

Infláció, monetáris fájdalom, fiskális enyhítés

Kutasi Gábor – Czeczeli Vivien – Szalai Piroska

ABSZTRAKT: Botos Katalin a Pénzügyi Szemle 2023/4-es számában vizsgálta a 2020-as válságévek inflációjának kiváltó okait, általa elégtelennek ítélt kezelését és mindezek fiskális hatását. Professzor asszony inflációs időszakban írt értékelése apropóján, az inflációs hullámvasút elmúltával, bővebb idősorokkal reflektálunk az elszegényedés és a fiskális fenntarthatóság kapcsán felvetett gondolataira. Elemzésünk alapja az Amerikai Egyesült Államokból kiinduló Modern Monetáris Elmélet (MMT), amelynek paradigmája, hogy a magas infláció monetáris megszorítással történő kezelése elkerülhetetlenül recesszióhoz vagy válsághoz vezet, amely egyben a jövedelmi pályát is megtöri, helyette pedig a fiskális megoldásokat javasol a mellékhatások elkerülésére.

KULCSSZAVAK: infláció, háztartások, jövedelem, vagyon, MMT, fiskális fenntarthatóság

JEL-KÓDOK: B52, E12, E3I, E43, E52, E62, G5I, H12, R28

DOI: https://doi.org/10.35551/PFQ_2024_3_4

Kétszámjegyű infláció kezelése az MMT alapjain

A 2008 és 2010 közötti pénzügyi válságok egyik elméleti következtetése volt, hogy ki lehet dobni a régi közgazdasági tankönyveket – legalábbis a monetáris politika esetében –, és új megoldásokat kell keresni. Ennek a keresésnek az egyes állomásai voltak az unortodox, illetve a nemkonvencionális jegybanki politikák (Krekó et al., 2012), majd ezekből nagy karriert futott be az addig szinte a fióknak íródó MMT (Kelton, 2020), amely szerint az állam korlátlan pénzkibocsátó, így az eladósodásának nincs is korlátja, valamint a gazdaság szereplői közötti hitelezési hajlandóság határozza meg az elérhető (hitel)pénz mennyiséget. Mindez kiválóan működött a stabil árak és az alacsony kamatok környezetében.

A 2010-es évek gazdaságpolitikai percepciója és így következtetése is az volt, hogy nincs következménye az állami keresletélnkítésnek: sem a reálgazdaságban hiszen az infláció minimális marad éveken keresztül, sem pedig a hitelpiacon, hiszen az árstabilitás miatt a kamatok is alacsonyan maradnak. Mindeközben kellemes növekedési környezetben kiválóan teljesítenek a tőzsdei mutatók is. A tizenkét-tizenhárom évvel ezelőtti válságból való kilábalás után töretlen maradt a gazdasági optimizmus évtizedes időtávban, így a piacok működéséből következően hosszú távon elmaradt a globális inflációs sokk, a tőzsdei összeomlás vagy a nagyobb térségre kiterjedő adósságválság. Bár a 2010-es évek első felében még komoly aggodalom töl-

tötte el a közgazdászokat amiatt, hogy az amerikai jegybank (Fed) három hullámban elkövetett mennyiségi könnyítése majd milyen inflációs kockázatokat és tőzsdei buborékokat keletkeztet, nem igazolódtott vissza ez a borulátás. A Covid-járvány miatt bekövetkezett nagy lezárás időszaka is csak megerősítette a stabil árak és alacsony kamatok érzetét, valamint a költséző és élénkítő gazdaságpolitika szükségességét.

Az MMT elmélet paradigmája az, hogy alapvető tévedés azt hinni, hogy a jegybanki kamatemelés az infláció letörését eredményezi, szembe helyezkedve mindazzal, amit addig gondoltunk a monetáris politikáról. Ha a béremelés, a bérleti díjak és a nyersanyagár-emelkedés hatásáról azt feltételezzük, hogy a termelési költségek emelésén keresztül árdráguláshoz vezet, akkor miért gondoljuk az ellenkezőjét a tőkeköltséget, hitelkamatok növelő jegybanki kamatemelésről mint az inflációs várakozások letörését eredményező lépésről? Az MMT értelmezésében az emelkedő jegybanki kamat nem azzal mérsékli az inflációt, hogy a várakozásokat befolyásolja, hanem által, hogy gazdasági válságot okoz. Utóbbi következtében aztán tényleg visszaesik a fogyasztás, a foglalkoztatás, a beruházás és így ezek ára is. A Fed elnöke nem is rejti véka alá, hogy „fájdalomra” (Wallace, 2022) van szükség az infláció letöréséhez.

Mit mond ezzel szemben az MMT?

1. Az infláció – főleg a 2022–2023-as – nem keresleti eredetű, hanem kínálati okok miatt magas. Azaz az inflációt nem a túlkereslet okozza, hanem 2022-ben a megemelkedő energiaár, majd az ebből tovagyűrűző élelmiszerár-emelkedés 2023-ban, mindez kiegészülve az USA-ban a lakás- és irodabérleti díjak megugrásával. Hogyan juthatunk erre a megállapításra? Az amerikai aktivitási ráta az amerikai munkaügyi statisztikai hivatal (Bureau of Labor Statistics) adatai alapján újra növekvő pályán van azután, hogy a Covid átmenetileg eltántorította az amerikaiakat a munkakereséstől.
2. Nem a pénzmennyiség számít, hanem hogy mennyit akarnak ebből elkölteni a gazdasági szereplők. Ha megtakarítunk, akkor abból a pénzből nem lesz infláció. Ha viszont hitelbe, illetve hosszú fizetési határidőkkel vásárolhatunk, akkor abból pénz nélkül is infláció lesz.
3. A jegybank nem azért emel kamatot, mert ez letöri az inflációt, hanem azért, mert ezt várják tőle a pénzpiacok, amelyek nagyon idegesen reagálnának az árfolyamokat megrángatva, ha nem történne meg az emelés.
4. Nem a válságot eredményező jegybanki kamatemelés a leghatásosabb megoldás a pénzköltés szabályozására, hanem az államháztartás adóbevételi és kiadási elmeivel lehet leginkább szabályozni. Infláció esetén hagyni kell, hogy azok az adóbevételek emelkedjenek, amelyek viszonylag széles háztartási és vállalati csoportokat érintenek, mert ezeknek fogyasztása, beszerzése vagy beruházása érzékeny a jövedelmük, illetve a nyereségük változására. Például a növekvő fogyasztás mellett növekvő fogyasztási adóbevételek automatikusan elszívják a pénzt a költsézés elől. Az antiinflációs fiskális politika eszközeivel részletesen Czeczeli et al. (2023) tanulmányunk foglalkozik.

Az infláció kezelésének MMT-megközelítésű elemzésekor mindenekelőtt érdemes leszögezni, hogy Magyarország kis nyitott gazdaság, tehát nem tudja magát

függetleníteni a nemzetközi gazdasági folyamatok hatásaitól. Az előző megállapítások az amerikai gazdaság működésnek megfigyelésén alapulnak. Az olyan felzárkózó, kis, nyitott gazdaság, mint Magyarország jegybankja és fiskális kormányzata számára az amerikaiétól eltérő mozgásteret eredményeznek, a valutaárfolyamok, a hitelminősítők, az infláció mértéke és annak politikai következményei. Ennek egyenes következménye, hogy az elmélet alapvető összefüggéseinek egyes részletei csak megfelelő körülményekkel alkalmazhatók. (Razmi, 2022) Az MMT fontos alaptétele, hogy az uralkodó megközelítéssel ellentétben az inflációt általánosságban kínálat oldali problémának tekinti, vagyis az nem „mindig monetáris jelenség”, ahogy az a híres Milton Friedman idézetből következne. (Nersisyan – Wray, 2022) Az elmúlt évek inflációjában is elsődlegesen a kínálati oldali okok dominálnak, ideértve a vírus által okozott ellátási láncbéli problémákat, a just in time termelés hátrányainak megmutatkozását, vagy akár a kínai lezárások hatását, illetve az ukrajnai háborút. Mindezek alapján az infláció kezelésekor nem elkerülhető a kínálati oldal erősítése. Egy Magyarországhoz hasonló ország esetében ez magában foglalhatja az egyes nemzetgazdasági ágazatokban a hazai szereplők erősítését, fejlesztését, ami egyúttal a külföldtől való függőség csökkentését is elősegíti, különösen az olyan ágazatok esetén, ahol a hazai lehetőségek is jobban kiaknázzhatók lennének. Ez utóbbi szerepe a gyenge forint miatti magas importárinfláció kapcsán is megjelenik. A kínálati összefüggések ugyanakkor nem értelmezhetők önmagukban a keresleti tényezők nélkül. A keresleti összefüggések esetében vizsgálni kell az elmúlt időszak különféle kormányzati támogatásainak keresletet érintő hatásait. Az MMT szempontjából kérdés, hogy a sok ezer milliárdnyi többletjövedelem következtében a kereslet meghaladta-e a kínálati kapacitásokat. Az MMT elvei alapján a probléma nem a Covid mentőcsomagokból, illetve azok utóhatásaiból – ide értve az állami támogatások mindenféle formáját – származik, hanem abból, ha azok nem célzott formában jutottak el az egyes gazdasági szereplőkhöz.

Botos (2023) három fő állítása az volt, hogy (1) elszegényítette a magyar háztartásokat a mögöttünk hagyott két inflációs év az élelmiszerinfláción, a munkaerőpiac alakulásán és az árfolyamhatáson keresztül, (2) rontotta az államháztartási finanszírozhatóságát az infláció kezelése, (3) alapvető folyó fizetési mérleg problémával küzd a gazdaság, amelyen a válságévek sem javítottak. A továbbiakban az elszegényítő hatásnak és az államháztartás finanszírozhatóságának a számszerűsítésével és ellenőrzésével foglalkozunk. Nem pusztán az infláció jövedelmi és vagyoni hatásait mutatjuk be, hanem a háttérben folyamatosan ott van az a gondolat, hogy a magas infláció negatív hatásait az arra adott konvencionális (ortodox) monetáris válasz hozza elő a kamatemelések révén, míg a kedvezőtlen hatások tompítását a fiskális eredetű gazdaságpolitika végzi el a munkahelymegtartásán és a reálkereset hullámozó fenntartásán keresztül.

Elszegényítő és egyenlőtlenítő volt-e az infláció?

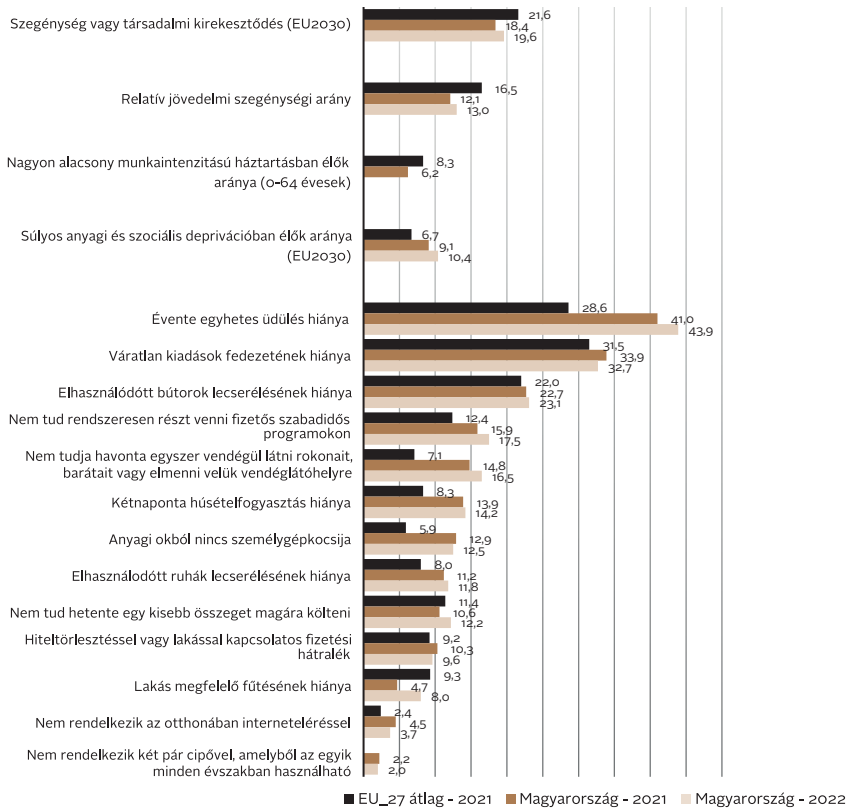
Az életkörülmények alakulásával kapcsolatban az elemzés megírásakor csupán a 2022-es referenciaévre vonatkozó magyar előzetes adatokat ismerjük. Az előzetes adatokból tudjuk, hogy 2022-ben az egy főre jutó reáljövedelem 2%-kal nőtt. 2022-ben nőtt az alsó és a felső ötöd jövedelme közötti távolság 4,3-szeresről 4,8-szeresre. Azaz nyílt az olló a háborús energiainfláció évében. Az Eurostat legutolsó, 2021-es adata szerint Magyarországon a legfelső és a legalsó kvintilis aránya a 8. legkisebb, jóval az uniós átlag alatti a jövedelemegyenlőtlenség hazánkban, és 2014 óta folyamatosan csökkent 2021-ig. A Covid alatt, 2021-ben még nem nőtt a hazai jövedelemegyenlőtlenség, szemben több európai országgal, de 2022-ben már elkezdődött, ugyanakkor az egyenlőtlenség mértéke még így sem érte el az uniós átlagot.

A szegénységet érdemes az unió által kidolgozott AROPE indikátorral vizsgálni.¹ A szegénység vagy társadalmi kirekesztődés kockázatával élők aránya 2022-ben 113 ezer fővel 19,6%-ra nőtt, megközelítve a 2019-es szintet, de egyelőre az uniós átlag alatt maradt.

A komplex mutató almutatói közül a nagyon alacsony munkaintenzitású háztartásban élők aránya nem nőtt, hanem csökkent. A másik két terület kis mértékben romlott (a relatív jövedelmi szegénységi arány, azaz a szegénységi küszöb alatt élők részaránya 0,9 százalékponttal a súlyos anyagi és szociális deprivációban élők aránya pedig 1,3-mal). A részletes adatokat az 1. ábra mutatja.

1 A családok életkörülményeinek alakulását részletesen a Szalai (2024) írásban elemeztük.

1. ábra: A szegénység vagy társadalmi kirekesztődés kockázatával élők aránya



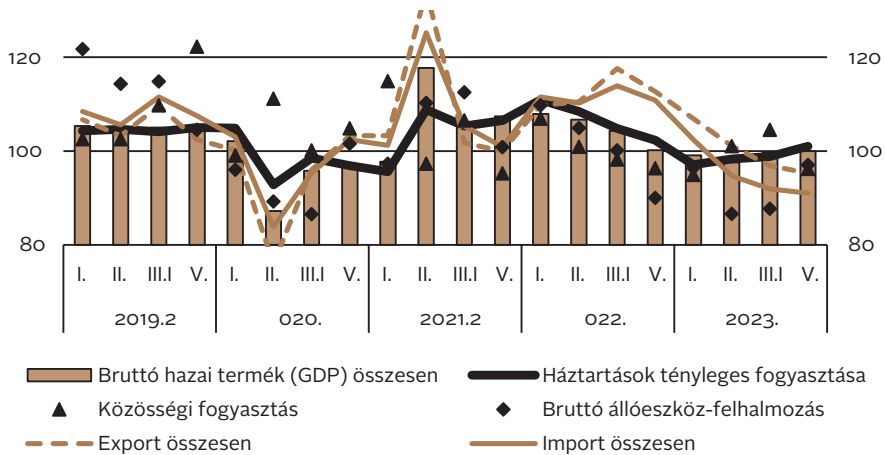
Forrás: Eurostat, KSH, saját szerkesztés

Megjegyzés: EU2030-cal jelöltük azt az indikátort, amelynek tartalma módosult az Európai Unió 2030 stratégiájában a korábbi 2020-as stratégiában használthoz viszonyítva, az ábrán az új tartalom szerinti értékek szerepelnek.

Összeségben, ha a keresetek alakulását is figyelembe vesszük, akkor a 2022-es év háztartási energia és élelmiszer ár emelkedése kismértékű elszegényítő és érzékelhető egyenlőtlenítő hatást gyakorolt eddig a magyar társadalomra. (Ezzel együtt továbbra is fenntartható maradt az EU átlagához képest kedvezőbb pozíció a szegénység vagy társadalmi kirekesztődés és az egyenlőtlenség terén.) A háztartások GDP-ből levezetett tényleges fogyasztásának negyedéves alakulása is az átmeneti elszegényedést erősíti meg a háztartások összességében a 2023-as évben (2. ábra), amit jól láthatóan a közösségi fogyasztás próbált ellensúlyozni megfelelően az MMT szerinti fiskális oldali inflációs válságkezelésnek. 2023-ban a kiskereskedelmi forgalom volumene csökkent, legnagyobb mértékben az üzemanyagok esetében, majd azt követte a nem élelmiszer jellegű termékek csoportja, s legkisebb visszaesést az élelmiszer és élelmiszer jellegű vegyes árucsoport mutatta. Mindez köszönhető a GVH piaci versenyt növelő intéz-

kedéseinek is, amely az élelmiszer ágazatra volt legnagyobb hatással (Rigó, 2023). Így az árucsoport 2022. decemberi Eurostat szerinti 47,9%-os éves harmonizált árindexe 2024. februárjára már -0,6%-ra csökkent. (Ez a csökkenés az unióban a második legalacsonyabb.)

2. ábra: GDP és összetevőinek volumenváltozása, negyedéves volumenindexei, 2015. évi átlagáron [előző év azonos időszaka = 100,0%]

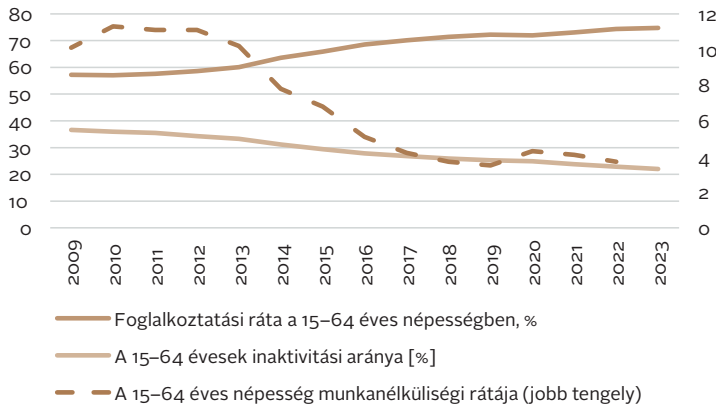


Forrás: KSH, saját szerkesztés

A reálkeresetek csökkenése csak átmeneti időinkonzisztencia volt?

A kormányzati kiadások akkor válnak célzottá, ha azok javítják a termelékenységet, fejlesztik az infrastruktúrát, és mindezeket keresztül bővíteni képesek az ellátási korlátokat (ld. Shirai, 2019). Mindaddig, amíg a gazdaság a teljes kapacitása alatt működik, addig indokolt lehet a kormányzati stimulusok különféle formáinak alkalmazása. A korlátot a kapacitáskorlátok elérése, a teljes foglalkoztatottság jelenti, hiszen az ezen túli ösztönzés már inflatorikus hatású. Fogyasztás szempontjából pedig kulcsfontosságú, hogy mely társadalmi rétegek kapják a forrásokat.

3. ábra: A foglalkoztatási, a munkanélküliségi és az inaktivitási ráta alakulása Magyarországon a 15–64 éves korcsoportban



Forrás: KSH, saját szerkesztés

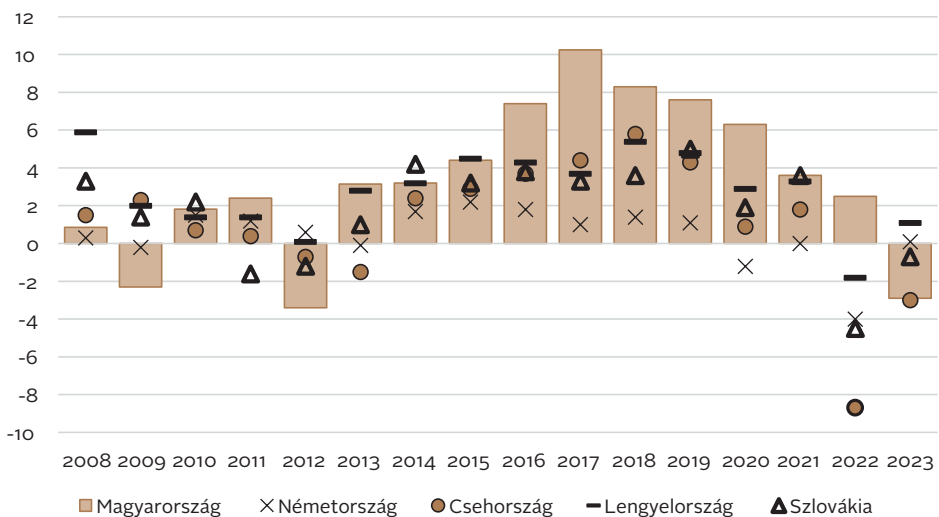
Magyarországon a munkaerőpiac az elmúlt években meglehetősen feszes volt. Bár a válság a munkaerőpiacot sem hagyta érintetlenül, a munkanélküliségi ráta ezekben az években is csak mérsékelten, 1 százalékpont alatti mértékben emelkedett (lásd 3. ábra). Ennek az volt az oka, hogy jóval több új munkahely jött létre, mint amennyi megszűnt. A későbbi években is várható a munkaerőpiac még feszebbé válása a teljes foglalkoztatottsághoz történő közeledés által, mely felvetheti az újabb inflációs folyamatok kibontakozásának lehetőségét. A kulcskérdés, hogy mennyire sikerül mindezt a kapacitások bővítésével párhuzamosan megvalósítani, ez pedig már elvezet az úgy nevezett magas nyomású gazdaság fogalmához. E megközelítés két fontos alappillére az erős foglalkoztatottság által teremtett stabil kereslet és a termelékenységnövekedést segítő lépések. A fő fókusz tehát a munkaerőpiacra helyeződik, a lényege pedig a magas gazdasági növekedés és nagyon alacsony munkanélküliségi ráták együttesével elért hosszú távú gazdasági előnyökön alapul. Az inflációs nyomás elkerülését a termelékenység növekedése, illetve a kapacitások bővítése adja. (MNB 2016:16–17.) Itt szintén lényeges, hogy a beruházások (lásd autóipari beruházások és akkumulátorgyárak) növelik a gazdaság teljesítőképességét, és egyúttal a munkahelyteremtő képességük által mérsékelik a túlfűtöttség veszélye jelentette inflációs következményeket. Mindezek a reál GDP-t fenntartó és a háztartási jövedelmeket megtartó intézkedések tompították az inflációra adott monetáris megszorítás okozta recessziót, ami megfelel az MMT fiskális és reáljövedelmi lépéseket preferáló olvasatának.

A KSH a munkanélküliségi statisztikáiban nyilvánosságra hozza éves és negyedéves szinten is az utolsó munkahely megszűnésének okát, amelyből látható, hogy a 2023-as munkanélküliség növekedést a fluktuáció megnövekedése okozta. (KSH Stadat 20.1.1.22. éves és 20.2.1.9. évközi adatai) Többen mondtak fel és kerestek új munkahelyet maguknak a magasabb kereset reményében, mint korábban. A munkahelyváltogatás idején többen rövid időre munkanélküli állományba kerültek, de

onnan nem estek ki az inaktívak közé ebben az időszakban sem, hanem találtak maguknak új munkahelyet.

Magyarországon egy évtizeden át folyamatos volt a reálkereset növekedés, azaz a bruttó és nettó átlagkereset, illetve a mediánkereset is nagyobb mértékben növekedett, mint az infláció éves szinten. Mindebből az következik, hogy a vásárlóerő is jelentősen nőtt, vele együtt pedig a lakossági fogyasztások és a megtakarítások is. Hazánkban az első reálkereset csökkenést mutató év a 2023 volt, míg a többi V4 országban már 2022-ben jelentős romlás történt, Németországban pedig a Covid 2020-as kitörése óta 2023 volt az első év, amikor 0,1%-os reálkereset javulásról számolhattak be, a kereseteik reálértéke visszaesett a 2015-ös szintre (4. ábra). Magyarországon 2022 szeptembere és 2023 augusztusa között 12 hónapon át volt reálkereset csökkenés, ami rövidebb időtartamú, mint az uniós legtöbb országában volt. Magyarországon éves alapon 2023-ban nagyjából valamivel több, mint a 2022-es növekmény veszett el. 2024-re már az MNB márciusi inflációs jelentése is kétszámjegyű (10-11%-os) bruttó átlagkeresetemelkedést prognosztizált (MNB 2024), amely újra növekvő pályára helyezi a reálkereseteket, 5,7-6,5%-os éves átlagos javulással számol reálértelemben.

4. ábra: Reálkeresetek változása, % az előző év = 100 %



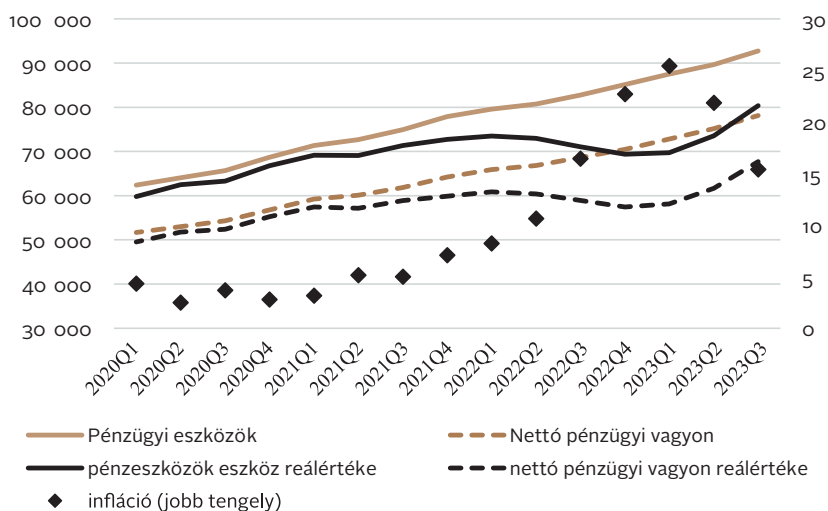
Forrás: országos statisztikai hivatalok, saját szerkesztés

Mi történt a háztartások megtakarításával és vagyonával?

A háztartások pénzügyi megtakarítása esetében a nominális pénzügyi állományt korigáltuk az adott negyedév háromhavi inflációs átlagával, hogy reálértéken vizsgálhassuk a pénz értékvesztésének hatását. Az 5. ábra alapján az figyelhető meg, hogy a

lineáris trend szerint növekvő nominális pénzügyi eszközök és nominális nettó pénzügyi vagyon felhalmozási üteme koránt sem volt elegendő ahhoz, hogy megőrizze a pénzeszközökben tartott vagyon értékét. A nominális és a reálérték trendje közötti elválás már 2021 elejétől megfigyelhető, ahogy emelkedik az infláció, de igazán eltávolodni a két értéket egymástól a háborút követő energia-, majd az élelmiszerinfláció időszakában látjuk. Vagyis a háztartások pénzügyi megtakarításai szempontjából az áremelkedés tartós értékvesztést okozott, mivel az ismert időszakokban a nominális megtakarítások nem tudtak az inflációt ellentételező módon exponenciális gyorsasággal nőni. Ez utóbbi a recesszió keresetekre és jövedelmekre gyakorolt negatív hatásának is köszönhető.

5. ábra: A háztartások pénzügyi eszközei és nettó pénzügyi vagyona nominálisan és reálértéken (negyedév háromhavi évesített inflációs átlagával korrigálva), 2020Q1–2023Q3, negyedéves, állomány, időszak végi, mrd Ft.



Forrás: MNB, KSH, saját számítás

A magyar háztartások legjelentősebb vagyontárgya jellemzően a lakóingatlan (MNB 2023:25), amely értékben még a pénzügyi megtakarításokat is felül múlja. A vagyonhatást akkor is érdemes vizsgálnunk, ha a háztartások egy meghatározó részénél ez passzív vagyontárgy. Az ingatlant a többség nem adja el, és bérbe sem adja, így nem származik belőle jövedelme, valamint pénzügyi fedezetként sem használja. A KSH (2023) alapján már az értékesített lakásmennyiség zuhanása is sejteti a vagyonértékre gyakorolt recessziós hatást és az infláció okozta kockázatok és kiszorítás miatti ingatlantranzakciókban tapasztalható halasztást. 2022-ben 14%-kal, 2023 első három negyedévében további 31%-kal esett vissza az eladások száma. (Igaz, ebből főleg a vállalkozói vagyont képviselő új lakások értékesítése esett nagyot.) A már háztartási magántulajdont képező használt lakások ára először 2022 negyedik negyedévében

csökkent országosan jelentősebb mértékben, de ez 2023 első negyedében visszaemelkedett, és a következő két negyedében stagnált. Nominálisan tehát lényegében nem érte veszteség a lakástulajdonosokat. Ugyanakkor a KSH által számított lakáspiaci árindex reálértéke 2022 második negyedétől kezdve folyamatos reálértékvesztést mutat nagyságrendileg 15%-os mértékben. Az energiaárak emelkedése mind a lakosságot, mind pedig a vállalkozásokat a későbbre tervezett, energiafogyasztást csökkentő beruházásaik előre hozatalára készítette. Jelentősen megnövekedett a napelemtelepítések száma és részaránya az energiatermelésben a MAVIR adatbázisa² alapján. Fűtési rendszerek megújítása, szigetelések, nyílászárók cseréje és technológiai korszerűsítések nagyobb mértékben zajlottak a kkv-k körében is, mint korábban bármikor. Ez felszívta a háztartások megtakarítható és korábban megtakarított jövedelmének jelentős részét, amely az inflációs válság időszakában nem volt érvényesíthető a lakásárakban, illetve, a korszerűsítés okozta esetleges értéknövekedés nem jelenik meg az árindexben.

A pénzügyi eszközök és az ingatlanvagyon reálértékének alakulása alapján megállapítható, hogy a lakosság jelentős és tartós értékvesztést szenvedett el a 2022-es és 2023-as évek magas inflációja miatt. A pénzügyi vagyon esetén, mivel nem számíthatunk a nominális trend átváltására lineárisból exponenciálissá³, a megemelkedett árak tartóssá válása mellett egyértelmű reálértékvesztést kell megállapítanunk, még akkor is, ha a fogyasztói árak nem növekednének tovább. Az ingatlanvagyon esetében lehetnek olyan hatások, amelyek akár áremelkedést is eredményezhetnek középtávon (lakáshitelek kamatcsökkenése, új lakásépítések csökkenése és így a kínálat szűkülése, konjunktúra), ami évekkal később helyreállíthatja a lakossági ingatlanvagyon reálértékét. Egyelőre azonban az ingatlantulajdon esetében is a reálértékvesztés az egyetlen biztosan megállapítható hatás aggregált szinten.

Fenntarthatatlanabb lett-e az államháztartás?

Az MMT nem tart a költségvetési deficit felhalmozódásától, és az adósságfenntarthatóságot sem tartja fenyegető veszélynek. Ennek oka, ahogy azt Wray (2011) kifejti, hogy ha a szektorális egyenlegekre tekintünk, akkor aggregált szinten a teljes költségek egyenlő a teljes jövedelemmel, ha a gazdaságot a kormányzati és nem kormányzati szektorokra bontjuk fel. Ha a két szektor jövedelménél valamelyike többet költ, akkor a másik szektornak szükségszerűen kevesebbet kell költenie a jövedelménél. Ha a kormányzat többet költ, mint az adóbevétele, akkor az azt jelenti, hogy a nem kormányzati szektor nettó megtakarító. Tehát az MMT azt mondja, hogy a költségvetés egyenlege nem jelent korlátot, főleg azért, mert az ország önálló valutával rendelkezik, így hazai valutában bármikor képes lehet fedezni a finanszírozási szükségleteit.

2 <https://www.mavir.hu/web/mavir/aktualis-ver-adatok>

3 Erre okot ad a megtakarítási határhajlam modelljének időbeli viszonylagos stabilitása, illetve a várható növekedési években a polikrízisben elhalasztott fogyasztás várható felfutása.

Mindig adott tehát a lehetősége a pénzteremtésnek, ami biztosítja a hiánykiadások finanszírozását. (Driessen – Gravelle, 2019) Nyitott gazdaság esetében, ahol a harmadik pénzköltő fél a külföld, vannak korlátai az elméletnek abból a szempontból, hogy hazai szinten uralható-e a pénzkínálat.

A Covid-járvány időszakát követően átmenetileg elterjedt gazdaságpolitikai gondolkodásmód, ami sokkal megengedőbb volt a magas adósság- és deficitcsintekkel szemben önmagában még nem jelenti az MMT alkalmazását. Ahhoz a kormányzati kiadásoknak célzottan kell megvalósulniuk. Az irányzat képviselői szerint ugyanis a valódi korlátot az adóbevételek helyett a reálerőforrások (kínálat oldali kapacitások) jelentik.

Az Eurostat adatai alapján a magyar költségvetési hiány 2020-ban -7,6%, a következő években pedig rendre -7,2 és -6,2% mértéket tettek ki, ami gazdasági értelemben vett békeidőben elfogadhatatlanul magas lenne akár az EU maastrichti kritériuma, akár a magyar államháztartásban is létező európai fiskális szabályok alapján. (Benczes, 2011; Benczes és Váradi, 2011) Magyarországon ezermilliárd forintos nagyságrendben költekezett az államháztartás a polikrízis évei alatt.⁴ Vajon mindez lerombolta-e a fiskális fenntarthatóságot?

Botos (2023) a költségvetés nyers számaiból próbálta megmutatni, hogy az infláció (és azt megelőzően a nagy lezárás) fiskális kezelése mekkora teher. Valójában a fiskális makroökonómia ennél dinamikusabb és a változó gazdasági körülményekhez jobban igazítva is képes mérni azt, hogy kedvezőtlen irányú elmozdulás történt-e az államháztartásban. A valós kép a fiskális fenntarthatóság fogalomkörében meghatározott összefüggésrendszerrel keretезve kapható meg. Elemzésünk legfőbb üzenete, hogy válságok ide vagy oda, a reálkamat tartósan negatív tartományban maradt a 2023 végéig, ami az államadósság fenntarthatóságát erősítette akár nőtt az államadósság, akár csökkent a hazai kibocsájtás.

A költségvetési korlátokról, a nemteljesítési kockázatról, a fiskális sebezhetőségről és az adósságfenntarthatósági indexekről jól kidolgozott és széleskörű irodalom

4 A jövedelemnövelő intézkedések között említhetők meg a Covid válságot követő években a 13. havi nyugdíjhoz kapcsolódó kifizetések, az szja visszatérítések, a 25 év alattiak részleges adómentessége, a különböző általános és ágazati béremelések, illetve 2022-ben a fegyverpénz, vagyis a honvédelmi és a rendvédelmi hivatásos állomány hathavi illetménynek megfelelő egyszeri szolgálati juttatása. 2022-ben közel 1700 milliárd forintot tett ki a lakossági nettó jövedelmeket növelő intézkedések együttes hatása. (MNB, 2022) 2023-tól az szja mentesség a 30 év alatti gyermeket vállaló anyákra is kiterjesztésre került, tovább növelve ezzel a családok támogatására fordított összegeket. Megemlítenéd továbbá az első házások és a négygyermekesek kedvezménye is. A nyugdíjasok esetében pedig a későbbiekben is biztosított volt az inflációkövető nyugdíjemelés, illetve a 13. havi nyugdíj. Hasonlóan, a rezsivédelem is hangsúlyos szerepet tudhat magáénak. Ezek összesen több ezermilliárd forintnyi többletjövedelmet generáltak a családoknál az elmúlt években. Európai Unióss összevetésben elmondható, hogy az Eurostat adatai alapján hazánk csökkentette a béreket terhelő adókat a legnagyobb mértékben az elmúlt évtizedben. 2016 óta a munkál-tatói adót 28,5%-ról 13%-ra mérsékeltek.

áll rendelkezésre. Ezen alapul a költségvetési fenntarthatóság Blanchard-féle indexe⁵, az elsődleges rés-mutatója, amely számítható az elsődleges egyenleg és a strukturális egyenleg adatainak felhasználásával is. (Benczes – Kutasi, 2010:67) Az eladósodás miatt egyre inkább kockázatosabbá válnak az adósságot megtestesítő államkötvények visszavásárlási illetve kamatfizetési szempontból. Így a költségvetési politika fenntarthatósága elsősorban a reálkamat és a gazdasági növekedés függvénye. A fenntarthatatlan költségvetési politika azért kockázatos a nemzetgazdaságra nézve, mert minél jelentősebb a költségvetési hiány és minél magasabb a tartós államadósság mértéke, annál rugalmatlanabbá válik a költségvetés a világgazdasági sokkhatások kivédésére.

A negatív reálkamat önmagában csökkenti az államadósságot, illetve javítja a fenntarthatósági mutatót. Igaz, ha ezzel párhuzamosan a GDP csökken, akkor az tompítja ezt a hatást, míg a mindeközben nagyobb éves deficit szintén felerősíti az adósságnövelő hatást. Magyarországon esetében 2019-től a reálkamat folyamatosan negatív volt 2023 végéig, ami köszönhető annak is, hogy a jegybank nem érezte szükségét olyan magasra emelni a pénzpiaci kamatokat, mint amekkora az infláció volt, így az államkötvényhozamok sem érték el az inflációt, legalábbis az ECB maastrichti kamatkritériumnak megfelelő államkötvénykamatokkal számolva. (A képet árnyalja, hogy az Államadósságkezelő Központ adata szerint az adósság 20%-át kitevő lakossági állampapírok esetében magasabb a kamat, ezen belül a hosszú távú PMÁP esetében éves inflációt meghaladó mértékű, ugyanakkor a lakosságnak jövedelmet juttató fiskális lépés, amely beleillik az MMT antiinflációs értelmézésébe.) A 6. és 7. ábrák szemléltetik egyrészt, hogy a reálkamat negativitása erősen determinálta a fenntarthatósági mutatót, kivéve 2020-ban, ahol a jelentős GDP visszaesés már nem engedte érvényesülni a negatív reálkamat fenntarthatóságra kedvező hatását. Másrészt a Blanchard-féle fenntarthatósági mutatók is megerősítik mindezt, hiszen 2017 és 2024 között a 2020-as évet leszámítva végig a fenntartható sávban jelzett az indikátor, bármelyik államháztartási egyenleggel is számolunk. Így tehát nem állja meg a helyét az az aggodalom, hogy a válság évei veszélybe sodorták az államháztartás hosszútávú finanszírozhatóságát. Az a következő évek kihívása, feltéve, hogy visszatér a gazdaság növekedési pályára, akkor mennyire képes a növekedés erősíteni

5 A Blanchard-féle elsődleges rés hiánymutató a Buitert (1985) által meghatározott fenntarthatósági mutatójában gyökerezik, amelyet az állandó (strukturális) hiány és a jelenlegi elsődleges hiány különbségeként vontak le, és az államháztartás nettó GDP-hez viszonyított nagyságához mérték. Az elsődleges rés mutató az államháztartás nagyságát az államadósságra cserélte.

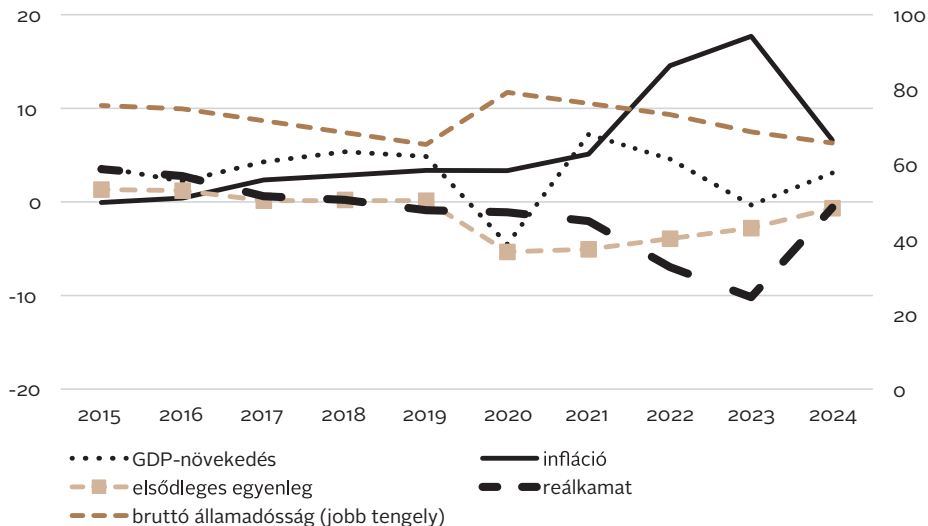
Blanchard (1990) elsődleges rés mutatója:

$$\hat{d} - d_t = (n_t - r_t) * b_t - d_t$$

ahol \hat{d} az állandó hiány, d_t az aktuális hiány. Ha a jelenlegi hiány meghaladja a tartós hiányt ($\hat{d} < d_t$), akkor az államháztartás nem fenntartható, és a jelenlegi hiány szintje destabilizálja a fiskális politikát. Jelen elemzés a fenti mintára használ elsődleges rést és strukturális rést aszerint, hogy az egyenleg esetében rendre az elsődleges egyenleget vagy a strukturális egyenleget helyettesíti be.

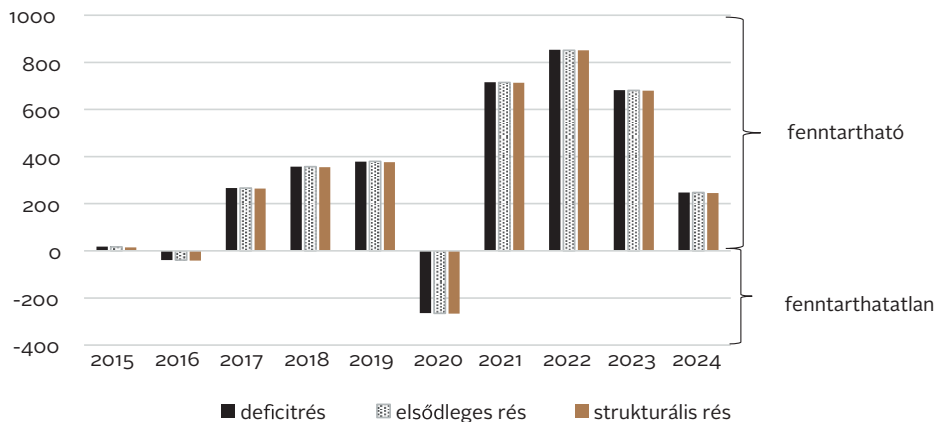
az államadósság fenntarthatóságát és milyen mozgástere marad a jegybank kamatpolitikájának a reálkamat alakítására alacsony infláció mellett, ha mindeközben a pénzpiac elvárásainak is meg akar felelni a forint árfolyamának védelmében – ahogy az az elsődleges kamatdöntési motivációja az MMT szerint.

6. ábra: A fiskális fenntarthatóságot meghatározó változók alakulása Magyarországon, 2015–2024, %



Forrás: IMF WEO, Eurostat

7. ábra: Fiskális fenntarthatóság Blanchard-féle mutatója általános, elsődleges és strukturális egyenleggel számítva

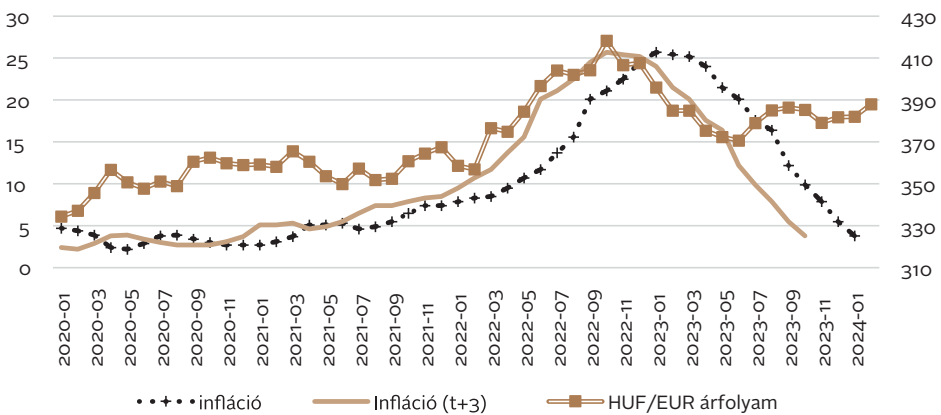


Forrás: saját számítás

Számít-e az euró hiánya?

Balatoni–Soós (2023) tanulmányukban megfogalmazzák, hogy az árfolyamgyengülés a korábbiakhoz képest gyorsabban gyűrűzött be az árakba, melynek okai között az általánosan magasabb világgazdasági költségkörnyezet, valamint a megváltozott árazási viselkedés sorolható fel. Kutatásuk alapján az 1%-kal leértékeltebb árfolyam 0,25–0,35%-kal járul hozzá egy év alatt a magasabb fogyasztói árakhoz, míg korábban ez az érték 0,1–0,2% körül volt. A hatásról összességében elmondható, hogy nemcsak megduplázódott, hanem kétszer gyorsabb is lett.

8. ábra: Az árfolyamleértékelődés és az infláció alakulása 2020 és 2024 között.



Forrás: Eurostat, KSH

A 8. ábra szemlélteti, hogy a forintgyengülés és az inflációs mutatószám hasonló pályát írt le a Covid válságot követő időszakban. Az ábrán szerepel a t+3-as inflációs mutatószám, mely három hónapos késleltetést mutat. Ez alapján az látható, hogy az árfolyam trendjét nagyjából három havi késleltetéssel követte le az infláció. Míg azonban 2023 közepétől az infláció tovább csökkent, a forint árfolyamának erősödése megállt, és további fluktuációk voltak megfigyelhetők.

Fiskális szempontból a fenti reálkamat-hatást figyelembe véve az a kérdés, hogy mekkora lett volna a negatív reálkamat a magyar gazdaság esetében, ha már bevezetésre került volna az euró. Ha a Balatoni és Soós (2023) megállapításából indulunk ki, amely szerint „1 százalékkal leértékeltebb árfolyam 0,25–0,35 százalékkal emeli meg a fogyasztói árakat egy év alatt”, akkor a háború kitörését megelőző napon, 2022. február 23-án 356,55 Ft/euró MNB középárfolyam 2022. december 30-ig 400,25 Ft/euróig gyengült, ami 12,26%-os leértékelődésnek felel meg, míg ha 2023. december 29-i árfolyamot veszünk figyelembe (382,78 Ft/euró), akkor a háború előestéjéhez képest ez 7,36%-os relatív forintérték-csökkenés. Az inflációs többletre nézve ez tehát azt jelenti, hogy 2022-ban az árfolyamgyengülés miatt 3 és 4,3 százalékpont közötti

értékkel volt magasabb a magyar infláció csupán az euró hiánya miatt, míg 2023-ban 1,8 és 2,6 százalékponttal (minden más tényező változatlansága mellett). Ezen időszak alatt az államkötvények nominális kamatok különbsége, ha az Eurostat ún. maastrichti kamattértékét tekintjük, – az eurózónában 2022-ben 1,87%, 2023-ban 3,14%, míg Magyarországon 7,57% és 7,51% volt. Vagyis a sztenderd államkötvény-kamatkülönbség 2022-ben 5,7 százalékpont, 2023-ban 4,37 százalékpont volt, amely jelentősen meghaladja az euró hiányából következő árfolyamkülönbséget. (2022-ben $1,87 < 5,7$; 2023-ban $2,6 < 4,37$)

Az inflációra adott nagyobb léptékű jegybanki kamatemelés és az ennek következtében növekvő piaci kamatköltségek mind a lakossági és vállalati hitelek, mind az államháztartás szempontjából kereslet- és beruházásvisszatartó erővel bírtak. Az euró hiánya miatti nagyobb árfolyam- és inflációs kockázat miatt nagyobb léptékű jegybanki megszorítás következett be, mint az eurózónában. Az Európai Központi Bank nem foglalkozott a kiugróan magas inflációjú kis euró-tagországok inflációjának letörésével (amiért az EKB meg is kapta a populista jelzót (Drea, 2021)), ami az irányadó kamaton keresztül viszont kedvező lett volna a magyar fogyasztás és beruházás fenntartása, valamint az államadósság finanszírozása szempontjából.

Következtetések és tanulságok

Amíg a nagy lezárás 2020-as és 2021-es időszaka alatt a szabályozás és a félelmek által okozott mobilitás- és keresletvisszaszorítás árstabilitást okozott, addig a háború, a szankciók és egyéb ellátási láncbéli problémák okozta kínálatvisszafogás tipikus költséginflációs helyzetet hozott létre. Első hullámban 2022-ben energiaárrobbanással jelentkezett, majd 2022 és 2023 fordulóján átalakult élelmiszerinflációvá. Az inflációs sokkot az addig a nem konvencionális jegybanki eszközökben lubickoló amerikai, európai központi bankok, így a magyar jegybank is éles visszaváltással ortodox monetáris megszorítással kezelte, amely – az MMT olvasatában nem meglepő módon – gazdasági és jóléti válságot eredményezett 2022-ben és 2023 elején, elérve az áremelkedés lelassulását, egyes élelmiszercsoportok esetében még az árak lefelé korrigálását is.

A magyar gazdaságpolitika fiskális-monetáris 2021-ig tartó összhangja megszűnt a kétszámjegyű inflációval. A jegybank konvencionális megoldásokat követett, míg a fiskális, szabályozói és piacellenőrzői aktivizmus részben az MMT-nek megfelelő módon szintén elkezdte kezelni az inflációs sokk hatását. A jegybanki politika a magas kamatokkal reagált az áremelkedésre és egy év múlva le is lassult az áremelkedés, de ezzel párhuzamosan az antiinflációs kamatpolitika a keresletet, a jóléti szintet és a fiskális politika finanszírozási képességét is rontotta. Miután az államháztartás már megfinanszírozott két évnyi munkahely- és jövedelemfenntartást a lezárás időszakában, majd megemelkedő kamatokkal kellett tovább finanszíroznia a magas deficitet (ráadásul még az uniós forrásokat is visszatartották Magyarországon esetében), így már nem volt képes újabb két évnyi inflációs válság reáljövedelem-kiesését azonnal, szinten tartó módon ellentételezni.

Az elszegényedés kérdésben kimutatható, hogy a Magyarországon a háztartások átmeneti jóléti veszteséget mindenképp elszenvedtek. Ez a kedvezőtlen törés kimutatható a szegénységi mutatók romlásában, a háztartások fogyasztásának mérséklődésében, a reálkeresetek alakulásában és a vagyon reálértékvesztésében is. Habár jelen ismereteink szerint 2023 végére, 2024 elejére a fenti mutatók alakulásában fordulat állt be, ez részben a bázishatásnak is köszönhető. A tartósan megemelkedett árszínvonalhoz a reálbérek felzárkózása 2024 első felében még tartott, a vagyonfelhalmozás terén pedig feltételezhető, hogy tartósabb (több éves) eltolódás épült be a felhalmozási pályába a pénzügyi hozamok és az ingatlanok jövőbeni értékének alakulása függvényében. A monetáris szigorítás ráadásul hozzájárulhatott a növekvő egyenlőtlenségekhez is. Akinek volt hosszútávú megtakarítása, annak a PMÁP-on keresztül lehetősége volt megőrizni a pénzügyi vagyona és megtakarítása reálértékét, míg akinek nem volt, az csak a magas árakkal és a vásárlóerejének romlásával találkozott ebben az időszakban.

Az európai országok között ez az elszegényítő hatás rövidebb ideig tartott és a reálkereset százalékos visszaesése sem a kiugró szintek között volt. Ez a monetáris szigor ellenére bekövetkezett fiskális aktivizmusnak és a beruházásösztönzésnek köszönhető, de még inkább a foglalkoztatást fókuszban tartó munkaalapú társadalom koncepciónak, amely lehetővé tette a háztartások széles körének, hogy jövedelmbiztonságuk megőrizhető legyen a válság ideje alatt. Így a fiskális – a foglalkoztatási – és a beruházási politika tompította a jóléti veszteséget.

A fiskális fenntarthatóság esetében, szemben Botos Katalinnal, nem látjuk kedvezőtlennek a folyamatokat, mert éppen a negatív reálkamatok miatt fenntartható maradt, ami persze válságparadoxonnak tűnhet. Viszont a negatív reálkamatokból következő fenntarthatósági hatás a kis, nyitott, euró nélküli és ezért kockázatos besorolású gazdasági pozíció miatt kevésbé érvényesülhetett. A 2010-es növekedési időszakban és talán a lezárások során is előnyös volt az eurózónán kívül maradni, de mindez visszájára fordult az inflációs válság időszakában. Igaz ugyan, hogy az ECB is megemelte az irányadó kamatot, de nem törődött a kisebb keleti tagállamok kétszámjegyű inflációjával, így azokban lehetőség volt létrehozni az MMT által javasolt válságkezelési megoldást, ami az inflációtól jelentősen elmaradó jegybanki kamatok mellett viszonylag olcsóbb deficitfinanszírozással kezeli a magas inflációt, lehetővé téve az inflációs válság és annak jóléti veszteségének elkerülését kisebb költségvetési erőfeszítéssel. Ha Magyarország ebben az időszakban eurózáon tag lett volna, akkor hatékonyabban alkalmazhatta volna az MMT antiinflációs modelljét. Az árfolyamkockázat, mint a piacok büntető reakciója a túl alacsony kamatok miatt nem kényszerítette volna a gazdaságpolitikát válságokozó monetáris megszorításba. ■

Hivatkozások

1. Balatoni, A., & Soós, G. (2023). *Változó világ, változó hatások – Az árfolyam makrogazdasági hatásai*. MNB. Forrás: <https://www.mnb.hu/letoltes/balatoni-andras-soos-gabor-daniel-valtozo-vilag-valtozo-hatasok-az-arfolyam-makrogazdasagi-hatasai.pdf>
2. Benczes I., Kutasi G. (2010). *Költségvetési pénzügyek*. Budapest: Akadémiai Kiadó.
3. Benczes István és Váradi Szilvia (2011). Arany szabály helyett adósságfék: A német példa. *KÖZ-GAZDASÁG*, 6: 2 91-104.
4. Benczes István. (2011). Nemzeti szintű fiskális szabályok használata az Európai Unióban. *KÜLGAZDASÁG*, 55: 3-4 55-75.
5. Blanchard, O. (1990). Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators. *OECD Department of Economics and Statistics*, Working Paper. No. 79, Paris.
6. Botos, Katalin (2023). Infláció és pénzügyeink. *PÉNZÜGYI SZEMLE/PUBLIC FINANCE QUARTERLY* (1963-), 69 (4). pp. 84-94.
7. Buiter, W. H. (1985). A Guide to Public Sector Debt and Deficits. *Economic Policy*, Vol. 1(1), pp. 13-79.
8. Drea, E. (2021). Europe's Monetary Policy Will Lead to a Populist Surge. Wilfried Martens Centre for European Studies <https://www.martenscentre.eu/blog/europes-monetary-policy-will-lead-to-a-populist-surge/>
9. Driessen, G., & Gravelle, J. (2019). *Deficit Financing, the Debt, and „Modern Monetary Theory”*. Congressional Research Service. Forrás: <https://sgp.fas.org/crs/misc/R45976.pdf>
10. Kelton, S. (2020). *The Deficit Myth*. John Murray.
11. Krekó, J., Balogh, C., Lehmann, K., Mátrai, R., Pulai, G., & Vonnák, B. (2012). *Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei* (MNB-TaNuLMáNyok 100.. kötet). Budapest: Magyar Nemzeti Bank.
12. KSH (2023) Lakáspiacei **árak**, lakásárindex, 2023. III. negyedév <https://www.ksh.hu/s/kiadvanyok/lakaspiaci-arak-lakasarindex-2023-iii-negyedev/index.html>
13. MNB. (2024). *Inflációs jelentés*. 2024. március, Budapest: Magyar Nemzeti Bank. Forrás: <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes/2024-03-28-inflacios-jelentes-2024-marcius>
14. MNB. (2023). *A háztartások pénzügyi adatai*. Budapest: Magyar Nemzeti Bank. Forrás: https://statistika.mnb.hu/sw/static/file/A_haztartasok_penzugyi_adatai_2023_HUN.pdf
15. MNB. (2022). *Költségvetési jelentés*. Budapest: Magyar Nemzeti Bank.
16. MNB. (2016). *Növekedési jelentés*. Budapest: Magyar Nemzeti Bank. Forrás: www.mnb.hu/letoltes/novekedesi-jelentes-2016-hu.PDF
17. Nersisyan, & Wray. (2022). *Is It Time for Rate Hikes?: The Fed Cannot Engineer a Soft Landing but Risks Stagflation by Trying*. Public Policy Brief No. 157.
18. Papdimitriou, & Wray. (2021). *Still Flying Blind after All These Years: The Federal Reserve's Continuing Experiments with Unobservables*. Public Policy Brief No. 156.

19. Razmi, A. (2022). *MMT and policy assignment in an open economy context: Simplicity is useful, oversimplification not so much*. *Metroeconomica* Volume74, Issue2. doi: <https://doi.org/10.1111/meca.12415>
20. Rigó Cs. (2023). *A Gazdasági Versenyhivatal inflációellenes munkájának bemutatása*. *Polgári Szemle* 19. évf. 4-6 szám 2023. pp 82-118 DOI: 10.24307/psz.2023.1207 <https://polgariszemle.hu/aktualis-szam/221-allamgazdasag-kozvagyon-gazdalkodas/1298-a-gazdasagi-versenyhivatal-inflacioellenes-munkajanak-bemutatasa>
21. Shirai, S. (2019). *Modern money theory and its implementation and challenges: The case of Japan*. VoxEU CEPR. Forrás: <https://cepr.org/voxeu/columns/modern-money-theory-and-its-implementation-and-challenges-case-japan>
22. Smit, S., Jánoskúti, L., Havas, A., Puskás, P., & Békés, M. (2020). *Repülőrajt. A magyar gazdaság növekedési pályája 2030-ig*. McKinsey & Company.
23. Szalai, P. (2024). *A családok életkörülményei munkaalapú megközelítésben*. Századvég R riport 2024, Budapest
24. Wallace, A. (2022). *Fed Chair Jerome Powell says 'some pain' is on the horizon. Here's what that means*. CNN Business. Forrás: <https://edition.cnn.com/2022/08/30/economy/fed-jerome-powell-pain-economy/index.html>
25. Wray, L. (2011). *Government Deficits Translate Into Surpluses For The Non-Government Sector*. Credit Writedowns. Forrás: <https://creditwritedowns.com/2011/02/government-deficits-and-the-financial-sectors-balances.html>

