

Havi elemzés – Február

Orbán Gábor: Fiskális politikai alternatívák Magyarországon

A hazai deviza- és állampapírpiacon valamekkora esélyét árazza annak, hogy a magyar gazdaság és pénzügyi szektor összeomlása elkerülhető. Ez az írás arról szól, hogy szerintem ez milyen fiskális politika mellett képzelhető el.

Az idei év elején az általam vártnál gyorsabban terelődött vissza a befektetők figyelme az IMF-program jelentette stabilizációról a magyar adósságpálya fenntarthatatlanságának növekvő kockázatára. Ehhez hozzájárult egyrészt a január első hetében gyakorlatilag megbukott költségvetés, miután szaporodtak a jelei a legpesszimistább várakozásoknál is súlyosabb gazdasági visszaesésnek, és kiderült, hogy az ennek kezelésére félretett költségvetési tartalékot másra költötték. A forint válságserű leértékelődése tovább fokozta a helyzetet, hiszen pumpálja fölfelé az államadósságot és azon belül a devizaadósság arányát, illetve a bankrendszerben a hitel-fedezet arányt (loan-to-value). (A forint gyengesége nagy részben külső eredetű, a lengyel zloty összeomlásával függ össze, ami meggyőződésem szerint az ottani monetáris politikai hibák eredménye, de ez a hazai fiskális politika számára nem jelent mentséget.) A külföldiek kezén lévő állampapír-állomány emelkedése január folyamán részben látszólagos, elszámolás-technikai eredetű és az utóbbi hetek hozamrobbanása szertefoszlatta azokat a reményeket, hogy a magyar állam képes lesz a közeljövőben fokozatosan visszatérni a piaci forintfinanszírozáshoz, és kis mennyiségekkel sikeres kötvényaukciót bonyolíthat le már februárban. Amellett hogy a piac likviditásáról és normális működéséről biztosította volna a befektetőket, egy sikeres forintkötvény aukció reményt adott volna, hogy idővel sikerülhet mérsékelni az államadósság devizás kitétséget, amit a hitelminősítők a forint leértékelődésére való tekintettel fokozottan figyelnek. A fundamentális okok mellett a forint leértékelődése technikai tényezőkön keresztül is rontja az állampapírpiacon likviditást: az FX-swapok mögötti letéti követelmények növekedése és az esetleges jegybanki intervenció a forint védelmében egyaránt likviditásmegkötő hatású. A gyengülő forint és a haldokló állampapírpiacon láttán az alapkamat-csökkentési várakozások is nagyrészt kiárazódtak.

Mi lehet a kiút? A monetáris politika ma nagyrészt hatástalan - bár a likviditási csapdától, illetve a zéró kamattól messze vagyunk, ellentétben a világ sok jegybankjával. Mint az elmúlt hét évben mindig, most is **a fiskális oldalon van a teendő**. Elvben az adott kereteken belül a lehető leginkább növekedésorientált fiskális politikára lenne most szükség. Olyan megoldásra, amely megemeli a potenciális GDP-t de egyúttal rövid távú hatása is élénkítő hatással bír. A gyakorlatba átültetni mindezt nagyon nehéz. Vegyük sorra a szóba jövő alternatívákat.

Az első, eddig alapváltozatnak tekintett lehetőség szerint a kormány a jelenlegi szerkezetben tartja magát a 2,6%-os hiánycélhoz, ehhez kicsit szigorítania kell. Ez mostanra már minden valószínűség szerint kevés, ennek szólnak a bevezetőben említett piaci reakciók. A hosszú távú növekedési kilátásokat rendkívül negatívan ítélik meg a gazdasági szereplők, amiből a forint további (reál)leértékelődése következik. Ez a magas reálkamattal megspékelve az adósságteher és a jövedelem (GDP) pályájának szétnyílását okozza, vagyis vállalati, háztartási, banki és államcsődöt, ebben a sorrendben. Az IMF-program itt a technikai értelemben vett fizetésképtelenséget segít csak elkerülni.

A hiánycélnak most már egy új, növekedésorientált elvonási-elosztási költségvetési struktúra mellett kellene teljesülnie, ami **javíthatná magyar gazdaság potenciális növekedéséről alkotott befektetői képet**. A jelen helyzetben hatványozottan érvényes az, hogy a versenyképesség az árfolyamon keresztül nem növelhető tovább, csakis annak egyéb, és legalább olyan fontos tényezőinek rendbetételével. Ehhez drasztikus és fordulat értékű, **a GDP 3%-át megközelítő adó- és**

járadécsökkentés kellene a vállalatok felé (a bagatell adók teljes eltörlésével), amivel megelőzhető az adóbázis permanens eróziója. Nyilván ezzel számos vállalatnál profit keletkezik (hiszen remélhetőleg nem mindegyik áll közvetlenül a csőd szélén), ezért a profit repatriálásának szabályozását úgy kell szigorítani, hogy az azonos szintre kerüljön a régió többi országával. Ezen felül jöhet a magasabb áfa- és alacsonyabb szja-terhelés - talán most okoz viszonylag a legkisebb kárt az ÁFA-emelés, a devizahiteles középosztálynak pedig jól jön az szja csökkentése. A másik a kiadások átcsoportosítása a társfinanszírozás és a foglalkoztatáshoz kötött célzott támogatások felé. Mindennek forrása pedig többek közt a 13. havi bér felfüggesztése, a 13. havi nyugdíj és a magas jövedelműek családi pótlékjának eltörlése, a gázárkassza lenullázása, az állam működtetéséhez kapcsolódó kiadások megnyirbálása, illetve az adókedvezmények megszüntetése lehetne. A válságra való tekintettel ezúttal az adócsökkentéstől ténylegesen várható, hogy mérsékli a recessziót, illetve javítja az adózási fegyelmet (ha másért nem, azért, mert adócsökkentés hiányában a rendszeren adózók közül szedne több áldozatot a válság). Ezen hatások azonban még így is bizonytalanok, így érdemes volna tartalékokat képezni rá, ami akkor költhető el, ha az adóbevételek valóban túlteljesülnek.

A másik lehetőség, hogy a kormány a gazdaság életben tartása érdekében megpróbál lazítani a fiskális politikán a jelenleg futó 2,6%-os deficithez képest. Kérdés, hogy mekkora ehhez a mozgástér. Ha a kormány passzívan lazít a fiskális politikán, azaz fölengedi az idej hiányt 3,5%-ra, ezzel csak minimálisan tompítaná a recessziót, és mivel változatlan az elvonási-elosztási struktúra, a rövid és hosszú távú növekedésről alkotott képünk egyformán siralmas: biztos az összeomlás. (Ha a kormány aktívan lazít a fiskális politikán, és ráadásul rossz szerkezetben, arról nem is érdemes beszélni.) Kicsit más a helyzet, ha a kormány a fentebb taglalt új szerkezetben próbálna aktívan lazítani a fiskális politikán. Az alapeset ekkor is az, hogy a befektetők nem tolerálnak újabb fiskális expanziót, de már felmerül, hogy az elvonási-elosztási struktúra, vagy maga a hiány szintje a fontosabb. Valószínű, hogy **a költségvetési szerkezet fontosabb, mint a hiány szintje**, de ezt egy második csomag keretében kellene jóváhagynia a magasabb hiányszámmal együtt az IMF-nek ahhoz, hogy a piaci bizalom is helyreálljon. Lehet mondani, hogy "buta a piac, éveken át végignézte a költségek, most meg amikor szükség lenne rá, és értelmesen költenék el, nem ad". Jacques Delors több mint 20 évvel ezelőtt – amikor a tőkepiacok még sokkal kevésbé voltak mélyek és integráltak - jegyezte meg igen találóan, hogy a piac nem jó szabályozója a fiskális politikának, mert túl későn büntet viszont akkor már brutálisan, maga is rontva a helyzetet. (Vagyis épp olyan, mint egy rossz szülő.) Ennek felismerése után hoztak fiskális politikai szabályokat számos fejlett országban, és ezért alapították 65 éve az IMF-et, nagy szerencsénkre.

A helyzet kulcsa a politikusok kezében van. Az egyik oldal attól tart, bármit tesz, a következő választást csak akkor nyerhetné meg, ha az minimum 5 év múlva lenne, ezért nem sokkolja a választókat népszerűtlen lépésekkel. A másik oldal úgy látja, a kormányváltás ténye önmagában képes lenne rendbehozni a gazdaságot. Mindkét nézet tartalmazza az igazság darabjait. Az idő azonban véstesen fogy: **még februárban eldőlhet, hogy sikerül-e elkerülnünk a krízist.**

Készítette az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. (1091 Budapest, Üllői út 1.)
Orbán Gábor - makroelemző és kötvényportfolió-manager
Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. Az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.