülményei között ezt Magyarországra is érvényesnek kell tartanunk. Ennek fontos következményei vannak az államadósságról való gondolkozásunkra nézve is. Érdekes elolvasni Olivier Blanchard-nak, a Massachusetts Institute of Technology és a Harvard Egyetem professzorának, a Nemzetközi Valutaalap volt főközgazdászának – egyelőre csak előzetes tervezetben létező, de így is hozzáférhető – új könyvét, amelynek címe *Fiskális politika alacsony kamatlábak körülményei között* (Blanchard, 2021). Ebben a szerző az adóssággal szemben az adósságszolgálat elsődleges jelentőségét hangsúlyozza, és nagy fontosságot tulajdonít annak, hogy a kamatszintek nagy valószínűség szerint nem fognak gyorsan – néhány éven belül jelentős mértékben – emelkedni. Amíg a gazdaság növekszik és a kamatláb nagyon alacsony, addig az államadósság növelésének lényegében csak az szab határt, hogy a jelentős mértékű kamatemelkedés esélye, bár nagyon kicsi, de nem nulla; és ha mégis bekövetkezik, az államadósság megállíthatatlan növekedését okozhatja. Ez olyan veszély, amit nem szabad vállalni.

Az államadósság kamatának fizetéséhez a forrást az újabb hitelfölvétel és/vagy a GDP – a beszedhető adók alapja – növekedése biztosítja. Ezért a kamatot a GDP növekedésével együtt kell figyelembe venni. Ha a (reális) kamatláb egyenlő nullával vagy kisebb annál, akkor az adósság nominálisan nőhet ugyan, de a reálértéke változatlan marad, netán csökken is. Ha viszont pozitív értékű a (reális) kamatláb, akkor természetesen nő az adósság reálértéke is. Itt azonban két lehetőség van: a reális kamatláb lehet kisebb vagy nagyobb a GDP növekedési üteménél. Magyarországon az elmúlt tíz év folyamán mindkettő előfordult, lásd az *1. ábrát*. Az első esetben az adósság reálértéke nő, de a GDP-hez mért aránya csökken (annak ellenére, hogy a kamat növeli az induló adósságot). A második esetben – tehát ha a (reális) kamatláb nagyobb a GDP növekedési üteménél – az adósság reálértéke a GDP-t meghaladó ütemben nő. Ez az utóbbi eset az, amit, illetve aminek a veszélyét el kell kerülni! A kamatnak azt a részét, amelynek új hitelből való fizetésével az államadósság/GDP hányados nőne – nevezzük ezt kamattöbbletnek – nem szabad új hitelből finanszírozni, hanem az állami költségvetés elsődleges többletéből (a nem kamatjellegű kiadásokat meghaladó bevételből) kell kifizetni, illetve a veszély elkerülése érdekében képesnek kell lenni a kifizetésére. (Egy-egy évben ez elmulasztható, de néhány év átlagában már nem.)

Mit jelent ez a magyar állam esetében? Az államadósság a GDP közel 80 százaléka. Ha ennek kamata 1 százalékponttal meghaladja a GDP növekedési ütemét, akkor a GDP 0,8 százalékát kell kamattöbbletként elsődleges költségvetési többletből fedezni. Blanchard a számpéldájában – a jelentős kamatemelkedés valószínűtlensége alapján – az adósság 2 százalékanak megfelelő kamattöbblet lehetőségével számol. Legyünk óvatosabbak, tegyük föl, hogy lehet az 3 százalékpont is. Tehát tételezzük föl, hogy a reális kamatláb az előttünk álló (mondjuk) egy évtized folyamán néhány év átlagában nem fogja 3 százalékpontnál nagyobb mértékben meghaladni a GDP növekedési ütemét. A kamattöbblet fedezetül szolgáló elsődleges költségvetési többlet maximális (még kiszorítható) értéke Blanchard-nál a GDP 3 százaléka; ezt elfogadhatjuk mi is. Így nálunk a megengedhető maximális államadósság a GDP  $3/3 = 1$ -szerese, tehát 100 százaléka.

Ez azt jelenti, hogy Magyarország tényleges államadóssága elég távol van a biztonságosan még vállalható szinttől, amely nem fenyeget megállíthatatlan növekedéssel. Persze ezt a szintet nem kell célba venni, sőt az ebbe az irányba történő elmozdulást sem kell békésen elfogadni. Következtetésünk csupán annyi, hogy az előttünk álló években a kormány annak érdekében nem kényszerül erőfeszítésekre, hogy csökkentse az államadósság GDP-hez viszonyított arányát.

### Az infláció megfékezésének kényszerűsége

Az infláció 2021. évi jelentős gyorsulása világjelenség; az euróövezet átlagában 2021-ben 2,2 százalékkal emelkedtek a fogyasztói árak (szemben az előző évi 0,2 százalékkal). Magyarországon a gyorsulás magasabb szintről (3,4 százalékról) indult. A 2021. évi átlagos index az AMECO szerint 5,0 százalék volt. Ennek kiszámításában azonban még nem vették figyelembe az év végén 7 százalék fölé emelkedő havi indexeket, amelyek az Eurostat szerint 5,2 százalékra emelték az éves mutatót. A 2022 elején folytatódó osztogatás (25 év alattiak adómentessége, 13. havi nyugdíj, előző évi adóelőlegek visszafizetése a gyermekeket nevelőknek) nyilvánvalóan olaj a tűzre. Ennek ellenére a kormány 2022 egészére 4,8 százalékos inflációt vár, amit az AMECO is elfogad, 2023-ra pedig csak 3,4 százalékkal számol.

Ezekből a számokból az következne, hogy a magyar inflációs rátának az euróövezet megfelelő adata fölötti többlete, amely 2015 után nulláról fokozatosan 3 százalékpontra emelkedett, két év alatt 2 százalékra csökkenne. (Lásd az 1. táblázatot.) Ekkora csökkenésre aligha elegendő magyarázat, hogy az áprilisi választások után már nem várható további osztogatás. Más előrejelzések is (majdnem) ilyen optimisták. A Magyar Nemzeti Bank decemberi inflációs jelentése (MNB, 2021a) 2022-re 4,7–5,1 százalékos, 2023-ra már csak 2,5–3,5 százalékos inflációt vár. További intézmények 2022-es előrejelzései sem számítanak lényegesen gyorsabb áremelkedésre, a maximum 5,5 százalék, a Kopint-Tárki becslésében.

#### 1. táblázat

#### Fogyasztóiár-infláció (HICP) Magyarországon és az euróövezetben, a magyar többletinfláció és a magyar GDP-rés (Potenciális GDP – tényleges/várt/becsült GDP)

Megnevezés	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Magyar infláció	5,6	1,7	0,0	0,1	0,4	2,4	2,9	3,5	3,4	5,2	4,8	3,4
Euróövezet infláció	2,5	1,3	0,4	0,2	0,2	1,6	1,8	1,2	0,3	2,3	2,2	1,4
Magyar többlet	3,1	0,4	-0,4	-0,1	0,2	0,8	1,2	2,3	3,1	2,9	2,6	2,0
GDP-rés	-4,2	-3,3	-1,0	0,6	0,7	2,0	3,4	3,5	-4,9	-1,5	0,0	-0,4

Forrás: az Európai Bizottság AMECO weblapja, Eurostat.

Vannak olyan jelek, amelyek fölvetik a lassulás helyett az infláció további gyorsulásának, legalábbis magas szinten maradásának kockázatát. Ilyen a pénzosztogatás már említett folytatódása 2022 elején, a bruttó keresetek várható alakulása 2022-ben (a kormány 14,9 százalékos növekedést jelez előre), továbbá a lakossági inflációs várakozások 8 százalékos szintre emelkedése (MNB, 2022b). Ezért az összes inflációs előrejelzést némi fenntartással kell fogadni.

Ha az infláció a 2022 elején még minden bizonnyal 7 százalék fölötti szintről az év folyamán nem lassul, esetleg gyorsul, akkor elkerülhetetlenné válnak kisebb-nagyobb megszorítások, amelyek költségét meg kell fizetni. Az ilyen megszorítások költségét az úgynevezett áldozati aránnyal mérik, amely azt fejezi ki, hogy az infláció 1 százalékpontos csökkentése hány százalékpontos GDP-veszteségbe kerül. A GDP-veszteséget általában nem az előző időszakhoz viszonyított visszaesésben mérik, hanem abban, hogy milyen mértékben marad el a GDP tényleges bővülése a potenciális növekedéshez képest.

Az áldozati arány problémájáról viszonylag újabban is születtek elméleti írások. Mazumder (2014) például amellet érvel, hogy az infláció lelassítását a megszokottól eltérő módon, az úgynevezett maginfláció lassulásával kellene mérni. A használható empirikus írások azonban igencsak régi keletűek (például Cecchetti & Rich, 1999; Durham, 2001), mert az elmúlt két évtizedben az OECD tagállamaiban (ahol a kutatáshoz megfelelő adatok állnak rendelkezésre) nemigen mutatkozott jelentős lassításra érdemes (gyors) infláció. A volt kommunista országok két-három évtizeddel ezelőtti dezinflációs történetei nem használhatók, főleg azért, mert GDP-jük akkori alakulásába az infláció megfékezésén kívül számos más tényező is belejátszott. Andersen és Wascher (1999) alapos munkája 19 OECD-ország 1980–1990-es évekbeli dezinflációs politikáját (inflációjuk átlagosan 8 százalékról 2–3 százalékra történt csökkentését) elemzi. Úgy találja, hogy az átlagos áldozati arány az 1980-as és 1990-es évek között romlott, 1,5-ről 2,5-re növekedett. Tehát az infláció 1 százalékpontos csökkentése 1,5, illetve 2,5 százalékos negatív irányú eltérést követelt meg a GDP potenciális értékétől. Ball (1993) 19 ország 65 dezinflációs epizódját figyelte meg, és (lényegében az előző szerzőpároséhoz hasonló módszertannal) 3,1 értékű áldozati arányt talált.

Ezek a tapasztalatok megerősítik, hogy ha a fölgyorsult infláció nem lassul le „magától” (a pénzosztogatás megszűnésétől és különféle, például a kőolajterméki piaci feszültségek enyhülésétől), akkor a megszorításokkal való megfékezése nem lehetséges áldozatok nélkül. Azt az állítást is megkockáztathatjuk: nehéz elképzelni, hogy az áldozati arány egy alatt legyen (és így 2023-at aligha úszhatjuk meg a potenciális szinttől csupán 0,4 százalékkal elmaradó GDP-vel (lásd az *1. táblázatot*).

Még azt jegyezhetjük meg Ball (1993) alapján, hogy a gyorsabb dezinfláció mérséklése általában kisebb áldozatba kerül.

A kérdéses megszorítások – ha szükségessé válnak – monetáris és fiskális eszközök kombinációjával (sokféle lehetséges kombinációval) valósíthatók meg. Minden ilyen eszköz alkalmazása hatással lesz a GDP-hez viszonyított államadósság alakulására. A megszorítás, bármilyen eszközzel történjék is, az adósság viszonylagos növekedésével járhat, amennyiben korlátozza a GDP növekedését. A fiskális megszorítás emellett az eladósodottság csökkentésének irányába is mutat, mert korlátozza az állami kiadások és ezzel az adósság növekedését. Ami a monetáris megszorító eszközöket illeti, ezek alkalmazásának nem célja ugyan az államadósság előző szakaszban tárgyalt reálkamatának emelése, de valamilyen mértékben bizonyosan előidézi azt. Azonban a magyar gazdaság mai körülményei között nem valószínű, hogy e hatásnak olyan nagy mértéke legyen, amely érvénytelenítené a folyó fizetési mérleg és az államadósság elemzése során levont következtetéseinket.

## **Összefoglalás**

A 2017-től folytatott élénkítő gazdaságpolitika, amely a 2020-as koronavírus-válság előtti évben és még inkább az után nehezen volt indokolható, és különösen az ennek a politikának a csúcsát jelentő, 2021–2022-es választások előtti pénzosztogatás nem maradhat kedvezőtlen makrogazdasági következmények nélkül. A várható következményeket három területen vizsgáltuk. Megállapítottuk, hogy a konjunktúra túlhajszolása rontotta az ország folyó fizetési mérlegét, de ez a romlás korlátozott mértékű, és jelentőségét az is csökkenti, hogy a – főleg az Európai Uniótól kapott – tőketranszferok miatt a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes, finanszírozási szempontból mérvado egyenlege pozitív. Nem igényel intézkedést az állam eladósodottságának – az államadósság és a GDP arányának – alakulása sem, ebben az értelemben ezt is megnyugtatónak találtuk. Ez az arány az elmúlt két évben mintegy 14 százalékponttal, közel 80 százalékra emelkedett. Ami természetesen kedvezőtlen fejlemény, de a külpiazi és a belföldi reálkamatoknak a közeljövőben várhatóan továbbra is alacsonyan maradó szintje miatt az eladósodottság további növekedésének a veszélye elkerülhető. Az államadósság kamatai további hitelfölvételből anélkül fizethetők – vagy nagyrészt fizethetők –, hogy az adósság GDP-hez mért aránya emelkedne. Nagyon kevésbé valószínű a reálkamat és a GDP-növekedés viszonyának olyan alakulása, amely ezt lehetetlenné tenné, és az eladósodottság

növekedésének megakadályozása érdekében megkövetelné, hogy az elsődleges költségvetési többletből – a bevételeknek a nem kamatszerű kiadások fölötti többletéből –fedezzük a kamatkiadások komoly terhet jelentő részét.

A harmadik területet, a túl gyors infláció problémáját tárgyalva megállapítottuk, hogy a konjunktúra elmúlt években történt túlhajszolásának következményei mégsem úszhatók meg föltétlenül megszorítások nélkül. Igaz, a kormányzati és más előrejelzések arra számítanak, hogy a 2021 végén 7 százalékot meghaladó, egy évre visszatekintő árszint-emelkedés 2022 közepe után magától (a pénzosztogatás áprilisi választások utáni megszűnésével és különféle, például kőolajtermék-piaci feszültségek enyhülésével) jelentősen csökkenni fog. Bizonyos jelek azonban kétségessé teszik ezt, sőt az infláció további gyorsulásának lehetőségét sem zárják ki. Akkor pedig elkerülhetlenné válnak fiskális és/vagy monetáris megszorítások. Ezek abban az értelemben növekedési áldozatokat követelnek, hogy nyomukban a GDP elmarad a potenciális szintjétől. Az elmaradás 1 százalékpontnyi inflációcsökkenéshez szükséges mértékét áldozati aránynak nevezzük. Nemzetközi tapasztalatok alapján nehéz elképzelni, hogy ez az áldozati arány egynél kisebb legyen.

### Hivatkozások

- Andersen, P. S. & Wascher, W. L. (1999). *Sacrifice Ratios and the Conduct of Monetary Policy in Conditions of Low Inflation*, BIS Working Paper, No. 82., Bank of International Settlements, Basel. Letölthető: <https://www.bis.org/publ/work82.htm>
- Ball, L. (1993). *What Determines the Sacrifice Ratio?* NBER Working Paper, No. 4306, National Bureau for Economic Research, Cambridge (Massachusetts). Letölthető: <https://www.nber.org/system/files/chapters/c8332/c8332.pdf>
- Blanchard, O. (2011). *Fiscal Policy Under Low Interest Rates*. Letölthető: <https://fiscal-policy-under-low-interest-rates.pubpub.org/>
- Cecchetti, S. G. & Rich, R. W. (1999). *Structural Estimates of the U.S. Sacrifice Ratio*. Staff Reports, No. 71. Federal Reserve Bank of New York. Letölthető: [https://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/sr71.html](https://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr71.html)
- Durham, J. B. (2001). *Sacrifice Ratios and Monetary Policy Credibility: Do Smaller Budget Deficits, Inflation-Indexed Debt, and Inflation Targets Lower Disinflation Costs?* Board of Governors of the FED, Washington, D. C. Letölthető: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200147/200147pap.pdf>
- Gereziher, H. Y. & Nuru, N. Y. (2021). *Structural estimates of the South African sacrifice ratio*. WIDER Working Paper, 12/2021, Helsinki. <https://doi.org/10.35188/UNU-WIDER/2021/946-4>
- Mazumder, S. (2014). The sacrifice ratio and core inflation. *Journal of Macroeconomics*, 40., 400–421. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2014.02.002>
- MNB (2021a). *Inflációs jelentés*, december, Magyar Nemzeti Bank. Letölthető: <https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-digitalis-12.pdf>
- MNB (2021b). *Havi elemzés az infláció alakulásáról*, december, Magyar Nemzeti Bank. Letölthető: <https://www.mnb.hu/letoltes/inflacios-alapmutato-aktualis-havi-ertekeles.pdf>