

IDŐUTAZÁS AZ ADÓSSÁGFINANSZÍROZÁS KÖRÜL¹

*Bihari Péter*²

Nem tartoztam Werner legszűkebb baráti köréhez. A rajkos szakkolégiumi időkből (a 70-es évek közepéről) eredő ismeretségünk az elmúlt évtizedek során időnkénti informális beszélgetésekben folytatódott. Ezek hol megszakadtak, hol újraindultak, volt, hogy nagyon egyetértettünk, volt, hogy komolyan vitatkoztunk. Megtiszteltetésnek tartottam, hogy egy-egy kihagyás után többször is Werner keresett meg engem. Legutolsó beszélgetéseink 2020 tavaszán zajlottak. Wernerrel arról gondolkodtunk akkor, hogy milyen lehetséges gazdaságpolitikai válaszok adhatók a nyilvánvalóan bekövetkező gazdasági visszaesésre. Ebben az írásban ezeket a két évvel ezelőtti beszélgetéseket idézem fel. Két év alatt sok minden megváltozott, sok mindent jobban látunk. Ami akkor, az akkori információk, tényhelyzet alapján észszerűnek tűnt, az a mai körülmények között kártékony hatású lehet. Ezért arra kérem a kedves olvasót, hogy úgy tekintse az alábbi sorokat, mintha 2020 tavaszán lennénk, és azon információk fényében alkosson véleményt a továbbiakról, amelyek akkor ténylegesen elérhetőek voltak.

Beszélgetésünk időkörnyezetének néhány nevezetesebb pontja:

- 2020. március 4. Az első regisztrált Covid-19-eset Magyarországon
- 2020. március 11. A vészhelyzet kihirdetése, különleges jogrend bevezetése
- 2020. március 16. Iskolák bezárása, boltok, vendéglátóhelyek nyitvatartási idejének korlátozása
- 2020. március 27. Kijárási korlátozások életbe léptetése
- 2020. április 7. A kormány átfogó válságkezelő akciótervének bejelentése
- 2020. április 10. A „tizenötök” nyilatkozata a kormány akciótervéről

A „tizenötök” nyilatkozatának készítése során sok kérdésben teljes volt a nézetazonosság, bizonyos kérdésekben viszont nem volt konszenzus. Nyilvánvaló volt mindenki számára, hogy drámai mértékű gazdasági visszaesést okoz az egyidejűleg jelentkező keresleti és kínálati sokk. Boltok bezártak, kamionok elakadtak a

1 Az írás a Rajk László Szakkollégiumban 2021. szeptember 30-án rendezett Riecke Werner-emlék-konferencián elhangzott előadás szerkesztett változata.

2 *Bihari Péter*, a Budapesti Gazdasági Egyetem oktatója. E-mail: biharip@t-online.hu.

határokon, munkahelyek szűntek meg, stb., stb. 5 vagy 10 százalékos mértékű lesz a 2020. évi visszaesés – erről elméltünk. Abban is egyetértés volt közöttünk, hogy a válság miatt kieső sja, áfa, társasági adóbevételek miatt a költségvetési deficit a tervezett lényeges mértékben meghaladja. Konszenzus volt abban is, hogy a válság enyhítéséhez a költségvetési kiadások növelésére van szükség, csupán a kiadások átcsoportosításával nem kompenzálható a kieső kereslet. De milyen mértékű deficit vállalható? És milyen formában finanszírozható ez a deficit? Ebben már nem volt egyetértés. A vitát a 15-ök jegybankos alszekciója, Werner, *Király Júlia*, *Neményi Judit* mint tiszteletbeli tag, *Oblath Gábor* és e sorok írója elkezdte, de nem jutott a végére. A vitát én Wernerrel külön is folytattam, de mi sem jutottunk a végére.

Werner óvatos volt, és megfontoltságra intett. Abból indult ki, hogy a vállalható deficit mértékét a hazai jövedelemtulajdonosok finanszírozási képességéhez kell igazítani. Ennél nagyobb hiány a külfölddel szembeni eladósodáshoz vezet. A 2019. évi pénzügyi számlák alapján próbálta a háztartások és a vállalatok megtakarítási képességét megbecsülni. Ebből ő a hiány óvatos növelését tartotta elfogadhatónak. Arra jutott, hogy az államháztartás és a vállalati szektor finanszírozási igényének kielégítése nagyjából 2 százalékpontos deficitarány-növekedést tesz lehetővé, az ezen túli mérték teljes egészében külföldi forrásbevonáson múlik. Én azt vettem fel, hogy a válság miatti kényszermegtakarítások³ és leálló beruházások mind a két ágon jelentős megtakarítási többletet, ergo magasabb hiányt tesznek lehetővé. A külföldi eladósodással kapcsolatban az én aggályom nem a növekvő kiszolgáltatottság, hanem a megvalósíthatóság volt. Minden ország hasonló cipőben jár, jelentős mentőcsomagok indulnak, ezek finanszírozásához pedig a nemzetközi pénzügyi piacokról kell forrásokat bevonni. Verseny van, és én attól tartottam, hogy ebben a versenyben Magyarország sehogy, vagy csak irreális áron juthat külső forrásokhoz.

Az én álláspontom az volt, hogy a költségvetési többletkiadásokra szükség van, az ezáltal keletkező magasabb deficit viszont piaci úton nem finanszírozható. Márpedig, ha a háztartások megtakarításai ehhez nem elégségesek, a külföldi forrásbevonás pedig nem lehetséges, akkor felmerül a deficit jegybanki finanszírozásának az útja. Én a válság megfékezéséhez szükséges többletkiadásokat tekintettem a legfontosabb prioritásnak. Az emiatt megemelkedett deficit jegybanki finanszírozása akár az állam számlájának jóváírásával, akár nulla kamatozású, öröklej-

3 Az érdemi negatív jövedelmi sokk ellenére a korábbi 5 százalékaról a GDP 6–6,5 százalékára emelkedett a háztartások nettó finanszírozási képessége 2020 elejére. Ebben egyszerre van jelen a törlesztési moratórium, a zárva tartó boltok és kijárási korlátozások miatt meghiúsuló vásárlások és a válság miatti óvatosság szerepe.

ratú államkötvény megvásárlásával megvalósítható. Ezt Werner nem helyeselte. Abban egyetérttünk, hogy másodpiaci vásárlásokkal a költségvetés pluszforrásokhoz nem jut, mert az elsődleges kibocsátás megvalósulásával a költségvetés már hozzájutott a kibocsátott kötvények ellenértékéhez. A másodpiaci vásárlások elsődleges indítéka az állampapírpiazi hozamok leszorítása, az államadósság kamatköltségeinek alacsony szinten tartása és az alacsony tőkeköltségen keresztüli gazdaságélénkítés.

Werner úgy gondolkodott, hogy az állam számlájának jóváírásával többet költ lehet ugyan az állam, de a végén a szektorok közötti egyensúlynak akkor is fenn kell állnia. Azaz vagy az történik, hogy a megemelt jegybankpénz kicsapódik a háztartások és a vállalatok magasabb finanszírozási képességében, vagy ha mégsem, akkor marad a külföldi eladósodás, és főként az infláció. Érdemes figyelembe venni, mondtam én, hogy a válság alatt a hitelfelvételi kedv esik, azaz a pénzmultiplikátor csökken, az alacsony kamatszint mellett a pénztartási hajlandóság nő, azaz a pénz forgási sebessége csökken. Ebből én arra következtetek, hogy a monetáris finanszírozás révén megvalósuló pénzmennyiség-növekedés nem feltétlen vezet az infláció megemelkedéséhez. Főleg akkor nem, ha a válság miatt eleve kereslethiány és nagy kapacitásfelesleg van a gazdaságban. És ha a jövőben valamikor megkezdődne a megnövekedett lakossági megtakarítások fogyasztássá transzformálódása, és emiatt inflációs nyomás alakulna ki, akkor a jegybank hagyományos eszközeinek használatával képes lehet ennek semlegesítésére.

A költségvetés GDP-arányos hiánya 9 százalék volt 2020-ban. A magasabb hiány meghatározó része azonban a válság miatt kieső bevételekből, nem pedig pótlólagos kiadásbővítésből fakadt. Érdemi válságcsillapítás nem történt. Ennek megfelelően 2020. 2. negyedévében a GDP volumene 13 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakához képest. A magasabb költségvetési hiány viszont nem járt együtt sem magasabb inflációval, sem többleteladósodással a külfölddel szemben. Úgy tűnik, mintha mindketten tévedtünk volna. Werner várakozásával szemben a magasabb hiány ellenére (akkor) nem ugrott meg az infláció (mert a hiány megemelkedését jórészt a bevételek kiesése, nem pedig keresletbővítő többletkiadások okozták), az én várakozásommal szemben pedig a hiányt a hazai állampapírpiaconról finanszírozta az állam. De piaci finanszírozás volt e ez valójában? Az MNB 2020 május elején állampapír-vásárlási programot indított, és gyakorlatilag ezzel egyidejűleg 5 éves fix kamatozású hitelt bocsátott a kereskedelmi bankok részére alapkamaton (vagy az alatt). A kereskedelmi bankok az MNB-hitel felhasználásával az elsődleges piacon megvették a deficitfinanszírozó államkötvényt, amit másnap eladtak a jegybanknak. Azaz a kereskedelmi banki strómanok mögött a jegybank finanszírozta a költségvetést. Az MNB – 2021 szeptemberéig – vásárolt

3000 Mrd értékben állampapírt, és folyósított 2600 Mrd értékben 5 éves hitelt. Az MNB pénzautomataként működött: egy alapkamaton vagy az alatt (0,75–0,9 százalék között) kibocsátott hitelből lehetett 1,5 százalékos hozamot biztosító államkötvényt vásárolni. A jegybank ezt a gyakorlatot nem is tagadta. *Nagy Márton* akkori alelnök egyik nyilatkozatában így fogalmaz: „A hitelintézetek ezt a forrást használhatják lakossági és vállalati hitelek folyósítására, de állampapírvásárlásra is.” A 2020 tavasza és 2021 ősze közötti másfél évben a kereskedelmi bankok éltek az arbitrázs lehetőségével, és a felvett hitel töredékét fordították a vállalati hitelállomány növelésére.⁴ Az MNB-forrás nem a reálgazdaság finanszírozását, hanem a költségvetési hiány közvetett finanszírozását szolgálta. Felfogásom szerint ez épp úgy monetáris finanszírozást jelent, mintha a jegybank közvetlenül vásárolna állampapírt.

A keresleti válság kezelésére 2020 tavaszán én a helikopterpénzt tartottam a legcélravezetőbbnek.⁵ Azt gondoltam, hogy a monetáris bázis növelése az akkori makrokörnyezet sajátosságai miatt nem vezet az infláció megemelkedéséhez. A csökkenő pénzmultiplikátor, csökkenő pénzforgási sebesség és az eleve alacsony infláció környezetében a monetáris finanszírozás inflációs kockázatai mérsékeltek. Az előnyök egyértelműbbek. Az állampolgári alapon történő pénzjuttatás anticiklikus hatású: fékezi a kereslet visszaesését, és legalább részleges kompenzációt nyújt azoknak, akik a legnagyobb jövedelemkiesést elszenvedték. Ezzel a javaslattal szemben a nagy mentőcsomag meghirdetésekor a miniszterelnök egy rádióinterjúban a költségvetési hiány 3 százaléknál húzódó, átléphetetlen vörös vonaláról beszélt.⁶ A keresleti visszaesés tompítására a magyar gazdaságtörténet legnagyobb mentőcsomagja alig tett valamit. Ma pedig, amikor a 6 százalék feletti növekedés lehetővé tenné, alig történik érdemi lépés a megemelkedett hiány visszaszorítására. Éppen ellenkezőleg: 2021 őszén – és 2022 első hónapjaiban – szédítő mértékű költségvetési kiadások táplálják az amúgy már normalizálódó háztartási fogyasztói keresletet. A kormányzati politika túri a magas hiányt, amikor szalad a szeker, és harcol a magas hiány ellen, amikor a válság dübörög. Prociklikus volt akkor is, és most is az. Werner 2020. tavaszi aggodalma 2021 őszén igazolódott: a megugró hiány – egyéb tényezők által súlyosbítva – inflációhoz vezet. A kormány helikopterpénz-szerű pénzosztása mellett 2021 őszén

4 Ebben az időszakban a vállalati hitelállomány növekménye 550 Mrd-ot tett ki. A megelőző másfél évben – 2018 ősze és 2020 tavasza között – a növekmény 1380 Mrd volt.

5 L. BIHARI PÉTER (2020): Helikopterpénz kell Magyarországra a koronavírus ellen. *Portfolio*, 2020. március 30. <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20200330/helikopterpenz-kell-magyarorszagra-a-koronavirus-ellen-422750>.

6 *Kossuth Rádió*, 2020. április 10.

semmilyen észszerű makrogazdasági megfontolás nem áll. A gazdaság gyorsan növekszik, a bérek lendületesen emelkednek, nincs válság, nincs széles körben érvényesülő jövedelmi sokk, aminek a mélységét kellene csillapítani. Ami hasznos lett volna 2020 tavaszán, rendkívül káros 2021 őszén, mert rendkívül nehéz költségvetési korrekciós pályát kényszerít a választások utáni kormányra.