



ICEG VÉLEMÉNY I.

A forint árfolyamáról: okok és következmények

Budapest, 2002. december

Tartalomjegyzék¹

<i>Bevezetés</i>	<u>3</u>
<i>I. A forint felértékelődésének okai</i>	<u>3</u>
<i>II. A gazdaságpolitika szerepe és a felértékelődés makrogazdasági hatásai</i>	<u>4</u>
<i>III. A forint erősödéséből eredő hosszabb távú következmények</i>	<u>6</u>

¹ Az ICEG Vélemény sorozat az aktuális gazdaságpolitikai kérdésekről és makrogazdasági folyamatokról tartalmaz rövid összefoglaló elemzést.

BEVEZETÉS

A hazai valuta látványos erősödése erőteljes polémiaát váltott ki a gazdasági szereplők és elemzők körében a folyamatban szerepet játszó tényezőkről, a felértékelődés előnyeiről és hátrányairól, valamint a kívánatos gazdaságpolitikai alkalmazkodás jellegéről. Rövid elemzésünk ehhez a vitához kapcsolódik és három kérdést kíván megválaszolni.

Egyrészt bemutatja azon tényezőket, amelyek a forint erősödését kiváltották, elkülönítve a hosszabb távon érvényesülő egyensúlyi felértékelődést a rövidtávú okoktól. Ezt követően röviden elemzi a gazdaságpolitika szerepét a felértékelődésben és ennek kapcsolatát a versenyképességgel. Végezetül a cikk 6 olyan állítást fogalmaz meg, amely a forint árfolyamának alakulása nyomán hosszabb távú következménnyel jár.

I. A FORINT FELÉRTÉKELŐDÉSÉNEK OKAI

A forint erősödésének három egymástól jól elkülöníthető, de egymással összefüggő kiváltó oka van. Ez a három tényező a forint hosszú távon érvényesülő egyensúlyi felértékelődése, a laza fiskális és jövedelempolitika nyomán kialakult és magas kamatlábakat eredményező gazdaságpolitikai mix, valamint a hazai valuta iránti keresletet erősítő exogén, külső sokkok.

A forint erősödése mögött álló egyik tényező a nemzeti valuta hosszú távon érvényesülő egyensúlyi felértékelődése. A 2001. májusig alkalmazott szűk sávós csúszó árfolyamrendszerben a hazai fizetőeszköz tartósan alulértékelt volt mind a többi közép-európai valutához, mind saját egyensúlyi értékéhez képest. A sáv kiszélesítése és az előre bejelentett leértékelődés megszüntetése ezért szükségszerűen a nominális árfolyam erősödését eredményezte, ami részben a korábbi alulértékelt pozíció korrekciójaként is felfogható. Ugyanakkor az árfolyam felértékelődése – hasonlóképpen a többi csatlakozó közép-európai gazdaságban (Szlovéniát kivéve) megfigyelhető erősödéssel - a fejlett gazdaságokkal szembeni pozitív növekedési rés, a termelékenység differencia kifejeződése is. A tavaly május óta bekövetkezett felértékelődés jelentős része ezért egy hosszú távú egyensúlyi folyamat, a felzárkózás és reálkonvergencia szükségszerű eleme.²

A forint erősödésének másik oka, hogy a sáv kiszélesítését követően megbomlott az addig is törékeny összhang a monetáris, illetve a fiskális és jövedelempolitika között. Amikor az árfolyamrendszer módosult és a monetáris hatóság áttért az inflációs célkitűzés alkalmazására, akkor a gazdaságpolitika vészesen és felelőtlen módon fellazult. A lassuló külső konjunktúra, a negatív keresleti sokkok ellensúlyozása érdekében a fiskális politika expanzív lett, aminek egyik meghatározó eleme a közvetlenül inflatorikus hatású béremelkedések voltak a közösségi szektorban. A fiskális politika inkonzisztens lett a meghirdetett inflációs célokkal és hosszú távon fenntarthatatlannak bizonyult: mintha az 1970-80-as évek hagyományos közgazdasági megfontolásait támasztotta volna alá, hogy a rugalmasabb árfolyamrendszerhez lazább fiskális politika társul(hat).

A fiskális expanzió által teremtett problémákat fokozta, hogy a lassuló növekedés és a romló konjunkturális kilátások mellett erőteljes jövedelemkiáramlás következett be, amely egybeesett a termelékenység növekedésének vészes mértékű lassulásával. A kiugróan magas

² A hazai valuta a különböző módon számított hosszú távú egyensúlyi árfolyamhoz képest még így is alulértékelt pozícióban van.

reálbér-növekedés nyomán a termelékenység és a reálbérek növekedése között korábban fennálló pozitív rés negatív lett, és ez rontotta a vállalati szektor versenyképességét.

Az anticiklikus és a választási ciklus által determinált fiskális és jövedelempolitika elkerülhetetlenül fenntarthatatlan államháztartási hiányt, a külső egyensúlyi mutatók romlását, az államadósság évek óta tartó csökkenésének megtorpanását eredményezte. Az inflációs célkitűzésen belül - ahol az inflációs várakozások és az aktuális infláció alakulása szempontjából egyaránt meghatározó a fiskális és monetáris hatóságok közötti összhang és politikájuk alárendelése az inflációs célnak - a monetáris politika egyedül maradt az infláció elleni fellépésben. A jegybank ezért a kamatszint mérséklésében nagyfokú óvatosságot kellett hogy mutasson. A növekedésre és a keresleti sokkok kompenzálására koncentrált jövedelem/fiskális politika az inflációs célra koncentrált monetáris politikával együtt az államháztartás finanszírozási szükségletének növekedését, lassan mérséklődő kamatszintet és jelentős tőkebeáramlást eredményezett. A fiskális és monetáris hatóságok közötti összhang hiánya a korábbi árfolyamrendszerben annak feladásához vezetett volna, míg a mostani rugalmas rendszeren belül a forint erősödését eredményezte.

A forint felértékelődése novembertől gyorsult fel, és ebben rövidtávon egy harmadik tényező, a forint iránti keresletet növelő kedvező exogén sokkok játszottak a főszerepet. Az ír népszavazást követően véglegessé vált a közép-európai államok csatlakozása az Európai Unióhoz és ez jelentősen csökkentette a közép-európai befektetések kockázati felárát. A várt EU-s és ezt követő későbbi GMU-s tagság felerősítette a nettó tőkebeáramlást és a befektetők érdeklődését a közép-európai befektetések iránt. A befektetők között felerősödött a konvergencia játék, azaz azon befektetők érdeklődése a hazai portfólió befektetések iránt, akik a forint erősödésére és hosszú távon a kamatok csökkenésére spekulálnak. A referendumot követően a korábbi reálkamat-tartalom mellett is vonzóbbak lettek a forintban denominált befektetések, mert csökkent ezen befektetések kockázata: az intézményi befektetők növelték portfólióikban a forintban denominált eszközeik volumenét és arányát.

Összegezve a forint erősödését kiváltó okokat azt lehet mondani, hogy a 2001 májusa óta bekövetkezett felértékelődés meghatározó része elkerülhetetlen, szükségszerű és egyensúlyi volt, amit a korábbi alulértékelt pozíció kiigazítása, a kulcsvalutákkal szembeni pozitív növekedési és termelékenységi rés magyaráz. A felértékelődés a hosszú távú folyamat mellett a felelőtlen fiskális és jövedelempolitikai expanzió nyomán a fiskális és monetáris hatóság között megbomló összhang, valamint a forint iránti keresletet növelő pozitív külső sokkok következménye is.

II. A GAZDASÁGPOLITIKA SZEREPE ÉS A FELÉRTÉKELŐDÉS MAKROGAZDASÁGI HATÁSAI

A forint erősödésével kapcsolatosan vitatott másik kérdés a gazdaságpolitika szerepe és a felértékelődés hatása a versenyképességre. Az erősödést kiváltó tényezők közül egyértelmű a fiskális és a jövedelempolitika szerepe. Az expanzív fiskális politika jelentősen növelte az államháztartás finanszírozási szükségletét, a termelékenység növekedésével inkonzisztens jövedelempolitika erősítette az inflációs nyomást, keresleti hatásukkal hozzájárultak a folyó fizetési mérleg hiány növekedéséhez, illetve ellentétbe kerültek a monetáris politikával az inflációs cél teljesüléséről. Az ilyen laza fiskális és jövedelempolitika tankönyvszerű esetekben azonban inkább a hazai valuta gyengülését eredményezi. Nálunk az erősödéshez elsősorban az járult hozzá, hogy mindeközben a gazdaság stock mutatói kedvezőek, valamint

hogy a rövidtávúnak vélt negatív folyamatokat felülmúlja az EU csatlakozásból, a pozitív növekedési részből, a várt nominális és reálkonvergenciából eredő pozitív, és a hazai valutát erősítő hatás.

Miközben a fiskális és jövedelempolitika szerepe egyértelmű, vitatottabb a monetáris politika szerepe a forint árfolyamának alakulásában. A monetáris politika értékelése szempontjából kiindulópont annak megállapítása, hogy a modern gazdaságban a monetáris hatóságnak egyetlen végső célja lehet, az infláció (kiegészítve a pénzügyi rendszer stabilitásának fenntartásával). Ez különösen igaz olyan monetáris rendszerekre, mint az inflációs célokat közvetlenül meghatározó inflációs célkitűzés.

Ennek megfelelően a jegybank helyesen tette, hogy minden eszközzel az infláció letörésére koncentrált, különösen akkor, amikor a gazdaságpolitika két másik pillére – a jövedelem- és fiskális politika- ezzel ellentétes irányban mozgott. A jegybank számára nem maradt más lehetőség, mint a kamatpolitikával jelezni, hogy a gazdaságban jelentős inflációs veszély maradt fenn. Az a monetáris környezet sajátossága, hogy a kamatcsatorna alig működik és elsősorban az árfolyam-csatornának van erőteljes hatása.

Az antiinflációs politika és a kamatok alakulásához három megjegyzést érdemes tenni. Egyrészt, a hazai infláció távolról sem tekinthető alacsonynak: az EU-hoz most csatlakozó 8 kelet-európai gazdaság közül 2002-ben csak Szlovéniában várható magasabb infláció, mint Magyarországon, míg a többi gazdaságban a pénzromlás dinamikája sokkal alacsonyabb.

Másrészt a kamatpolitika értékelésénél figyelembe kell venni, hogy jelenleg nem tekinthető kiugrónak – akár előretekintő, akár hátratekintő inflációval számoljuk - a forinton fennálló reálkamatszint. Ha összehasonlítjuk a reálkamatok alakulását más hasonló fejlettségű/helyzetű gazdasággal, akkor a 3-3,5%-os reálkamatot nem lehet túlzottnak tekinteni. A reálkamatok szintje hasonlóképpen nem tekinthető túlzottnak a 3,5-4%-os reálnövekedés mellett, figyelembe véve feltörekvő és felzárkózó gazdaság jellegünket.

Harmadrészt viszont a nominális kamattérés az Euró és dollár kamatokkal szemben jelentős. Azonban a kamatdifferenciánál figyelembe kell venni, hogy ez az aktuális és a várt inflációk közötti eltérést jelzi. Addig, amíg a hazai infláció és a kulcsvalutákkal szembeni inflációs rés nem csökken, addig nincs lehetőség arra, hogy a nominális kamatokban meglévő eltérés csökkenjen. Másfelől fogalmazva minden a dezinflációt lassító lépés fenntartja, sőt növelheti a kamattéréseket, és ez további tőkebeáramlást és a forint felértékelődést okozhatja. Így a hazai valuta túlzott mértékű felértékelődése ellen a monetáris hatóság elsősorban a dezinfláció gyorsításával léphet fel.

Az említettek alapján a monetáris hatóság helyesen cselekedett, amikor kamatpolitikáját az inflációs célnak rendelte és rendeli alá. A jegybank azonban vélhetően alábecsülte az ír referendumból a befektetők várakozására gyakorolt hatásokat és azt a mértéket, amivel ez a pozitív döntés a közép-európai befektetéseket ösztönözni fogja. Ezért vélhetően célszerűbb lett volna a monetáris politika végső céljának és szigorának fenntartása mellett 75-125 bázisponttal erőteljesebben csökkenteni a kamatokot, hogy a forint felértékelődését eredményező rövidtávú spekulatív tőkebeáramlást mérsékelni lehessen. A kamatvágás talán csökkenthette volna a rövidtávú felértékelődési nyomást, miközben fenntartotta volna a jegybank eltökéltségét az inflációs cél mellett. Ugyanakkor ma már nem biztos, hogy egy ilyen lépés a forintot feltétlenül gyengítené, elképzelhetők érvek ezzel szemben is.

Összegezve az inkonzisztens gazdaságpolitikán belül az expanzív fiskális és jövedelempolitika szerepe döntő a forint felértékelődésében, míg a monetáris hatóság az ír referendumot követően kissé aktívabban csökkenthette volna a kamatokat anélkül, hogy ezzel feladta volna inflációs célját.

A felértékelődés egyik leggyakrabban említett következménye a hazai gazdaság versenyképességére gyakorolt negatív hatás, melynek pontos bemutatásához szükséges kvantitatív elemzés terjedelmi és műfaji korlátok miatt itt nem alkalmazható. Ennek ellenére az elmondható, hogy óvatosnak kell lenni a forint felértékelődése és a versenyképesség romlása közötti közvetlen erőteljes kapcsolat feltételezését illetően.

A gazdaság versenyképességét több tényező együttesen határozza meg: a termelékenység és a beruházások alakulása, a termelési költségek növekedése, a makrogazdasági stabilitás, a tényezőpiacok rugalmassága, stb. A távolról sem teljes körű felsorolásból látszik, hogy az árfolyam alakulása a versenyképesség fontos, de csak egyik tényezője. A hazai vállalatok versenyképességét az elmúlt időszakban a forint felértékelődése mellett erőteljesen rontotta a romló konjunkturális kondíciókat követően visszaeső beruházások, a termelékenység növekedésében érezhető törés, a közvetlen tőkebefektetések beáramlásának lassulása, a termelékenység növekedésével inkonzisztens mértékű bérnövekedés. Ezen tényezők hatása a versenyképességre sokkal erőteljesebb volt, mint az árfolyam alakulása.

Az árfolyam és a versenyképesség alakulása közötti kapcsolatnál továbbá figyelembe kell venni azt az összefüggést is, hogy a versenyképességre inkább a nominális és reálárfolyam volatilitása, mint annak trend felértékelődése hat negatívan. A volatilitás mellett nehezebb a kereskedelembe kerülő és nem kerülő javak szektoraiban eszközölt beruházások megtérülésének értékelése, míg ha az árfolyam alakulása kiszámítható, akkor akár annak felértékelődése mellett is erre jobban tudnak alkalmazkodni a vállalatok.

III. A FORINT ERŐSÖDÉSÉBŐL EREDŐ HOSSZABB TÁVÚ KÖVETKEZMÉNYEK

Milyen hosszabb távon érvényesülő következtetéseket lehet levonni a forint árfolyamának alakulásából, valamint az ezt alakító tényezők viselkedéséből? A teljesség igénye nélkül hat fontosabb következményt célszerű figyelembe venni.

1. A forint hosszú távon tovább erősödik. Figyelembe véve a hazai gazdaság és az Euró-övezet közötti pozitív növekedési rést, a kamatprémium tartós fennmaradását, valamint az EU-csatlakozás pozitív kínálati sokk jellegét a tőkeáramlásokra, a forint árfolyamának további erősödésével kell hosszú távon számolni. A felértékelődés egy egyensúlyi folyamat része, amely esetenként felgyorsulhat, esetenként volatilis lehet reagálva a külső sokkokra, a gazdaságpolitikai összhangra és a befektetői várakozásokat irányító hírekre. A gazdaságpolitikának és a gazdasági szereplőknek azonban arra kell felkészülni, hogy a forint tartósan erősödni fog addig, amíg a nemzeti valutát fel nem váltja az Euró.

2. A felértékelődés mellett azonban nagyobb a volatilitás lehetősége is. A gazdaságpolitikának és a gazdasági szereplőknek azonban figyelembe kell venni azt, hogy a forint várható tartós felértékelődése mellett is az árfolyamok alakulása nem „egyirányú utca”, és különösen rövidtávon a felértékelődést jelentős leértékelődés is követheti. Erre jó példa régiókban a zloty jelentős leértékelődése 2002. május és augusztus, és a szlovák korona gyengülése 2002. április és augusztus között a korábbi erőteljes felértékelődést követően, vagy ennél kisebb mértékben a cseh korona gyengülése 2002. július és november között. A jelentős nettó tőkebeáramlás, a külföldiek kezében található állampapírok magas állománya, valamint

a ma még bizonytalan egyensúlyi folyamatok miatt a forintárfolyam instabilitása növekedett. Nem lehet ugyanis kizárni, hogy a belső folyamatok, vagy az exogén sokkok hatására módosulnak a befektetői várakozások, ami akár a hazai valuta leértékelődését eredményező jelentősebb kiáramlást is eredményezhet. A korábbinál magasabb nyitott forintpozíciók miatt nagyobb a forint ingadozásának lehetősége, amit a további spekulatív beáramlások szempontjából kedvezően, a kereskedelemben kerülő javakat előállító termelők várakozásai szemszögéből negatívan lehet értékelni.

3. Rendkívül szűk a monetáris politika önállósága és mozgástere. A forint felértékelődése és a monetáris hatóság lépései ismételten felhívják a figyelmet arra, hogy a mai liberalizált tőkeáramlások mellett mennyire korlátozott a monetáris politika mozgástere egy olyan kis, nyitott gazdaságban, mint Magyarország. A monetáris politika ugyanis a hazai és a külső infláció közötti jelentős rés miatt csak a fedezetlen kamatparitással inkonzisztens kamatszintet képes fenntartani, amivel szükségszerűen generál nettó tőkebeáramlást. Erre a nettó tőkebeáramlásra az árfolyam felértékelődésének engedésével, vagy a dezinflációval inkonzisztens kamatsökkentéssel reagálhat/alkalmazkodhat. Ráadásul a mozgástér további szűkülése várható, mert az EU-s és GMU-s tagság közeledtével a konvergencia-játék és a pénzügyi mérleg egyéb sorain várható nettó tőkebeáramlás tovább korlátozza a kamatpolitika lehetőségét.

Az említett összefüggésből két fontos következtetés adódik. Egyrészt a forint túlzott mértékű, nem egyensúlyi felértékelődésének elkerüléséhez először az infláció és ezen keresztül a hazai kamatszint csökkentésére van szükség. Amíg az inflációs eltérések és ennek nyomán a fedezetlen kamatparitással inkonzisztens hazai kamatok fennmaradnak, addig további jelentős nettó spekulatív tőkebeáramlásra és annak makrogazdasági hatásaira számíthatunk. Lengyelország és Csehország példája tanulságos ebben a tekintetben: az infláció letörése lehetővé tette a jegybank számára a hazai kamatszint csökkentését és ennek nyomán jelentősen mérsékelte a nemzeti valuta felértékelődésére a spekulatív, illetve portfólió-befektetések beáramlásából eredő nyomást³. Amellett, hogy a nominális konvergenciának és az Euró-övezethez történő csatlakozásnak is meghatározó előfeltétele a hazai infláció csökkentése, az antiinflációs gazdaságpolitikának a forint árfolyamának alakulása szempontjából is prioritást kell biztosítani.

Másrészt a monetáris politika szűkülő mozgástere felértékeli a fiskális és jövedelempolitikák szerepét az infláció csökkentésében. A hatásos dezinfláció érdekében az elmúlt időszakról eltérően jól koordinált, összehangolt monetáris és fiskális politikákra van szükség. A fiskális politikának ezért rövidtávon a költségvetési deficit jelentős mérséklésére kell irányulnia függetlenül attól, hogy ebben a ciklikus körülmények nem segítik. Hosszú távon viszont rugalmas fiskális politikára van szükség: ehhez viszont nem elégséges a GMU-s tagság eléréséhez feltételként szánt maastrichti fiskális kritérium teljesítése, hanem annál kedvezőbb fiskális pozíció elérésére kell törekedni.

4. Megfelelő rugalmas árfolyamrendszert alkalmazunk? Az elmúlt időszak folyamatai arra is rávilágítottak, hogy miközben helyes és jól időzített lépés volt a korábbi szűk sávcsúzó leértékeléses árfolyamrendszer feladása és az elmozdulás a rugalmasabb árfolyamrendszer irányába, a választott rendszer nem bizonyult a legszerencsésebbnek. A mai lebegő sáv (floating band) rendszere az ERM-II működését utánozza, azzal a különbséggel, hogy a központi paritást az MNB egyoldalúan és nem az ECB-vel egyeztetve határozza meg, és

³ A felértékelődés ebben a két gazdaságban a privatizáció és a zöldmezős beruházások növekedése miatt felfutó közvetlen tőkebefektetéseknek köszönhető.

ennek megfelelően fenntartása is egyoldalú feladat. Ugyanakkor a forintot (és a többi közép-európai valutát) erősítő és leírt exogén folyamatok miatt az árfolyam könnyen elérheti a sáv szélét, ahol rögzített árfolyamként viselkedik és ezek tulajdonságaként jelentős spekulatív nyomást generálhat. Ezért megfogalmazhatók érvek arra vonatkozóan is, hogy az ERM-II tagságig hátralévő nem csekély időre megfontolható lehet a váltás az irányított lebegtetésre, amikor a jegybank mozgásterét és a spekulatív befektetőt kedvét nem befolyásolja az explicit sávszél megléte. Az előnyök és hátrányok mérlegelése azonban további elemzések tárgyát kell, hogy képezze.

5. A termelékenység növekedésének legyen a jövedelemkiáramlás alárendelve. Az elmúlt 1,5 év jövedelemkiáramlása és az ebből eredő inflációs és egyéb makrogazdasági következmények rámutatnak arra, hogy a bérek felzárkózása fontos része a reálkonvergenciának, de ez csak a termelékenység növekedésével összhangban következhet be. Miközben a bérszínvonalban mind az aktuális, mind pedig a vásárlóerő-paritásos árfolyamon számítva nagyobb a lemaradás az EU-átlaghoz viszonyítva, mint az egy főre jutó jövedelmek esetében, a gyors nominális bérnövekedés következtében a rés az elmúlt 2 évben erőteljesen csökkent⁴. Azonban ha a szükségeszerű felzárkózás üteme elszakad a termelékenység növekedésétől, akkor ennek súlyos makrogazdasági következményei lesznek, melyek magát a bérfelzárkózást is negatívan érinthetik. Ezért a jövedelempolitikának, valamint a béralkuban résztvevőknek különös felelőssége van abban, hogy a jövedelmek növekedését a termelékenység változásával összhangba hozza az EU-s és GMU-tagság közötti instabil és kockázatokkal terhes időszakban.

6. Új növekedési pálya és versenyképességi elemek. Az elmúlt hónapok ismételten felhívják a figyelmet arra, hogy a magyar gazdaság növekedésének és felzárkózásának lezárult egy korszaka. Ezt a korszakot az alulértékelt árfolyam, az alacsony bérköltségek, a közvetlen tőkebefektetések növelése érdekében nyújtott széleskörű adó- és egyéb kedvezmények határozták meg. Ennek révén sikerült a hazai gazdaság exportorientáltóságát, a közvetlen tőkebefektetések révén a hozzáadott érték arányát, valamint a hazai gazdaság versenyképességét növelni, és kiugróan kedvező növekedést elérni 1997 és 2001 között. Ez a növekedési pálya azonban jellegéből fakadóan csak korlátozott ideig tartható fenn és az elmúlt 2 év folyamatai alapján végérvényesen lezárult. A korábban leirtanak megfelelően az olcsó forintra és bérekre alapuló versenyképesség többé már nem fenntartható, illetve az EU-csatlakozással jelentősen szűkül az állam által nyújtott támogatások és kedvezmények köre is. A gazdaságnak alkalmazkodnia kell az említett változásokhoz, a gazdasági növekedés hajtóerejének el kell mozdulnia a magasabb hozzáadott értékű és a felértékelődést és bérnövekedést jobban elviselő ágazatok felé.

A forint felértékelődésének és a bérköltségek növekedésének hármaskövetkezménye van. Egyrészt a vállalatok szintjén szükségesűvé teszi a racionalizálást, a költségszintek csökkentését, valamint a termelékenység növelését, erőteljes alkalmazkodásra készítve a vállalati szektort. Másrészt makrogazdasági szinten felgyorsítja a szerkezetváltást, a munkaerő-intenzív, bedolgozó ágazatok és vállalatok leépülését, ami rövidtávon elkerülhetetlenül foglalkoztatási és kibocsátási hatásokkal jár. A gazdaságpolitikának azonban nem e folyamat ellen, hanem a folyamat mellékhatásainak kezelése érdekében kell fellépnie. Harmadrészt a gazdaságpolitika számára elengedhetetlen feladat a hazai gazdaság versenyképességének növelése érdekében a beruházásokat gerjesztő, a közvetlen tőkebefektetéseket növelő lépések meghozatala.

⁴ Különösen, ha a jövedelmeknél nem a megtermelt jövedelem, a GDP, hanem a rendelkezésre álló GDI alakulását vesszük.